

投資家の資本コスト認識はなぜ厳しいのか

明田雅昭

一、はじめに

二〇一四年から本格化した企業のガバナンス改革は、企業と投資家の「建設的な対話」を通して、「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を促し、ひいては経済全体の発展に寄与」することを目指すものである。この改革を牽引してきたのは、二〇一四年二月発効のスケジュールシップ・コード（責任ある機関投資家の諸原則。以下、SSコード）、二〇一四年八月発行の伊藤

レポート、二〇一五年六月発効のコーポレートガバナンス・コード（上場企業の行動規範。以下、CGコード）である。

二つのコードとも三年ごとに見直されることになっており、CGコードは二〇一八年六月に改訂された。この改訂の主要点の一つに「資本コスト」概念の明示的な導入があった。資本コストは投資家の要求収益率のことであり、理論的にはROEが株式資本コストを上回っている場合に企業価値を創造していることになる。つまり、企業価値の向上とは資本コスト対比でROEを高める

ことと同義である。

改訂CGコードにより資本コストという専門用語の認知が進むにつれて、企業と投資家間の認識ギャップが注目されるようになった。生命保険協会のアンケート調査によると、約半数の企業が自社のROEが株式資本コストを「上回っている」と答える一方で、ほとんどの投資家は「同程度」か「下回っている」と答えている。筆者は二〇一八年の論稿⁽¹⁾でこの状況の解釈を試みたが、本稿では生命保険協会による最新の調査を軸にしつつ別主体の調査結果も加えて考察を深めた⁽²⁾。前回論稿と比べると、企業の認識を該当比率ではなく該当社数で把握することを重視した⁽³⁾。資本コスト認識を持つ企業は三七〇〇社を超える上場企業のごく一部に過ぎないのに、該当比率で論じると上場企業全体の認識と誤解されかねないからである。

第二節では企業と投資家で資本コストの水準に関する認識が大きく異なっていることを確認する。その上で、第三節ではガバナンス改革以降の企業の資本コスト認識を詳しく調べ、第四節では投資家の認識プロセスを推測して、両者の認識の違いの原因を探った。第五節ではこの認識ギャップを埋め、ガバナンス改革の目的達成に資するため、本論稿の分析結果を生かす方策を考察した。

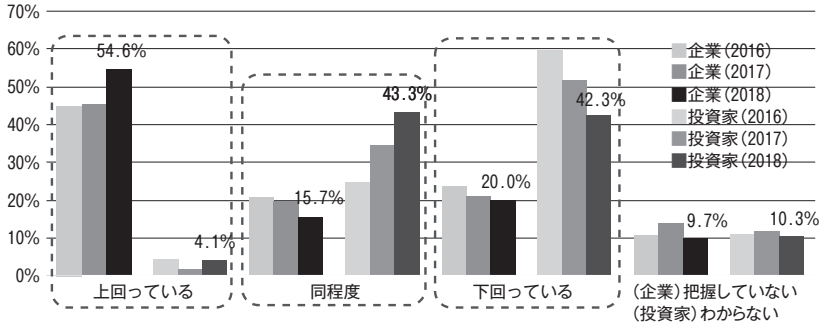
二、企業と投資家の認識ギャップ

図表1は二〇一八年一〇月に生命保険協会が実施した調査の集計結果⁽⁴⁾で、専門誌や業界セミナーでたびたび引用されている。

企業のROEの水準と資本コストを比較する質問で回答選択肢は、「上回っている」、「同程度」、「下回っている」、および「資本コストを把握して

図表1 資本コストに対するROE水準の見方（企業・投資家）

認識ギャップ大【企業>投資家】「上回っている」
 認識ギャップ大【企業<投資家】「同程度」「下回っている」



(回答数【企業】：2018年度：515,2017年度:553,2018年度：541)

(回答数【投資家】：2018年度：97,2017年度:110,2018年度：89)

