

## 日本企業の資金調達とガバナンス

岡部光明

企業とは、生産技術の制約下で利潤最大化を目指した行動をする経済主体である、というのがミクロ経済学の標準的な理解である。しかし、こうした見方は企業を一つのブラックボックスとして扱っており、具体的な問題を的確に理解するには大きな限界がある。そこで登場したのが、企業を一つの組織体として注目し、その構造とそこでみられる対内的および対外的な力のベクトルの種類とそれが統括される姿として企業を捉えるという視点である。これがコーポレート・ガバナンス（企業統轄）の分析視点である。

より具体的にいえば、企業に効率的な経営を行わせるには、どのような手段とメカニズムが存在し、それらはどのような法制度や慣行に基づいているのか、を明らかにすることがそこでの課題だ。その場合、最も重要となるのは、企業の資金調達がどのようになされるかという問題、すなわち企業金融あるいは企業の財務構造にかかわる問題である。換言すれば、コーポレート・ガバナンスの問題は、コーポレート・ファイナンス（企業金融）の問題に基本的には帰着する。なぜそうなのか。以下では、まずこれを説明する。次いで、日本企業は近年どのような資金調達をしてきたか、それはどのように理解できるのかを述べる。その結果として、日本企業のガバナンスはどう変化しつつあるかを明らかにしたい（最近の研究動向は岡部 2002b を参照）。

### 企業の金融面が持つ経営の規律づけ

企業は金銭的なリソース（資本あるいは資金）なくして成立しない。つまり、企業は一般に外部から何らかの資金を調達している。そうした資金調達の方法には、大別すると、株式発行による調達と、負債ないし債務による調達（銀行借入れ、社債発行）の二つがある。前者の形態をとる場合の資金提供者は株主と称され、後者の場合には債権者とよばれる。資金提供者である株主や債権者は、提供した資金が効率的に運用されその果実を獲得する必要がある。このため、彼らには資金提供先企業の経営を規律づける（あるいは監視する）ための権限が何らかのかたちで与えられている。こうした仕組みが作用する（あるいはその存在自体が脅威となる）ことによって、企業の経営者に効率

的な経営を行わせることになる。したがって、企業経営の効率性維持の問題は、企業が資金をどのような方法で調達するか（株式か負債かなど）、またどのような主体から調達するか（銀行からか海外の投資家からかなど）に依存するわけだ。

調達手段のうち、まず株式とは、企業の税引き後の純利益および企業の保有資産に対する請求権を表わす証券のことである。このため、株式の保有者は企業の業績に応じて定期的に企業から報酬（配当金）を受け取り、企業の資産に対しては株式保有割合に応じて所有権を持っている。この株主による経営規律づけの方法には二つの種類がある。

一つは、企業の内部のコントロールである。これは、株主総会における発言権や投票権を行使することによって企業経営者の行動を監視し、経営成績が劣る場合には経営陣の責任を糾弾したり、あるいは株主が選出した取締役を通して企業経営をコントロールしたりすることを意味する。もう一つは、資本市場を通じるコントロールである。これは、経営成績が思わしくない場合に当該企業の株式を市場で売却すること（そうした動きが一般化すれば株価が下落し経営者の責任が問われる）を通じて経営効率化に作用する。また、非効率的な経営が行われている場合には、敵対的な株式買収によって第三者に経営権が握られる（経営陣の入れ替えがおこる）ことによっても同様の効果が発揮される。

これに対して、負債による調達は、通常、借入額（元本）の最終返済時期（満期）が到来するまで一定額の借入報酬（金利）を定期的に支払い、満期時には元本全額を返済することを借り手と貸し手が契約するかたちをとった資金調達の方法である。その典型は、銀行借入れや社債発行による調達だ。この場合、資金提供者は、たとえ企業の利益ないし資産価値が増大してもそこから直接利益を受けることはない（株式の場合にはそれがある）が、每期確定した額の利子受取を享受できる。この点が株式と大きく異なっている。したがって、負債による資金調達比率が高い企業では、定期的な確定利子支払いと元本返済を可能にするだけの利益を生み出す必要があるので、経営者に効率化の圧力を与える。また、定期的な利払いは、企業内の余分なキャッシュ・フロー（現金の流れ）を吸い上げ、無駄な投資を制約する効果を持つことによっても、経営効率化が促される。なお、株式と負債の中間的な性質をもつ資金調達手段も存在する。転換社債（株式に転換する権利が認められた社債）やワラント付き社債（新株を引受ける権利の付いた社債）がそれである。

