

日本のコーポレート・ガバナンスと投資の効率性：ケース・スタディー

XU, Peng / MARUYAMA, Kenji / 丸山, 健司 / 胥, 鵬

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

経済志林 / The Hosei University Economic Review

(巻 / Volume)

66

(号 / Number)

3・4

(開始ページ / Start Page)

253

(終了ページ / End Page)

270

(発行年 / Year)

1999-03-30

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00002679>

日本のコーポレート・ガバナンスと 投資の効率性

—— ケース・スタディー ——

胥 鵬
丸山 健司

1. はじめに

日本の産業は成熟期に突入したという考えが定着しつつある。この場合、高度経済成長を謳歌した企業や産業は、既存事業からの撤退と、新規事業の開拓・参入に取り組む必要がある。そのような状況の中で、バブル崩壊後、企業行動を適正に規律づける仕組みが欠如していたために不況が長引いている、との指摘が多い⁽¹⁾。たとえば、深尾・森田（1994）では、経営規律づけの欠如や失敗が、現在の景気後退を招いているという議論が紹介されている。

米国では、ある企業が有効な投資先を見つけられず十分なキャッシュ・フローを保有する場合、その企業はLBO（買収先の資産を担保にした融資による企業買収）によって買収される可能性が高い。たとえば、1980年代、米国のタイヤ産業は乗っ取りヤリストラに直面した。1977年から1987年までの間に、37カ所のタイヤ工場が閉鎖され、雇用も40%以上低下した⁽²⁾。一方、買収の標的とされた会社は、既存事業によって生み出されたキャッシュ・フローを自社株買いという形で、余裕資金を株主に返還したケースが多かった。自社株買いにより、一株当たりの価値を高め、株

主の資金提供に報い、乗っ取りを防ぐのである。たとえば、Goodyearが1986年に、リストラと同時に自社株買いを行い、Sir James Goldsmithの敵対的買収から会社を守った例もある。

Jensen (1993) は、LBOの利点について、負債比率、配当政策、および企業内部コントロールやコーポレート・ガバナンスに変化をもたらすと指摘している。とくに、相手先の資産を担保にするLBOは、負債比率を高めるため無駄な事業での資金浪費を厳しく抑制し、企業規模を効率的に縮小する機能を持つと強調している。敵対的な買収ではなく通常の買収によっても、経営者と取締役が20%以上のまとまった株式を手に入れることが可能となる。また、取締役数も8、9人程度に削減され、取締役会自体が効率化し、収益の改善にもつながるようだ。すなわち、敵対的買収のほか友好的合併・買収などが行われやすい資本市場は、リターンの大きい事業を育て、合併・吸収で成長見込みの高い事業を強化する傾向が強い。

このように、米国の資本市場は、企業が不採算部門を大胆に切り捨て撤退するといった機能を有していると考えられる。競争的な資本市場では、買収合併による経営陣の入れ替えや敵対的買収の存在自体が、企業経営を効率的なものに変え、経営者を規律づけることになる。Jensen (1993) は、LBO、リストラ、自社株買い戻しなどの実例から、負債比率、撤退・清算方針、および経営者の構成次第で、企業組織の効率性、キャッシュ・フロー、そして最終的には企業価値の水準が左右されると主張している。とくに、低成長・衰退産業では、フリー・キャッシュのエージェンシー・コストが大きく、株主へ還元できるはずの資金が浪費される傾向にあるため、撤退を促すためのコーポレート・ガバナンスの改革はとくに重要になると考えられる⁹⁾。

日本では、企業の過剰規模を防ぐ視点から、どのようなコーポレート・ガバナンスが機能してきたのであろうか。Jensen (1993) では、過剰規模問題の解決方法として、以下の4つのメカニズムが挙げられている。①資本市場（敵対的買収）、②法的・行政的規制システム、③生産物市場、要

素市場、④企業内部のコントロール（取締役会、株主総会など）などである。広田・池尾（1996）は、この4つのメカニズムに加え、⑤メインバンクによる負債の再組織化機能に着目している。この機能は、企業の非効率な経営によって利益が低下し、負債の返済が困難になり財務危機あるいは倒産に陥った場合、メインバンクが中心となる債権者が企業の経営に介入し、資産売却・人員整理などのリストラを通して、経営の建て直しを図り企業経営を効率的にするというものである。広田・池尾（1996）によると、日本では、⑤の負債の再組織化によって過剰規模の問題が解決された可能性が高い。さらに、広田・池尾（1996）は、日本企業の資本構成が、制度的要因によって高い負債比率、とりわけ高い銀行借入に、長期間、依存してきたという特徴に注目している。負債比率が高いため、衰退産業に属する企業は、より速い段階で財務危機や倒産に陥る可能性が高く、そして、メインバンクを中心とした債権者の介入により企業の再組織化を比較的早い時期に実現することが可能であったと推測している。

