

松村 勝弘著

『日本的経営財務とコーポレート・ガバナンス』

(中央経済社, 平成9年)

小 林 和 子

はじめに

何十年前のことであろうか。歴史の本を読んでいたときに、「一般的な歴史というものはない、歴史は必ずや何かの歴史である。日本の歴史というとき、それは大方は為政者による政治史を指している」という意味の文章にぶつかったことを記憶している。政治史に対してはもちろん経済史や社会史、文化史があり、経済史の中にはさらに金融史や経営史が存在する。金融史や経営史はさらに一般史と個別企業に則したものに分かれる。本書は一般史として戦後日本企業の経営財務の歴史を多角的に検討し、これをコーポレートガバナンスの観点から評価しなおしたものである。筆者は証券市場の歴史を専門とするが、この分野は広い意味で金融史、経営史に近接し、後者を理解することなしには解明できないものでもある。また証券市場の歴史そのものが株価、証券業者、取引所市場、発行市場、証券政策その他の多くの構成要因を総合して考えられるべきものである。経営財務については素人であるにもかかわらず本書を書評したいと思ったのは、本書が筆者の知っておくべ

き多くのことを対象としているからである。経営財務を一般論として捉え、その日本の特質を探ろうとするときに戦後の歴史をたどることはいわば常道であり、本書は同じ時期の証券市場の歴史理解に厚みを加えるものと考えらる。

I. 本書の構成と内容

序文で著者が書かれているように、本書の問題意識は「戦後日本企業の経営財務行動の特徴として財務面における経営者ないし企業内部者の裁量範囲が拡大してきたが、これに責任が伴っていたかどうか」にあり、「英米型のコーポレートガバナンスが日本的に消化されて初めて日本企業の経営財務は安定すると思われるが、それには相当の時間を要しよう」という結論に導かれる。全10章の構成は以下の通りである。

第1章 日本の経営財務の特徴——濃密な企業間関係とメインバンク制・株式相互持合いによる資金融通体制——

第2章 高度成長期日本企業の財務行動——積極的な設備投資を支えた長期資金供給体制とリスクの分担——

第3章 長期取引関係に裏付けられた株式相互持合い——メインバンクと企業の長期安定的関係の実証分析を中心に——

第4章 相互持合い構造とエクイティ・ファイナンス——額面発行時代から時価発行時代へ——

第5章 株式相互持合い・株式時価公募と経営者権限の強化

第6章 エクイティ・ファイナンス盛行によるプレミアムの大量発生とその問題点——新旧株主の利益の不均衡の実証分析とその意義——

第7章 安定成長期の日本企業の財務構造と公募増資の実態

第8章 バブル発生・崩壊期における日本企業の投資行動の特徴とその問題点

第9章 1980年代後半のエクイティ・ファイナンス盛行と経営者の責任

第10章 日本企業の財務行動とコーポレート・ガバナンス

最初の第1章が問題提起、最後の第10章が結論であり、間の第2章から第9章はほぼ歴史的、時系列的な分析である。経営財務とは本来は個別企業内で生じ、決定され、外部からも把握されるに至るものであるが、こうした歴史的な把握を見ると個別企業にとっての外部環境が決定的であることが今更に認識される。以下、素人の疑問をまじえながら内容を紹介する。

第1章 日本の経営財務の特徴

本章では副題が示すように日本の経営財務の特徴を間接金融体制の下におけるメインバンク制と、そこに関連した株式相互持合いの2つとして捉え、これによって経営者ないし内部者の地位が確保されると同時に持合いの相手方のために高株価経営が道徳的に義務付けられることが示される。日本の戦後50年を顧み、昭和20年

代を出発点とするにあたって、戦時統制の影響をほとんど考慮していないのはやや解せないところである。戦前の低い生産力レベルを前提とした敗戦と戦後復興がその後の高度経済成長の基本的な要因であったことは確かであるが、前期の2つの財務特質の形成には戦時金融統制下の企業・銀行関係、これを前提とした独占禁止法の改正経緯が大きく係わっていると考える。

