

# 「わが国企業財務のあり方と証券市場」

## - - 最近のコーポレート・ガバナンス論の限界と関わって - -

立命館大学 松村勝弘

証券経済学会 2003 年度全国大会春季大会

2003 年 6 月 15 日(日)

神奈川大学 経済学部 (横浜キャンパス)

### はじめに

**近年のコーポレート・ガバナンス論の盛行** 近年の日本企業・日本経済の不振を背景に、コーポレート・ガバナンスが盛んに論じられている。多くの日本企業は業績不振であえぎ、しばしばそこで不祥事が発覚しているが、これはガバナンス機構に問題があるからだというわけである。エージェンシー理論に基礎づけられて経営者を規律づけるべきだ、経営者は市場が規律づけるべきだという主張がなされている。

**市場規律はゾレンであってザインではない** 高度成長期日本企業では借入金依存度が高かったので、メインバンクを中心とする銀行が企業を規律づけてきた。ところがエクイティ・ファイナンスが盛んになるにつれて、野放図な経営がまかり通った。そこで、市場が経営者を規律づけるべきだと言われている。はたしてそうだろうか。企業財務的に言えば、貸借対照表貸方側、あるいは金融市場ないし資本市場側、つまり擬制資本の側からの企業に対する規律づけを行うべしという主張が孕む問題点を指摘したい。それは資本提供者にとってのゾレンであって、ザインではない。

**市場規律論は何故叫ばれなければならないか** 経営者支配論が提起していた問題は何であったのか。法律上株主権が弱体化し経営者の権限が強まったこともあって、また、企業経営の複雑化に伴って専門経営者の権限が強まった。元来株式会社は公益的存在だから政府規制のもとに置かれていた。ところがアメリカにおける会社法自由化は、会社をそのように規制しなくても、市場を信頼し株主の自守に任せると考えるものであった。経営者支配はその会社法自由化の論拠を突き崩しかねない。バーリとミーンズの主張に裏付けられ、アメリカの証券諸法は株主の復権を図った。さもないと市場経済は存立し得ないと考えられた(松村[1989])。コーポレート・ガバナンス論はそのようなバーリとミーンズらの主張のいわば後身である。経営者は株主のエージェントだと考えれば論理矛盾を起こすことはない。

**現実の経営を考える** しかし現実の経営者は生身の人間として複雑きわまりない(商品)市場に柔軟に対応できなければならない。単なる株主のエージェント以上の存在であらなければならない。貸借対照表借方側、資産側、現実資本の側こそ問題にしなければならない。企業財務で言えば、運用と調達のうち、運用の側が大問題である。調達の側はこれをサポートできるだけであって、現実資本の側を左右することは困難である。企業経営を担っている経営者ですら、ままたまらないのが(商品)市場、現実資本の側である。しかも従業員・組織メンバーに利益意識を持たせるといふ難事をどう実行するのか、これがマネジメント層に課せられた任務である。このような大切な問題は通常のコーポレート・ガバナンス論の枠組みでは答えられない。その枠組みから論じているかぎり、今日の日本企業が直面している問題に答えられないのではなからうか。

## 1. 日本企業の財務構造の変遷

**資金需給の長期的変化** まず最初に、わが国企業の資金需給の長期的変化について確認をしておきたい。図表1を見ていただきたい。ここからいえることは、まず第1に、高度成長期（ここでは1951年度から75年度の数値）、日本企業は膨大な設備資金需要を外部資金、とりわけ借入金に依存していたことである。第2に、安定成長期に移行して（1976-85年度）、日本企業において、成長鈍化とともに内部資金への依存度が高まったことである。第3に、バブル期（1986-90年度）に、日本企業は増資（新株発行）や社債発行による調達を増やしたことであり、その多くが現預金や投資に振り向けられていることである。第4に、バブル崩壊後不況期（1991-2000年度）は、過剰設備解消のための設備投資の減少を反映して内部資金の割合が一層高まっている。さらに、借入金の返済が進むとともに他方で短期借入から長期借入に向かっていること、そして海外進出などを反映して投資が増え、積み上がった現預金が減少していることである。