では、日本企業の経営者がどのような圧力で不採算部門から撤退したのか。この問題について、フリー・キャッシュ仮説の視点から過剰規模に着目し、経営の規律づけを検討した研究は必ずしも多くはない。本稿では、企業を効率的に運営し、企業価値を最大化するためにはどのようなコーポレート・ガバナンス構造が最も機能するかという問題について、ケース・スタディーに基づいて考察を試みる。

2. 日本企業のコーポレート・ガバナンスと投資の効率性

本節では、企業の経営コントロールの成否を、研究開発費（試験研究費）と内部留保（純投資⁽⁴⁾）の生産性によって判断していく。判断方法としては、Jensen（1993）⁽⁵⁾ の計算手法に倣う。具体的には、経営者が減価償却費⁽⁶⁾、研究開発費⁽⁷⁾ と内部留保⁽⁸⁾ 等のキャッシュ・フローの支出を無駄なく行い、その支出が資本コストを上回る収益をあげられたかどうかを計測

する。たとえば、資本コスト2%という条件で、10年の間にある企業が研究開発費と投資に現在価値6000億円相当のキャッシュ・フロー支出を費やしたとする。この場合、企業がこの支出から7314億円以上の将来価値に相当する収益をあげなければ、株主の要求した収益率を満たしたことはない。これは、もしこの経営者が6000億円を他の分野ないし金融資産に投資していれば、そのリスクに見合った利益を上げることが出来たはずだからである。

まず、同じ期間に上述したキャッシュ・フロー支出と同じ金額を同じリスクの資産に投資した場合（以下ではこの場合を代替的戦略と呼ぶ）について考えよう。具体的には、キャッシュ・フローの支出は、研究開発費、投資および資産売却損益⁽⁹⁾を合計する。次に、この合計金額を代替投資戦略で投資運用した場合の想定価値を算出する。例えば、この代替的戦略では、実際の投資の代わりに、毎期のキャッシュ・フロー支出の合計金額を2%の収益率（以下では資本コストと呼ぶ）を生む銀行口座に預けることを考える。あるいはファンドなど金融商品に投資したものと考えることもできる。その上で、この想定価値と、企業の実際の投資によって生まれた価値（以下では実際戦略価値と呼ぶ）とを比較する。

実際の投資によって生まれた研究開発などの生産性の指標には、分析対象期間の期首と期末の株式時価総額の差額を用いる。なお、期末と期首の株式時価総額の差額を計算する際、増資は考慮しなかった。その理由は、増資によって発行株式数が増加した場合、収益率が悪化することがあっても、改善することはないと考えたからである。とくに、日本では新株発行時点あるいはアナウンスした時点で株価が上昇し売り出しから一定期間後に下方修正される傾向がある⁽¹⁰⁾。

まず、研究開発費、内部留保および資産売却損益の合計を同等のリスクの金融商品に投資する場合を想定する。この代替的戦略の収益には資本コストを用いる。純投資は粗投資から減価償却費を差し引いたものである。ここで、減価償却費分の投資は、期首の株式価値を維持するのに十分な額

と考える。その一方で、企業は新事業などの研究開発は行わないと想定する。この代替戦略を採用した場合、期末の企業価値は、期末の負債価値に、期首の株式価値を加えたものとなる。このような代替戦略によって発生する代替戦略価値と、実際の投資戦略によって発生した価値との差額を指標1と呼ぶ。指標1では、実際の投資戦略から発生したキャッシュ・フローのうち、配当を考慮しなかった。そこで指標2では、株主配当を安全資産2%で実際の投資と同じ期間、運用し、実際の投資戦略価値に加えた。その上で、代替戦略と比較した。

