

日本企業の資金調達構造と コーポレート・ガバナンス

藤井 恵

総合政策学部 3年

岡部光明研究会研究報告
2003年度春学期（2003年9月改訂）

本稿は2003年度春学期岡部光明研究会報告書の改訂版である。データの収集に際しては山之内七重氏（慶應義塾大学総合政策学部2年）と共同で行った。本稿作成にあたっては丁寧で親切なご指導をしてくださった岡部光明教授（慶應義塾大学総合政策学部）に深く感謝したい。また岡部研究会のメンバーには研究会において有益なコメントをいただき感謝している。有益なアドバイスをくださった竹中平蔵慶應義塾大学客員教授（経済財政・金融担当大臣）、および同研究会のメンバーにも感謝したい。データの出所と作成方法に関して熱心かつ有益なコメントを下された米澤康博教授（横浜国立大学経営学部）にもこの場を借りて改めて感謝の意を表したい。しかしながら本稿にあり得べき誤り、主張の一切の責任は言うまでもなく筆者個人に帰するものである。

電子メールアドレス：s01765kf@sfc.keio.ac.jp

概要

日本経済の構造転換や成長率低下との関連で近年、企業経営の改善がコーポレート・ガバナンスという視点から活発に議論されている。コーポレート・ガバナンスとは結局「企業をいかに効率よく経営する仕組みにするか」という問題である。わが国においては、株式持合いやメインバンクといった日本型コーポレート・ガバナンスに代表される慣行により、株主価値をさして重視しない傾向が強いため、それが企業経営の効率化を妨げているのではないかと指摘されている。本稿では、企業の所有構造が企業経営の効率性（その集約としての株主価値）にどのような影響を与えているかを実証的に検討したものである。

具体的にはトービンの q で測った株主価値に対して、株式所有構造、負債比率、メインバンクの存在がどのような影響を与えているのかを全国一部上場企業を対象にクロスセクション分析を行った。計測時期は、バブル期である1989年（501社）、最近時点である1999年（499社）の2時点である。その結果、次の点が判明した。負債発行は経営者の行動を規律づける機能を持っている。外国人・金融機関・その他法人などの大口株主による株式保有はそのモニタリング活動を通じて近年株主価値を高める役割を担っている。大口株主のうちとくに海外投資家による株式の保有は企業価値を高める上で有効に作用している。金融機関による株主としてのモニタリング活動は企業価値を高めるものであり、近年では重要性を増してきている。一方、メインバンクは過剰な融資（追い貸し等）を通じて企業経営を非効率的にする方向に作用し、株主価値にマイナスの影響を与えている。次に、これらの結果の頑健性を確認するため、サンプル企業を収益率の高い企業（100社）とそれ以外の企業（400社）に分類し、同様の分析を行った。その結果、収益率の高い企業は、上記の規律づけが強く働いていることが実証された。以上の結果を踏まえると、日本企業の効率性向上のためにはストック・オプション制度の導入、外国人投資家に対して不透明感の強い日本の会計制度の是正、などが必要である。

キーワード

コーポレート・ガバナンス、トービンの q 、株主価値、クロスセクション分析

目次

はじめに	1
第1章 日本型コーポレート・ガバナンスの特徴	2
1.1 日本型コーポレート・ガバナンスの特徴	2
第2章 株主価値重視への規律づけ	3
2.1 株主価値重視への規律づけ	3
2.2 負債による規律づけ	3
2.3 メインバンクによる規律づけ	3
2.4 株式による規律づけ	4
2.5 日本企業の資金調達構造とコーポレート・ガバナンス	5
第3章 先行研究と本研究の特徴	5
3.1 先行研究	6
3.2 本研究の特徴	8
第4章 実証分析1 - 全体推計	9
4.1 推計式と予想される符号条件	9
4.2 データと変数の説明	10
4.3 推計結果とその解釈	13
第5章 実証分析2 - 収益別小口推計	15
5.1 データと分析手法	15
5.2 推計結果とその解釈	16
第6章 結論と残された研究課題	18
6.1 結論	18
6.2 政策提言	18
6.3 残された研究課題	19
参考文献	20

はじめに

わが国では 80 年代後半にバブルと呼ばれる未曾有の好景気の後、90 年代初めにバブルが崩壊したのを境に従来経験しなかった長期の景気低迷を余儀なくされてきた。90 年代には 10 度もの経済対策が打たれたが景気が本格的に回復することはなかった。株価は一高一低ながらも低迷の域を脱していない。それを受けて、「株価対策」「株式市場活性化」などといったことが叫ばれ、政府は金融ビッグバン・新会計基準の導入など株価低迷からの脱出口を模索してきた。しかしそういった改革にも関わらず低迷を続ける株価に対して果たして従来のような政府の介入が最も有効な改善策となり得るのであろうか。