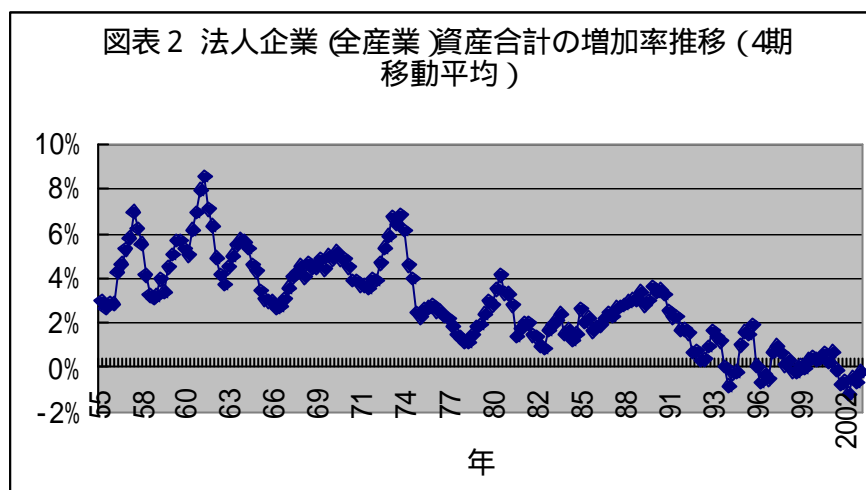
**間接金融体制** 高度成長期の借入金依存は、わが国における間接金融体制を反映している。安定成長期以後でも、増資や社債が金融機関による引受や消化であれば、これもある種の間接金融であるといえる。その意味では最近に至るまで、間接金融体制は続いているとみることもできる。

**高度成長と借入金依存** なお、高度成長期の借入金依存は資金供給側のロジックだけで進んだのではない。図表2からわかるように、高度成長期、設備資金需要などにより日本企業の資産合計の増加率は極めて高く、これを内部資金だけでは賄えず、外部資金を必要としていたことである。図表3からわかるように、1956年度から75年度のかけての資金需給表における設備投資額の運用総額に占める比率と借入金による調達額が調達総額に占める比率の相関係数は0.5173と極めて高い（5%水準で有意）。常識的に考えて設備資金需要が借入金（とりわけ長期借入金）依存の原因であったといえよう。

図表1 1951-2000年度の主要企業の資金需給

年度	1951-75	1976-85	1986-90	1991-00
<b>資金調達</b>				
(内部資金)	27.8%	51.7%	42.8%	102.0%
増資	5.6%	9.1%	13.5%	1.4%
社債	5.2%	8.6%	16.0%	6.5%
借入金	34.5%	14.6%	8.0%	-4.2%
長期借入金	16.4%	4.3%	3.4%	3.0%
短期借入金	18.1%	10.3%	4.6%	-7.3%
買入債務	16.2%	8.2%	9.6%	-7.6%
その他	10.7%	7.8%	10.1%	1.9%
(外部資金)	72.3%	48.3%	57.2%	2.0%
<b>資金運用</b>				
設備投資	41.0%	60.2%	44.6%	94.7%
無形固定資産	0.3%	0.6%	0.8%	3.4%
投資	9.2%	10.5%	16.5%	30.1%
在庫投資	12.2%	5.7%	5.9%	-4.5%
売上債権	22.4%	11.8%	9.2%	-6.6%
その他	7.2%	6.7%	9.1%	-2.0%
現預金	7.6%	4.6%	13.8%	-15.1%

（備考）1951-90年度は日本銀行『主要企業経営分析』より、91-2000年度は三菱総合研究所『企業経営の分析』より作成。



(備考)「法人企業統計季報」より作成。

図表3 設備投資との相関係数

	1956-75 年度	1976-95 年度
内部留保	-0.2486 p=.291	0.2459 p=.296
減価償却	0.5869 p=.007	0.9718 p=.000
増資	0.4851 p=.030	-0.082 p=.731
社債	0.2639 p=.261	-0.3384 p=.144
借入金	0.5173 p=.020	-0.554 p=.011
長期	0.4842 p=.030	0.3203 p=.169
短期	0.2877 p=.219	-0.767 p=.000
買入債務	-0.7533 p=.000	-0.794 p=.000
その他	-0.3823 p=.096	-0.93 p=.000

(備考)日本銀行「主要企業経営分析」より作成。

## 2. わが国におけるコーポレート・ガバナンス問題の問題性

### － 負債の規律から市場の規律へという潮流と関わって

#### (1) メインバンクによるガバナンス

##### i) メインバンクのガバナンス機能

間接金融体制というわが国の現状を反映して、コーポレート・ガバナンス論においても、わが国特有の議論が行われている。青木昌彦氏を筆頭に多くの論者が、とりわけ高度成長

期においてメインバンクがモニタリング機能を果たしていたのであり、日本企業はメインバンクによってガバナンスされていたというのである (Aoki [1988], Aoki&Patrick [1994])。青木のこの主張はその後の多くの論者に影響を与えたと思われる。