指標1＝期末株式時価総額－期首株式時価総額－計測期間中の（研究開発費＋内部留保＋資産売却損益）の期末における将来価値

指標2＝期末株式時価総額－期首株式時価総額－計測期間中の（研究開発費＋内部留保＋資産売却損益）の期末における将来価値

過剰設備の問題は、研究開発や純投資など新規事業開拓の失敗によってだけ発生するものではない。既存の事業においても、不採算事業から撤退できなければ、資金を滞留させ、人員配置に失敗することになり、過剰規模の問題が発生していると考えていく。そこで、指標3では、既存事業継続のための減価償却費をキャッシュ・フローの支出に加える。一般的に会計上の損益計算では、減価償却費は費用として計上される。この指標3でキャッシュ・フローに加えるのは、減価償却費が「社外に流失しない社内蓄積資金」⁽¹¹⁾であるためである。企業は株主や債権者から預かった資金をいかに効率的に投資するかが求められる。そして、事業への投資がどれだけの現金を生み出すかによって企業価値が決まる。

日本の企業をみると、1株あたり5円以上配当さえ支払えば株主に対する責任は果たしたと認識される場合が多い。その結果、事業から高い利益を上げキャピタルゲインの形で株主に報いるという発想が希薄になる。ともすると、企業は事業利益のうち配当だけが株主に帰属し、内部留保は企業のもので無コストであるといった認識が根強い。多くの場合、株主に対

して金利以上の利益水準が必要収益率と考えられている。また、配当を支払って適当な水準で内部留保ができる水準を必要収益率と認識している場合も多い。しかし、株主資本で調達した資金を事業に投入する場合は、投資家はその企業の株式投資に要求する以上の収益率をあげなければならない。もし、投資家が要求する収益率をあげられなければ、企業が資金を有効に使っていないことになる⁽¹²⁾。

指標3では、このような考えをもとに指標1と2で用いたキャッシュ・フローの支出に減価償却費を加え、それを資本コスト2%で運用するという代替戦略を想定した。また、配当については、指標2と同様、安全利率2%で運用した上で、実際の投資戦略価値に加えた。そして、10年後に企業の株式価値がゼロになると仮定する。この戦略では、生産設備の更新を行わず、既存事業から生じる利益は株主と債権者へ返還するものとする。これら3つの指標を用いて次節で研究開発費や内部留保の生産性を計算していく。

指標3 = 期末株式時価総額 - 期首株式時価総額 + 計測期間中の配当の期末における将来価値 - 計測期間中の（研究開発費 + 内部留保 + 資産売却損益 + 減価償却費）の期末における将来価値

サンプル企業は、84年4月から85年3月までの間に決算をむかえた製造業のうち、経常利益上位100社に絞った。100社のうち、合併した山陽国策パルプと東京三洋電機はサンプルから除いた。計測データには、「開銀財務データ」を用いた。期間は1984年4月1日から1994年3月30日までの10年間とした。1年以内に2回の決算を行った企業については、年換算し10回とみなし計算した。

代替戦略の収益率としての資本コストは、5%、3%、および2%をそれぞれ試した⁽¹³⁾。最終的には資本コスト2%で代替的戦略価値を計算した。この資本コストの選択では、McCauley and Zimmer (1992) と日本銀行月報 (1995) の推定結果を参考にした。McCauley and Zimmer (1992) の推定では、日本の資本コストは1980年代から1990年初めにかけて2%

前後で推移している。その推定結果によると、2%を割ったのは89年と91年の2回で、この2年間を除いた85年から92年の間では2%以上で推移している。また、日本銀行月報（1995）の推定結果では、85年から92年にかけて、2.5%から5%強の間で推移している。93年に入ると1%まで低下している。一方、長短金利をみると、85年当初、10年物長期国債最長期物とCD3か月物がそれぞれ6%を超えていた⁽¹⁴⁾。したがって、85年から94年の期間で資本コスト2%という収益率は、投資家が85年に実際に期待していた収益率に比べ、かなり低い値といえる。これにより、代替的戦略の資本コストを控えめに設定したことになる。

表1と表2は、指標3に基づいてランキングした上位20と下位20の企業の指標1、指標2および指標3を用いて実際戦略価値と代替戦略価値の差額を示したものである。最下位の日立製作所は、指標1が-2兆5920億円、指標2が-2兆2184億円に達している。したがって、日立製作所の株主は少なくとも2兆円の機会損失を被ったことになる。減価償却費を考慮した指標3では、損失額が4兆1428億円にも達する。

