

株式所有構造とコーポレート・ガバナンス

広 田 真 人*

要 旨

『コーポレート・ガバナンス論』は、所有と経営の分離の企業経営への影響を議論するという点で古くて新しい議論でありながら、現在、日本企業のガバナンス主体が銀行から市場への転換点に直面していることに加え、アカデミズム内部でも応用ミクロ経済学の最先端エリアの一つである「契約と組織の経済学」に格好の分析対象を提供していることもあって、最近注目を浴びている。しかし、この分離、換言すれば誰が具体的ガバナンス主体となろうとも、資本制的商品経済下において最大限の利潤を求めて厳しい企業間競争に晒されている企業経営の本質的ありように変化があるはずは無いというのが本稿の基本的立場である。その意味では、コーポレート・ガバナンスの議論は経済学の問題というより経営学の問題と言うべきであろう。

こう考えると、「株式所有構造とコーポレート・ガバナンス」の関連を議論した先行実証研究が、リサーチ・デザイン即ち対象会社・対象期間によってバラバラの結果となり、一定の方向性を見出せずにいることは、本稿の基本認識とむしろ整合的ですからある。

ただそうはいっても、日本企業のコーポレート・ガバナンスの実証研究しようとするときとなるのは結局金融セクターのガバナンスであるが、直感的説明力を持つ『金融当局＝ガバナンス説』を支持する統計結果が得られていないことは象徴的である。

目 次

I. 問題の所在——コーポレート・ガバナンス論の課題——

1. コーポレート・ガバナンスとは何か

2. 新しい大株主問題——大株主として機関投資家——

3. 経営者への制御ツール——コーポレート・

* 本稿は、いかなる意味でも、所属する組織を代表するものではない。

ガバナンスのメインストリーム——

II. コーポレート・ガバナンスを巡る従来の議論の
問題点

III. 従来の日本のコーポレート・ガバナンス——メ
インバンクへの評価——

I. 問題の所在

——コーポレート・ガバナンス論の課題——

1. コーポレート・ガバナンスとは何か

“コーポレート・ガバナンス（以下、必要に応じてCGと略す）”とは、より一般的に言えば、企業の外部から投資された資金がいかにして期待されたリターンと共に回収されるか、ということであるが、所有と経営が分離される段階に達した資本主義経済にあっては、所有者（プリンシパル）である株主の利益をどのようにして代理人（エージェント）である経営者に追求させるかと言う、経営者に対する規律付けの問題として認識する方が適切である。

こうしたプリンシパルとエージェントとの利害対立という問題が生じることは、直感的にも理解出来ることではあるが、それをアカデミックに整理すると、外部の資金提供者と内部の経営者との間には、情報が非対称であり、かつ情報収集とその分析・解釈にはコストがかかるという事情の反映として理解出来る¹⁾。こうしたコストの存在のために外部者（＝資金提供者）が十分な情報を有していないとなると、企業経営者は外部から調達した資金をその企業への期待投資収益率（＝資本コスト）以下のプロジェクトに投じる可能性が生まれてくる。

尚、この他、経営者の役割を株主の代理人に限定することなく、企業に係わる、株主・従業

IV. 日本企業に関する先行する実証研究

1. 非金融セクター

2. 金融セクター

V. 結びに代えて

員・消費者等様々な関係者、即ちステーク・ホルダー間の調整者として位置付ける見方²⁾も少なくないが、資本主義経済下の企業の役割に注目するなら、前者の認識的的確さは明らかである。何故なら、資本主義経済下の企業を具体的に誰が所有していようと、“資本としての機能”を、ほぼ同じように果たすことが期待されていることに代わりはないからである。企業経営に携わる者が、古典的モデルとしてのオーナー経営者であろうと近代的な機関投資家の代理人としての経営者であろうと、あるいは極端な例であるが労働組合管理下の企業であってさえ、なさねばならない機能に変わりはあるはずが無い。その意味では、コーポレート・ガバナンスとは、ピュアーな意味での経済学の問題ではなく、いわば経営学の問題というべきかもしれない。

2. 新しい大株主問題——大株主として機関投資家——

このように、コーポレート・ガバナンスの問題が議論される状況下にあることは、そもそも支配的大株主は既に存在しないことが前提となっている。ここで問題となるのが最近の年金基金・投資信託といった機関投資家による株式所有の飛躍的増加であり、更に彼等の投資対象企業への意思表示の方法の変化である。即ち、かつての“ウォールストリート・ルール”と言われる市場での売買を通じた意思表示が、自らの大量取引が齎すマーケット・インパクトの大きさ

から取り難くなってきたことへの代替手段として、公的年金の一部を中心に Activism と言われる投資対象企業への経営介入と言う形態が生まれつつある³⁾。つまり、米国エリサ法が規定するプルデントマン・ルールという一般原則の具体的内容が次第に明らかにされるにつれて、運用責任者の責任には、議決権の行使が含まれるとの解釈が一般的になってきた。こうした中で、1988年、労働省年金福祉局が、エイボン・プロダクツ社の質問に答える形で、議決権行使とは委任状投票の義務等であることを明確にしたことで、アメリカではこれ以降、年金基金だけでなく、運用委託先である投資顧問などでもそれぞれの社内ルールに沿って議決権が行使されるようになってきた。更に最近では、会社側の提案に対して賛否を投票するという受け身の意思表示から一歩抜け出て、業績不振が続く中、適切な対応が遅れている企業に対し、経営者の更新を迫るなど積極的な経営関与——リレーションシップ・インベストメント——が CalPERS や TIAA-CREF 等の巨大な公的及び準公的年金基金を始め、例えば元労働省局長 R.Monks 氏が率いるミューチャル・ファンドである Lens Fund など一部の機関投資家の間に生まれつつある。ただ、こうした機関投資家の行動が投資対象企業のパフォーマンスに対しそれなりの結果を出しているかといえば、株式投資収益率に対 INDEX エクセス・リターンは認められても、企業収益率上の改善は見出せない等アカデミズムの実証結果も様々であり、説得力のある論証までには至っていないようである⁴⁾。

