

# コーポレート・ガバナンス論の回顧と展望

二上季代司

はじめに

バブル崩壊以降の経済不況を「コーポレート・ガバナンス（企業統治）不在のガバナンス不況」と指摘<sup>(1)</sup>する向きもあって、九〇年代初頭から日本企業のコーポレート・ガバナンスが盛んに論じられるようになった。その問題関心は、バブルの時期に企業経営者の過剰投資をなぜ防げなかったのか、バブル崩壊後の不況下で過剰資本の整理（リストラ）を進めるべきところ、なぜそれが遅々として進まないのか、その理由として企業経営者に対するインセンティブと規律の面で問題があるのではないか、ということであった。

その後、議論は集約の方向に向かうのだが、その到達点のひとつとして、例えば日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムが定めたコーポレート・ガバナンス原則（一九九八年）<sup>(2)</sup>があげられよう。この原則は、取締役会、監査役会など会社機構における権力配分や経営者の選抜方法・報酬制度などを整備することで経営者に効率経営へのインセンティブと規律を与えようとするもので、いわば「内部コントロール」のあり方を提唱したものである。

ところが、九〇年代後半に入り経済不況と銀行危機（一九九八年）の深化、株式持合いの解消と外人持ち株の比率上昇など、重要な外部ステークホルダー（利害関係者）であったメインバンクや株主構成のあり方が激変するなかで、九〇年代末ごろより企業買収が活発化するようになった。さらに敵対的買収も散見されるようになり、

(1)

それへの防衛策も講じられるようになった。敵対的買収は外部株主が経営者の交代を迫るもので、経営効率化への外部規律のひとつである。株式市場の持つ企業支配権市場としての機能が顕在化するとともに、買収およびその防衛策など「外部コントロール」のルール整備に関する議論がわが国でも本格的に展開される段階に入ったといえる。

そこで、以下では、日本企業の外部コントロールに関する有力な学説とそれを巡って展開されてきた研究を紹介し、外部コントロールに限ってではあるが日本におけるコーポレート・ガバナンス論の回顧と展望を行ってみたいと思う。

## 1 メインバンクによる状態依存ガバナンス論

日本企業の外部コントロールに関する従来の「通説」は「メインバンクによる状態依存ガバナンス」（青木昌彦、以下、青木説と呼ぼう）と呼ばれるものである<sup>(3)</sup>。それはおよそ、以下のようである。

(一) すなわち、アメリカでは、企業経営が非効率だと株主は持ち株を売却する。すると株価が下がるので、株を買い占めて支配権を握り現経営者を放逐して企業経営の効率化を図ろうとする乗っ取り屋が現われる可能性が高まる。そういった乗っ取りの脅威自体が、現経営者に規律を与えモラルハザードを抑止する効果をもたらす。これが企業支配権市場としての株式市場が持つ規律機能といわれるものである<sup>(4)</sup>。

(二) ところが、わが国では株式の持合いによって乗っ取りが起りにくくなっている。その結果、経営者は外部株主からエントレンチメントでき（Entrenchment、塹壕に入って身を隠すことができ）、内部出身者で固めた経営者は従業員と一体となって、いわば「企業インサイダー」として企業経営権を握ることができる。こうし

てわが国では敵対的買収の恐れなく、経営者（および従業員）は安心して企業コントロール権を確保することができるのだが、このことは、従業員が企業に長期にとどまって（終身雇用）、研修・QC活動その他の形で企業特殊的技能の蓄積に努力を傾けさせるメリットがある反面、怠業、経営者による過剰投資、リストラのサボタージユなどモラルハザードの危険性も高まる。ところで、それが行きすぎて財務状態が悪くなると、メインバンクが介入して経営権を取り上げる、というわけである。メインバンクは最大の債権者かつ最大株主として他の債権者・株主に代わって当該企業を監視し（委任されたモニター）、この財務状態の悪化が環境悪化（すなわち経営者の責任ではない要因）によるものか、企業経営の失敗から来ているのか、また救済に値するの否か、を判断することができ、経営者を交代させるか否か、救済するか倒産させるか、殺生与奪の権をにぎる。以上のように、この学説によれば日本企業のガバナンスは双対コントロール（Dual Control）であり、平時には「企業インサイダー」が経営権を握っているが、財務悪化のときには経営権がメインバンクに移る。企業財務の状態に依存してガバナンスは移動するわけである。