そもそも株価とは、原理的には企業の収益率の高低によって決定されるものである。つまり市場が企業の将来を明るいと評価すれば、おのずと株価は上昇するはずである。こういった視点にたち今一度考えてみると、本当に求められているのは企業側の改革ではないだろうか。現在の日本の企業は、株主軽視・密接なメインバンクの存在に代表されるような「日本型コーポレート・ガバナンス」を続けてきた。従業員の交渉力が強いことが労働分配率を高め、そういった労使協調の下で決められた投資の負担は株主に大きくなる。そして過剰投資問題が資金調達コストに影響を及ぼし、結果的に企業の損失につながる。これらのことを考えてみるとオープンな資本市場での資金調達、株主価値を重視した資本コストに基づいた設備投資が求められる。つまるところ株主価値重視への規律付け、インセンティブを与えるコーポレート・ガバナンス構造が必要となるのである。

こういった問題意識のもと本研究では株主価値重視への規律づけという観点から日本型コーポレート・ガバナンスの問題点を実証的に明らかにし、さらには有効な政策を考えていくことを目的とする。なお、「コーポレート・ガバナンス」という言葉は様々な使われ方をするが、ここでは企業の利害関係者の目的遂行のための経営者への規律づけ、あるいはインセンティブの与え方と定義し、そのような規律づけ、インセンティブの与え方をもたらす制度的特徴をコーポレート・ガバナンス構造と呼ぶことにする。

第1章 日本型コーポレート・ガバナンスの特徴

現代の企業経営は「所有と経営の分離」という言葉に表されているように、専門的な経営者によって行われるのが普通である。このとき経営者はさまざまな企業関係者を代表して企業の経営にあたるので、企業全体の利益（企業価値）を最大にする経営が求められる。しかし現実には、日本企業の場合、経営者はむしろ企業規模の拡大・成長を追求することに一定の合理性があり、長年そうした傾向があったことが大きな特徴として指摘されている。また現代の日本企業では、経営者によって利益を生まない無駄な投資が行われたり、設備が過剰に存続されるなど企業全体として非効率な面が発生する可能性がある¹。

1.1 日本型コーポレート・ガバナンスの特徴

日本型コーポレート・ガバナンスの特徴として 株主と従業員の関係 制度と暗黙的契約の関係 暗黙的契約に支えられた慣行的現実が挙げられる²。日本において株主は「物言わぬ安定株主」として位置付けられ、株の持ち合いが活発だったことから株主の権力行使は無機能化している。企業はコミュニティーの存続と発展を重視し、ステークホルダーの中ではとりわけ従業員が重視される。彼らの代表である内部昇進型経営者が経営に当たり、インサイダー型監督を行う。こうしたコーポレート・ガバナンスが成立した背景には「メインバンク・システムと間接金融」が働いている。また企業が一つないし少数の銀行と株式の持ち合いや借入などの長期的な取引関係を結び、経営が困難になった場合に支援を受けようとする「メインバンク制」では、文書に書かれた契約や文書には書かれていないが関係者が当然のこととして受け止めている暗黙の契約、取引慣行が成立している。

このように株主価値重視への規律づけが効かない日本型コーポレート・ガバナンス下では株主価値軽視への影響が深刻であり、これによる損失は資本市場の評価を通じて資金調達コストに跳ね返ってくる。このような問題は株主の更なる損失となるのみでなく、深刻化すれば企業の縮小均衡につながるし時としては会社の存亡に及ぶ問題となる。つまり、株主価値軽視経営による損失は従業員を含む利害関係者すべてに及び得る問題であり、株主価値重視への規律づけが必要であると言える。

¹ 米澤・佐々木[2001]、宮島・蟻川・齋藤[2001]により実証されている。

² 深尾[1999]。

第2章 株主価値重視への規律づけ

2.1 株主価値重視への規律づけ

株主価値重視の規律づけへの有効性は企業の資金調達方法によって変わってくる³。企業の資金調達の方法としては大きく分けて二つある。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、社債発行）である。