以下の議論では、上位20社と下位20社のケース・スタディーに基づいて、指標2と指標3を中心に議論を進めていく。これは、指標1では株主配当を計算に入れていないためである。その一方で、指標2と指標3では、株主へ支払った配当を実際の株式価値上昇分に加えている。配当を加えることで、指標1に比べ、より信頼性が高まると考えられるからである。表1と表2の推定結果からは、村田製作所と日立製作所は対照的な結果となったことがわかる。村田製作所は、研究開発と純投資に成功した例といえよう。10年間で1456億円を使って、7353億円という株式価値の上昇を達成した。純投資額に減価償却費を加えたキャッシュ・フローと配当を考慮した場合では、村田製作所の実際の戦略と代替的戦略の差額は5302億円に達している⁽¹⁵⁾。この結果は、村田製作所が研究開発や内部留保に加え、既存設備の更新においても生産性を上昇させたことになる。

表2が示すとおり、最下位の日立製作所の後に、富士通、日本電気、ト

表1 上位20位企業の研究開発費，内部留保などの生産性

順位	指標3	指標1	指標2	会社
1	530293	560388	592920	村田製作所
2	382646	344663	566058	東燃
3	257903	217601	279445	任天堂
4	178803	168585	203966	日清食品
5	154592	375754	415798	十條製紙
6	150683	224800	262371	東陶機器
7	118764	141286	172652	マキタ電気
8	112556	201080	295387	京セラ
9	109102	280932	393600	久保田鉄工
10	98420	392653	494843	大日本印刷
11	72542	174746	249354	味の素
12	71665	80691	94378	千代田化工
13	58318	158613	180510	九州松下電器
14	41243	177206	204892	信越化学
15	39670	360689	417819	王子製紙
16	27002	90096	130279	三共
17	20186	374165	478411	ブリジストン
18	12200	520747	782486	三菱重工
19	10379	9947	52411	アマダ
20	-16610	51406	90991	資生堂

注：指標3に基づいてランキングされた上位20社の研究開発費などの生産性。研究開発費，純投資（指標1と2）あるいは純投資に減価償却費を加えた粗投資（指標3）および資産売却損益の合計を資本コスト2%で運用した代替的戦略価値と実際の株式時価総額の上昇を比較した。計測2と3では，10年間の配当合計を実際戦略価値に加えた。単位は100万円。

ヨタ自動車，東芝，三菱電機，日本鋼管，富士写真フィルム，キヤノン，旭化成工業，住友金属工業が続く。下位20社の主な内訳は，電気機器6社，鉄鋼5社，輸送用機器4社，化学2社，精密機器2社である。他方，上位20社（表1）をみると，村田製作所が最上位となった。その後には，東燃，任天堂，日清食品，日本製紙（十條製紙と山陽国策パルプの合併会社），TOTO（東陶機器），マキタ電気，京セラが続く。上位20社の主な内訳は，電気機器4社，機械3社，化学3社，食品2社である。

Jensen (1993) の推定結果と比較すると，上位企業で変動が生じた。な

表2 下位20社の研究開発費、内部留保などの生産性

順位	指標3	指標1	指標2	会社
79	-665475	-447407	-379330	リコー
80	-680247	115899	267296	本田技研
81	-682640	427244	790009	日産自動車
82	-724378	-690089	-652728	山之内製薬
83	-724487	59134	142662	マツダ
84	-735805	28142	164223	神戸製鋼
85	-766837	-275963	-244076	沖電気
86	-812589	441444	610016	川崎製鉄
87	-912748	909157	1300747	新日本製鐵
88	-982314	21432	179645	住友金属工業
89	-997713	-496240	-377919	旭化成工業
90	-1062455	-612633	-514902	キャノン
91	-1157507	-675054	-599638	富士写真フィルム
92	-1422799	-13591	152601	日本鋼管
93	-2023034	-740218	-536146	三菱電機
94	-2324363	-804485	-472715	東芝
95	-2395537	32761	704651	トヨタ自動車
96	-3584145	-2594588	-2424671	日本電気
97	-4013432	-2666429	-2487850	富士通
98	-4142815	-2592043	-2218448	日立製作所

注：指標3に基づいてランキングされた下位20社の研究開発費などの生産性。研究開発費、純投資（指標1と2）あるいは純投資に減価償却費を加えた粗投資（指標3）および資産売却損益の合計を資本コスト2%で運用した代替的戦略価値と実際の株式時価総額の上昇を比較した。計測2と3では、10年間の配当合計を実際戦略価値に加えた。単位は100万円。

お、Jensen (1993) の推定期間は1980年から1990年の11年間で、対象企業は、1989年に250億円以上（1ドル=100円で換算）の売上高を計上した432社である。下位35社のうち日系企業をみると、本田技研（409位）、日本電気（406位）の2社が研究開発と純投資で十分な収益をあげていない。一方、上位35社では、京セラ（32位）、キャノン（30位）、松下電器産業（29位）、クボタ（27位）、富士写真フィルム（24位）、日立製作所（23位）、ソニー（21位）、イトーヨーカドー（19位）の8社が、研究開発、純投資、資産売却について高い生産性をあげている。この上位