(三) それでは、メインバンクが、当該企業をモニターし、場合によっては救済しようとするインセンティブと規律はどこからくるのか。そもそもモニターであるメインバンクの監視役（モニター）は誰なのか？この説に従えば、それは金融当局と金融規制であるという。すなわち、金融規制（金利規制や参入規制など）によって銀行界にレント（超過利潤）が生じ、金融取引の最大シェアを占めるメインバンクはそれを最も多く刈り取ることができる。このレントは金融規制が続く限り将来にわたって約束されるものであるから、リスクのある行動に走って自身が破綻すればフランチャイズバリュー<sup>(5)</sup>を失ってしまうので、そうならないようにメインバンクは取引先企業に対してはリスクを避けて慎重にモニターを行うというわけである。また金融当局は検査を行ってメインバ

バンクを監視し、「レント」を左右する規制手段（店舗行政など）を行使してメインバンクに規律とインセンティブを与えると言うわけである。（もつとも、レントが大きすぎるとこれとは逆に、倒産整理させるべき企業も救済しようとして傷口を大きくし取引先と運命を共にするリスクの高い行動をとる可能性があるので、レントは大きすぎても、小さすぎても良くないともいわれる）。

（四）一方、バブルの時期と重なった金融自由化によって、第一に社債市場が拡大、大企業の資金調達が証券市場に流れ、メインバンクは取引関係が薄くなってモニターしにくくなった、第二にレントが縮小したことによって維持する価値のあるフランチャイズバリエーションが小さくなった。以上が、メインバンクの監視能力と慎重な監視のインセンティブを低下させ、メインバンクによるガバナンス機能を弱めた原因であるとされる。そこから、メインバンクに証券業務も併営させれば監視機能の低下が食い止められるのではないかと言う主張（ユニバーサルバンク化）がなされるわけである。

## 2 メインバンクは企業経営の効率化に寄与したか？

以上が、筆者の理解する青木説の内容であるが、これに対して賛否両論の実証分析がいくつもでてきている。そのすべてをサーベイすることはできないが、最近になればなるほど否定的な実証分析が多くなってくる。

### （１）メインバンクはエージェンシーコストを低下させるか？

まず、メインバンクは他の債権者から委任されたモニターとして、当該企業の事業内容・財務状態等を審査し、その審査結果として融資行動を行うとすれば、メインバンクの融資・株式保有の動きは他の債権者へのシグナリ

ング効果となつて、いわゆる「エージェンシーコスト」<sup>(6)</sup>を低下させることにつながる。このことは、現象的にはメインバンク関係が強固な企業では「内部資金制約Ⅱ（投資額は内部資金に限定・制約される）」を緩和する形で現われる。これを肯定的に実証したものとして、星ほか、広田・池尾などがある<sup>(7)</sup>。他方、岡崎・堀内<sup>(8)</sup>の実証結果では、資金制約の緩和効果は認められるにしてもきわめて小さい、とされる。しかし、これらの実証結果は直接には資金制約緩和の有無を調べているのであって、メインバンクが取引先企業をモニターしているかどうか、とりわけ資金使途をチェックし、監視しているかどうかを検討したものではない。

(2) メインバンクは本当にモニターしていたのか？

つぎに青木説は、メインバンクは、①取引先企業の決済口座集中（資金繰り状況のモニター）、②役員派遣など、モニター手段がいくつもあることを指摘している。またカプランとミントンの実証研究<sup>(9)</sup>は、日本でも企業業績が悪化すると経営陣の交代が見られること、平時においても日本ではアメリカに比べ利害関係者とりわけメインバンクからの役員派遣が多いことが指摘されている。これは、この学説を裏付ける分析であろう。

他方、マーク・シャー<sup>(10)</sup>は、銀行派遣役員は当該銀行自身における終身雇用・昇進制度を維持するための退職金の受け皿にすぎないこと、取引先渉外係も監視役ではなく銀行商品を販売するセールスマンであること、と指摘し、この学説は銀行間競争が監視機能を破壊することを看過していると批判する。また日高・橘川<sup>(11)</sup>は、高度成長期の鉄鋼業と石油化学工業をケーススタディとして取り上げ、メインバンクが投資プロジェクトの収益性ならびに投資が良好な財務状態に帰結するよう融資先を監視するという機能を十分に果たしていなかったことを明らかにしている。高度成長期には、「企業集団」ごとのワンセット主義（宮崎義一）と呼ばれたように、六大企業集