〔出所〕 生命保険協会、「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果（2018年度版）～企業・投資家の結果比較」（2019年4月）、9. 資本コストに対するROE水準の見方（企業・投資家）

いない（企業向け）」あるいは「わからない（投資家向け）」の四つであった。ROEが資本コストを「上回っている」と答えたのは、企業は五四・六％だったが、投資家はわずか四・一％であった。「下回っている」と答えたのは、企業の二〇・〇％に対して投資家は四二・三％であった。「企業のROEは資本コストと比べて同程度かそれ以下」と答えた投資家が八五・六％もいたのである。

この傾向は二〇一六年と二〇一七年では一層顕著であった。二〇一四年まで遡ってみると、企業の「上回っている」回答は徐々に増えてきたが、投資家の回答にはほとんど変化が見られず、「上回っている」は非常に低い水準が続いている。

生命保険協会調査では、企業向けに中期経営計画で公表している重要な成果指標を、投資家向けに経営目標として企業が重視すべき指標を質問し

ている。回答選択肢として企業向けおよび投資家向けに同一の一八指標が提示されている。集計結果では、企業は「利益額・利益率の伸び率」、「売上高・売上高の伸び率」という成長性を重視しており、投資家は「ROE」、「ROIC（投下資本利益率）」、「総還元性向（配当＋自己株式取得／当期利益）」という資本効率性を重視しているという顕著な違いがあった。

ファイナンス理論的には、株式価値Pと株主資本B₀、自己資本利益率ROE、株式資本コストr_e、成長率gは次のような関係にある。この式の左辺はP/BRに相当する。

$$\frac{P}{B_0} = 1 + \frac{ROE - r_e}{r_e - g}$$

この理論式によれば、ROEが株式資本コストを下回っている状態で成長を加速すると株式価値が減少する。この状況では成長より資本効率の改

善が急務である。企業の低ROEを問題視している投資家が成長より資本効率の向上を求めるのは理論に適った姿勢である。日本企業のROEは低いという共通認識がある中で、このような理論的背景も考慮すると、図表1に見られる企業と投資家の認識ギャップは、投資家の見方が厳しすぎるのではなく企業の見方が楽観的すぎるのではないかという考えの方が優勢のようであった。

なお、回答企業は五〇〇社程度であり、図表1は上場企業の中でも七分の程度の主要企業の見方であることを忘れないようにしたい。一方、投資家は百社前後であるが、日本における主たる資産運用機関の大勢が含まれている。

三、企業の資本コスト認識

ガバナンス改革が始まった頃から、生命保険協

投資家の資本コスト認識はなぜ厳しいのか

図表2 業界団体調査による日本企業の資本コスト認識

【生命保険協会】	2015年	2016年	2017年	2018年
調査開始月	2015/10	2016/10	2017/10	2018/10
対象企業数	1,056	1,088	1,136	1,206
回答社数	568	572	581	573
回答率	53.8%	52.6%	51.1%	47.5%
資本コストを把握している企業	463	479	471	428
うち、詳細数値を算出していない企業	289	282	280	183
うち、詳細数値を算出している企業	174	197	191	245
【IR協議会】	2014年	2016年	2018年	
調査開始月	2014/1	2016/1	2018/1	
対象企業数	3,543	3,622	3,707	
回答社数	1,029	983	1,006	
回答率	29.0%	27.1%	27.1%	
自社の資本コストの水準を認識している企業	607	422	481	
うち、資本コストの計算根拠を有しない企業	199	191	192	
うち、資本コストの計算根拠を有する企業	408	231	289	
CAPMに基づき計算している場合の前提				
リスクフリーレートの平均	1.39%	0.81%	0.52%	
リスクプレミアムの平均	4.94%	5.93%	5.93%	
ベータ値の平均	0.91	0.98	0.92	
平均想定資本コスト	5.70%	6.21%	5.86%	

〔出所〕 生命保険協会、「株式価値向上に向けた取り組みについて」調査の平成27、28、29、30年度調査および IR 協議会、「IR 活動の実態調査」の2014、2016、2018年度調査。社数は回答比率データから筆者が計算