8社のうち、キャノン、松下電器産業、富士写真フィルム、日立製作所、およびソニーの5社が本稿の推定と異なる結果となった。これには次の理由が考えられる。

第1に、計測期間が違うことである。Jensen (1993) の対象期間は1980年から1990年の11年間であるのに対し、本稿は85年から94年の10年間を対象とした。とくに80年代後半から90年半ばにかけ発生したバブル崩壊の影響が大きかったために推定結果に相違が生じたと考えられる。Jensen (1993) も、1990年以降、上位35位以内に名を連ねた日系企業が株価下落の影響でパフォーマンスを落としている、と指摘している。本稿では、計測期間がバブル崩壊時期と重なっている。このため、この5社については、株式価値の下落が大きく響いたと考えることが妥当であろう。推定結果が異なった第2の理由として、各指標の計測方法の違いがある。本稿では、Jensen (1993) の Measure 1 以外は再現できなかった。とくに、Jensen (1993) が最も信頼性が高いと判断した Measure 2 での計測は再現できなかった。この計測方法の違いも、影響していると考えられる。

指標1では、対象企業98社のうち48社は、実際の投資価値が代替戦略価値を下回っている。また、株主配当を考慮した指標2では、42社が下回っている。減価償却費を考慮せず控えめな推定となる指標1と指標2の結果を見る限り、4割以上の企業が純投資と研究開発費の支出で十分な投資効果を得られず、キャッシュ・フローの支出に対する十分なリターンを挙げられなかったと考えられる。1985年当初の長短市場金利が6%であったのに対し、この2つの指標では資本コストを2%と控えめな数字で計算したことを考慮すると、80年代後半から90年代前半にかけて、多くの企業が収益率の低い投資に資金を投下し、十分なリターンを確保できないまま収益を悪化させたと考えられる。キャッシュ・フローの投資について経営の規律づけが十分機能していなかったといえよう。

さらに、指標3の推定結果をみると、プラスとなったのはわずか19社である。したがって、多くの企業が既存設備の更新においても生産性を上

げることができなかつたと考えられる。このことから、多くの企業で過剰規模の問題が発生していたと推測できる。また、指標3で資本コストと安全資産利率をともに2%としたことを考慮すると、指標3がマイナスの企業については、投入資金に対するリターンが市中金利を下回ったことになる。もし、85年の時点で10年もの国債に投資していれば、6%の収益率を達成できたことになる。このように考えると多くの企業が、減価償却費をも含めたキャッシュ・フローの資本コストに対して、十分な認識をしていない結果ともいえる。

以下では、前述した指標の計測結果をもとに、コーポレート・ガバナンス構造の影響についてケース・スタディを試みる。ここでは、コーポレート・ガバナンスのうち、④の企業内部のコントロール（取締役会など）と、⑤メインバンクによる負債の再組織化機能——の2つに絞った。

まず、負債の再組織化機能とは、負債により倒産が発生した場合、経営権が債権者に移転されることによって、企業の事業再構築が実現される、ということである。とくに日本企業は、銀行借入比率が高く、より速い段階でメインバンクの主導で融資先企業の事業再構築が行われると推測されている⁽¹⁶⁾。ここで、メインバンクが過剰規模問題を実際に解決してきたかどうかをケース・スタディーでテストする。

表3と表4は、指標3に基づいてランキングされた上位20社と下位20社のメインバンク、筆頭株主、役員持株比率、上位10大株主および上位20大株主の持株比率を示す。メインバンクの項目では、1984年から1985年の各社の決算時期に、最も借入が多かった銀行をメインとした。なお、日東電気、シャープ、三洋電機の3社はメインバンクを特定できなかった。また、計測期間中に銀行借入がなかった企業については、メインバンクがないものとする。もし、広田・池尾（1994）が推察したように、メインバンクを中心とした銀行が負債の再組織化機能を発揮していれば、借入を行いメインバンクを持つ企業の計測結果はプラスになり、上位に固まると考えられる。その一方で、メインバンクを持たず借入がない企業は、銀行に

