

日本の大企業とガバナンス —資本コスト認識の観点から—

武見浩充（千葉商科大学）

バブル崩壊後、わが国経済あるいは企業業績が低迷を続けてきたことに対して、具体的な指摘や提言が多数示されてきた。一方、この失われた 10 年と称される 90 年代に初めて日本企業の業績低迷の萌芽が見られたのではなく、70 年代以後の長期低落傾向の延長線上にある。エンロン、ワールドコムといった会計不祥事からガバナンス、内部統制強化に向かった米国と異なり、わが国の場合基本的には、この低収益状態からの脱却を図るためにガバナンスが着目されている。

井手（2003）は、コーポレートガバナンスという概念を整理するため 6 つの視点¹をあげている。これらの内、ストックとフローの価値創造に関して Gompers 他（2003）は買収防衛策の数を株主の権利の指標として用い、企業価値および株価値収益率への影響を検証し、Ryngaert(1988)は同策（ポイズンピル）のイベントスタディを行い、共に負の結果を得ている。本邦企業に関する研究では、同策の導入が負の影響を及ぼすかは明確ではなく、岡田（2007）は事業価値の毀損は生じず、むしろ導入企業は株価や統治に敏感との結論を得ている。

本報告はガバナンスが弱体であったとされる 60 年代から 90 年代後半までの日本の大企業のガバナンスを、長期時系列データを用いた資本コスト認識の観点から再度確認しようとするものである。同様の研究は、例えば米澤・松浦（2000）はガバナンスが配当政策に与える影響をパネルデータにより検証し、宮島・蟻川・齊藤（2001）は石油ショック前後とバブル期を比較することでガバナンスと過剰投資問題を、そして松浦（2002）は増資行動に着目し、ガバナンスが企業の財務行動に影響しているのかなどを検証している。

本報告では東証 1 部上場企業、輸送用機械器具と電気機械器具を対象に、資本構成理論および自己資本（含む増資）に対するコスト認識の先行研究フレームワークを用いた分析結果をもとに、総資産に対する他人、自己両資本コストの認識とその経路を検証した。検証結果からは、バランスシートの大きさを決定する要因の 1 つとして、売上高を介して市場の期待が自己資本の資金コストとして認識されていることがわかった。これは一般的に説明しやすいとされるキャッシュアウトフローからの財務行動と矛盾しない一方で、従来から企業が市場によるガバナンス下にあったことを示唆している。

¹1.主たる当事者は誰か、2.ステークホルダーに序列はあるか、3.ストックの価値創造か、フローの価値創造か、4.価値創造の仕組みか、価値配分の仕組みか、5.マクロ経済効果か、ミクロの私権の主張か、6.取締役会の役割と責任。