2.2 負債による規律づけ

負債とは通常、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方法である。銀行借入や社債発行による調達がその典型である。企業が負債により資金調達すると、業績不振でそれを返済できなかった場合に企業は倒産を宣告され経営者は債権者に移転することになる。この点に注目して負債発行が経営者の行動を規律づける機能を持っていることが近年主張されている。その効果として以下3点が考えられる⁴。まず第一に経営者に与えるインセンティブ効果である。もし倒産という事態に陥ると経営権が移転し経営者は交代を余儀なくされる。したがって負債での調達比率が高い企業の経営者は負債を返済可能なだけの収益を上げるために、無駄のない経営を行うようにしなければならない。第二に負債の再組織化機能と呼ばれるものである。現実に倒産が起こり経営計画が再検討され企業の規模が過大だと判断されると、既存の経営者が行えなかった資産の売却・人員整理などが実行される。このプロセスを通じて過剰規模の問題が解決され経営が効率化する。第三は負債のフリー・キャッシュフローの削減機能である。負債の返済は支払いに強制力を伴うため経営者にその返済を強いることを通じて、企業内の余分なキャッシュ・フローを削減し、経営を効率化することになる。

企業の負債発行は以上のような機能を通じて企業経営の規律づけを行う。したがって負債発行額が大きい場合には企業経営は効率的になるとみられる。

2.3 メインバンクによる規律づけ

日本型コーポレート・ガバナンスの特徴としてメインバンクの存在が挙げられる。メイ

³ 岡部[2003]。

⁴ 広田[1996]。

ンバンクとは何か。ある企業にとって、取引銀行が次のような事実を持つとき、その銀行がメインバンクとされている⁵。当該企業がその他のどの銀行よりも多額の資金融資を受けており、かつそうした借入が長期的、継続的なものとなっていること。当該企業の重要な株主となっていること。つまり、当該企業に対する債権者であると同時に、その企業の「所有者」にもなっている。融資以外の各種金融取引（当座預金取引、外国為替取り扱い、社債発行の受託や保証など）でも主力の取引関係にあること。当該企業に役員を派遣するなど人的関係を結んでいること。当該企業が一定水準の利益を挙げている場合には、その経営に関与することはほとんどないが、ひとたび経営危機に陥った場合には、長期的に再建可能とみられる限り、他の債権者との間での調停役となって債務の繰り延べや免除、緊急融資、人的支援などの経営支援を行うこと。

これらがメインバンク関係を特徴づける要素として一般に挙げられていることがらである。このメインバンク制には独自の規律づけメカニズムが機能しているとの見方があり、かつてはその役割を比較的高く評価する見解が多く見られた⁶。すなわち、日本においてはメインバンクが融資・持ち株関係を通じて企業を密接にモニターし、その経営を規律づけているというものである。しかしこうした規律は企業が経営危機に陥ったときにのみ生じるといわれており、常にその機能が発揮されているかどうかは疑問である。また一方でメインバンク関係は企業経営の効率性を高めるというより、むしろ過剰な融資を通じて企業経営を非効率的にする方向に作用した可能性も示唆されており最近ではその機能がひとこゝろに理解されていたほど頑健ではないことが種々の理論的、実証的研究から明らかにされている⁷。

2.4 株式による規律づけ

規律づけメカニズムは企業が株式によって資金を調達した場合にも生じ、そのメカニズムは二つの種類がある⁸。

一つは企業の内部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、

⁵ 詳しくは岡部 [1999]を参照。

⁶ 岡部 [2001]。

⁷ 広田 [1996]、宮島・蟻川・齋藤 [2001]により実証されている。

⁸ 岡部 [2003]。

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低下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ことによっても同様の効果が発揮される。この他にも株式の集中度や株主の性質といった株式の所有構造によっても規律づけのメカニズムは変わってくる⁹。

一般的に金融機関や海外投資家、機関投資家などは個人投資家と比較して情報収集能力や資金力が大きい大目株主になりやすく、経営に参加するインセンティブが高いと考えられる。しかし西崎・倉澤(2002)では外部の大目株主のプレzensの増大が企業価値に与える影響については、理論的には正負いずれの可能性も存在することが明らかにされている。その理由は、外部の大目株主の株式保有比率の増大は経営者の経営努力に対するインセンティブを引き下げるからである。しかしその一方で、投資からのリターンのうち企業価値に帰着する割合を引き上げる可能性が高い。前者の影響が大きければ企業価値に正の影響を与える。後者はその逆である。

また株式所有構造としてもう一つ重要な要素は経営陣の持ち株比率である。経営陣の持ち株比率の上昇は、経営者へ効率的経営のインセンティブを与えるという正の効果とともに、他からの敵対的買収の可能性を減らして経営の緩みを生むという負の効果も持つと考えられる。

2.5 日本企業の資金調達構造とコーポレート・ガバナンス

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株主価値重視への規律づけは大きく変わってくる。日本企業の場合、株式調達よりもメインバンク制により負債調達の比重が大きいことが大きな特徴であった。