団が各産業ごとにワンセットずつ企業を配し、それら企業集団間で収益性無視の激しい過当競争を繰り広げ、メインバンクはその資金繰りをみてきた、というのがこれまでの通説であったはずである。

(3) メインバンクは企業効率性を高めたか？

そこで、むしろ、メインバンクは過剰融資を推進したのではないか？企業効率性をむしろ低めたのではないか、という疑念が生じてくる。とりわけ、高度成長を過ぎ企業内部に余剰資金が蓄積されてくると、経営者はそれを無駄に使うのではないか、という「フリーキャッシュフロー」問題が深刻化する。

広田<sup>(12)</sup>は一九八三～八五年および九一～九三年のデータを用いて両時期を比較。メインバンク関係による経営の規律づけは一九八二年度には認められず、一九九〇年度では逆に効率性を低下させる方向に働いたこと、特に低成長企業においてメインバンクは有意に過剰融資をおこない企業経営を非効率化させたと主張している。また米澤・佐々木<sup>(13)</sup>は九二年～九七年のデータを用いて、外部株主のモニタリングが弱く、メインバンク関係が強いほど労働分配率を押し上げ、企業価値を低めること、そうした条件下で投資が続行されていることは、メインバンクが過剰投資を誘発し、企業価値を低めていることを意味する、としている。

九〇年代に入れば、不良債権問題が深刻化し、しかもリストラは遅々として進まず、むしろメインバンクがそれを支えるといったケースが散見されたのであり、メインバンクに否定的な実証分析が現われるのは、いわば当然と言える。青木説でも、メインバンクの監視機能は九〇年代に低下したことを認めているのである。むしろ注目点は、九〇年代以前において監視機能は働いていたが、その後は低下した、というのか、それとも以前から監視機能は働いておらず、メインバンクは企業経営の効率性向上にはじめから寄与していなかったと言うのか、そ

のどちらか、ということであろう。

宮島・蟻川・斎藤<sup>(14)</sup>は、中核的な製造業を取り上げ、過剰流動性期（一九六七～七五年）とバブル期（八四～九二）について、融資依存度、安定株主比率、メインバンク関係等が内部資金制約、フリーキャッシュフロー問題に与える効果を実証分析している。その結果、メインバンクおよび株主安定化は八〇年代後半のバブル期に過剰投資を誘発したが、同じ金融緩和期にあった一九七五年前後の過剰流動性期には過剰投資はみられなかった、との結論を導き出している。これは前者に近い。これに対し、堀内・花崎<sup>(15)</sup>は、公開企業全社（一九七〇～二〇〇〇年度）についてTFP（全要素生産性）を被説明変数とし、株主構成、負債比率、メインバンク関係、市場競争（集中度、外資比率）を説明変数とする計測を行っている。その結果、株主による規律は部分的で、長期的には機能したとはいえないこと、メインバンクによるモニタリング効果も認められないこと、ではガバナンス機能を發揮してきたのは何かといえ、市場競争であった、と結論付けている。これは後者に近く、メインバンクのガバナンス機能を全面的に否定するものである。

以上のように青木説は、それほど強固な説でもない。各論点について賛否両論あり、企業効率性向上に対して否定的な実証分析の方が多い。メインバンクは「内部資金制約の緩和」に有効であるという分析は多い一方、「フリーキャッシュフロー問題の解決」には否定的だ、とする分析が多い。したがって、高度成長期以降、成熟経済に入った日本経済において、ユニバーサルバンク化によってメインバンクの監視機能を復活させると言う構想も、当てにならないシナリオといえそうである。

### 3 株式市場のガバナンス機能

では、株式持合いがほころび始め、外人投資家持ち株比率の上昇等の変化によって、株式市場の持つ企業支配権市場としての機能が顕在化しつつある現在、今後のコーポレート・ガバナンスとくに外部コントロールのありかたについて、どのように展望すれば良いのか。

#### (1) その変遷

青木説は、株式市場の持つガバナンス機能として、無能な経営者から有能な経営者への「企業支配権」の移動だけをあげているが、それだけではないだろう。株価の持つシグナリング効果は、資金調達の難易にリンクし非効率的な企業への資金供給を制約するし、安定株主の持ち株評価損益を左右する。安定株主といっても全くのサイレントパートナーというわけではない。相互持合いによる「自社への乗っ取り防衛の確保」、「取引関係の安定化」、「持ち株の採算性確保」が期待できることが前提である。もし、これらが揺らいでくれば、安定株主とも言えども株は売却される。持合いは解消されるのである。

