

日本の大企業（東証一部上場企業）のキャッシュフローと 資本コスト認識に関する長期時系列分析（1960年代～1990年代）

— その経路とコストの検証 —

千葉商科大学 武見 浩充

わが国では、1980年代に企業が過剰な債務を負い、その結果としてのバブルと同崩壊が起きたと考えられており、2000年前後には銀行の不良債権処理が問題となった。この企業経営の根幹に関わる問題は、マクロ経済の状況、金融資本市場の特性、コーポレート・ガバナンスなどの視点から多くの研究がなされている。企業の資本コストとの関連では、たとえば米澤・松浦（2000）は、コーポレート・ガバナンスが配当政策に与える影響をみており、宮島・蟻川・斎藤（2001）は、フリーキャッシュフローに焦点を合わせて石油ショック前後とバブル期を比較検証し、福嶋（2003）は投資家の期待を満たしていたかを事後の実現したリターンからみている。

武見（2005）は、長期時系列で業績の推移を分析するなかで90年代のみを問題の時期とすることは誤りであり、傾向として捉えようとするれば70年代まで遡ることが可能であること、産業全体を俯瞰すれば長期に渡って生産性の上昇を上回る人件費の上昇がみられることを示している。この人件費に焦点を合わせた分析は、たとえば宮永（2002）でも同様な結論を得ており、これを企業の利害関係者間でみれば、株主が従業員を長期に渡って扶助していたことになる。

本報告では副題にみるように、福嶋（前掲）と同じく、経営者が株主に損（扶助）をさせるような資本コストの認識だったのか、否かをみている。これは、ガバナンス論議に端を発し、管理費用の大幅増加を招いた統制強化の現況に対して、企業内部の問題なのか、あるいは企業にとっては与件となる資本市場の問題なのかを峻別することで、株主リターンへの圧迫要因となる統制強化の必要性をみることもつながっている。このため、たとえばMarket for ControlといわれるM&Aによる投資家側の変化（市場の変化）が経営者の従来から持つコスト認識経路を通じて影響を与えるとすれば、Accountabilityの問題を除いて内部統制強化の必要性は失われることになる。

CAPMあるいは3ファクターモデルから求める資本コストではなく、分析期間当時の経営者が容易に認識できたであろう資本コスト（株式益利回り）を企業の対売上高比相当負担額に擬制し、それを3つのモデル（資本構成、資金調達、資産規模）の説明変数として用いた結果、各モデルにおいて資本コストの同擬制値は有意となった。これは、経営者の従業員重視・投資家軽視が長期に渡る収益率低下の原因ではなく、むしろ市場が収益率の低下をコストの面から容認していた可能性を示唆している。