第2章 高度成長期日本企業の財務行動

昭和20年代の復興需要および朝鮮動乱特別需要の時代を特別な要因による成長期とすれば、こうした特殊要因のなくなった30年代の成長期こそが日本の経営財務の特徴を作り上げた。高度成長政策の下で行われた設備投資競争の金融は銀行借入金に大きく依存したが、その増大するフィナンシャル・リスクは社会的にはメインバンクの企図する協調融資と政府系金融機関の活用を組み合わせたリスク分担体制がとられた。では個別企業内部ではこのリスクはどう考えられたのか。著者は高い配当コスト認識に比して相対的には借入金コストは低い、経営者支配企業においては成長拡大が優先されるという2点で、フィナンシャル・リスクが軽視されたといおうとされているようだが、明確ではない。内部的には成長を継続している限りリスクを軽視でき、社会的なリスク分担に置き換ええたということなのであろうか。

第3章 長期取引関係に裏付けられた株式相互持合い

現今議論されている相互持合いの解消は果たして容易に行えるものか、というのが本章の問題提起である。相互持合いの実態はその中核に「銀行・企業」の相互持合いがあり、これは「貸借その他の関係を含む企業間の取引関係に裏付けられ」ており、相互取引を担保する、あ

るいは象徴するものとして株式の持合いが行われている。金融機関相互の持合いもある。「銀行・企業」の関係はメインバンク関係に典型的にあらわれており、長期継続的であることが実証される。この関係は経済的関係だけでは理解できず、企業間のより深い信頼関係を表象するものではないかとされる。

第4章 相互持合い構造とエクイティ・ファイナンス

その相互持合いをもたらした株式発行形態は、昭和30年代までは株主割り当て額面発行であるが、増資額が急増し持合いが進行するにつれて、相手方企業には取得単価の切り下げになるが発行企業の側にとっては配当負担が大きくなっていく（額面に対し10%超）。ついに発行企業の側から時価発行増資が論じられるようになり、40年代に入って実現される。この時期にはまだ個人株主の比率が大きいので、相互持合い企業の主たる意見は保有側ではなく発行側の代弁性が強いと思われるが、この個人株主との拮抗関係をもう少し検討してほしいと思った。また章末に「かくて証券金融も産業資金調達の一翼を限界資金調達としてではなく担い得るようになってきたわけである」とあるが、文意は理解できるものの「証券形態による企業の資金調達」の意味で現行「証券に関する金融」として実態のある「証券金融」の語を説明なしに用いることには若干の抵抗がある。著者の学派で一般的に用いているのかも知れないが、多用されてはいないのでやはり説明の欲しいところである。

第5章 株式相互持合い・株式時価公募と経営者権限の強化

企業による時価発行の要請が始まるのは30年代後半であるが、証券恐慌を経て40年代半ばに

実施され、証券市場は大きく性格が変わる。企業内部では発生したプレミアムの内部留保をベースにして安定株主工作、無償交付、第三者割り当て等を通じて経営者の裁量範囲が拡大する。経営者の権限が絶大なものになった要因に、「安定株主工作が経営者主導の下で行なわれ、株価形成の主導権が完全に企業内部者に握られる」ことがあげられているが、これにも説明が欲しい。経営者が依頼した安定株主のために高株価経営を継続する道徳的義務はあっても、また市場で売却しない安定株主の存在が暗黙の下値形成になったとしても、引用節の後半のようにいえるだろうか。多くの上場大企業が相当の安定株主を擁する日本市場には、まったく市場の株価決定権がないことになってしまうのではないか。

第6章 エクイティ・ファイナンス盛行によるプレミアムの大量発生とその問題点

時価発行が急増し、上昇する株価の下で定着した結果、企業の払込み資本中プレミアム比率は著しく大きくなった。低くても50%、高ければ100%近くになる。これをいかにして株主に還元するかが次の問題である。本章はこの問題を適切にまとめ、性格の異なる各種の投資家別に利害を考察した。大量の無償交付継続による旧株主の利益享受に対して高い株価で購入した直近の新規株主が受け取る配当の比率は低い。後者はさらに株価が高くなることに期待するしかなかったといえる。

第7章 安定成長期の日本企業の財務構造と公募増資の実態

エクイティ・ファイナンスが増大する過程の前半（1975～85）は企業財務にとっては1）自己資本の増大と、2）総資本回転率の改善をすすめる「減量経営」の時代であった。成長企業

が時価ファイナンスを行い、企業の生産性増大につなげた可能性があると考えられる。すなわち、エクイティ・ファイナンス→相互持合いの進展→資本の空洞化とは単純にはいえない。一部は資本の空洞化をもたらしもしたろうが、相当部分は設備投資等経営規模の拡大や効率化のために活用されたとされる。しかしバブル期には企業の生産力の成長とあまり関係なくエクイティ・ファイナンスが行われたため、バブル崩壊後に新たな問題を生じさせたのである。