また、ジェンセンらのエージェンシー理論もこのような主張をある程度後押ししている。ジェンセンは今日成熟産業を中心に過剰生産能力があり、ここにフリー・キャッシュ・フローが滞留していると言っている。このような業種にある企業を退出させるには会社支配権市場を通ずるのがスムーズであると考えている。LBO や MBO などを利用すべしというのである。これによれば、負債が企業を規律づけるともいっている\*。

\*Jensen [1986], [1989] しかし、彼にあってもガバナンス構造を論ずるとき、行動する投資家が経営者を選ぶべきだといい、「財務は効率的な会社投資達成のための効果的な機構を企業にもたらさない」(Jensen [1993] p.870.) とも述べている。

なお、このような Jensen の考え方に対する批判もある。すなわち、LBO や Take over bid が、無能経営者を追い出して利益を増やすから株価上昇により投資家が利益をえるというのではなく、所詮は、企業内部者が蓄積した将来への備えを、企業外部者たる投資家などが乗っ取るにすぎないという。また、負債利用による上場企業の非公開化により経営者と投資家の利害が一致するということにたいしても、数年して再公開されることをどう考えるべきかという批判がある (Garvey and Swan [1994])。

また、「負債を通じた規律づけ」に関する議論を手際よくまとめたものに、小佐野 [2001] 第4章、がある。

## ii) 状態依存型ガバナンス – 青木説

青木氏はメインバンクによるガバナンスを状態依存型ガバナンス (contingent governance) といい、次のようにいわれている (小佐野 [2001] p.137)。すなわち、

**メインバンクは最大の貸出シェア** 企業は銀行から借入を受け、その中で最大の貸出シェアをもつ銀行がメインバンクとなる。

**外部株主は内部経営者に経営を委任** 企業の経営が順調で株主・銀行など外部の投資家に適切な利益が保証されていれば、長期勤続従業員の中から昇進してきた経営者に企業経営は任せられ、外部の投資家は企業経営には口をはさまない。

**メインバンクのモニタリング** メインバンクが企業の決済口座の動きや派遣重役などを通して企業経営をモニターする。

**財務危機時の銀行の関与** 一方、企業が財務危機に陥れば、メインバンクが企業経営に関与してその企業は銀行管理企業となり、メインバンクはその企業を再建すべく努力する。しかし、最悪の場合にはその企業は破産して企業清算が行われる〔詳しくは、青木・奥野 [1996] 第9章を参照〕。

**持合による補完** このような条件付コントロールというコーポレート・ガバナンスのシステムは、取引関係にある企業同士の株式持ち合いや金融機関(とくに銀行)と企業との間の株式持ち合いという他の制度的要因によっても補完されている。

**外部投資家の干渉困難** その結果、外部の投資家がテイクオーバーなどによって企業経営に干渉することが難しい状態になっている。

## iii) 青木説の検討

果たしてこの議論は成り立つのだろうか。Aoki [1994] は、メインバンクによるモニタ

リングを、事前モニタリング、中間モニタリング、事後モニタリングの3段階に分けて論じている。事前モニタリングについていえば、高度成長期既に確立された技術を導入する段階なので銀行は企業の経営能力・組織能力を見れば足りたし、長期信用銀行のカウベル効果にも期待できたとする。

**融資審査は規律づけより債権管理** これがモニタリングという言葉に値するものなのかどうか疑問なしとしない。融資審査は企業の収益力( )に裏付けられた回収可能性( )が問題となろう。担保主義が根強いことからうかがえることは、収益力もさることながら回収可能性に力点があったと思われる点である。銀行にとっての企業調査の必要性を論ずる書物の中で、その第1にあげられるのは「債権焦付きに対する対応策」であることから、それはうかがえる(木村他[1980]p.3)。また、元銀行マンである山中[2002]も Scher [1997]を援用しつつ、「メインバンク自体が貸出債権の管理という目的を超えて、企業経営の規律づけを行うことは銀行の合理的行動とは考えられない」(p.96)と述べている。