第3章 先行研究と本研究の特徴

第1章、2章を通して日本企業の資金調達構造と日本型コーポレート・ガバナンスについて述べてきた。以上の議論を踏まえて本論文ではコーポレート・ガバナンスの実証分析を行う。コーポレート・ガバナンスの実証研究は近年活発になっているが¹⁰、ここでは本研究の先行研究として位置づけられる3つの研究を説明するとともに、本研究の

⁹ 西崎・倉澤[2002]。

¹⁰ 最近の研究動向については岡部[2001]を参照。

特徴と新規性を持つ点について述べる。

3.1 先行研究

・佐々木・米澤（2000）

日本型コーポレート・ガバナンスの特徴と株主価値との関係を実証的に分析している。OLS による実証分析では 外国人持ち株比率がトービンの q に対しプラスで有意の影響を与えていること、すなわち外国人投資家は経営者に規律を与え得る投資主体であること、メインバンク関係に見られる日本型コーポレート・ガバナンス構造は株主価値にマイナスに作用していることが挙げられている。

続いてトービンの q 、労働分配率を内生変数として用いた同時方程式によりコーポレート・ガバナンス構造が株主価値に与える影響の中で付加価値分配がどのような役割を果たしているのかを分析している。結果としてトービンの q を説明する式で労働分配率の影響の大きさが目立つ一方、労働分配率に対して外国人持ち株比率は有意にマイナスの影響を与え、メインバンク・ダミーはプラスの影響を与えている。つまり、これらのガバナンス変数が株主価値に影響を与える経路として付加価値分配が重要な役割を果たしている可能性が示されている。換言すると、外部株主からのモニタリングの弱さ、メインバンクとの密接な関係といった日本型ガバナンスの特徴が強い企業では、労働分配率が高まることにより株主価値が低くなる傾向があることが実証された形となっている。

結論として株主軽視経営がもたらす影響を資金調達の間から問題と捉え、株主価値重視経営への規律づけ、インセンティブを与えるコーポレート・ガバナンスが必要であると指摘している。

・広田（1996）

日本のコーポレート・ガバナンスという観点から、金融・財務面と経営の効率性の関係を実証的に検討している。結果として 日本において企業の金融・税務面は経営の効率性に影響を与えている。このことは、金融・財務面を通じた経営の規律づけメカニズムがなんらかの形で機能していることを意味する。そのメカニズムはとくに低成長企業において働いている。そのメカニズムの内容は欧米とは異なる。日本においては負債の規律のみが有効に働いている。株主からのプレッシャーによる企業経営の効率化は認められない。メインバンク関係も少なくとも企業の通常時から経営の規律づけメ

カニズムとして機能しているとは考えられない。最近ではメインバンク関係がむしろ企業の経営効率を悪化させていることが認められる。

・西崎・倉澤（2002）

株式保有構成と企業価値の関係について経済学的視点から分析し、日本における株主によるコーポレート・ガバナンスについて考察している。具体的に、わが国の株式保有構成の特徴と中・長期的な動向についてファクト・ファインディングを行うとともに、金融機関¹¹、海外投資家、機関投資家等の外部の大口株主によるモニタリング活動が企業価値に与えた影響と株式保有構成の変化が企業価値に与えた影響について評価している。結論として 外部の大口株主はモニタリング活動等を通じて企業価値に対して正の影響を与える。こうした傾向は 1990 年代以降明確化してきている。 個人投資家のプレゼンスは企業価値に対して負の影響を与える。この傾向は特に 1990 年代に明確化している。 大口株主について部門毎に見ると、非金融法人企業が企業価値に与える影響は確認されなかった。むしろ 1990 年代については、株式の持ち合いが企業価値に負の影響を与える可能性が示された。一方、金融機関と海外部門については企業価値に正の影響を与える傾向が見られた。

¹¹投資信託、年金信託を含む。

3.2 本研究の特徴

3つの先行研究の特徴と本研究の特徴を一覧表にすると次のようになる。

	被説明変数	説明変数	推計期間
佐々木 米澤 (2000)	トービンのq	労働分配率 役員持ち株比率 外国人持ち株比率 年金資金持ち株比率 個人持ち株比率 メインバンクダミー	92～98年
広田 (1996)	経営の効率性指標	負債比率株式の集中度 金融機関持ち株比率 経営者持ち株比率 メインバンク融資比率	82年及び 90年
西崎 倉澤 (2002)	トービンのq	ミクロ景気要因 マクロ経済要因 株式保有構成要因 (金融機関・非金融法人・海外部門・個人)	80～99年
本研究	トービンのq	負債比率 メインバンク融資比率 株式保有構成 (役員・外国人・個人・金融機関・その他法人)	89年及び 99年

