

コーポレート・ガバナンス関連規範がコストの下方硬直性に与える影響

The effect of Corporate governance policy on the “sticky costs”

坂根 純輝

Yoshiteru Sakane

【要 約】

本論文は、我が国上場企業におけるコスト・ビヘイビアの非対称性について検討する。コスト・ビヘイビアに関連する実証研究では、収益が増加する場合のコストの増加率に比べ、収益が減少する場合のコストの減少率が小さくなる事象を明らかにしており、この事象はコストの下方硬直性とよばれている。そして、コーポレート・ガバナンスが脆弱な企業においては、(情報の非対称性を発生原因とする) エージェンシー問題がコストの下方硬直性をもたらしている。

一方、我が国においては、第 2 次安倍晋三内閣の影響によって上場企業に対するコーポレート・ガバナンス関連規範が相次いで制定されたことにより、上場企業のコーポレート・ガバナンスに大きな変化が訪れた。

そこで、本論文は、コーポレート・ガバナンス関連規範が我が国上場企業のコストの下方硬直性を緩和するという仮説を設定し、その因果関係を論理的に検証することとした。本論文は、まず当該仮説を検証するために仮説を大前提と小前提に分解した。エージェンシー問題が改善されるならば、コストの下方硬直性が緩和されるという大前提は先行研究 (Chen et al 2012) で証明されているので、大前提を所与のものとして受け入れた。次に、コーポレート・ガバナンス関連規範はエージェンシー問題を改善するという小前提をミクロ経済学における情報の非対称性の理論を援用して論証した。その結果、コーポレート・ガバナンス関連規範が我が国上場企業のコストの下方硬直性を緩和するという仮説の確からしさが高まった。

キーワード: 伊藤レポート、エージェンシー問題、コストの下方硬直性、コスト・ビヘイビア、コーポレート・ガバナンス、コーポレートガバナンス・コード、情報の非対称性、日本版スチュワードシップ・コード

1. 問題の所在

コスト・ビヘイビアの概念を広義に捉えると、コスト・ビヘイビアは多様なコストドライバー (操業度等の原価発生原因) の変化に対するコストの変動態様である (梶原他 2010, 323)。そして、原価計算システムは、コストドライバーの変動に対する

コスト変動が対称的であることを前提として設計されてきた (Noreen 1991)。だが、Anderson et al (2003) では、公表財務諸表データの収益の変動に伴う販売費及び一般管理費の変動を分析し、収益が増加する場合のコストの変動額に比べ、収益が減少する場合のコストの変動額が小さくなる

ことを明らかにした。つまり、コストの発生原因の変動とコストの変動が必ずしも対称的ではなかったのである。先行研究では、収益が増加する場合のコストの増加率に比べ、収益が減少する場合のコストの減少率が小さくなる事象をコストの下方硬直性 (sticky costs) と定義している。

安酸・梶原 (2009) では、我が国企業の売上高の予測データである決算短信を用い、経営者の合理的な意思決定の結果、コストが下方硬直的になるという合理的意思決定仮説を実証研究によって明らかにした。つまり、我が国においてもコストの下方硬直性は発生しているのである。

しかしながら、今後我が国上場企業においてコストの下方硬直性が緩和される可能性が存在することは見逃せない。

Chen et al (2012) では、株主と経営管理者との間のエージェンシー問題とコスト (販売費及び一般管理費) の下方硬直性に関連性があることを明らかにしている (Chen et al 2012, 278)。

Chen et al (2012) の見解を所与のものとして受け入れると、我が国上場企業のエージェンシー問題が改善されるのならば、上場企業におけるコストの下方硬直性が緩和されることになる。

また、我が国では第二次安倍晋三内閣の成長戦略においてコーポレート・ガバナンスの強化が掲げられ、2014年から2015年にかけて複数のコーポレート・ガバナンス関連規範が制定されることとなった。当該コーポレート・ガバナンス関連規範に規定されている機関投資家と経営陣幹部の対話を遵守することによって、情報の非対称性が解消され、エージェンシー問題は改善されるだろう。

すなわち、コーポレート・ガバナンス関連規範の影響によってエージェンシー問題が改善されることにより、我が国上場企業のコストの下方硬直性が緩和されると考えられるのである。

このような経緯があるものの、コーポレート・ガバナンス関連規範がコストの下方硬直性に与える影響を検証している先行研究を寡聞にして知らない。

そこで、本論文は、第2次安倍晋三内閣の成長戦略の一環として制定されてきたコーポレー

ト・ガバナンス関連規範と我が国上場企業のコストの下方硬直性との間の因果関係を明らかにすることを目的とする。

本論文では、まず、コストの下方硬直性に関する先行研究と有力な仮説を示すことにより、本研究の位置づけを明確にしていく。次に、本論文が明らかにする仮説を設定し、当該仮説を三段論法により論証していくという研究方法、研究対象及びドメイン領域を説明する。

その後、コーポレート・ガバナンス関連規範に触れていく。そして、コーポレート・ガバナンス関連規範が情報の非対称性を解消し、その結果エージェンシー問題が改善されることを明確にする。最終的に、コーポレート・ガバナンス関連規範が我が国上場企業のコストの下方硬直性を緩和するという仮説の確からしさを高めていく。