会と IR 協議会は企業向け調査に資本コストに関する踏み込んだ質問を追加した。図表2にその集計結果を要約した。

生命保険協会は二〇一五年から企業向け調査で、ROE水準と資本コストを比較する質問に答えた企業に対して「詳細な資本コスト（株主の要求収益率）の数値を算出していますか」という質問を追加した。二〇一五年から二〇一七年までは「詳細数値を算出している」と答えた企業は一七〇〇社であった。二〇一八年には、この質問文にはさらに「算出している場合は、その結果は何%でしょうか」が追加され、具体的な資本コストの水準を答えた企業が二四五社あった。二〇一八年に前年までと比べて「資本コストを把握している」社数が減り、「詳細数値を算出している」社数が増えたのは、半年前に改訂されたCGコードに資本コストという用語が明示的に組み込

まれたことの影響かもしれない。

IR協議会は毎年の調査で二〇一四年から隔年で資本コストに関する質問を行っている⁽⁵⁾。CGコード導入の半年後に行われた二〇一六年の調査では、自社の資本コストの水準を認識している企業が二〇一四年調査の六〇七社から四二二社に激減した。資本コストの計算根拠を有する企業も四〇八社から二三一社に半減している。二〇一五年のCGコードには資本コストという用語はなかったが、企業に対して合理的な財務運営が求められるようになったため、質問に対してより厳密に答えるようになったのかもしれない。

IR協議会調査では、資本コストの計算根拠を有する企業に対して、資本コストをCAPMに基づいて計算している場合の前提を尋ねている。過去三回の調査の平均値でみると、リスクフリーレートは〇・五〜一・四%で二〇年国債の利回り

水準に近い。リスクプレミアムは五〜六%、ベータは〇・九〜一・〇であった。その結果、平均想定資本コストは五・七〜六・二%になっている。リスクフリーレートとリスクプレミアムについて、Pablo Fernandez教授が毎年世界各国でアンケート調査⁽⁶⁾を行っているが、その中の日本の集計結果の数値は、これらとほぼ同じ水準である。

生命保険協会の二〇一八年調査で資本コストの詳細数値を算出していると回答した二四五社は、株式資本コストの水準を「四%未満」から始まり、「四%台」、「五%台」などの一%刻みの選択肢の中から答えている。「四%台」を四・五%に読み替えるなどして平均資本コストを計算してみると六・三%になる。株式資本コストをIR協議会調査のデータを利用してベータに変換してみると、ベータの平均値は〇・九七になった。IR協議会調査では平均想定資本コストは五・九%で、

ベータの平均値は〇・九二であった。二〇一八年の I R 協議会調査と生命保険協会調査での株式資本コストは、ほぼ整合的な内容だったと言えよう。

ここまでの分析から、アンケートに回答している主要な上場企業に限定されるが、資本コスト算出の前提値と算出結果の統計的な全体像を俯瞰すると、企業の資本コスト認識は妥当な可能性が高そうである。この後、P B R を用いて妥当性の検証をさらに進める。

