

コーポレート・ファイナンスに関する新しいアプローチで、 アカデミズムに貢献していくのが我々の仕事。

理論と実証研究の両輪があって 真実が明らかになってくる

コーポレート・ファイナンスは、企業や投資家の視点から資金調達、投資行動、配当政策などについて研究する学問です。私は企業価値を高めるための投資行動の意思決定と投資のための資金調達法などについて、さまざまなデータを駆使して、統計的に検証する実証研究というアプローチで研究を行っています。

アメリカでは、国家予算でデータを蓄積しており、すべての研究者が使えるようになっていますが、残念ながら日本ではそうした仕組みはありません。そこで外部資金を獲得して、自分たちで



データを調達して、データを購入してから研究に取り組む必要があるのです。あるいは、有価証券報告書など紙ベースのデータから必要な部分をパソコンに手入力しなければなりませんから、自ずから狭い範囲のデータしか活用ができないのです。欧米各国の研究環境と比べると、20年は遅れていると思います。常に世界の最先端を意識して、新しいアプローチ、手法など吸収しながら研究を進めていますから、研究自体の遅れはありませんが……。

そんな環境にあってもなぜ、コーポレート・ファイナンスの実証研究を行っているのか？ 実証研究なしには規範的な議論しか行われなくなってしまうからです。現実に起こっているデータに基づいて、企業行動を明らかにしていくことで、ロジカルな研究だけでは見えてこなかった新たな発見があります。

たとえば、日本はメインバンクによるガバナンスが働いてきました。一方、アメリカでは市場によるガバナンスが働いています。

それによって企業行動がどう変わってくるのかを比較するには、実際のデータに基づいた研究が必要になってきます。理論と実証の両方があることで初めて面白いことがわかってくるし、真実が明らかになってくるものだと思います。

融合しつつある アカウンティングとファイナンス

コーポレート・ガバナンス研究の歴史は1960年代まで遡れますが、日本においてきちんとした研究対象になったのは、ここ15年ぐらいのことです。日本で注目を集めるようになってきたひとつの理由は、株主構造の変化が挙げられます。2000年代に入ってからスチールパートナーズや村上ファンドなど世界的なファンドの活躍が記憶に新しいところです。NHKドラマ「ハゲタカ」での同族経営会社は、まったくガバナンスとはかけ離れた経営を行っています。また、伝統的な日本企業はガバナンスを意識していませんでした。そうした企業に対しても、外資によるM&Aがあり得るわけですから、いやでもガバナンスに対する認識を深めていく必要があるのです。

そして、コーポレート・ファイナンス。日本企業は会計ベースで考えていますが、そこに経済学の知識が融合されていないと問題が生じてきます。典型的な例が、「資本コスト」。これまでの日本企業は、株主資本コスト 株式で調達した資金に対するコスト を、会社から外に出るお金である配当としか認識してきませんでした。しかし、本来の資本コストには、「次の資金調達をどうするか」という発想が不可欠です。つまり、資金の提供者からどの程度の期待がなされているかを考えておく必要があるのです。当然、配当のみを期待している投資家はなりません。株式上昇によるキャピタルゲインへの期待などがそこにはあるはずで、その期待を意識して、最低限の期待に応えることが企業価値を高める出発点になるのです。

ビジネスでは、限られた資源の中から選択をしながら事業を行っていくわけですから、選択しなかった機会に源をもつ費用との比較も考慮しなければなりません。つまり、経済学のオポチュニティ・コスト（機会費用）という発想も、コストを考えるうえで重要になってくるのです。

当然ですが、現在の会計には減損会計とか退職金関係など、新しい考え方が含まれています。退職金では、将来退職金として支給する金額を確保するために現時点でどれくらいの資金を保有していればいいのかを計算して財務諸表に載せています。つまり、

将来のことを現在評価するわけで、これはファイナンスの考え方です。アカウンティングとファイナンスが融合しつつあるのです。

これからの人材に必要なのは 各専門家をつなげ、統合する能力

モノの価値は、将来にわたってどれくらいの効用が得られるかによって決まってきます。将来にどれだけの便益が発生するかを予想しなければならないわけで、その予想をディスカウントして現在の時点で評価することで価値が決まってくるのです。ファイナンスでは、将来を予測できる能力とディスカウントして考えられる計算ツールを身につけていかなければなりません。