表3 上位20位のメインバンク関係と株主構成

順位	会社	メインバンク	筆頭株主	役員持株比率	上位10大株主持株比率	上位20大株主持株比率
1	村田製作所	住友信	安田信託銀行	3.37	30.98	35.98
2	東燃	富士	エッソなど	0	70.13	75.13
3	任天堂	なし	山内博	12	50.64	63.95
4	日清食品	なし	富士銀行	1.89	42.51	47.51
5	十條製紙	興銀	三井生命	0	32.99	45.37
6	東陶機器	なし	三菱銀行	0	37.67	48.23
7	マキタ電気	なし	東海銀行	4.81	26.05	38.94
8	京セラ	なし	稲森和夫	7.96	32.18	43.25
9	久保田鉄工	住友生	日本生命	0	44.70	61.93
10	大日本印刷	なし	第一生命	0	34.98	43.07
11	味の素	三菱	第一生命	0	42.89	56.99
12	千代田化工	三菱	三菱商事	0	42.26	53.77
13	九州松下電器	なし	松下電器産業	0.78	68.50	78.04
14	信越化学	長銀	日本生命	0	36.90	51.58
15	王子製紙	長銀	三井生命	0	28.48	39.35
16	三共	一勧	日本生命	0	30.39	40.53
17	ブリジストン	住友	石橋幹一郎	22.8	40.03	51.10
18	三菱重工	三菱	三菱銀行	0	26.46	36.66
19	アマダ	なし	第一勧業銀行	5.1	36.08	51.89
20	資生堂	なし	第一勧業銀行	0	38.20	50.85

注：上位20社のメインバンクと株主構成。単位は%。

よる投資前の審査や投資後の監視などを受けていなかったため、投資の効率性が低く、下位に固まることになる。

上位20社と下位20社のメインバンク関係を見てみると（表3と表4）、上位20社のうち9社が85年の時点でメインバンクを持っていなかったことが分かる。その一方で、下位20社のうちメインバンクを持っていないのは、トヨタ自動車と富士写真フィルムの2社のみとなっている。この結果から、メインバンクが必ずしも負債の再組織化機能を発揮しているとまではいえないことが分かる。確かに、この下位20社が倒産・財務危機に直面するまでには至っていない。仮に融資先の企業が倒産直前に陥った

表4 下位20社のメインバンク関係と株主構成

順位	社名	メインバンク	筆頭株主	役員持株比率	上位10大株主持株比率	上位20大株主持株比率
79	リコー	三菱	日本生命	0	32.90	43.72
80	本田技研	三菱	モクスレイ	0	37.06	50.93
81	日産自動車	興銀	興銀	0	37.65	54.59
82	山之内製薬	住友	日本生命	0	34.22	46.45
83	マツダ	住友	フォード	0	47.23	57.20
84	神戸製鋼	興銀	三和銀行	0	32.23	37.23
85	沖電気	富士	安田生命	0	39.11	45.86
86	川崎製鉄	一勧	第一勧業銀行	0	26.90	38.74
87	新日本製鐵	興銀	興銀	0	20.05	25.05
88	住友金属工業	住友	住友信託	0	30.03	38.92
89	旭化成工業	住友	日本証券金融	0	35.61	48.19
90	キャノン	富士	第一生命	0	28.71	39.48
91	富士写真フィルム	なし	モクスレイ	0	33.69	43.80
92	日本鋼管	富士	富士	0	27.36	38.67
93	三菱電機	三菱	明治生命	0	26.29	38.21
94	東芝	三井	第一生命	0	27.32	38.48
95	トヨタ自動車	なし	三和など	0	35.61	40.61
96	日本電気	住友	住友生命	0	31.27	40.37
97	富士通	一勧	富士電気	0	41.38	46.38
98	日立製作所	興銀	ナッツ・クムコ	0	27.22	38.80

注：下位20社のメインバンク関係と株主構成。単位は%。

場合にはメインバンクは負債の再組織化機能を発揮することができるとしても、企業価値最大化の見地からそれは遅すぎる（too late）と言わざるを得ないのである。したがって、日本の衰退産業においては、メインバンクを中心とした負債の再組織化メカニズムによって、企業の過剰規模の問題が解決されてきた可能性がきわめて薄いと考えられる⁽¹⁷⁾。

銀行による負債の再組織化が機能していなかったとすれば、日本においては、どのようなコーポレート・ガバナンスが機能してきたのであろうか。このことを探るために、次に、企業内部コントロール機能に焦点をあててみる。企業の内部コントロールとは、株主および取締役会が経営者の行動