**役員派遣は銀行の退職者処遇** また「派遣重役などを通して企業経営をモニターする」といっても、これに関して村田製作所村田泰隆社長はインタビューに答えて次のようにいっている。「銀行から企業にお目付け役として派遣されるのは、銀行で役目を終えた人の次の職場という場合がほとんどで、本来のコーポレートガバナンスの機能を全うするためではありません」(『日経産業新聞』1997年6月2日号)と。これが実情なのだろう(この点に関して、先のScher[1997]、山中[2002]ともに同旨のことを述べている)。

**私的整理の経済合理性** 「企業が財務危機に陥れば、メインバンクが企業経営に関与してその企業は銀行管理企業となり、メインバンクはその企業を再建すべく努力する」という事後モニタリングであるが、これをモニタリングと呼べるのであろうか。ポール・シェアードがケース・スタディを行い(Aoki & Patrick[1994]第6章)、広田[1990]はこれを保険提供機能として論じている。メインバンクは経営が行き詰まった企業を破綻させずに救済するという。最近不振企業に対する債務免除が行われ、その限りで今日なおメインバンク機能は十分に発揮されているともいえる。このような私的整理はむしろ法的整理よりコストが安く済むといわれている(田作[2003])。何もメインバンク機能とかレピュテーションとかいって特別視しなくても経済合理的な選択であるともいえる。

## (2) メインバンクのモニタリング機能に関する実証研究の問題点

### i) 負債が企業経営を規律づけるとする実証研究

負債が企業を規律づけるとするこれら所説を、実証しようとする論文がいくつかある。その代表的なものを取り上げてみる(詳細は松村[2002]参照)。図表4で検討してみよう。

**低成長企業を中心に融資比率と経営効率の相関** 広田[1996]は、「経営の効率性 = (営業利益 + 人件費・福利厚生費) / 総資産」を被説明変数にとって、負債依存度、株式集中度、金融機関持株比率、経営者持株比率、メインバンク融資比率、メインバンク持株比率を説明変数とする重回帰分析を行い、負債比率とは1%水準で有意に正の関係があり、しかもこれを高成長企業と低成長企業に分けると、低成長企業においてのみ正の関係が見られたという。

**メインバンク融資による企業の非効率化の可能性** メインバンク変数では、1990年度のみメインバンク融資比率と1%水準で負の関係が、メインバンク持株比率とは5%水準で負

の関係が見られたという。しかもそれは低成長企業においてのみ、それも、メインバンク融資比率とのみ 1982 年度は 5 %水準で負の関係が、1990 年度は 1 %水準で負の相関が見られたという。このことはメインバンクが投資機会がない企業に過剰融資を行うことによって、企業を非効率化している可能性を示唆しているという。

**金融構造は企業の経営効率に有効** 全サンプルの推定結果と低成長企業の推定結果で、これらすべての変数を含んだ回帰式が全体として帰無仮説が棄却され「企業の金融面の経営効率への影響は、低成長企業でのみ認められる」(広田 [1996] p.260) とする。要するに少なくとも低成長企業では金融構造が企業の経営効率に有効な働きをしたというわけである。

図表4 企業の金融・債務面と経営の効率性

説明変数	(全サンプルの推定結果)		(高成長企業の推定結果)		(低成長企業の推定結果)	
	1982	1990	1982	1990	1982	1990
負債比率 = 負債 / 総資産	○	○	×	×	○	○
○株式の所有構造						
株式の集中度 = 上位十大株主持株数 / 全株式数	×	×	×	×	×	×
金融機関持株比率 = 全金融機関持株数 / 全株式数	×	×	×	×	×	×
経営者持株比率 = 役員持株数 / 全株式数	×	×	×	×	×	×
上記の2乗	×	×	×	×	×	×
○メインバンク変数						
メインバンク融資比率 = メインバンク融資 / 負債	×	○ -	×	×	○ -	○ -
メインバンク持株比率 = メインバンク持株数 / 全株式数	×	○ -	×	×	×	×

(備考) 広田 [1996] より作成。○は 1 %水準で、○は 5 %水準で有意。- は係数がマイナス。

## ii) 実証研究への疑問 - 負債は経営を規律づけるか

**分析方法と相関への疑問** 私は上記実証研究に対して疑問を提起した。一言でいえば、営業利益には支払利息が含まれている。そこで経営の効率性をあらわす指標を分解してみると、そこに含まれる支払利息と「負債比率」が高い相関を示していることがわかる。「負債比率」が高ければ金利負担が大きいということをあらわしているにすぎないことを指摘したのである(図表5参照)。しかもコントロール変数などをいれないと「負債比率」と経営の効率性とはうまく相関しないことも指摘した。