高度成長期とりわけ一九六五年の証券恐慌前までは、株主割当額面発行のため、増資に価格メカニズムが働いていないという指摘が多かったが、むしろこの時期の株価形成は優先募入オプションのついた擬似確定利付証券とみれば、合理的であった、との指摘がある<sup>(16)</sup>。実際、六三年以降の過大な増資は株価を下落させ、額面を割りこめば、その時点で増資は不可能となり、資金調達難<sup>(17)</sup>から過大な投資に歯止めがかかったはずである。これがそうならず人為的な増資ストップ（一九六五年）に至ったのは、共同証券や保有組合など人為的な株価下支え機能が作られたからである。



そして、皮肉なことに価格メカニズムが働くことされた時価発行増資形態への移行以後、むしろ株価形成は非効率となっていく。七一年からの過剰流動性期に法人買いが始まり、支配権プレミアムを伴って株価は上昇している。通常であれば、法人買いが一段落（七三年）すれば支配権プレミアムは剥げ落ちて株価は低落するはずであるが、これがそうならず、その後も高位安定し、むしろ右肩上がりでも上昇していったのである。この点について例えば奥村<sup>(18)</sup>は、株式相互持合いは、相手に自社株を持つてもらう以上、株価を維持する道義的義務が生じ、管理株価へつながっていくと言う。持合い株の採算性維持手段は、当初は業界他社並みの「安定配当」であったが、七一年以後、当該企業と幹事証券が主体となって銀行を受け皿とする株価管理へと変わって行くのである。ちなみに、池尾<sup>(19)</sup>はバブルの時期には、資本市場が非効率であったため銀行に代わって監視すべき資本市場の価格メカニズムが機能しなかったという。

こうして、株式市場の持つガバナンス機能のうち、企業支配権移動としての機能は持合いによって阻止されたにしても、価格メカニズムによる「増資の規律」は機能していたのである。それが、七〇年以降、形骸化していき、むしろ過大投資を誘発するものに逆転していく。

## (2) 現状

では、バブル崩壊以後はどうなっているのか。株価の大幅かつ長期にわたる調整を経て、価格メカニズムによる「増資の規律」は復活したと考えられる。また持合いの解消によって企業支配権市場としての機能も顕在化しつつある。株式市場のガバナンス機能が期待される時期にきたと言えよう。

もっとも、株式市場のガバナンス機能について考慮すべき点がいくつかある。まず「増資の規律」は高度成長

期と同じものとは言えなくなっている。株価形成が効率的である限り、「資本コスト」が投資実行の切捨て率となるのだが、昭和四〇年以降、自己金融力が高まり、一貫して（バブルの時期を除いて）年間の増資よりも年間配当の方が額を上回っている。増資の難易がただちに資金調達ひいては投資実行を左右する絶対的なものでは無くなっているのである。

他方、企業支配権市場の顕在化により、日本経済の強みとされてきた長期雇用のメリットが失われる恐れもある。株主安定化工作が野放図な企業買収を阻止し、それによって従業員が安心して企業に長期にとどまって企業特殊の技能の蓄積に励んで来たことは認められるところである。乗っ取り屋が、経営権を掌握し、従業員と現経営陣の間にあった「暗黙の契約」を破棄し、従業員が期待していた報酬や雇用機会を削減して配当にまわそうとすることは十分に考えられる。

したがって、野放図な乗っ取りを阻止しつつ、なおかつ株価の持つシグナリング効果が既存株主をはじめとするステークホルダーに企業経営効率化へのプレッシャーとなる仕組みが必要となる。このように見ると、企業経営の非効率性はモニター能力のある機関投資家によってチェックされ、それが株価に反映される仕組みが整備されなければならない。透明性のある会計制度、監査制度が必要不可欠である。さらに企業買収と防衛策のルールが必要であるのはもちろんであるが、友好的な企業買収を促進させる観点から、株式をブロックで持つ準内部者（取引先、メインバンクなどの安定株主）がサイレントパートナーにとどまることなく、事業再編のための仲介者となることが期待される。実際、企業集団の核となってきた都市銀行の再編統合によって、系列を超えた事業再編・合併を行いやすくなっている。企業集団のワンセット主義は産業ごとに多数の企業を配置させ過当競争を誘発してきたのであって、ここ数年に見られた、鉄鋼業、半導体、石油産業、セメント、紙パルプ等での産業再