上表で示される通り、本研究では説明変数が先行研究と若干異なる。また、分析対象として全国1部上場企業のうち1989年は501社、1999年は499社とサンプルとした。分析手法としてクロスセクション分析を用いた点、分析時期としてバブル期の1989年と、バブル崩壊後の1999年の2つの時期を対象とした点も特徴である。さらに、第2分析として対象企業を収益別に分けて、ガバナンス効果を測定した点も顕著な新規制となっている。

第4章 実証分析1 - 全体推計

分析の流れは以下のとおりである。

株主価値（トービンのq）重視への規律づけ



役員持ち株比率
個人持ち株比率
外国人持ち株比率
金融機関持ち株比率
その他法人持ち株比率

4 - 1 . 推計式と予想される符号条件

ここでは日本型コーポレート・ガバナンスに代表される負債、メインバンク、株主保有構成が株主価値にどのような影響を与えているのか、何が株主価値重視への規律づけを行っているのかをクロスセクション・データにより実証的に分析する。推計式は以下のとおりである。

$$TOBIN = \alpha_1 + \alpha_2 DEBT + \alpha_3 MB + \alpha_4 OFFICIAL + \alpha_5 FOREIGN \\ + \alpha_6 INDIVIDUAL + \alpha_7 FI + \alpha_8 COR + \varepsilon$$

エラー！

¹² 株式保有構成は、投信・役員・政府公共団体・金融機関・証券会社・その他法人・外国法人・個人その他から構成されている。ここではデータの制約上、役員・金融機関・その他法人・外国法人・個人のみを扱うことにした。

TOBIN：トービンのq

トービンのq = (株式時価総額 + 有利子負債) ÷ (株主資本 + 有利子負債)

DEBT：負債比率

負債比率 = 負債 ÷ 総資産

MB：メインバンク

メインバンク = 融資第一順位銀行融資額 ÷ 負債

OFFICIAL：役員持ち株比率

FOREIGN：外国人持ち株比率

INDIVIDUAL：個人投資家持ち株比率

FI(Financial Institution)：金融機関持ち株比率（除く投資信託、年金基金）¹³

COR(Corporation)：その他法人持ち株比率

予想される符号条件

変数	予想される符号条件	先行研究
負債	-	広田(1996)
メインバンク	-	佐々木・米澤(2000)、広田(1996)
役員持ち株比率	-	佐々木・米澤(2000)
外国人持ち株比率	+	佐々木・米澤(2000)、西崎・倉澤(2002)
個人持ち株比率	-	佐々木・米澤(2000)、西崎・倉澤(2002)
金融機関持ち株比率	+	西崎・倉澤(2002)
その他法人持ち株比率	-	西崎・倉澤(2002)

4.2 データと変数の説明

分析の対象としたサンプルは全国一部上場企業 1754 社のうち分析期間中に合併などの不連続があった銘柄、必要財務データが一部欠落している銘柄を除いた。その結果 1989 年度は 501 社、1999 年は 499 社となった。分析の対象年度はバブル期として 1989 年、最新の 1999 年の 2 時点をとった。各企業の財務データ、株価データの出所は日経 NEEDS である。また、各企業の融資第一順位銀行融資額は『企業系列総覧』で調べた。以上のデータをベースにクロスセクション分析を行った。データの基礎統計量と推計結果を以下にまとめる。

¹³メインバンク関係を結んでいる場合、金融機関持ち株比率は高くなると思われるが、ここでは考慮外においている。

表1 基礎統計量（1989年）

	平均値	最小値	最大値	標準偏差
トービンのq	2.31	0.092	9.504	1.782
負債比率(%)	68.69	24.175	97.844	15.582
メインバンク(%)	0.07	0	1.09	0.074
役員持ち株比率(%)	2.788	0.017	36	5.151
外国人持ち株比率(%)	3.707	0.011	55.148	5.044
個人持ち株比率(%)	25.778	6.6	81.057	12.025
金融機関持ち株比率(%)	38.787	4.974	73.211	14.332
その他法人持ち株比率(%)	27.257	4.492	78.886	15.533

バブル期である1989年においてはトービンのqが1を大きく上まわり、高い値となっている。データのばらつきを表す標準偏差は低い。その他の変数としては、負債比率が最小値ですら24%となっている点は注目に値する(間接金融の優位を示している)。

表2 基礎統計量（1999年）

	平均値	最小値	最大値	標準偏差
トービンのq	0.6	0.0161	6.626	0.694
負債比率(%)	64.367	16.83	98.471	17.515
メインバンク(%)	0.098	0.001	1.468	0.12
役員持ち株比率(%)	2.501	0.008	71.693	8.122
外国人持ち株比率(%)	5.776	0.035	52.666	7.365
個人持ち株比率(%)	30.575	5.509	82.367	14.067
金融機関持ち株比率(%)	37.609	2.584	69.838	13.663
その他法人持ち株比率(%)	24.606	2.436	81.087	15.023