図表5 「負債比率」(負債 / 総資産)との相関係数

	「付加価値」	営業利益率	人件費率	支払金利率	金利控除後営業利益
負債比率	-0.349	-0.296	-0.24	0.756	-0.469
	p=.000	p=.000	p=.000	p=0.00	p=0.00

**借入金利用における企業の主体性** 議論の前にまず、企業の効率性は何をもって測るべきかという問題がある。常識的には総資本利益率 (ROA) などが考えられるだろう。ボトムラインの当期利益 (経常利益でも同様) は支払利息控除後だから利息も収益力に含むべきだという主張もあろう。しかし、レバレッジ効果を考えればむしろ経常利益や当期利益の方が借入金をも有効活用した結果としての利益がわかるだろう。

図表6 からわかるように、借入金依存度の高かった会社は借入金を抑制し金利負担を軽

減し、その結果として利益率を改善したと言える。この限りで借入金で経営効率化に貢献しているとも言える。しかし、銀行が経営効率改善を促したと言うより、経営者が金利負担を嫌って、主体的に行動した結果、そうなったと言うべきであろう。

他方、総資本利益率の高い会社は他より高い成長を遂げるとともに、借入金依存度を高め（したがって金利負担をいとわず）、総資本利益率は悪化させているのである。このことは、1968年から1978年にかけてもそうであるし、1978年から1988年にかけても同様である。

図表6 借入金依存度と総資本利益率、成長倍率、総資本利益率改善率の関係

58-68年 (N=426)	58ROA	成長倍率 58/68	借入金 依存度 変化	ROA 改善率
58借入金依 存度	-0.549 p=0.00	-0.146 p=.003	-0.465 p=.000	0.2896 p=.000
58ROA	1 p=---	0.1612 p=.001	0.1724 p=.000	-0.6297 p=0.00
68-78年 (N=426)	68ROA	成長倍率 68/78	借入金 依存度 変化	ROA 改善率
68借入金依 存度	-0.614 p=0.00	-0.258 p=0.000	-0.208 p=.000	0.114 p=.019
68ROA	1 p=---	0.2351 p=.000	0.013 p=.790	-0.379 p=.000
78-88年 (N=417)	78ROA	成長倍率 78/88	借入金 依存度 変化	ROA 改善率
78借入金依 存度	-0.524 p=0.00	-0.458 p=0.000	-0.214 p=.000	0.2604 p=.000
78ROA	1 p=---	0.2735 p=0.000	0.1291 p=.008	-0.6809 p=0.00

(注) ここでROA=税引後当期純利益/総資産、である。

そこで私は、負債が企業を規律づけているというより、企業が状況に応じて主体的に負債を利用したり、負債を返済したりしていると考えられるのであった。

**メインバンクも経営効率化に有効ではない** 負債が企業経営を規律づけるという所説を実証的に批判するとともに、メインバンクのモニタリング機能に関してもこれに疑問を呈する実証分析を行った。つまり企業の収益性と負債依存度やメインバンク依存度はむしろマイナスの相関を示していることを実証的に明らかにした。

図表7 収益性と負債依存度、メインバンク依存度との相関係数(1983年)

	借入金依 存度	負債依 存度	メインバンク融 資 額/負債合計
総資本税引後 利益率	-0.5455 p=0.00	-0.6671 p=0.00	-0.2851 p=.000

**メインバンクの資金提供機能** そしてさらに、図表8は現在苦境の企業をかなり含んでいる建設業113社(1998年度)のメイン依存度と各種係数との相関を示している。ここから、負債中メイン依存度や総借入金中メインバンク依存度は総資本営業利益率と負の相関

をしている（相関係数-0.4749 で有意）。だから、どうやらメインバンクは経営効率化に貢献していたと言うより苦境の企業に資金を供給していると言ったほうがよさそうであった。

図表 8 東証 1 部上場建設業113社（1998年度）のメイン集中度との相関係数

	流動比率	総資本営業利益率	自己資本	ICR	ROA
メイン/総借入金	-0.1085	-0.4749	-0.2196	-0.3028	-0.2976
	p=.253	p=.000	p=.019	p=.001	p=.001

### 3. 負債の規律から「市場の規律」へ – 市場規律論の主張するところとそれへの疑問

負債の規律論は、図表 1 で見たように、確かに高度成長期のわが国企業で借入金依存度が高かったことから説得力を持っているかにみえた。その後日本企業の借入金依存度低下、エクイティ・ファイナンスの増加、さらには不況の深刻化のなかで、これはメインバンクのガバナンス機能が低下した\*ことが問題であり、「負債の規律」から「市場の規律」に向かうべきだという主張が現れてきている。これが今日のコーポレート・ガバナンス論の主流であるといえる。