P B R の理論式は次のとおりであった。

$$PBR = 1 + \frac{ROE - r_e}{r_e - g}$$

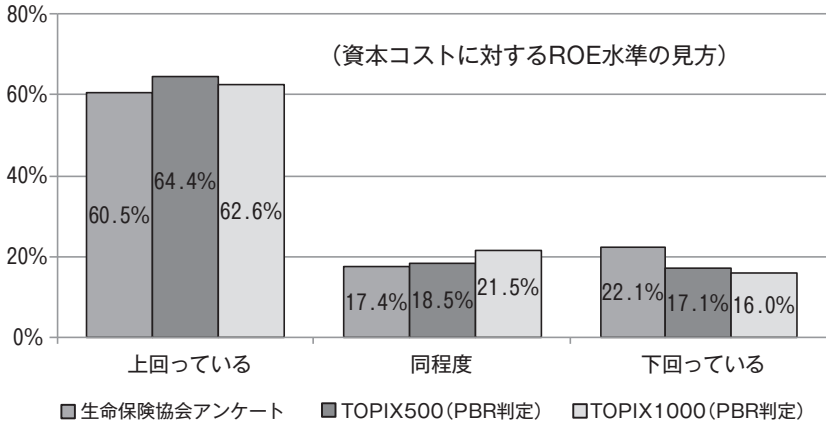
この式は、ROE が株式資本コストを上回っていると P B R が一より大きくなり、下回っていると P B R が一より小さくなることを示している。したがって、上場企業の P B R を計算して、P B R

が一より大きい企業の割合を算出すれば、それが、ROE が株式資本コストを上回っている企業の割合と見なしてよいことになる。

P B R は株価を用いた指標だから、一時的な株価変動によって一を上回ったり下回ったりする企業もある。そこで、ある月末時を基準にして企業ごとに過去一年の月末 P B R データを入手し、これを使って ROE と株主資本コストの大小についての「P B R 判定」を次のように定義した。過去一年の P B R がすべて一より大きい企業を「上回っている」とし、すべて一より小さい企業を「下回っている」とし、それ以外の企業（P B R が一を上下している企業）を「同程度」とした。

図表 3 は、基準月を二〇一八年一〇月にした P B R 判定の結果を、生命保険協会の二〇一八年一〇月調査の企業の認識と比較したものである。なお、P B R 判定の対象母集団は、アンケート回答

図表3 資本コストに関する企業の認識と市場の評価



(注1) 生命保険協会調査は2018年10月に実施。「把握していない」を除いて百分率を計算し直した

(注2) PBR 判定は2017年10月末から2018年10月末までの13ヶ月データによる

〔出所〕 生命保険協会、PBRはFactSet データベースを使って筆者が計算

企業の属性を推測してTOPIX500およびTOPIX1000の企業とした。

PBR判定は企業の資本コスト認識と驚くほど一致している。明田(二〇一八)では二〇一七年のデータで分析しているが、図表3と同様に極めて一致した結果であった。本節の分析により、企業の資本コスト認識は総体として株式市場の評価との一致性が高く、ほぼ妥当であるとみなしてよさそうである。

四、投資家の資本コスト認識

本節では投資家の資本コスト認識を検証する。柳良平氏が毎年グローバルな投資家向けに実施しているサーベイの中で、生命保険協会調査と同様に資本コストに対するROE水準の見方を質問している。図表4は生命保険協会の二〇一八年調査

図表4 ROEと資本コストに関する投資家アンケート

【生命保険協会アンケート(2018年10月)】 【柳良平グローバル投資家サーベイ(2018年3~5月)】

ROE水準を資本コストと比較して				一般的に日本企業のROEに満足していますか？				
回答選択肢	回答数	比率		回答選択肢	回答数			日系比率2
		比率1	比率2		全体	日系	外資	
a.上回っている	4	5%	9%	A.資本コストを大幅に上回っており、大いに満足している	3	0	3	27%
b.同程度	42	48%		B.資本コストを多少は上回っており、満足している	35	17	18	
c.下回っている	41	47%	91%	C.資本コスト以下のレベルであり、不満である	79	40	39	73%
d.わからない	10			D.資本コストを大幅に下回っており、大いに不満である	21	7	14	
投資家合計数	97	87	45	E.ROE自体が重要でない	2	2	0	
				F.その他	1	0	1	
				投資家合計数	141	66	75	64