1999年になると1989年と比較してトービンのqが1を下回りかなり低くなっている点が特徴的である。個人持ち株比率も89年と比較して高くなっている。

続いて、説明変数間の相関関係をみる。

表3 相関行列（1989年）

	Q	負債	MB	役員	外国人	個人	金融機関	その他
Q	1	0.322	-0.048	0.013	0.108	0.019	0.003	-0.032
負債		1	0.11	-0.251	-0.091	-0.178	-0.057	0.221
MB			1	-0.033	-0.145	0.033	-0.18	0.155
役員				1	-0.044	0.638	-0.236	-0.237
外国人					1	-0.178	0.117	-0.235
個人						1	-0.369	-0.377
金融機関							1	-0.653
その他								1

表4 相関行列（1999年）

	q	負債	MB	役員	外国人	個人	金融機関	その他
q	1	0.127351	-0.1075	-0.0349	0.28739	-0.15432	0.11357	-0.05031
負債		1	0.167294	-0.09683	-0.18695	0.18743	-0.18802	0.088099
MB			1	0.001775	-0.1831	0.230181	-0.28778	0.126105
役員				1	-0.08112	0.281209	-0.05324	-0.03914
外国人					1	-0.38212	0.308214	-0.29971
個人						1	-0.40703	-0.17531
金融機関							1	-0.66239
その他								1

4.3 推計結果とその解釈

	1989年	1999年
負債	0.056208*** (77.57)	0.009916*** (83.81)
メインバンク	-4.352473*** (-31.15)	-0.64923*** (-33.07)
役員持ち株比率	-0.029894*** (-14.82)	0.004208*** (17.95)
外国人持ち株比率	0.079652*** (24.32)	0.028294*** (45.60)
個人持ち株比率	0.016973*** (17.27)	-0.00704*** (-104.77)
金融機関持ち株比率	-0.019182*** (-32.79)	0.001556*** (12.04)
その他法人持ち株比率	-0.015781*** (-23.63)	0.003075*** (20.43)
R-squared	0.993984	0.9984
Adjusted R-squared	0.993911	0.99838

(***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。()内はt値。)

推計結果は全体として良好である。モデルの説明力は高く、全ての変数が有意となった。以下、89年と99年に分けて見ていく。

バブル期の1989年に関する分析結果

バブル期においてはメインバンク、役員持ち株比率、金融機関持ち株比率、その他法人持ち株比率が株主価値に対していずれも負の影響を与えている。一方、負債、外国人持ち株比率、個人持ち株比率は正の影響を与えている。

バブル崩壊後の1999年に関する分析結果

バブル崩壊後の1999年においては、メインバンクと個人持ち株比率のみが株主価値に対して負の影響を与えており、残りの全ての変数は正の影響を与えている。

1989年 分析結果の解釈

負債比率は正：負債発行が規律づけ機能をもっていた。

メインバンクは負：日本型コーポレート・ガバナンスの象徴とも言えるメインバンクは、Japan as No.1 と言われたバブル期においてさえもマイナスの影響を持っていた。

役員持ち株比率は負：役員が自社株を保有することによって敵対的買収による資本市場を通じたコントロールが行われず経営の緩みを生んでいた。

外国人持ち株比率は正：機関投資家の役割に近いガバナンス効果を持つ。

個人持ち株比率は正：バブル期においては個人の所有する株式の集中度が高かったため規律づけが働いていた。

金融機関・その他法人持ち株比率は負：大口株主の株式保有率増大が経営者の経営努力に対するインセンティブを引き下げていた。

1999年 分析結果の解釈

負債比率は正：負債発行が規律づけ機能をもっている(1989年と同じ)。

メインバンクは負：メインバンクの存在は過剰融資を通じて企業価値にマイナスの影響を与えている(1989年と同じ)。

役員持ち株比率は正：効率的経営へのインセンティブを与えている(1989年とは逆)。

外国人持ち株比率：ガバナンス効果を持つ(1989年と同じ)。

個人持ち株比率は負：株式が広く分散して保有されるようになった(前出表1及び表2を参照)のでどの株主もみずからコストをかけて経営の規律づけを行わないというフリーライダー問題が生じている(1989年とは逆)。

金融機関・その他法人持ち株比率は正：大口株主として規律づけを行っていること、投資価値からのリターンのうち企業価値に帰着する割合を引き上げていることが示唆される(1989年とは逆)。

2 時点間における変化

1989年と1999年を比較してみると、役員・個人・金融機関・その他法人の4つの変数につき、それぞれの持ち株比率の変数の符号が変化している。役員持ち株比率は99年においてはプラスとなっていることから、役員による株式保有が効率的経営への