2. 先行研究と研究の枠組み

(1) 先行研究

ここでは、コストの下方硬直性に関する有力な仮説と先行研究をとりあげていく。

そもそも、原価計算システムが意思決定に資する原価情報を提供するためには、コストドライバーとコストが正比例関係になる必要があると指摘されていた (片岡 2016, 4)。

しかし、Noreen and Soderstrom (1994) は、病院の原価データを使用した研究により、コストドライバーの変動と原価の変動には正比例な関係がないことを明らかにした。Noreen and Soderstrom (1994) が嚆矢となり、コストの下方硬直性に対する研究が活発に実施されることとなった (片岡 2016, 4)。

その後、売上高と販売費および一般管理費との間の因果関係を研究対象とした Anderson et al (2003) では、収益が増加する場合のコストの変動額に比べ、収益が減少する場合のコストの変動額が小さくなるというコストの下方硬直性が米国企業の公表財務諸表に生じていることを明らかにした。

先行研究では、コストの下方硬直性が生じる原因に関する有力な仮説として合理的意思決定仮説とコスト調整遅延仮説の2つがあげられている。

合理的意思決定仮説とは、収益の減少が一時的であり、近い将来収益が増加すると予測される場合に、収益の減少時における経営資源の削減及び将来の経営資源の再獲得にかかるコストは短期的に過剰な経営資源を維持するコストを上回るため、経営者は売上高減少時にコストを減少させないという合理的な意思決定を行うことになり、その結果、コストの下方硬直性が生じるというものである。なお、我が国において合理的意思決定仮説の確からしさを高めた実証研究として、安酸・梶原（2009）があげられる。

コスト調整遅延仮説とは、収益が減少する速度にコストを減少させる速度が追いつかず、結果としてコストの下方硬直性が生じるというものである。

平井・椎葉（2006）では、長期的に売上高とコストの減少の関係をみていくとコストの下方硬直性が解消されるものの、収益の減少とコストの関係を短期的に観察すると、コストの下方硬直性は強く生じていることを明らかにしている（平井・椎葉 2006、23）。

一方で、コストの下方硬直性は従来、原価残留という概念で扱われていた。原価残留現象は、操業度の拡大時にはコストが増大するものの、操業度の減退時にはコストの一部が完全に排除されずに企業内部に残留し、多額のコストが発生する現象である（安酸・梶原 2009、102）。なお、原価残留の原因は一般的に操業度の変化に比べ原価の変動が遅れることが原因だと考えられていた（久保田 1956、44）¹⁾。

さらに、Chen et al（2012）では、脆弱なコーポレート・ガバナンスを発生原因とするエージェンシー問題がコストの下方硬直性の原因であることを実証的に検証している。

また、安元・蜂谷（2014）においては、実証研究によりエージェンシー問題とコストの下方硬直性との間の因果関係を分析しているものの、安元・蜂谷（2014）が実証研究の対象としている我が国上場企業のデータは 2004 年度から 2013 年度のものであり、2014 年以降に制定されたコーポレート・ガバナンス関連規範の影響は反映されていない。よって、本論文の研究対象と安

元・蜂谷（2014）の研究対象は重複する箇所があるものの、コーポレート・ガバナンス関連規範を考慮しているか否かという点で相違がある。

しかしながら、安元・蜂谷（2014）は Chen et al（2012）が明らかにしたエージェンシー・コスト²⁾の大きさがコストの下方硬直性をより強め、株主による経営者の規律がその傾向を緩和するという研究結果と同様の結果が我が国上場企業においても観察されたことを実証研究によって証明している。つまり、エージェンシー問題がコストの下方硬直性を強めるという Chen et al（2012）の見解は我が国上場企業にも適用できるのである。

合理的意思決定仮説及びコスト調整遅延仮説はコストの下方硬直性の発生原因を説明する有力な仮説であるものの、本論文が設定する仮説は、Chen et al（2012）の見解を所与のものとして受け入れるものであるため、以下ではChen et al（2012）の見解を詳細にみていく。

複数の先行研究によって証明されてきたエージェンシー問題として経営管理者の権力拡大（managerial “empire building”）があげられる（chen et al 2012,252）。経営管理者の権力拡大とは、最適な規模を超えて会社を成長させ、社会的地位、権力、報酬、名声などによって私的便益を得る目的で遊休資源を維持する傾向のことである³⁾（chen et al 2012,252-253）。

Chen et al（2012）は、エージェンシー問題における経営管理者の権力拡大が特に販売費及び一般管理費の下方硬直性を引き起こすと述べている。

販売費及び一般管理費（SG&A cost）は、企業のオフィスに必要な大部分の製造間接費（例えば、営業担当者の給与と手数料、オフィスの経費、旅行及び娯楽があげられる。）を占めるため、権力の拡大を目論む経営管理者（empire building managers）は、売上が増加した際に販売費及び一般管理費を急増させる可能性があり、売上が減少した際に販売費及び一般管理費の減少を遅延させる可能性がある（chen et al 2012,253）。

このような行動は、販売費および一般管理費を最適水準から遠ざけることになり、経済的要因（economic factors）によって生じる販売費及び一般

管理費の非対称性以上に過剰な販売費および一般管理費の非対称性が生じることになる (chen et al 2012,253)。

そして、Chen et al (2012) は、コーポレート・ガバナンスがエージェンシー問題を緩和するはずであると述べている (chen et al 2012,254)。なぜならば、コーポレート・ガバナンスは株主を犠牲にして私的便益を得ようとする経営管理者の動機を抑制するからである⁴⁾ (chen et al 2012,254)。

