

企業の財務構成と環境投資^(*)

内田 交謹（北九州市立大学）

本報告では、東証一部上場製造業の企業を対象に、2000年度、2001年度の環境投資額を入手し、企業の財務構成(financial structure)、ガバナンス構造との関係を検証する。

このような実証分析を行う動機は次の通りである。

第一に、設備投資に関する先行研究では、資本市場に情報の非対称性がある場合、企業の内部資金量が設備投資額に影響を与えること（内部資金制約）が指摘されている(Fazzari et al., 1988; Hoshi et al., 1991)。また、ファイナンス理論において、負債比率が高くなると、NPV が正のプロジェクトが実行されない可能性があることが示されている(Myers, 1977)。これらの議論は、企業の設備投資決定が財務構成に影響を受け、場合によっては非効率なものになることを示唆している。仮に同様の問題が環境投資についても当てはまるとすれば、企業の財務構成が環境保全を妨げるということになる。その意味で、企業の財務構成と環境投資の関係を分析することは重要であろう。

第二に、コーポレート・ガバナンスの先行研究では、経営者の持株比率の上昇が最初は経営者に株主の富を最大化するインセンティブを与えるが(alignment effect)、ある一定水準を超えて持株比率が上昇すると逆に経営者が価値最大化に反した行動をとる(entrenchment)と指摘されている(Mork et al., 1988; McConnell and Servaes; 1990, 1995)。仮に環境投資が経営者の裁量の支出であり、株主にとっては好ましくないものと考えられていれば、経営者の持株比率が上昇するにつれて最初は環境投資額が上昇するが、ある一定水準を超えて持株比率が上昇すれば逆に環境投資額が上昇すると予想される。また先の仮定の下では、持合株主に比べて経営者に株主価値上昇を強く求めると考えられる外国人株主の持株比率が上昇するほど環境投資額が下落すると予想される。このように、コーポレート・ガバナンス構造と環境投資額の関係を検証することは、主要なCSR活動の一つである環境投資が株主の富最大化に反した行動と捉えられているかを検証するという意義を持っている。

また、Hibiki and Arimura (2004) のアンケート調査において、日本企業のISO14001取得に影響を与えたステークホルダーとして、取引銀行の存在が指摘されている。そこで本報告では、メインバンク関係と環境投資額の関係についても分析することで、日本的なガバナンス構造が環境投資に対してポジティブな影響を与えているかを検証する。

(*1) 本研究は後藤宇生氏（北九州市立大学）との共同研究である。