を規律づけすることである。通常、この内部コントロール機能が、株式の所有構造と株式所有の集中度などに依存すると考えられる⁽¹⁸⁾。

株式所有集中度の効果については、表3に示したように指標3に基づいてランキングされた上位20社のうち、上位20大株主の持株比率が過半数(51%)以上を保有していた会社は10社である。他方、指標3に基づいてランキングされた下位20社のうち、上位20大株主の持株比率が過半数(51%)以上を保有していた会社はわずか3社に過ぎない。この結果は、株主の集中度が投資の効率性に正の効果を与えることを示唆する。これは、大株主が零細株主と比べて経営に規律を与えるインセンティブがより強いため過剰規模の問題が生じにくいと考えられる。最後に、役員持株比率を調べると、上位20位のうち、役員持株比率が5%を越える企業が4社、1%~4%の企業が3社である。他方、下位20社のうち、役員持株比率がいずれも無視できるほど小さい。この事実は、役員持株も過剰投資を防ぐための重要なインセンティブとなることを示唆する。

3. 終りに

本論文は、簡単なケース・スタディーでキャッシュ・フローとそこから生み出される収益という角度から日本企業の経営コントロールの問題を考察した。結論は以下の通りである。

まずは、日本の企業がメインバンクと密接な取引関係を維持することによって、エージェンシー・コストが軽減されるという仮説については、それほど明確な結果が得られなかった。少なくとも、キャッシュ・フロー支出の収益率という視点から、メインバンクによる企業経営に対する規律づけが明確に機能していないのではないかと、われわれの研究結果は示唆する。これまでの研究によると、日本においては、敵対的買収など市場を通じたモニタリングではなく、経営危機に陥った企業に対してメインバンクによる介入が経営者に規律を与えるとされてきた。しかし、倒産危機

に陥っていない限り、メインバンクが融資先の過剰投資を未然に防ぎ、フリー・キャッシュに起因するエージェンシー・コストを削減することについては、本稿の結論は極めて否定的である。換言すれば、金融危機または倒産に陥るまでには、メインバンクが株主の利益を犠牲にしてフリー・キャッシュを規模拡大に費やす経営者の行動を静観し続けた可能性は否定できない。

他方、新規事業への投資や既存設備の更新において、過剰規模の問題を発生させることなくキャッシュ・フローを有効に運用された企業のうち、株式所有集中度または役員持株比率の高い企業が多く見られる。われわれの研究結果は、フリー・キャッシュが過剰投資に費やされないためには、株式の所有集中度と役員持株が有効ではないかを示唆する。とりわけ、衰退産業から撤退を促すためには、経営者にストック・オプションを付与することが有効であると思われる。

《注》

- (1) 深尾・森田(1994)を参照した。
- (2) Jensen(1993)を参照。
- (3) 以上の議論はJensen(1986, 1993)による。
- (4) 純投資は、井出・高橋(1992)では、粗投資=内部留保+減価償却費、内部留保=税引利益-配当、粗投資-減価償却費=純投資(=内部留保)=税引後利益-配当と説明されている。そこで本稿でも、これに基づいて純投資を計算した。
- (5) Jensen(1993)の付録を参照した。
- (6) 週刊東洋経済・臨時増刊/データバンク(1990)『会社財務カルテ91年版』東洋経済新報社、1991年版、92年版、93年版、94年版および95年版の数字をそれぞれ用いた。いずれの数字も、同社が「有価証券報告書」に基づいて作成した。
- (7) 『開銀財務データ』(CD-ROM版)を用いた。「販売費および一般管理費明細」の中の開発費・試験研究費等。開発費・試験研究費償却を含む。
- (8) 内部留保(純投資)は、当期(純)利益から中間配当と期末の株主配当を引いて算出した。

- (9) 「開銀財務データ」の有価証券報告書（損益計算書項目）の数字を用いた。資産売却損益は次式で表す。

資産売却損益 = 有形固定資産処分益 - 有形固定資産処分損 + その他資産処分益・評価益 - その他資産処分損・評価損。有形固定資産処分益（損）は、同処分益のうち臨時で多額なもの。その他資産処分益（損）・評価益（損）は、有形固定資産以外の資産処分益（損）および資産評価益（損）のうち臨時で多額なもの。