\*青木 [1992] でも「J 企業の銀行借入への依存度が減ってくると、銀行のモニタリング能力も落ちてくる」(p.161)と述べている。

いわゆる「借金の規律」から「市場の規律」へ、とか「メインバンクによるモニタリング」から「株主・証券市場によるモニタリング」へという主張が盛んに行われている。このような主張は枚挙にいとまがない。

「日本企業の効率化に寄与してきたとみられるメインバンク介入型ガバナンスが 1990 年代に入ってその機能領域を縮小させているという実証結果は、日本企業のガバナンスには別のメカニズム（親会社によるガバナンス、機関投資家によるガバナンス、企業内部の自律的ガバナンスなど）が必要になっている（あるいはそれがすでに働いている）ことを示唆する」（広田・宮島 [2001] pp.20-21）などという主張にこれが見られる。

そしてこれらの前提に高度成長期日本企業を規律づけていたのはメインバンクであった。借入金ならびに金利が企業を規律づけていたとするのである。しかし、融資が企業の効率化につながったとする実証研究は必ずしも安定した結論を得られていない。とすると、市場規律論は何を主張しているのだろうか。

### 4. 私の実証研究からわかること

**借入金依存と利益率は逆相関** 実証的にも、また、実感としても、借入金依存、メインバンク依存が企業の効率化につながるとは言いきれないだろう。メインバンク制が日本経済の成長につながったと言いたいとしても、それを負債による規律づけというストーリーで実証することは困難だろう。

財務的には、高収益力を誇る会社は成長力も強い。しかも外部資金、借入金にそれほど依存しなくても成長できるはずである。そうすると通常借入金依存度と利益率とは逆の相関関係があることになる。先の相関係数を見てもそうなっている。メインバンク依存度と利益率の関係も同様である。



**高収益企業は借入金に依存しない** 例えば業界での高収益企業は借入金依存度も小さく、内部資金で成長を遂げており、低収益企業ほど借入金依存度も高くなっている。とても借入金企業が規律づけて効率経営を促しているとはいえない。図表9や図表10のトヨタと日産、イトーヨーカ堂とダイエーの場合を見れば、一目瞭然である。「借入金依存 高収益」ではなく、「低収益 借入金依存」である。そして低収益の日産やダイエーが借入金に依存したからといって効率経営をもたらさなかった。これはこれら会社に限った話ではない。

図表9 日産とトヨタの収益率と資金調達源泉

決算年		日産自動車		トヨタ自動車	
		65-69	70-74	65-69	70-74
利益率 (ROA)		3.6%	3.0%	9.1%	5.7%
資金源泉	内部資金	40.7%	54.9%	82.1%	74.2%
	増資	1.3%	5.1%	0.0%	3.3%
	社債	3.2%	1.1%	3.9%	-1.0%
	長短借入金	34.2%	13.2%	-11.3%	-1.3%
	その他固定負債	0.8%	0.6%	-0.5%	1.6%
	買入債務	9.4%	16.7%	9.5%	10.4%
	その他流動負債	10.4%	8.3%	16.2%	12.8%

(注) ROA = 営業利益 / 資産合計

図表10 ダイエーとイトーヨーカ堂の収益率と資金調達源泉

決算年		ダイエー		イトーヨーカ堂	
		71-75	76-80	71-75	76-80
利益率 (ROA)		3.8%	5.7%	10.3%	9.2%
資金源泉	内部資金	12.8%	23.6%	16.7%	27.1%
	増資	10.8%	10.4%	13.0%	23.6%
	社債	0.0%	14.1%	0.0%	12.1%
	長短借入金	49.8%	39.0%	34.1%	8.7%
	その他固定負債	2.8%	3.6%	7.5%	6.8%
	買入債務	11.9%	7.7%	21.2%	15.1%
	その他流動負債	11.9%	1.6%	7.4%	6.7%