さらに、Chen et al (2012) では、企業が脆弱なコーポレート・ガバナンスの状況に置かれている場合、エージェンシー問題と販売費及び一般管理費の下方硬直性との間に強い関連性があらわれることについて実証研究で明確にしている (chen et al 2012,278)。

当該研究結果は、外部の要因による需要の急激な増減 (shocks to demand) を受けて実施される経営者のコストの調整決定に対して、エージェンシー問題を改善するコーポレート・ガバナンスの仕組みが重要な役割を果たすことを示唆している (chen et al 2012,278-279)。

つまり、Chen et al (2012) の研究結果から、経営管理者と株主との間にエージェンシー問題が存在している場合においてコスト (販売費及び一般管理費) の下方硬直性が発生するという結論が導き出せるのである。

(2) 研究の枠組み

ここまでみてきたようにコストの下方硬直性の原因には、合理的意思決定仮説とコスト調整遅延仮説という有力な仮説がある。ただし、本論文は脆弱なコーポレート・ガバナンスが引き起こすエージェンシー問題をコストの下方硬直性の発生原因とする先行研究を用いて仮説を設定していく。

Chen et al (2012) 及び安元・蜂谷 (2014) では、コーポレート・ガバナンスとコストの下方硬直性の因果関係について考察してきた。

しかしながら、Chen et al (2012) 及び安元・蜂谷 (2014) では、第2次安倍晋三内閣の影響により制定されてきた我が国におけるコーポレート・ガバナンス関連規範とコストの下方硬直性との間の因果関係について考察していない。

そこで、本論文はコーポレート・ガバナンス関連規範とコストの下方硬直性との間の因果関係を研究対象としていく。なぜならば、本論文はコーポレート・ガバナンス関連規範が我が国上場企業のコーポレート・ガバナンスの仕組みを変化させ、コーポレート・ガバナンスの変化がコストの下方硬直性に影響を与えることになると推測しているからである。

このような経緯があるため、本論文は、コーポレート・ガバナンス関連規範がコストの下方硬直性を緩和するという仮説を設定するに至ったのである。

本論文が設定した仮説を検証するためには、仮説を分解する必要がある。本論文が設定した仮説は大前提と小前提に分解できる。

大前提は、エージェンシー問題が改善されるならば、コストの下方硬直性が緩和されるというものである。当該大前提は、既にChen et al (2012) のエージェンシー問題がコストの下方硬直性を引き起こしているという研究結果によって、その確からしさが担保されている。

小前提は、コーポレート・ガバナンス関連規範がエージェンシー問題を改善するというものである。当該小前提が成り立つのならば、コーポレート・ガバナンス関連規範がコストの下方硬直性を緩和するという仮説の確からしさは三段論法で論証できる。

よって、本論文では、コーポレート・ガバナンス関連規範がエージェンシー問題を改善するという小前提を論証することにより、仮説を検証していく。

つまり、大前提は Chen et al (2012) で証明されているため、小前提を論証テストすることにより、結論 (本論文が設定した仮説) が支持されることになるのである。

以下に、本論文が取り扱う三段論法を示す。

- (大前提) エージェンシー問題が改善されるならば、コストの下方硬直性が緩和される。
 (小前提) コーポレート・ガバナンス関連規範がエージェンシー問題を改善する。
 (結論) コーポレート・ガバナンス関連規範がコストの下方硬直性を緩和する。

また、本論文が設定した仮説は、我が国上場企業における売上高と販売費及び一般管理費の下方硬直性の因果関係をドメイン領域としている。

なぜドメイン領域を我が国上場企業に限定したのかというと、コーポレート・ガバナンス関連規範の中でもエージェンシー問題の改善と関連性が高いと考えられるコーポレートガバナンス・コードが我が国上場企業を対象にしているからである。

さらに、本論文は Chen et al (2012) の見解を所与のものとして受け入れた上で仮説を設定するものであるため、Chen et al (2012) がコストの下方硬直性の研究対象とした販売費及び一般管理費を本論文の研究対象とすることにより、先行研究と統合的な研究が実施できると考えたからである。

3. コーポレート・ガバナンス関連規範とエージェンシー問題

(1) コーポレート・ガバナンス関連規範の概要

ここまで研究の枠組みをみてきたが、ここからはコーポレート・ガバナンス関連規範の概要について述べていく。

2007年5月、ソース会社であるブルドックソース（ブルドックソース株式会社のことを指す。以下省略。）の経営が順調ではないことを理由に、株主である米国の投資ファンド・スティール・パートナーズの関連会社（以下、スティールという。）が証券取引法に基づきブルドックソースの全株式の公開買付けを公告した⁵⁾。当該公開買付けが順調にすすめば、ブルドックソースの経営権がスティールに移行する可能性があった。

しかしながら、ブルドックソースは株式買収による経営陣の退陣を懸念し、スティール以外の株主には新株予約権を発行し、スティールには新株

予約権の代わりに新株予約権に相当する金銭を渡すことによって、スティールによる持ち株比率を4分の1に引き下げようとした。その後、スティールが新株予約権の行使の差止め等を求めたが、我が国最高裁（最高裁小法廷決定（平成19年8月7日）においてブルドックソースの買収防衛策は適法と認められた。我が国でポイズン・ピル⁶⁾が適法と認められたこの事例はブルドックソース事件とよばれている。