しかし、これからの企業では、ファイナンスを知っているだけでは役立ちません。ほかに、アカウンティング、マネジメント、マーケティングなどの知識も必要なのです。そのすべてに精通している必要はありませんが、それらを統合できる人、概略は押さえていてそれぞれの専門家をつなげられる人を育てていきたいと思っています。

グローバルな時代ですから、国全体で日本のマーケットをいかに活性化させるかが必要になっています。日本のローカルな条件で株式市場がゆがめられていたり、株価の値付けがゆがめられていたりすると、アメリカや中国の企業に買収されてしまいかねません。日本の制度は本当に健全なのかを考えていける人材もまた必要なのです。

企業行動の変化の因果関係を 想定して分析、検証していく

研究にあたっては、いま起こっている現象の背景にはどんな問題が隠されているか、その問題は何が起因となっているか、仮説を立てて分析します。たとえば、取締役改革をしている企業は、なぜそれを行っているのか。株主からのプレッシャーか、同業他社がやっているからか。あるいは、業績がいいときにやっているのか、悪いときにやっているのか。こうした要因をひとつひとつデータに基づいて分析して明らかにしていくわけです。さらには、改革を行った企業は、次にどんな行動を取るのか。たとえば、取締役改革をした企業は、株主配当や投資行動に変化があるのかといった、企業行動の変化を見るわけです。これに対する市場や投資家の反応はどうなっているのか、企業価値は変化をしているのか、といった変化も相上りします。一連の因果関係を想定して

分析し、検証していくわけです。また、大量のサンプルを使うことで、日本企業の行動分布が明らかになります。特定の行動を取ったグループの代表的な企業はどこで、どんな企業特性があるかといったケーススタディにつなげていくこともできます。

アカデミズムに対して、わずかでもいいから新しいものを出して貢献していくのが我々の仕事です。欧米の最先端の研究でも行われていないようなことを目指して、仮説を立てて検証しているのです。ところが、その仮説が現在ではデータがないため検証できないということがあるわけです。データが蓄積されている欧米ではできているのに、日本ではできないというのは残念ですね。

日本の経験を生かして アジアとの架け橋となる

実証研究で明らかにしたいのは、日本企業および投資家の行動であり、日本企業が今後どんな行動をとっていったら企業価値が上がり評価されるかということです。

スタンフォード大学の青木昌彦先生は、東ヨーロッパの発展に日本の経験が役立つのではないかと指摘しています。戦後の廃墟から急成長した、まれな国のひとつが日本です。資源が希少ななかで、どうして急成長を遂げたのか。これをガバナンスの視点から見て、社会主義から資本主義に変わったトランジション・エコノミックスの国に政策提言しているのです。

一橋大学もICSやH-MBAなどミドルマネジメントやトップマネジメント教育に力をいれ始めています。社会経験者が学生になりまた社会に戻っていくわけですから、我々の研究は社会からも期待されている面があるといえます。

日本企業が活性化するには、欧米から成長しているアジア市場にシフトしていく必要があります。日本企業がそこでどうするか、現地の企業がもっと成長するにはどうしたらいいのか。日本の経験を生かして、アジアといかにうまく架け橋を架けていけるかが、これからは重要になってきます。(談)



商学研究科教授

蜂谷豊彦

Toyohiko Hachiya

1985年一橋大学経済学部卒業(美濃口武雄ゼミ)、1993年一橋大学大学院商学研究科博士後期課程修了(伊藤邦雄ゼミ)、同年東京工業大学工学部助手、1994年青山学院大学経営学部専任講師、1996年青山学院大学経営学部助教授、1998年東京工業大学大学院社会理工学研究科助教授、2009年一橋大学大学院商学研究科教授。主な著書に、『基礎からのコーポレート・ファイナンス(第3版)』(中央経済社)、『キャッシュフロー会計と企業評価(第2版)』(中央経済社)、『企業経営の財務と会計』(朝倉書店)などがある。