編成は不可避であった。そうした事業再編、産業再編の主導が、乗っ取り屋ではなく、経営者自身と準内部者の協力によって行われたことは今度の参考になるのではなからうか。

注

(1) 渡辺茂・山本功「日本企業のコーポレート・ガバナンス」『財界観測』一九九二年九月。

(2) ここで提唱された原則としては、取締役会の構成（社外取締役の登用）、取締役会の機能向上（社外取締役を過半とする指名・報酬・監査委員会の設置）、取締役会と執行役員会との分離、取締役会会長と業務最高責任者との分離、監査役会の構成（社外監査役の登用）などがある。

(3) 青木・ヒューパトリック編『日本のメインバンク・システム』東洋経済新報社、一九九六年、四章。青木・奥野編『経済システムの比較制度分析』東大出版会、一九九六年、七、八、九章など。

(4) もっとも、アメリカでも八〇年代後半、買収防衛策として多くの企業でポイズンピルが導入されたこと、また多くの州会社法に『社会的責任規定』が盛り込まれ、経営者は支配権が変動する時には、短期的な株主利益だけではなく従業員、地域住民などステークホルダーの利益極大化にも配慮して経営者が能動的に対処すべきこと（森田章『会社法の規制緩和とコーポレート・ガバナンス』中央経済社、二〇〇〇年）とされたため、敵対的TOBは後退していった。このため、これに代わるガバナンス手段が模索され、その有力候補として年金基金など機関投資家による「アクティビズム」が浮上することとなる。

(5) レントによる将来収益を資本還元したものはフランチャイズ・バリューと呼ばれる。

(6) 資金の出し手（銀行・株主）を本人IIプリンシパル、その利用者（経営者）を代理人IIエージェンシーとすれば、本

人は代理人の信用状態そのほかの情報を十分、把握していないため、その分だけ資金供給に際し利率を高めたり、そもそも資金を供給しないなどのコストが発生する。これをエージェンシーコストと言う。

- (7) Hoshi, Kashyap & Schaftstein, "Corporate Structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups", *Quarterly journal of economics*, 106, 1991. 広田・池尾「企業の資本構成とメインバンク」(堀内・吉野編『現代日本の金融分析』東大出版会、一九九二年)。
- (8) 岡崎・堀内「設備投資とメインバンク」(堀内・吉野編『現代日本の金融分析』東大出版会、一九九二年)。
- (9) Kaplan & Minton, "Appointment of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for Managers", *Journal of Financial Economics* 36; 2, 1994, Oct.  
*Financial Economics* 36; 2, 1994, Oct.
- (10) マーク・シャー、奥村宏監訳『メインバンク神話の崩壊』東洋経済新報社、一九九八年。
- (11) 日高・橋川「戦後日本のメインバンクシステムとコーポレートガバナンス」(東京大学社会科学研究所『社会科学研究』四九卷六号、一九九八年)。
- (12) 広田「日本の金融・証券市場とコーポレート・ガバナンス」(橋本・筒井『日本の資本市場』日本評論社、一九九六年九月)。
- (13) 米澤・佐々木「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』二〇〇〇年九月。
- (14) 宮島・蟻川・斎藤「日本型企業統治と『過剰』投資」『ファイナンシャル・レビュー』六〇号、二〇〇一年二月。
- (15) 堀内・花崎「日本企業のカバナンス構造」日本政策投資銀行設備投資研究所『経済経営研究』二四卷一号、二〇〇四年。
- (16) 井手正介「戦後日本の株価評価基準の回顧と展望」『証券アナリストジャーナル』一九九二年二月。

- (17) この時期には、配当よりも増資額のほうが多く（川合一郎「昭和四〇年以後のわが国証券市場の構造変化」同編『日本の証券市場——証券恐慌以後』東洋経済新報社、一九七九年）、日本経済全体としてもいわば、「増資による規律」が機能していたのである。
- (18) 奥村『株価はこうして決まる』ダイヤモンド社、一九七九年。
- (19) 池尾「財務面から見た日本企業」（貝塚・植田編『変革期の金融システム』東大出版会、一九九四年）。

（にかみ きよし・客員研究員）