当該ブルドックソース事件によって、我が国株式市場に株主平等の原理が機能していないという批判が出現した⁷⁾。そして、ブルドックソース事件及びリーマンショックを原因として、外国人投資家は我が国株式市場に投資することを懸念することとなったと考えられている。

そこで、第2次安倍晋三内閣は、我が国株式市場への外国人投資家の投資が促進されるように、さらに、失われた20年の原因と考えられている我が国企業のコーポレート・ガバナンスの欠陥を是正するために、成長戦略の最重要項目としてコーポレート・ガバナンスの強化を掲げた⁸⁾。

コーポレート・ガバナンスの強化が図られたこともあり、2014年1月に東京証券取引所は、ROEなどの資本効率性だけでなく、独立社外取締役といったガバナンス体制を考慮に入れ、東証上場企業3400社から投資家にとって魅力の高い400社を選び公表した。当該400社はJPX日経インデックス400とよばれている。JPX日経インデックス400の影響としては、400社に選ばれなかった上場企業にコーポレート・ガバナンスの強化を促すことが考えられる。

また、金融庁は2014年2月に最終的な資金提供者である個人の財産を預かっている機関投資家に対して、投資先企業のガバナンスに責任を負うことを求める日本版スチュワードシップ・コード（責任ある機関投資家の諸原則を指す。以下省略。）の運用を開始した。

そして、2014年6月に法務省はコーポレート・ガバナンスの強化及び親子会社に関する規律等を目的とする改正会社法を成立させた。2014年の会社法改正では、コーポレート・ガバナンスを強化するために、取締役会の業務執行者に対する監

督機能の強化を目的とした監査等委員会設置会社制度を新設し、社外取締役の要件を厳格化し、会計監査人の選解任権の議案の決定権を取締役会から監査役に移すことにより会計監査人の独立性を強化した。

一方、経済産業省は2014年8月に企業と投資家の間で企業の持続的成長を促すことを目的とした対話のエンゲージメントを提唱した「伊藤レポート」(持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～)を運用開始した。

さらに、金融庁及び東京証券取引所は2015年6月にコーポレートガバナンス・コードを策定し、上場企業にコーポレート・ガバナンスの強化を促した。

他方、厚生労働省は2014年10月に130兆円の公的年金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の基本ポートフォリオを変更する方針を示したGPIF改革を実施した。GPIF改革により、年金が国債だけでなく、株式市場でも運用されることになり、GPIFが今後我が国株式市場の株主として責任を果たすこととなった。ただし、GPIF改革は直接コーポレート・ガバナンスの強化を目的としていないことに留意されたい。

(2) エージェンシー問題の概要

ここまでコーポレート・ガバナンス関連規範の概要を述べてきたが、ここからはエージェンシー問題、エージェンシー問題を引き起こす原因である情報の非対称性及び情報の非対称性の解決方法をミクロ経済学の理論を援用して説明していく。なお、本論文は、株主、投資家及び機関投資家を同義で使用している箇所があり、(投資先)企業、経営者、経営管理者、経営陣幹部及び取締役を同義で使用している箇所があるものの、引用元の規範等にあわせて用語を使い分けている点に留意されたい。

依頼人である株主が代理人である経営者に企業経営を依頼する状態をエージェンシー関係という。

エージェンシー関係においては、代理人である経営者が依頼人にとっての利益を追求せず、代理人である経営者の利益を優先するエージェンシー・スラックが生じることがある。依頼人と代

理人との間にエージェンシー・スラックが生じることをエージェンシー問題という。

エージェンシー・スラックが生じる原因として情報の非対称性があげられる。代理人である経営者が株主のために誠実に企業経営を実施しているかどうかについて、依頼人である株主は判断ができない。なぜならば、依頼人である株主は実際に企業を経営していないため、代理人である経営者が保有する十分な企業情報を知ることができないからである。依頼人(株主)の保有する情報量が少なく、代理人(経営者)に(企業の)情報が偏る現象は情報の非対称性とよばれている。

ミクロ経済学では、民間市場における情報の非対称性の解決策として、シグナリング(signaling)とスクリーニング(screening)をあげている(足立他2005、656-661。)。シグナリングとは、情報を保有している集団が情報を保有していない集団に対して私的情報を明らかにするためにとる行動を指す。また、スクリーニングとは、情報を保有していない集団が情報を保有している集団に情報を明らかにさせるためにとる行動を指す。

ミクロ経済学における情報の非対称性の理論を援用すると、株主と経営者との関係におけるシグナリングとは、企業情報を多く保有する経営者が企業情報の保有量が少ない株主に情報を提供する行動を指す。

また、ミクロ経済学における情報の非対称性の理論を援用すると、株主と経営者との関係におけるスクリーニングとは、企業情報の保有量が少ない株主が企業情報を多く保有する経営者から情報を引き出す行動を指す。

以下では、当該シグナリング及びスクリーニングの理論を用いて小前提を論証していく。

4. 小前提の論証及び考察

(1) 小前提の論証

ここまでコーポレート・ガバナンス関連規範の概要及びエージェンシー問題の概要を述べてきたが、ここからはコーポレート・ガバナンス関連規範がエージェンシー問題を改善するという(仮説の)小前提の論証を実施していく。