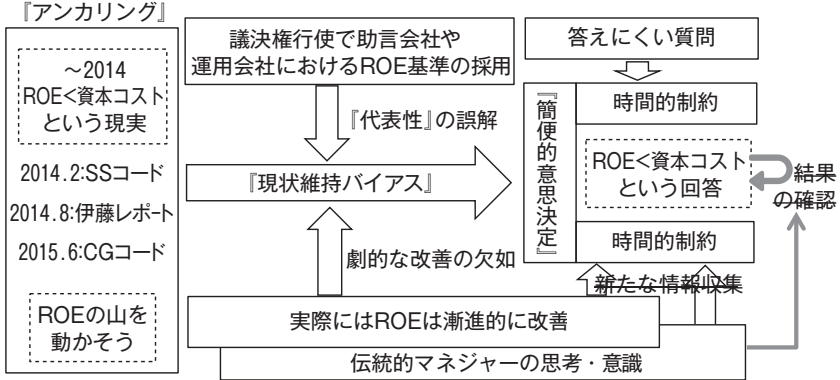
【出所】 生命保険協会および柳良平氏のデータを筆者が編集・加工

と柳良平氏が二〇一八年三月から五月にかけて実施したサーベイ⁽⁸⁾(以下、柳サーベイ)の結果を要約したものである。

柳サーベイの回答選択肢の中には「同程度」がない。このため生命保険協会の調査で「同程度」と答えた企業および投資家を除き「上回っている」か「下回っている」かに限定した二選択質問と見なして、投資家の認識を確認してみた。「比率2」にあるように、「上回っている」としたのは生命保険協会調査で9%、柳サーベイで二七%である。一方、同じ二選択質問に変換すると生命保険協会調査での企業の「上回っている」は七三%だった。前節の分析により企業の認識には十分な妥当性がありそうなのだが、投資家はなぜこれほど厳しい見方をするのだろうか。

投資家の資本コスト認識に関する十分な調査情報がないので、この疑問を解き明かす実証的裏付

図表5 投資家が「下回っている」と答える理由



〔出所〕 筆者作成

けはないのだが、図表5に筆者の仮説を概念的にまとめてみた。

最大の問題は「質問の答えにくさ」にあるように思う。投資家向けの質問は「日本企業のROE水準は、資本コスト（株主の要求収益率）を上回っていると思いますか」というもので、回答選択肢は「上回っている」、「同程度」、「下回っている」、「分からない」の四つである。回答する投資家の立場でみると、日本企業の中には「上回っている」企業もあり、「下回っている」企業もあるという状況で、どれを選択すべきか迷うに違いない。「上回っている」企業が最も多いと思えば「上回っている」と答えるなど、属する企業の割合が最大だと思いう選択肢を選ぶのではないだろうか。企業向けには「貴社のROE水準」と特定していることと比べると、極めて漠然としていて答えにくい質問である。

以下では、このような状況で投資家がなぜ「回っている」を多く選択するのかについて行動ファイナンス的な解釈を試みる⁹⁾。

最初にこのような問題に関する投資家（ファンドマネジャー）の背景的な思考・意識を推測する。資本コストは中長期的な市場均衡期待リターンであるが、アクティブマネジャーには、投資候補の企業に対する自らの期待リターンと均衡期待リターンを比較するという考え方は馴染まず、競合企業の中から相对比较で期待リターンが高い企業を選別するという考え方が一般的ではないか。相对比较のプロセスでは均衡期待リターンはなくても済む。PBRも価値創造度合いの指標としてではなく、割安判断指標の一つとみなす見方が主流であろう。パッシブマネジャーは、株価は市場均衡的に合理的に形成されているはずだから分析は不要であるという立場である。最近、パッシブ

マネジャーにも企業へのエンゲージメントが求められるようになってきているが、個社固有の資本コストに踏み込むようなエンゲージメントはしていない（できない）はずだ。ファンドマネジャーで資本コストを意識している可能性が高いのはアクティビストだが、彼らは極めて少数派である。

そもそもSSコードの中には資本コストという言葉は登場しない。運用会社はSSコードの受け入れ表明と共に各原則に対する準拠の方針をホームページで公開しているが、二〇一八年に主要運用会社三七社について調べたところ資本コストに言及していたのは二社だけだった¹⁰⁾。投資家にとって資本コストは企業の認識の問題であって企業に質すテーマの一つという意識なのではないかと思う。