(注) ROA = 営業利益 / 資産合計

**高収益企業は外部資金に依存しない** 一般的に、利益率の高い会社は借入金に依存する割合が低だけでなく、外部資金そのものに依存する割合が低く、内部資金依存度が高い。逆に利益率の低い会社は外部資金に依存する割合が高い。図表11をみればそれは明らかである。キャピタリゼーション比率は外部資金依存度をあらわし、剰余金比率は内部資金依存度をあらわす。利益率と外部資金依存度は逆相関し、内部資金依存度とは相関していることがわかる。ここから、先の借入金依存の場合にそうであったように、証券(発行)市場依存も経営効率化に貢献していないようである。理論的には引受審査機能が有効に働けば経営効率化につながりそうだが、そうはなっていないようである。

図表11 総資本営業利益率との相関係数

決算年	N=	キャピタリゼーション比率	剰余金比率
2000年	1393	-0.4342 p=0.00	0.4509 p=0.00
1995年	1382	-0.3209 p=0.00	0.3659 p=0.00
1988年	1264	-0.3175 p=0.00	0.4694 p=0.00
1983年	1183	-0.2876 p=0.00	0.4513 p=0.00

(注)キャピタリゼーション比=キャピタリゼーション / 資産合計, 剰余金比率=剰余金等 / 資産合計。  
(備考)日経NEEDS一部上場企業データより作成。

**投資活動は負債や資本市場から相対的に独自である** 資金調達構造と収益力とが何らかの関係を持つと考えることにはかなりの無理がある。経営者に対するアンケート結果からわかるように、資本市場や負債水準が投資規模の制約要因になることはほとんどなく、むしろ、経済的不確実性や投資機会の欠如といった、貸借対照表左側、資産側の要因が問題であることがわかる。だからこそ、資金調達源泉が何であれその投資の成功は保証されない。こういう理由から、借入金依存度、あるいは外部資金依存度が高いからといって利益率が高くなる保証はないわけである。

図表12 投資規模の制約要因 (アンケート結果)

	全般的な経済不確実性	投資機会の欠如	魅力ある管理者の欠如	負債水準増加の抵抗感	資本市場での調達困難
重視程度の点数化	327	198	108	88	-75

(備考)山本 [1998] p.67より作成。

## 5. 「市場の規律」論 株主主権論は企業の効率化を保証しない

**市場の規律論はゾレンである** 「負債の規律」から「市場の規律」へという考え方の問題点も検討しておきたい。近年言われる株主主権あるいは株主によるコーポレート・ガバナンスというものがいったい何を意味しているのでしょうか。コーポレート・ガバナンス論の古典とも言うべき、バーリとミーンズの主張を想起すれば、その意味するところが明らかになる。最初に述べたとおり、それはゾレンの議論であって、ザインの議論ではない。しかも株主主権が企業経営の成功を保証するものでもない。

**投資活動と経営者機能 経営戦略** 最初に、現実の経営者は生身の人間として複雑きわまりない(商品)市場に柔軟に対応できなければならないと述べた。単なる株主のエージェント以上の存在であらねばならないと述べた。この点に関わって、高橋 [2003] の言うところを聞いておきたい。「現実には、生身の経営者が最善を尽くして目標や基本計画を立てたとしても、意図せざる結果が生じて外部からの攪乱は避けられず、完全な閉鎖性を確保することはできないだろう。しかしそれにもかかわらず、本来、戦略は組織の閉鎖性

を確保することを意図して組織の置かれている状況はある程度は固定することができ、ある程度、確定的システム(determinate system)として、組織の状態の推移を一意に確定することができるのである。経営者は戦略を立てることで、不確実性を専門的に取り扱っていたのである。」(296頁)つまり元来経営組織は外部の影響を遮断しようとするものである。

**経営活動 経営の自己決定と利益処分** さらにいう。「個人の自己決定の感覚が高いほど、職務満足感が高くなる」(300頁)。自己決定的であるということは利益の処分についても言われている。すなわち「企業は、自らあげた利益に対して、それを処分する権利をもっていればこそ、今は多少我慢してでも利益をあげ、こつこつと内部留保の形で、将来の拡大投資のために貯えるのである。そして、短期的には多少我慢してでも、長期で見た時の自分たちの利益を最大化しようとするのである」(301頁)という。先の図表9や図表10で、トヨタ自動車やイトーヨーカ堂が高い収益率を誇っていて、それだけに自己決定的で、これがまた高収益につながるという良い循環を描いていると思われる。

**自己決定と長期的視野の経営** 「組織が自己決定的であることを確保するためには、企業という制度が境界として利用されるのであり、経営者は自らの責任において戦略を立て、組織メンバーが環境変動に右往左往することなく自律的に長期的視野に立って行動することを保証するのである。」(303頁)\*外部環境からの影響を遮断することによって初めて、経営組織は長期的視野に立った経営ができるのであり、日本企業が株式相互持合いによりこれを目指してきたことは周知のところである。