情報の非対称性は、シグナリング及びスクリーニングで解消されるということは既に上述してきた。経営者と株主との間で情報の非対称性が発生している場合、経営者が実施するシグナリングは、コーポレートガバナンス・コードが担保しており、株主が実施するスクリーニングは日本版スチュワードシップ・コードが担保しているのである。シグナリングとスクリーニングが実施されることにより株主と経営者との間の情報の非対称性は解消されるであろう。この点については、以下で詳細をみていく。

コーポレートガバナンス・コードの基本原則 5 では株主との対話が規定されており、経営陣幹部及び取締役は株主と持続的な成長を目的とする建設的な対話をしなければならない。企業の経営管理に関する情報を提供せざるをえない経営者から株主への対話がシグナリングの役割を担うことにより、経営者と株主との間の情報の非対称性が解消されると考えられる⁹⁾。

また、日本版スチュワードシップ・コードの原則 4 においても機関投資家が投資先企業と持続的な成長を目的とする建設的な対話をしなければならないことが規定されている。企業の経営管理に関する情報を明らかにさせる機関投資家から経営者への対話がスクリーニングの役割を担うことにより、投資先企業と株主との間の情報の非対称性が解消されると考えられる¹⁰⁾。

さらに、コーポレートガバナンス・コード及び日本版スチュワードシップ・コード以外のコーポレート・ガバナンス関連規範が我が国上場企業のコーポレート・ガバナンスを強化させるため、経営陣幹部と株主との対話による情報の非対称性の解消はより確実なものとなるだろう。

ここで、企業と機関投資家との有効な対話が成り立たないのではないだろうかという反論が予想される。なぜならば、コーポレートガバナンス・コード及び日本版スチュワードシップ・コードでは、詳細なルールを規定する細則主義（ルールベース・アプローチ）が採用されておらず、抽象的で大掴みな原則の趣旨から事象を適切か否か判断する原則主義（プリンシプルベース・アプローチ）を採用しているため（コーポレートガバナンス・コードの策定に関する

有識者会議 2015、10 条）、企業と機関投資家は、企業と機関投資家との対話に関する条文の趣旨を理解できず、効果的な対話を実施できない可能性が生じているからである。

しかしながら、日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会のメンバー並びに伊藤レポートを作成した伊藤プロジェクトのメンバー及びコーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議のメンバーを歴任した小口氏は、コーポレートガバナンス・コード及び日本版スチュワードシップ・コードだけで理解できない企業と投資家との対話の趣旨は、企業と投資家との対話について詳細な説明がなされている伊藤レポートが支えていると述べている（小口 2015、18）。

伊藤レポートでは、情報の非対称性を解消することを目的として対話を実施する必要があると言及していないものの、企業と投資家との具体的な対話の内容や方法について 87 の指針を用いて説明している。さらに、伊藤レポートでは、株主と経営陣の対話により、株主の意見が経営上の意思決定に反映された事例が既に示されている¹¹⁾。伊藤レポートに従った企業と投資家との対話は、シグナリング及びスクリーニングの効果があると考えられる。よって、企業と投資家との対話は企業と投資家との間の情報の非対称性の解消に繋がることになるだろう。

ここで、日本版スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードがハード・ローではなく、ソフト・ローであるため機関投資家や経営者は遵守しないのではないだろうかという反論が予想される。

しかしながら、日本版スチュワードシップ・コードは、日本版スチュワードシップ・コードを遵守するか、遵守しない場合は説明することを機関投資家に求めている。

また、コーポレートガバナンス・コードも同様に、市場第 1 部、市場第 2 部、マザーズ、JASDAQ に上場する企業は、コーポレートガバナンス・コードの 5 つの基本原則を遵守するか、遵守しない場合は説明することを求めている¹²⁾。

さらに、2016 年 7 月の市場第 1 部・第 2 部においてコーポレートガバナンス・コードの全原則

の90%以上を実施している会社は84.5%にのぼっていたため、コードの遵守率は非常に高い水準を保っていると捉えられるだろう(東京証券取引所2016,3)。

特に、コーポレートガバナンス・コードにおける基本原則5(株主との対話)の実施率は、市場第一部・第二部において99.82%となっており(東京証券取引所2016,4)、ソフト・ローであるにもかかわらず、コーポレートガバナンス・コードの遵守率は非常に高い水準を保っている。

つまり、経営者と株主との対話は99%以上の我が国上場企業で実施されているのである。

コーポレートガバナンス・コード、日本版ステewardシップ・コード及び具体的な対話内容を示している伊藤レポートに基づいた対話がシグナリングとスクリーニングの効果を発揮するため、我が国上場企業の経営者と株主との間の情報の非対称性の解消がすすみ、エージェンシー問題は改善されると考えるのが妥当であろう。

コーポレート・ガバナンス関連規範がエージェンシー問題を改善するという小前提を検証した結果、当該小前提の確からしさは高まったといえるだろう。

(2) 考察

ここまで小前提の論証をしてきたが、ここからは本論文が設定した大前提と小前提から構成される仮説を考察していく。

本論文の大前提は、エージェンシー問題が改善されるならば、コストの下方硬直性が緩和されるというものであった。当該大前提の確からしさはchen et al (2012) が明らかにしている。