投資家が資本コストとの比較でROEの水準を問われたときの思考の原点はガバナンス改革開始

時点の認識であろう。当時、「株価の低迷」＝

「ROEが資本コストより低い」という認識が共有化されていた。特に伊藤レポートにはこの意識が強く、CGコードもSSコードも根底には同じ認識があったと思う。伊藤レポートのプロジェクトにも参加したメンバーによる「山を動かす」研究会が「過去一〇年平均のROE分布の最頻値（山）は四〜五%だが、これをグローバル水準にするために一〇%ポイント上に動かそう」と提唱していた。¹²伊藤レポートではROEが資本コストを上回る目処となる閾値として八%を提示していた。実際に多くの日本企業のROEが資本コストを下回っていた中で、強いメッセージが発せられたため、投資家の潜在意識に「日本企業のROEは低い」という思いが焼き付いたように思う。行動ファイナンス的にいえば、この観念が意識の中心に『アンカー（錨）』¹³として残った可能性が高

い。

その後、ROEの改善は漸進的なものだった。二〇一四年三月期のROEの最頻値は既に過去一〇年の平均より一%近く上方に動いていたが、その後二年間は停滞した。「山を動かす」研究会の代表者は二〇一六年八月時点で「現在地の確認―山、未だ動かず」と書いている。¹⁴次の二年間で山は再び一%上方に動き二〇一八年三月期のROEの中央値は八・九%になった。ROEの小幅な改善でもPBR的（企業価値的）には大きな改善に結びつくのだが、ROEだけに注目しているとPBRの改善に気がつきにくい。一方、この間に議決権行使助言会社や運用会社で議決権行使の基準としてROEに関する定量条件の組み込みが進んだ。この基準に抵触して代表取締役選任への反対議決が起きたりすると、数は少なくとも「低ROE企業がまだ多い」と思い込ませる『代表性』の

誤解を生んだかもしれない。このように劇的な ROE の改善が見られない中で、低 ROE 企業が時々目立つ環境下では、「下回っている」というアンカーが根強く残る『現状維持バイアス』¹⁶⁾を交えることは難しい。

こうした状況下で、資本コストは本来的に企業の問題であると当事者意識が薄い状態で、「日本の企業の ROE 水準は、資本コストを上回っていると思いますか」という答えにくい質問をされるのである。一般に意志決定は過去の経験や記憶および新たな情報収集に基づいて行われる。しかし、時間的制約もある中でアンケートの項目のために新たな情報収集を行ってから答えるのは難しいだろう。その場合、過去の経験や記憶だけに基づく直感的な『簡便的意思決定』¹⁷⁾が行われることになる。前年も前々年も企業と投資家の認識ギャップが大きかったということも気づいていないかも

しれない。『簡便的意思決定』では、「下回っている」というアンカーから解放されていない投資家はほとんど「下回っている」か「同程度」と回答するのでないだろうか。つまり、これらの回答は十分に練られたものではなく『簡便的意思決定』に基づくものであって、バイアスが排除されないまま直感的に答えたものである可能性が高い。現状の回答結果は投資家の「十分検討した上での答え」を引き出していないのではないかと思う。

