

## 株主利益抑制下のコーポレートファイナンス —戦前・戦時期の資本コストと資本利益率—

東京海上アセットマネジメント株式会社 平山賢一

本報告は、戦時期の企業金融（コーポレートファイナンス）の実態を、金融統制期の株主利益の抑制政策との関係から考察するものである。主要企業のエクイティスプレッド（＝資本利益率－資本コスト）の推移を示すことでコーポレートファイナンスの実態を整理し、配当規制に代表される金融規制が与えた企業成果への影響の一端を明らかにできると考えるからである。極端な株主軽視の金融規制が企業価値に与えた影響を確認することは、現代企業における株主とその他ステークホルダーの在り方の整理にも貢献するだろう。

わが国は、1939年に会社利益配当資金通令を制定し、さらに1940年には、会社経理統制令の制定を通して、株主の主たる利益である配当率の抑制が図られた。特に1940年12月に明らかにされた経済新体制確立要綱では、企業を「資本、経営、労務の有機的一体」と表現するなど、株主の権限の希薄化が鮮明になっている。また、1943年には軍需会社法が制定され、商法に定められた株主権が明示的に制限され、企業統治（コーポレートガバナンス）における株主の位置づけが明らかに後退している。1930年代後半から1940年代前半にかけて、戦時物資の生産拡充を意図した政府は、経営者・従業員の利益を確保することで戦時物資等の生産拡大を図ったわけである。

この間の企業資金調達、岡崎（1993）、Hoshi & Kashyap（2004）が示すように、借入金による比率が高まり、資本市場の役割は低迷したとされている。本報告では、負債比率が高まったとされる主要企業の企業価値についても、同様に大きく変化しているのかについてエクイティスプレッドの算出を通して整理するものである。資金循環の側面に加え、企業業績に基づく企業価値の観点からもアプローチすることで、戦前・戦時期のコーポレートファイナンスの実態を明らかにできるものと考えている。

具体的には、戦前期に最も流動性の高かった短期清算取引対象企業20社超の資本コストと資本利益率（ROE）を算出した上でエクイティスプレッドを求め、株主利益の抑制を意図した規制の進展との比較を試みる。株式リスクプレミアムおよび個別株式のベータの算出にあたっては、平山（2019）の昭和初期国債パフォーマンスインデックス（GBPI）および昭和初期株式パフォーマンスインデックス（EQPI）を活用している。

尚、当報告は、わが国における株主資本主義とステークホルダー資本主義を巡るコーポレートガバナンス議論にも、一つの事例研究として役立つかもしれない。株主の利益を短期間に抑制した戦時期に、企業価値がどのように変化したのかを整理することは、今後の新しい資本主義の在り方についても含意があるものと考えている。