以上から明らかなように、企業がどのような手段で資金調達を行うかによって、経営効率化への圧力には大きな差異が生じる。日本企業の場合、株式調達よりも負債調達ことに銀行借入れの比重が大きいこと（メインバンク制）が従来の特徴であった。また、企業が株式調達をする場合でも、個人あるいは家計部門による株式保有というかたちをとるよりも、企業あるいは金融機関が株式を保有することによって株式発行企業に資金提供がなされる場合が多いこと（株式持合）が大きな特徴であった。これらの資金調達面での現象は、従来日本企業のガバナンスを欧米企業とは相当異質なものにしてきている。そこで次に、日本企業の資金調達が近年どう変わりつつあるのかを把握しよう。

### 顕著に強まる負債からの脱却傾向

1990年から2001年までの日本企業の資金調達動向をみると、次の特徴を指摘できる（表を参照）。すなわち（1）調達総額は顕著な減少傾向をたどったこと、（2）内部資金の利用が常に圧倒的な重要性を持つこと、（3）外部資金の調達は劇的に減少していること（1998-2001年には調達額がマイナス、すなわち純返済に転化）、そして（4）外部資金調達のうち、株式調達にはさして変化がないものの、金融機関からの借入れ調達が急テンポで減少していること、である。

外部資金の調達が最近ではマイナスになっていること（純返済に転化したこと）は、企業の資金調達がもはやコーポレート・ガバナンスと無関係になっていることを示すのだろうか。そうではない。なぜなら、上記の資金調達は毎年の調達額（フロー）であり、これまでの調達と返済を累計したもの（金融資産および金融負債の残高。ストック）でみると、企業は引続き資金調達主体であること（しかも最大の調達主体）に変わりはないからである。

すなわち、2002年3月末における事業会社（民間非金融法人企業）の金融資産は688兆円、金融負債は1101兆円であり、差し引き413兆円の金融負債を持っている。そして金融負債の内訳をみると、借入419兆円、株式・出資金354兆円、事業債・CPなどの発行債券81兆円などとなっている（日本銀行「金融経済統計月報」資金循環統計、2002年9月号255ページ）。つまり、フローでは借入れが急速に減少するという大きな変化がみられるものの、ストックとしては依然金融負債が超過しており（伝統的な間接金融の構造が継続）、企業に対して金融面から規律づけが作用する状況であることに何ら変化はない。

では、上記のうち(1)は長期不況に伴う設備投資の停滞を反映したものであることが明らかであるが、(2)以下の特徴はなぜみられたのか。そして、それらは企業のガバナンスにどのような意味を持つのか。これらを考える前に、企業の資金調達はどのような要因によって決まるのかをみておこう。

### 資金調達に関する選好順調達仮説

企業金融の基本的な理論(モジリアーニ=ミラーの理論)によれば、企業が資金調達をする場合、それを株式発行で行うか、それとも負債調達で行うかには、全く差異はない(いずれによっても企業の価値が影響を受けることはない)。しかし現実はそのようではない。すなわち、日本や米国の場合、企業の資金調達に関する選好順調達仮説(ペッキング・オーダー理論)とよばれる考え方が比較的妥当性を持つことが知られている。この仮説によれば、企業は資金調達の方法に関して選好順位を持っており、必要額を調達するうえで調達コストの低い資金から順々に利用することによって全体としての調達コストを最小化する、という行動をとる。上記(2)の点はこれによって説明ができよう。

しかし(3)および(4)は、この仮説によって説明することが困難である。その理由はこの仮説の前提にある。すなわち、1990年代の日本は長期不況にあり、企業の倒産リスクが総じて高まっているにもかかわらず、同仮説では企業倒産リスクが十分考慮されていない点である。換言すれば、資金調達コストが全体として極めて低水準にある一方、倒産リスクが高まっている状況の下では、企業は調達コストよりも倒産リスクを重視する必要がある。このため、経営リスクの大きい債務を削減する一方、資金的バッファーである自己資本の充実を図るのが合理的な行動になる。この結果が(3)および(4)だ。なお、企業金融に関しては、理論と現実の間でなお異常に大きな落差が生じており、両者間の橋渡しが今後の大きな課題である(興味深い考察として林原 2001 がある)。