五、今後に向けて

本稿の分析および考察に基づいて、今後に向けたいくつかの提案を行いたい。

投資家の資本コスト認識をより正確に把握するためには、現行の定性的回答を求める質問は「日本企業の何%が資本コストを上回る ROE になっ

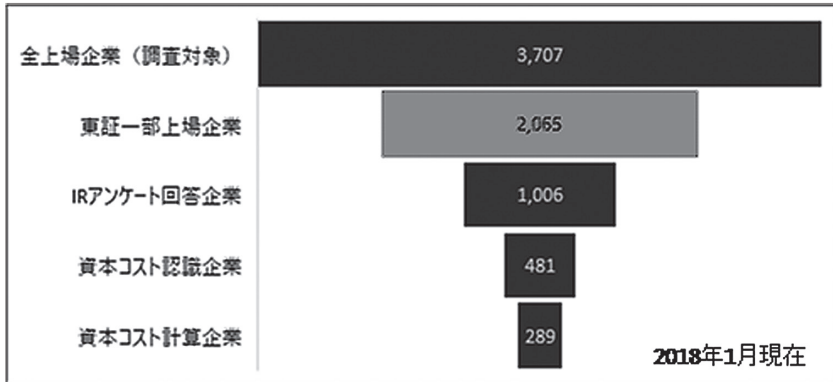
ていると思いますか」という定量的回答を求める形に変わるのがよいと思う。回答の選択肢としては、例えば、「一〇%未満」、「二〇%程度」、「三〇%程度」、……、「八〇%程度」、「九〇%以上」というものがよいだろう。このように変えることで答えにくさが減る分だけ、投資家の『簡便的意思決定』を減らし、多少時間をかけて検討した上での回答が期待できる。また、投資家の資本コストに関する問題意識を高める効果も伴うかもしれない。

企業の資本コスト認識は総体として合理性が高そうであるが、資本コストに関する認識状況は企業によって大きく違う。図表6に二〇一八年一月時点での企業の認識状況を图示した。日本の上場企業は三七〇〇社を超え、そのうち五六%が東証一部企業で、I Rアンケート回答企業は約千社である。アンケート非回答会社はI R活動に消極的

で資本コスト概念もあまり認識していないと考えられる。図表2から、資本コストの認識がある企業は最大で五百社、資本コストを自ら計算している企業は最大で三百社程度と見積もられる。自ら資本コスト計算をしている企業は全上場企業の一割に満たない。しかも、図表2はこうした資本コスト認識・計算企業が過去五年で増えていないことも示唆している。

資本コストを認識しているが自ら計算していない企業はどのようにして資本コストを把握したのだろうか。答えとしては、主幹事証券会社、資産運用会社、情報サービス会社などから入手したか、伊藤レポートの八%を目処にしたか、P B Rで判断したといったものが考えられる。この点が明らかになれば、資本コストを認識できていない企業にとって大いに資するところがあるろう。C Gコードは原則として上場企業に資本コストの把握

図表6 企業の資本コスト認識状況



〔出所〕 IR 協会、「IR 活動の実態調査2018」および東京証券取引所資料から筆者が作成

を求めている。この原則へコンプライする企業を増やすためにもアンケート実施団体にはこのような把握方法に関する質問を加えていただきたい。資本コストを自ら計算している企業はCAPMを使っていることが多いようだ。CAPMについては理論上の問題や実務適用上の限界を指摘する声は多く、ベータの推定でも多様な調整方法がある。それでも、基本的な計算方法は会計大学院や経営大学院で演習を通して教えているはずで、企業からの学生が企業に戻って自社の株式資本コストを計算している例も多いだろう。本論稿の分析結果からすると簡便なベータ計算に基づく資本コストでも十分に役立つ可能性がある。企業の関連団体は、資本コスト計算企業から情報を収集して、どの企業でも実施できるように計算方法を体系化し、資本コスト未計算企業向けに研修を行ったらどうか。企業が資本コストに関して目処とな

る数字を持って運用会社との対話に臨めば、より実りある「建設的な対話」を実現できるだろう。

(注)

- (1) 明田(二〇一八)。
- (2) 本稿は明田雅昭(二〇一九)を要約したものである。本稿中の事実認識、意見・提言はすべて筆者個人の私見であり、日本証券経済研究所を代表したものではない。
- (3) アンケート結果では回答の合計社数と、その合計社数の下での選択肢に対する回答割合が表示されていることが多いが、筆者が選択肢ごとの回答社数を計算した。本稿内の社数について多くはアンケート発表元によるものではなく、このような計算結果であり、一、二社程度の誤差はありえる。
- (4) 生命保険協会、「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果(二〇一八年度版)」、企業・投資家の結果比較、二〇一九年四月。
- (5) I R協議会、「I R活動の実態調査」二〇一四、二〇一六、二〇一八年度調査。
- (6) 例えば二〇一八年三月実施のアンケート結果は、Pablo Fernandez, Vitaly Pershin and Isabel F. Acin, "Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 59 Countries in