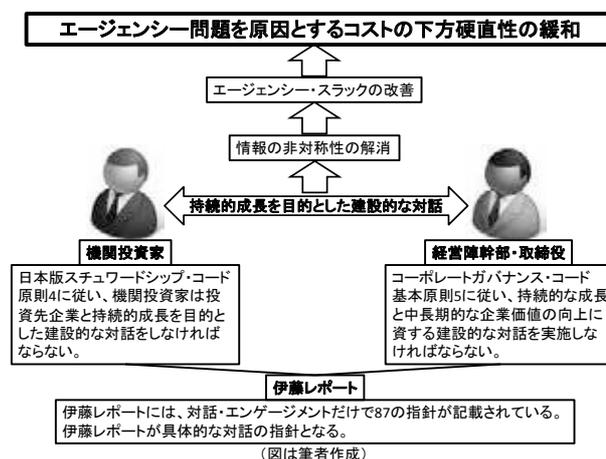
また、本論文の小前提は、コーポレート・ガバナンス関連規範がエージェンシー問題を改善するというものであった。小前提の確からしさは、本論文の論証により高まった。

本論文が設定した仮説は大前提と小前提から構成されるものであるため、本論文が設定したコーポレート・ガバナンス関連規範がコストの下方硬直性を緩和するという仮説の確からしさは高まったと考えられる。

以下では、コーポレート・ガバナンス関連規範

がコストの下方硬直性を緩和するという仮説の概要を図で示す。

(図1 コーポレート・ガバナンス関連規範がコストの下方硬直性を緩和するという仮説の概要を示した図)



本論文が設定した仮説の確からしさは高まったものの、本論文が設定した仮説のドメイン領域は、我が国上場企業における売上高と販売費及び一般管理費の下方硬直性の因果関係に限定している。よって、本論文が設定した仮説は非上場企業や中小企業に適用できない。さらに、本論文が設定した仮説は販売費及び一般管理費以外のコストの下方硬直性に適用できない。

一方で、本論文が設定した仮説はエージェンシー問題にコストの下方硬直性の原因を限定していたが、コストの下方硬直性の発生原因としてエージェンシー問題以外に2つの有力な仮説がある。それは、合理的意思決定仮説及びコスト調整遅延仮説である。

そして、本論文が設定した仮説は合理的意思決定仮説及びコスト調整遅延仮説を棄却できない。

しかしながら、コーポレート・ガバナンス関連規範によりコストの下方硬直性が緩和されることにより、合理的意思決定仮説及びコスト調整遅延仮説によって引き起こされるコストの下方硬直性も部分的に緩和される可能性がある。

なぜならば、エージェンシー問題及び合理的意思決定仮説(若しくはコスト調整遅延仮説)という2つ以上の原因からコストの下方硬直性が発生していた

場合、エージェンシー問題が改善されることによってコストの下方硬直性が部分的に緩和されることになるからである。この点は今後実証研究によって検証する必要があるだろう。

ここまで本論文が設定した仮説が合理的意思決定仮説及びコスト調整遅延仮説に与える影響を考察してきたが、ここからは本論文が設定した仮説の棄却可能性について触れていく。

今後コーポレート・ガバナンス関連規範の影響により、大部分の我が国上場企業においてエージェンシー問題が改善されたという経験的な証拠が実証研究によって観察された際に、上場企業のコストの下方硬直性が緩和されなかったのならば、本論文が設定した仮説は棄却されることになる。本論文が設定した仮説が棄却された場合、コーポレート・ガバナンス関連規範がエージェンシー問題を改善するという小前提がなぜ成立しなかったのかについて検証する必要性が生じる。

さらに、コーポレートガバナンス・コードの遵守率が高いことは明らかにされているが、コーポレートガバナンス・コード及び日本版スチュワードシップ・コードが形式的にしか遵守されていないという証拠が出現した場合、本論文が設定した仮説は棄却されるだろう。

また、本論文は実証研究を実施していないため、本論文が設定した仮説を裏付ける経験的証拠が不足している。これは、コーポレートガバナンス・コード及び日本版スチュワードシップ・コードが導入されてまだ日が浅いため、現段階で実証研究を実施することが適切ではないと考えたからである。なぜならば、伊藤レポートでは、投資家が企業と本気で向き合うために最低でも3年から5年間の運用期間が必要であると述べており¹³、情報の非対称性を解消することになる機関投資家と企業との対話を規定している日本版スチュワードシップ・コードが2014年に公表されてからまだ十分な時間が経っていないからである。

本論文が設定した仮説を実証研究により得られる経験的証拠から検証することが今後の課題となる。

5. おわりに

本論文では、コストの下方硬直性に関する先行研究を整理し、特にエージェンシー問題とコストの下方硬直性の因果関係を研究対象とした Chen et al (2012) の見解を具体的にみてきた。

次に、コーポレート・ガバナンス関連規範が我が国上場企業のコストの下方硬直性を緩和するという仮説を設定した。そして、当該仮説を大前提及び小前提に分解し、三段論法を用いて仮説の確からしさを検証するという研究の枠組みを構築してきた。

その後、論証のために必要となるコーポレート・ガバナンス関連規範及びエージェンシー問題をとりあげ、本論文が設定した仮説を検証してきた。

エージェンシー問題が改善されるならば、コストの下方硬直性が緩和されるという大前提は、Chen et al (2012) が担保している。よって、大前提の検証は本論文で実施していかなかった。