インセンティブを与えるようになったことがわかる。また、個人持ち株比率に関しては、89 年においては個人の株式集中度が比較的高かったためプラスの影響を与えていると推察されるが、99 年においては集中度が低く、分散して保有されているためフリーライダー問題が生じていると言える。

以上をまとめると、メインバンクに代表される日本型コーポレート・ガバナンスの緒側面はトービンの q で測った株主価値にマイナスの影響を与えていると言える。従って、今後は株主価値重視への規律づけを行う大口株主の存在がより重要になってくることが示唆されている。

第5章 実証分析2 - 収益別小口推計

分析1では株主価値への規律づけについて見たが、すべての企業において同じように働いていると考えて良いのだろうか。ここでは特に企業の収益性に注目し、規律づけの効果を再検討する。

5.1 データと分析手法

分析2では分析1で用いたサンプル(1989年は501社、1999年は499社)のうちROE(自己資本利益率)¹⁴の高い上位100社(高収益企業)と、下位400社(低収益企業)に分け、分析1と同じクロスセクション分析により推計を行った。

¹⁴当期純利益を株主資本で割ったもの。「株主から預ったお金を使っていかに効率的に利益を生み出したか」を表す。

5.2 推計結果とその解釈

1989年

	高収益企業(100社)	低収益企業(401社)
負債比率	0.032873*** (-12.11)	0.053543*** (92.42)
メインバンク	-6.612573*** (-6.19)	-3.937831*** (-25.28)
役員持ち株比率	-0.051046*** (-3.59)	0.021807*** (17.14)
外国人持ち株比率	0.067106*** (7.34)	0.102302*** (26.82)
個人持ち株比率	0.03804*** (11.09)	-0.011664*** (19.85)
金融機関持ち株比率	0.005017* (1.92)	-0.008131*** (-17.32)
その他法人持ち株比率	-0.005497 (-1.56)	-0.019631*** (-27.57)
R-squared	0.999974	0.998009
Adjusted R-squared	0.999972	0.997978

(***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。()内はt値。)

まず1989年の結果につき高収益企業と低収益企業を対比しよう。符号条件に着目すると、高収益企業では役員持ち株比率がマイナスに働いているのに対して低収益企業ではプラスに働いている。また個人持ち株比率は高収益企業ではプラスに、低収益企業ではマイナスに働いている。金融機関持ち株比率も同じく高収益企業では正、低収益企業では負の影響を与えている。

1999 年

	高収益企業(99社)	低収益企業(400社)
負債比率	0.008876*** (9.11)	0.008502*** (56.12)
メインバンク	-1.366171*** (-4.10)	-0.347964*** (-6.73)
役員持ち株比率	0.0013* (1.04)	-0.001286*** (-15.85)
外国人持ち株比率	0.011271*** (6.01)	0.006741*** (5.63E+00)
個人持ち株比率	-0.004254*** (-3.12)	-0.002788*** (-12.97)
金融機関持ち株比率	0.013221*** (16.24)	0.000604** (2.58)
その他法人持ち株比率	5.55E-05 (0.35)	0.001158*** (11.05)
R-squared	0.999075	0.998017
Adjusted R-squared	0.999015	0.997987

(***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。()内はt値。)

次に1999年の結果を企業タイプ別に見ると、高収益企業においては役員持ち株比率がプラス、低収益企業ではマイナスに働いている。

ここで特徴的なのは、パラメーターの相対的な大きさを「モニタリング能力」の指標として見ると、予想通り高収益企業であるほど、規律づけが株主価値に大きく影響していることが明らかになっている点である。すなわち次の結果である。

高収益企業では負債比率は経営効率を高めることで株主価値に正の影響をもち、外国人持ち株比率、金融機関持ち株比率といった大口株主の変数(その他法人持ち株比率を除く)も有意な効果を持つ

メインバンクは高収益企業で大きく負の影響を与えている。これはメインバンクが投資機会の少ない高収益企業に過剰な融資を行うことで株主価値を低下させている可能性を示唆している。

第6章 結論と残された研究課題

6.1 結論

以上の結果を踏まえて要点を整理すると以下ようになる。

小口株主

- ・役員持ち株比率は89年には負かつ有意、99年には正かつ有意となっている。役員による株式所有は効率的経営のインセンティブを与える効果を持ちその重要性は増してきている。これは、近年注目されているストック・オプション制度は有効な政策であることを示唆している。
- ・個人持ち株比率は89年には正かつ有意、99年には負かつ有意となっている。このことはモニタリング時のフリーライダー問題が存在する可能性を示している。