\*なおこれが「自己実現」という甘い言葉で語られてはならないことが沼上[2003]99頁で述べられている。傾聴に値する。

例えば、図表13をみると、1990年に総資本経常利益率が高い企業は1984-90年の資産増加額に占めるキャピタリゼーション比が低かった(なお、両者の相関係数は-0.2822で1%水準で有意)。外部資金依存企業は収益性が低かった。高収益企業は、内部資金も豊富で経営者の自由度も大きいと考えられる。これは、そういった企業の好循環を傍証しているのではなかろうか。時点的に見た図表11でもそれはある程度いえる。

図表13 利益率とキャピタリゼーション増加

1990総資本利益率 = 経常利益 / 総資本	キャピタリゼーション比率(対資産増加額84-90年)
利益率上位100社平均	38.5%
利益率下位100社平均	60.5%

(注)1.キャピタリゼーション比率100%を超える外れ値除外

2.合併分離のあった会社除外

3.資産増加、キャピタリゼーション増加がマイナスの会社除外

4.東証一部上場1984-90年決算期継続企業

5.上記条件を満たす会社、計939社の数値である。

(備考)日経NEEDS一部上場企業データより作成。

これらから、今日よく言われる、「市場の規律」論や株主主権論が日本企業の経営効率化につながるという保証がないことが明らかになった。むしろ経営者・企業内部者主権の方が企業の成功につながる可能性が高くすらある。とすれば、今日喧伝されている「市場の規律」論や株主主権論は最近の日本における不況を深刻化するかも知れない。

- - - - -  
(参考文献)

Aoki, Masahiko [ 1988 ], *Information, Incentives, and Bargaining in the Japanese Economy*, Cambridge University Press, 青木昌彦 [ 1992 ] 『日本経済の制度分析 - 情報・インセンティブ・交渉ゲーム』 筑摩書房。

Aoki, Masahiko and Hugh Patrick ed. [ 1994 ], *The Japanese Main Bank System - Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press, 青木昌彦 + ヒュー・パトリック編, 白鳥正喜監訳 [ 1996 ] 『日本のメインバンク・システム』 東洋経済新報社。

Garvey, Gerald T. and Peter L. Swan [ 1994 ], "The Economics of Corporate Governance: Beyond the Marshallian Firm," *Journal of Corporate Finance*, Vol.1, pp.139-174.

Jensen, Michael C. [ 1986 ], "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *The American Economic Review*, Vol.76, No.2, May, pp.323-329.

Jensen, Michael C. [ 1989 ], "Eclipse of the Public Corporation," *Harvard Business Review*, September-October pp.61-74.

Jensen, Michael C. [ 1993 ], "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control System," *The Journal of Finance*, Vol.48, No.3, July, pp.831-880.

Scher, Mark J. [ 1997 ] *Japanese Interfirm Networks and their Main Banks*, 奥村宏監訳 [ 1998 ] 『メインバンク神話の崩壊』 東洋経済新報社。

小佐野広 [ 2001 ] 『コーポレート・ガバナンスの経済学』 日本経済新聞社。

木村敦夫・永峰敬一・東正明・佐々木有一 [ 1980 ] 『銀行実務総合講座第8巻企業調査』 金融財政事情研究会。

高橋伸夫 [ 2003 ] 『経営の再生』 [ 新版 ] 有斐閣。

田作朋雄 [ 2003 ] 『事業再生』 角川書店。

沼上幹 [ 2003 ] 『組織戦略の考え方 - 企業経営の健全性のために』 筑摩書房。

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」(橋木俊詔・筒井義郎 『日本の資本市場』 日本評論社, 247-267 頁)。

広田真一・宮島英昭 [ 2001 ] 「メインバンク介入型ガバナンスは変化したか? 1990年代と石油ショック後との比較」 早稲田大学ファイナンス研究所ワーキングペーパー WIFS-01-004。

松村勝弘 [ 1989 ] 「会社の正統性維持の手段としての株主所有権強化の意義」 『立命館経営学』 第27巻第5・6号, 3月。

松村勝弘 [ 2002 ] 「最近のコーポレート・ガバナンス論議に対する一つの疑問」 『経営財務研究』 第22巻第1号, 6月。

山中宏 [ 2002 ] 『メインバンク制の変容』 税務経理協会。