このような経緯があったため、本論文はコーポレート・ガバナンス関連規範がエージェンシー問題を改善するという小前提を検討対象としてきた。具体的には、エージェンシー問題の発生原因である情報の非対称性の解消に必要なシグナリングをコーポレートガバナンス・コード基本原則 5 が担保し、スクリーニングを日本版スチュワードシップ・コード原則 4 が担保することを検証した。そして、情報の非対称性が解消されることによって、我が国上場企業の経営者と株主との間に生じているエージェンシー問題が改善されることを論証した。つまり、小前提の確からしさは論証により高まったのである。

大前提の確からしさを先行研究で確認し、小前提を本論文で論証した結果、コーポレート・ガバナンス関連規範が我が国上場企業のコストの下方硬直性を緩和するという仮説の確からしさは論理的に検証された。

本論文では、コーポレート・ガバナンス関連規範が我が国上場企業のコストの下方硬直性を緩和することを定性的に明らかにしてきたものの、当該仮説の確からしさを実証研究により得られる経験的証拠から検証することはできなかった。この点は今後の課題としたい。

1) 先行研究では、原価残留の原因として、法律的要因、経済・社会的要因及び経営政策的要因も指摘されている(安酸・梶原 2009、102)。

2) エージェンシー関係において、代理人と依頼人の利害は完全に一致することはないと考えられている。よって、代理人の行動は必ずしも依頼人の利益を最大化するとは限らない。そのため、依頼人が代理人に業務を委託した場合は、代理人が依頼人に業務を委託しなかった場合と比較すると何らかの損失が発生していることになる。この損失がエージェンシー・コストである。

3) Chen et al (2012) は、経営管理者の権力拡大 (managerial “empire building”) に関して Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76 (3): 323–329.; Stulz, R. 1990. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics* 26 (1): 3–27.; Masulis, R. W., C. Wang, and F. Xie. 2007. Corporate governance and acquirer returns. *The Journal of Finance* 62 (4): 1851–1889.; Hope, O., and W. B. Thomas. 2008. Managerial empire building and firm disclosures. *Journal of Accounting Research* 46 (3): 591–626. を参考にしてしている。

4) Chen et al (2012) は、コーポレート・ガバナンスの仕組みが経営管理者自身の利益追求を抑制することについて Shleifer, A., and R. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance* 52 (2): 737–783. を参考にしてしている。

5) 米国系投資ファンドのスティール・パートナーズ・ジャパンは、その関連法人であるリパティ・スクウェア・アセット・マネジメント・エル・ピー (LSAM) とあわせて2007年5月18日にはブルドックソースの発行済株式の10.25%を保有していた(鳥山 2010、855–856)。また、スティール・パートナーズ・ジャパンは2005年10月19日にブルドックソースの経営陣と一度接触をもった以外、ブルドックソースの経営陣に対して経営方針・取締役の選任等について具体的な提案をしたことはなかった(鳥山 2010、855–856)。しかしながら、2007年5月16日にスティール・パートナーズ・ジャパンはブルドックソースに対して、ブルドックソースの発行済の全株式の取得を目的とした公開買付けを実施する意図があると通知した(鳥山 2010、855–856)。そして、2007年5月18日にスティール・パートナーズ・ジャパンの完全子会社であるスティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド・エル・ピー・ヴィー・エル・エル・シー (SPV II) が公開買付けを公告し、公開買付開始届出書を関東財務局に提出した(鳥山 2010、855–856)。

6) ポイズン・ピルとは、買収者のみが行使できないオプションを既存株主に付与しておき、買収者以外の株主がオプションを行使し、買収者の持株比率を低下させること等により、敵対的買収を防ぐ方法を指す。

7) ブルドックソース事件に対する批判的見解について触れている先行研究は鳥山 (2010) を参照されたい。なお、ブルドックソース事件とは関連のない文脈で出現した文章であるが、吉本 (2005) では「株主割当てで新株予約権を発行するに際して、特定の株主が権利を行使できないとする条件を付すことは、特定の属性を基準として、株主の間で差別的取り扱いをすることに

なるのではないだろうか。」と述べている(吉本 2005、80)。

8) 2013年に第2次安倍内閣のもと安倍晋三首相を本部長とする日本経済再生本部が設立された。設立から間もない2013年に日本経済再生本部は、成長戦略として「日本再興戦略-JAPAN is BACK-」を公表した。公表された「日本再興戦略-JAPAN is BACK-」では、コーポレート・ガバナンスの強化は中心的な政策ではなかった。ただし、2014年に公表された「日本再興戦略改訂2014-未来への挑戦-」では、コーポレート・ガバナンスの強化は最重要項目の一つとなった。

9) コーポレートガバナンス・コードの基本原則5では、「上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。経営陣幹部・取締役(社外取締役を含む)は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。」と規定されている。

10) 日本版スチュワードシップ・コードの原則4では、「機関投資家は、投資先企業との建設的な『目的を持った対話』を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。」と規定されている。また、原則4の指針である4-1では、「機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的な成長を促すことを目的とした対話を、投資先企業との間で建設的に行うことを通じて、当該企業と認識の共有を図るよう努めるべきである。なお、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、当該企業の企業価値が毀損されるおそれがあると考えられる場合には、より十分な説明を求めるなど、投資先企業と更なる認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。」と補足的な説明をしている。