- (10) 首藤・松浦・米澤（1996）を参照した。首藤・松浦・米澤（1996）は、このような状態について、日本における新規発行は、既存の株主の資産価値最大化とは異なる論理で行われたために、企業価値に及ぼす影響に大きな関心を払ってこなかったと指摘している。また、企業価値に関心を払ってこなかったことが、引受審査や投資家への情報発信の面で、日本の引受業者が市場の厳しい評価にさらされてこなかったことにつながると厳しい評価をしている。とくに、一部入札方式の採用は、引受活動の基盤である情報生産機能を否定したことと同じである、としている。さらにこのような市場では、引受業者の競争は適正な価格形成をめぐるものではないとの考えを示している。このような発行時点での株価上昇や一定期間後の下方修正と、情報生産機能の否定が起きているとすれば、とくに考慮しなくとも、影響は少ないと考えた。しかし、株式時価総額の計算で多少の誤差が生じるおそれもあると考えられる。
- (11) キャッシュ・フロー経営取材班（1997）「バブルからの生還『キャッシュ・フローで分かる本当の実力』『週刊東洋経済』10月18日号。
- (12) 以上の減価償却に対する日本企業の認識については、井出・高橋（1992）を参照した。
- (13) McCauley and Zimmer（1992）は、1977年から92年の日本、米国、英国、独四か国の銀行と一般産業の資本コストを計測している。それによると日本一般産業の期間平均は6.7%、84年から88年までは4.5%とはじき出している。また、日本銀行月報（1995）はZimmer and McCauley（1989, 1992）の結果と比較検討している。それによると、1980年代から1990年代初めにかけて日本の資本コストは2%前後で推移したことを示している。ただ、鹿野（1994）によると、資本コストの計測は対象期間によって投資家の事前要求収益率と事後計測値が乖離するおそれがある。このため、三つの数字で計測した。
- (14) 日本銀行月報（1995）を参照。
- (15) 研究開発費、資産売却損益、純投資の合計に減価償却費を加えた合計金額

を資本コスト2%で運用した場合を想定した。また株主に支払われた配当を安全資産利子率2%で運用すると想定した。そして、株式価値の上昇分7353億円から、資本コスト2%で運用したキャッシュ・フロー額を差し引く。その差引かれた金額に、安全利子率2%で運用した配当合計を実際の投資戦略に加えた。

- (16) 広田・池尾(1996)を参照した。
- (17) 広田・池尾(1996)も衰退産業として、造船と繊維産業における撤退が失敗したと分析している。
- (18) 深尾・森田(1994)と広田・池尾(1996)を参照した。

参考文献

- 伊藤史朗(1994)「製造業の構造変化—素材産業から加工組立型産業へ—」朗・八田英二編著『実証日本経済—現在・過去・未来—』晃洋書房, pp.51-74
- 岡崎竜子・堀内昭義(1992)「企業の設備投資とメインバンク関係」、『金融研究』(日本銀行金融研究所)第11巻第1号 37-60
- 『企業系列総覧』, 東洋経済新報社, 1985-1990年。
- 鹿野嘉昭(1994)「銀行の競争力」『日本の銀行と金融組織』第3章, 東洋経済新報社, 1994年
- 週刊東洋経済(1997)「バブルからの生還『キャッシュ・フローで分かる本当の実力』」, 1997年10月18日号, pp.26-39
- 首藤 恵・松浦克己・米澤康博(1996)『日本の企業金融—変化する銀行証券の役割—』東洋経済新報社, 1996年, pp.130-152.
- 日本銀行月報(1995)「資料・資本コストの概念と計測」『日本銀行月報』12月号, pp.21-49
- 広田真一・池尾和人(1994)「企業金融と経営の効率性」, 伊藤秀史編『日本の企業組織』第2章, 東京大学出版会, 1996年
- 深尾光洋・森田泰子(1994)「コーポレートガバナンスに関する論点整理および制度の国際比較」, 『金融研究』(日本銀行金融研究所)第13巻第3号, pp.13-58
- 堀内昭義(1994)「日本におけるコーポレート・ガバナンス」, 『金融研究』(日本銀行金融研究所)第13巻第3号, pp.121-154
- Jensen, M. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review* 76, pp.323-329.
- Jensen, M. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems," *Journal of Finance* 48, pp.831-880.

- Jensen and Meckling, W.H. (1976), "Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3, pp.305-360.
- McCauley, R.N. and S.A. Zimmer, (1989) "Explaining International Differences in the Cost of Capital," *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Summer, 1989
- McCauley, R.N. and S.A. Zimmer, (1992) "Exchange Rates and International Comparisons in the Cost of Capital," A paper presented to the New York University Salomon Center's Conference on Exchange Rate Effects on Corporate Financial Performance and Strategies, May 1, 1992
- Modigliani, F. and M.H. Miller (1958), "The Cost of capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment," *American Economic Review*, 48, pp. 261-297