2018:A Survey", という論文にまとめられており、インターネット上で取得できる。日本については回答者五七名で、リスクフリーレートの平均値は〇・三%、リスクプレミアム平均値は五・七%になっており、I R協議会アンケートの値よりやや低めである。

- (7) I R協議会の二〇一八年一月調査における平均リスクフリーレートの〇・五二%と平均リスクプレミアムの五・九三%を前提にしてCAPM式で変換した。
- (8) 柳良平・広木隆・井出真吾、「ROEを超える企業価値創造」、日本経済新聞出版社、二〇一九年三月(第二章で二〇一八年調査の内容が紹介されている)。
- (9) 俊野雅司、「証券市場と行動ファイナンス」、東洋経済新報社、二〇〇四年三月を参考にした。本稿中の『で囲った用語は同書で使われている行動ファイナンスのキーワード(専門用語)である。
- (10) 明田(二〇一八)による。
- (11) 正式には『山を動かす』研究会で、『』ではなく『』であるが、本稿では行動ファイナンスの専門用語を『』で示したため『山を動かす』研究会とした。
- (12) 「山を動かす」研究会編、「ROE最貧国 日本を変えろ」、日本経済新聞出版社、二〇一四年二月。
- (13) 意思決定を行う際に、網羅的な選択肢を検討して結論を

導き出すというより、最初に「あたり」をつけてから、その「あたり」が自分にとって最適かどうかを検証し、修正を施していくというアプローチが取られやすい（以上、俊野（二〇〇四）、五七～五八頁の趣旨）。初期段階で意識の中心に焼き付けられたものがその「あたり（アンカー）」として機能し、意思決定に強く影響しがちになると考えられる。

(14) 中神康議、「再び、「山」を動かすー現在地の確認と、新たな改革アプローチの提唱ー」、証券アナリストジャーナル、二〇一六年八月号。

(15) 一部のサンプルの特性を見て、それらの特性が、サンプルが所属する集団全体の特性を代表していると誤解してしまうこと。

(16) 「一般的に、保守的にいつもの行動を維持しているときにこう変えれば良かったと後悔するケースよりも、いつもと違うことをして失敗したときに受ける後悔の念のほうが強いと指摘されており、「今までどおりで行く」という意思決定を行う傾向が強いものと推察される」（俊野（二〇〇四）、五四～五五頁から引用）。

(17) 「限られた時間の中で、できるだけ効率的な意思決定を行いたいと考えているのは当然のことであるが、判断材料が少ない場合には、何らかの簡便的な意思決定法が採用され

ることが多い」（俊野（二〇〇四）、五七頁から引用）。

（参考文献）

スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会、「責任ある機関投資家の諸原則」日本版スチュワードシップ・コード／投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために、平成二九年五月二九日

経済産業省、「持続的成長への競争力とインセンティブ」企業と投資家の望ましい関係構築」プロジェクト最終報告書（伊藤レポート）、平成二六年八月（その後、伊藤レポート二・〇が、持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会により、二〇一七年一〇月二六日に発行されている）

「コーポレートガバナンス・コード」会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために、株式会社東京証券取引所、二〇一八年六月一日

明田雅昭、「コーポレートガバナンス・コードと資本コスト」、証券レビュー、第五十八巻第八号（二〇一八年八月号）

明田雅昭「企業と投資家の資本コスト認識」、日本証券経済研究所、トビックス（二〇一九年一月二九日発行）

（あけだ よしあき・当研究所特任リサーチ・フェロー）