大口株主

- ・近年では外国人・金融機関・その他法人といった大口株主保有比率はモニタリング活動を通じて株主価値を高める役割を担っている。
- ・大口株主のうち外国人持ち株比率は89年、99年を通じて正かつ有意であり、海外投資家によるモニタリング活動は企業価値を高めるものであることを示している。
- ・金融機関持ち株比率は89年で負かつ有意、99年で正かつ有意となっている。このことは金融機関による株主としてのモニタリング活動は企業価値を高めるものであり、重要性を増してきていることを示唆する。

メインバンク

- ・89年99年を通じて有意に負の影響を与えている。メインバンクは過剰な融資を通じて企業経営を非効率的にする方向に作用し、株主価値にマイナスの影響を与えていることが示されている。

負債比率

- ・負債は89年99年を通じて有意にプラスとなっており、負債発行が経営者の行動を規律づける機能をもっていることが示されている。

6.2 政策提言

日本型コーポレート・ガバナンス下では株主価値軽視への影響が深刻であり、これによる損失は資本市場の評価を通じ資金調達コストに跳ね返ってくる。オープンな資本市場で

資金調達を行う企業は、より株主価値を重視した資本コストに基づいた企業行動をとるべきである。コーポレント・ガバナンス改善の担い手としては、法的な主権者である株主のうち、規模が大きく、長期的な観点で企業を見ている投資家が望ましい。外国人投資家の日本株投資を増加させるためには、アメリカやイギリスの資本市場と比較した場合、不透明感の強い日本の会計制度を是正する必要がある。特に投資家への情報開示に重要な連結財務諸表について、アメリカの会計基準やそれに近い国際会計基準に適合させる必要がある。国際基準に基づく信頼性と比較可能性の高い財務情報を開示することは、その企業の株式への需要を増加させると共に、株式の流動性を高めることによって、企業にとってはより高い株価と資本コストの引き上げを可能にする。また海外の投資家にとってもより高い収益率での運用可能性の拡大と国際的な運用リスクの分散を可能にする。企業経営の規律づけという観点からは、外国人投資家と同様に今後株式市場におけるプレゼンス拡大が予想される機関投資家（年金基金等）が株主としていかに企業価値を高める役割を果たすか、という点が論点となるだろう。今回の分析では年金基金等がデータの制約上入手できなかったため、明示的に分析できなかった。しかし分析1の結果から判断する限り、わが国における機関投資家の企業経営に対するモニタリングの取り組みは海外投資家の場合と比較して劣っており、今後の動向が注目される。

6.3 残された研究課題

本研究の残された課題は3点ある。一つ目は、ここではバブル期の89年と直近の99年の2時点間についてのみ推計を行ったことである。しかし本来株主価値重視への規律づけ、企業のモニタリングは一朝一夕に変化するものではないので、これら2時点の間でどのように変化してきたかを知る必要（途中年次について推計する必要）がある。

二つ目は、株式持ち合いの効果を示せなかったことである。近年、持ち合いが解消方向に進んでいることを考えると「株式持ち合い変数」を入れて分析することでより多くのインプリケーションが得られたと思う。そして最後に、業種別の分析ができなかったことである。今回の分析ではサンプル数が500だったため業種によってはサンプルが足りず、業種別の分析ができなかった。しかし業種毎の特徴を抽出する一方、その要因を除去した場合のマーケットのパフォーマンスをより純粹に抽出することには大きな意味があるので、業種ごとの分析は多くの示唆を与えよう。

以上

参考文献

- 岡部光明（1999）『環境変化と日本の金融』日本評論社.
- 岡部光明（2002）「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 ジャーナル』第1巻第1号.
- 岡部光明（2003）「日本企業の資金調達とガバナンス」『経済セミナー』2月号.
- 佐々木隆文・米澤康博（2000）「コーポレート・ガバナンスと株主価値」証券アナリストジャーナル.
- 佐々木隆文・米澤康博（2001）「コーポレート・ガバナンスと過剰投資問題」財務省財務総合研究所『フィナンシャル・レビュー』.
- 西崎健司・倉澤資成（2002）「株式保有厚生と企業価値 - コーポレート・ガバナンスに関する一考察 - 」日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ
- 広田真一（1996）「日本の金融・証券市場とコーポレート・ガバナンス」『日本の資本市場』第11章 日本評論社.
- 深尾光洋（1999）『コーポレート・ガバナンス入門』筑摩書房.
- 宮島英昭・蟻川靖浩・齋藤直（2001）「日本型企业統治と「過剰」投資 - 石油ショック前後とバブル経済期の比較分析 - 」財務省財務総合研究所『フィナンシャル・レビュー』.