11) 伊藤レポートの対話・エンゲージメントの17条では、「ある機関投資家は、投資先企業のMSCB(転換価格下方修正条項付き転換社債)発行に際し、MSCBによる資金調達合理性を疑問視し長期的に会社を支援してきた株主を軽視する行為であるとして、MSCBの発行に対する評価を経営陣に伝えた。その後、経営陣は改めて総合的に検討し、MSCBの発行を取り下げるのが同社の企業価値の維持向上の観点から最良の選択であると判断を下し適時開示にて公表し、結果、その機関投資家は株主総会では賛成票を投じた事例もある。」と具体的な事例があげられている。

12) 市場第1部と市場第2部は、コーポレートガバナンス・コードの5つの基本原則だけでなく、全73原則(基本原則5原則、30原則及び補充原則38原則)を遵守するか、遵守しない場合は説明をしなければならない。

13) 伊藤レポートの対話・エンゲージメントの42条。

参考文献

[1] Anderson, M., R. Banker, and S.

Janakiraman. 2003. Are selling, general, and

- administrative costs “sticky”? *Journal of Accounting Research* 41(1) : 47–63.
- [2]Chen, C. X., Lu, H., & Sougiannis, T. 2012. The Agency Problem, Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs. *Contemporary Accounting Research* 29(1): 252–282.
- [3]N. Gregory Mankiw. 2004. *Principles of Economics Third Edition*. Thomson Learning. (足立英之・石川城太・中馬宏之・柳川隆 [2005] 「ミクロ経済学のフロンティア」 『マンキュー経済学 I ミクロ編 (第2版)』 所収、652–676頁 東洋経済新報社。)
- [4]Noreen, E. 1991. Conditions Under Which Activity-Based Cost Systems Provide Relevant Costs. *Journal of Management Accounting Research* 3(Fall):159–168.
- [5]Noreen, E. and N. Soderstrom. 1994. Are Overhead Cost Strictly Proportional to Activity? Evidence from Hospital Service Departments. *Journal of Accounting and Economics* 17 (1):255–278.
- [6]Paul Krugman and Robin Wells. 2006. *Economics*. Worth Publishers, New York. (蓬田守弘 [2007] 「不確実性・リスク・私的情報 (私的情報：知らぬがゆえの損)」 『クルーグマンミクロ経済学』 所収、537–543頁、東洋経済新報社。)
- [7]安酸健二・梶原武久 [2009] 「コストの下方硬直性に関する合理的意思決定説の検証」 『会計プロセス』 (10)、101–116頁。
- [8]江村義行 [2009] 「新株予約権の差別的行使条件と不公正発行に関する一考察—ブルドックソース対スティール・パートナーズ事件を題材に—」 『情報と社会』 19巻、139–152頁。
- [9]梶原武久・吉田栄介・山田伊知郎 [2010] 「コストマネジメント—研究フレームワークに関する試論—」 加登豊・松尾貴巳・梶原武久編『管理会計研究のフロンティア』 312–343頁、中央経済社。
- [10]梶原武久 [2016] 「コスト・ビヘイビアとコスト・マネジメント行動—コスト・マネジメント行動の概念モデル—」 『管理会計学』 第24巻、第2号、33–46頁。
- [11]片岡洋人 [2016] 「コスト・ビヘイビアと原価計算」 『管理会計学』 第24巻、第2号、3–18頁。
- [12]北田智久 [2016] 「日本企業におけるコストの反下方硬直性」 『管理会計学』 第24巻、第1号、47–63頁。
- [13]久保田音二郎 [1956] 「原価残留」 『産業経理』 16(7)、44–46頁。
- [14]小口俊郎 [2015] 「コーポレートガバナンス・コードへの期待と課題—中長期的な企業価値の向上は会社と機関投資家の共同責任—」 『証券アナリストジャーナル』 第53巻、第8号、13–23頁。
- [15]コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議 [2015] 「『コーポレートガバナンス・コード原案』 序文」。
- [16]東京証券取引所 [2016] 「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況 (2016年7月時点)」。
<http://www.jpx.co.jp/news/1020/2016091301.html> . (2016/11/16閲覧)
- [17]鳥山恭一 [2010] 「差別的条件付き新株予約権無償割当ての適法性—ブルドックソース事件決定とピコイ事件決定の検討—」 『早稲田法学』 85(3)、853–897頁。
- [18]中村直人・倉橋雄作 [2015] 『コーポレートガバナンス・コードの読み方・考え方』 商事法務。
- [19]日本経済再生本部 [2013] 「日本再興戦略—JAPAN is BACK—」。
- [20]平井裕久・椎葉淳 [2006] 「販売費および一般管理費のコスト・ビヘイビア」 『管理会計学』 第14巻、第2号、15–27頁。
- [21]堀江貞之 [2015] 『コーポレートガバナンス・コード』 日本経済新聞社。
- [22]安元雅彦・蜂谷豊彦 [2014] 「コーポレート・ガバナンスがコストの下方硬直性に与える影

響」、日本経営財務研究学会第38回全国大会、
2014年10月、明治大学。

[23]吉本健一 [2005] 「ポイズン・ピルと株主平等
原則」 『阪大法学』 55 (3,4)、73-87頁。