### 企業ガバナンス圧力の転換

企業金融面に由来する日本企業の規律づけ(ガバナンス圧力)は、近年二つの面から転換しつつあるといえる。一つは、上記のような金融機関からの借入れ調達の急減が企業の金融機関への依存度を低下させ、従来みられたメインバンクによる企業経営の監視を弱めることである。メインバンクによる企業経営の規律づけは、近年の研究によれば、

従来いわれていたほど効果的なものではないという結果が多い。例えば、1990年代前半には、銀行は収益率が低迷していた不動産業やサービス業への貸出しを増加させ（いわゆる追い貸し）、これら業種を中心に経営規律の弛緩をもたらした可能性が高いこと（内閣府「平成13年度年次経済財政報告」第2-2-6図）はその一例である。むしろ、企業が負債残高を持つ限り、それに伴う規律づけ効果が失われることはないが、銀行による企業経営の監視という従来の構図は大きく崩れる一方、上記の資金調達動向が示すとおり株式市場（株主）による企業経営の規律づけが相対的に強まる傾向にあると理解できる。

もう一つは、銀行と事業会社の間、あるいは事業会社相互間における株式の相互保有（株式持合）が1990年代後半以降解消しつつあることに伴う影響である。株式持合がある場合、当該企業の経営者は、お互いの経営には介入しないという暗黙の了解が働く一方、他の株主からくる規律づけ圧力を最小化することができるので、内部コントロール圧力は弱まる。また、株式の大口売買の可能性も少なくなるので、株価動向からくる経営改善圧力や敵対的買収による効率化圧力など資本市場を通じるコントロールも比較的弱いものにとどまらざるを得ない。しかし、従来の持合株式が市場に放出されてそれが国内の機関投資家や外国人投資家によって保有される傾向が続けば（現在その傾向がみられる）、企業経営に対する資本市場からの効率化圧力が強まる可能性が大きい。なぜなら、外国人投資家はもともと投資収益率を重視した株式買い付けを基本としているからだ。また国内の機関投資家（年金信託、投資信託など）も、近年は受託者責任の認識を強めていることから株式投資収益率に対して一層敏感になっているからである。株式投資家の態度がこのように変化すれば、企業では株主資本利益率（ROE）を重視した効率経営を行わざるを得なくなる。

以上を要すれば、日本企業のガバナンスは、ひところの空白状態を脱し規律づけのメカニズムが回復する芽生えがあると評価できる。そして、そこでは資本ないし資産の効率性に重点をおいた経営が次第に重視されざるを得ない状況になっている。さらに大きな観点からいえば、日本の金融システムは「工程の革新」に適したシステムから「製品の革新」に適したそれへと変化する方向にあると捉えることもできよう（株式持合の動向、その解消と含意、システム転換等に関しては岡部2002aを参照）。ただ、そうした変化を確実にするうえでは、株式が従来よりも広く保有されるとともに、保有者による

企業監視が適切になされる体制を作ること、すなわち証券投資信託の制度的充実、機関投資家による企業監視体制の構築、などが政策の課題である。

### 参考文献

岡部光明（2002a）『株式持合と日本型経済システム』慶應義塾大学出版会。

岡部光明（2002b）「コーポレート・ガバナンスの研究動向：展望」慶應義塾大学湘南藤沢学会『SFC Journal』第1号。

（<http://web.sfc.keio.ac.jp/~okabe/writing.html>）

林原行雄（2001）「日本企業の財務行動と企業金融理論」全国銀行協会連合会『金融』12月号。

（おかべみつあき・慶應義塾大学総合政策学部）

表 民間非金融法人企業の資金調達額（年平均、兆円）

	1990～93	1994～97	1998～2001
資金調達額合計	86.2	53.0	37.7
内部資金	52.5	48.1	43.6
外部資金	33.7	4.9	-5.9
増資	2.7	2.4	2.1
社債	2.7	-0.8	-0.7
借入金	28.3	3.3	-7.3

（資料）財務省「法人企業統計調査」（<http://www.mof.go.jp/1c002.htm>）により作成。