第8章 バブル生成・崩壊期における日本企業の投資行動とその問題点

バブル期の企業投資は、財テク投資：現預金（定期預金、CD、特定金銭信託を含む）・不動産投資、過剰設備投資、海外投資の3点で大きく把握される。バブルが崩壊した現在までの期間に、これらの多くが成功していないことが明らかになった。こうした膨大な投資の不成功という事実の上に、日本企業のコーポレート・ガバナンス問題が歴史上はじめて前面に登場する。

第9章 1980年代後半のエクイティ・ファイナンス盛行と経営者の責任

日経平均2万円台、3万円台の時期の巨額のエクイティ・ファイナンスは、ついに持合いを基礎にした高株価経営の限界を露呈させるに至った。株価の暴落と低迷継続の数年を通じて主要企業の株主構成は少しずつ変わりつつある。持合いは崩れはじめ、安定株主も投資効率を重視しはじめ、企業側も自社株買いやIR活動をはじめた。「経営者の責任を明確にすることは必要であるが、これが経営者の裁量範囲を狭め、経営者の企業家精神発揮を制約することにならないような仕組みも必要であろう」というのが著者のいいたいところであろう。

第10章 日本企業の財務行動とコーポレート・ガバナンス

コーポレート・ガバナンスを経営者行動のチェック機能とする考えは一面的であり、「経営者の積極的な企業家精神をバックアップし企業をして成長発展せしめ」るものでもある。この主張がアメリカにおける議論や証券市場との関連を検討しつつ、本章で展開される。

II. 金融・証券ビッグバンを越えて

本書の最大のメリットは株式時価公募発行の継続した直近の4半世紀について（バブル崩壊期には発行停止状況が見られたが）、急増するエクイティ・ファイナンスを通じた相互持合いの実態と、バブル期の過剰な企業投資の実態を明らかにしたところにあると思われる。筆者の個人的な興味からは相互持合いの片側にある銀行持株及び金融機関相互の株式持合いの分析が面白かった。今後とも金融機関持株については分析を発表していただきたいと思う。これに関して、また筆者の最初の問題意識と絡めて、2、3の疑問を出しておきたい。

第1に、相互持合いについては一貫して分析の対象とされているが、日本の経営財務のもう1つの特徴であると最初に掲げられているメインバンク制については安定成長期以後の分析が少ない。これは裏面で大都市銀行の機能のうちメインバンクの性格が弱まり、相互持合いにおける大株主・安定株主としての性格が強まったことを意味しているのかも知れないが、そう明示されているわけではない。本来ならこの点は銀行自体を直接対象にした経営分析を積み重ねた結果検討されるべき問題だと思うが、単に融

資におけるメインバンクであり続けていることを越えたメインバンク制の本質（危急時の救済におけるリーダーシップ発揮にあると考える）に生じつつある変化を展望できるのではないかと考える。

第2に、相互持合いは半ばは個別の投資行動の結果であり、半ばは安定株主工作のように意識的に形成されたものであろうが、株価の右肩上がり傾向と絡み合いながら進展した。高株価経営を維持しなければならない動機付けと、さらにも株価を上昇させるべき動機がこの持合い構造の中に埋め込まれ、関係の強化が進んだといえる。しかし、株価の相対的に低い30年前、40年前の保有株は高い株価の下で投資回収されてもよい。個人投資家は明らかにそういった行動を取り、一部は市場から撤退した。法人あるいは金融機関投資家が今後そういう行動をとるとき、不合理であるとはいえないだろう。長期

の企業間関係があったとしても合理的行動をとることを否定はできないのではないか。

第3に、長期的に継続されてきた企業間の信頼関係がベースにあるとしても、大きなきっかけがあれば、あるいはいくつかの小さなきっかけが重なることによって持合いが崩壊する可能性はあるのではないか。金融・証券ビッグバンによる効率的金融機関経営の要請はそのきかけの1つになるであろう。金融持株会社の利用の仕方によっては金融機関持株が持株会社に移されることもある。事業会社の側からすれば「虚構の投資」であった相互持合い株式を売却することによって「現実の投資回収」を行い、これを新たな事業資金にあてることは大いに考えられる道筋である。

2000年の前後で小さなゆらぎが大きな亀裂に変わることを展望しておいても良いと思われる。

（当所東京研究所主任研究員）