にもかかわらず、機関投資家の場合、以下の理由から企業へのガバナンスに対しては多くを期待出来ない可能性が高い。①機関投資家によ

る企業経営への関与には財務的安全性の制約等から法的制約下にあることが多い、②投資対象企業の大株主・大債権者の一角ではあっても“分散投資の原則”もあって支配的な存在では無いケースが一般的であることから、内部情報入手上の制約も少なくない、③Activism はまだまだ一部の動きであって主流はウォールストリート・ルールのトレンドの中にある、④仮に機関投資家に有効な企業経営への関与が可能であったとしても、機関投資家のファンドマネージャーに内在する短期志向——これは、本来長期的視野を持つ年金資金の場合にもビルトインされている——が事業会社の経営姿勢に押し付けられる時、長期的にはマイナス効果となって現われる可能性がある。例えば、収益改善の即効薬としての“人減らし”も長期的にはモラル低下に伴う管理コストの上昇に跳ね返る可能性は少なくない。このように機関投資家はその短期的インセンティブシステムに従った議決権の行使を行うことが、長期的利益を求める株主に損害を与える可能性には注意が必要である⁵⁾。

3. 経営者への制御ツール——コーポレート・ガバナンスのメインストリーム——

従って、経営者へのコントロールの必要性は依然として変わっておらず、そのためのツールとしては従来から、①制度上の仕掛け、②マーケットを経由するもの____の二系列が用意されている。

(1) 制度上の仕掛け

このルートにも幾つかあり、i) 株主総会及び取締役会⁶⁾、ii) 株主代表訴訟制度、iii) 経営者報酬を企業業績に連動させる {ex. 役員持株制、ストックオプション} 等がある。

i) 株主総会及び取締役会の場合

所有と経営が分離するほど株主の分散化が進んだ企業の場合、少数持株株主にとって総会に出席するコストとそこから得られる期待利益を想像する時、合理的な判断基準を持つ同株主が総会に参加するとは考えにくい⁷⁾。大口ファンドを預かる機関投資家についても限界がある点は既に述べた。このように考察していくと株主総会に多くの期待が出来ないのは当然となる。尚、最近では米国に倣ってか社外取締役が執行役員を監視するという社外取締役制度への期待が高いようであるが、社外取締役の情報収集上の制約は少なくなく、彼等によるガバナンスに大きな期待を抱くのは危険である。

ii) 株主代表訴訟制度の場合

経営者が株主の利益に反する行動を取ったと法的に認められれば、刑事的・金銭的責任を取られるという意味では経営者に対するガバナンスになるであろうが、犯罪的なケースを除くと、株主の利益に反する行動といってもその認

表1 経営者の持株比率とトービンのq - 1986 -

説明変数	低成長企業	高成長企業
切片	0.51(0.00)	1.53(0.00)
株主資本/総資産	0.56(0.00)	-1.11(0.00)
経営者の持株比率	1.09(0.00)	2.34(0.04)
経営者の持株比率 ²	-1.36(0.00)	-4.19(0.06)
外部株主(5%以上)の持株比率	0.34(0.00)	-0.17(0.64)
機関投資家の持株比率	0.31(0.00)	0.29(0.31)
研究開発費/総資産	1.21(0.12)	-0.15(0.93)
広告宣伝費/総資産	0.64(0.11)	4.47(0.00)
総資産	-0.00(0.63)	-0.00001(0.47)
修正R ²	0.28	0.07
標本数	292	292

注1) () 内はp値。

2) 総資産は、時価表示。

〔出所〕 McConnell and Servaes [1995] の Table 2 から作成。

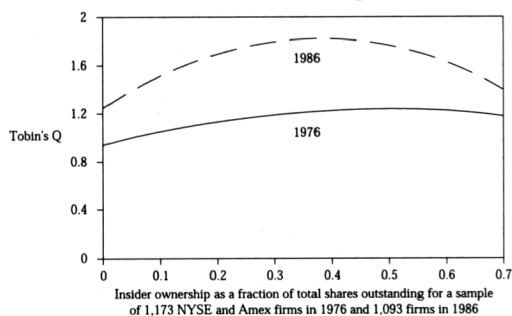
定を特に事前に行うのは極めて困難である。

iii) 経営者報酬を企業業績に連動させる仕掛けを用意しておく場合

ここでも幾つかの方法に分かれる。最も単純な方法は経営者の株式保有を推奨することであり、事実幾つかの実証研究は、経営者の株式保有が経営の効率化に寄与していることを示している。例えば、表1で示すように McConnell and Servaes [1995] は米国企業を対象とした実証研究の中で経営者の持株比率と経営効率を示す尺度の一つであるトービンのqとの間には正の関係が有意に見られることを重回帰分析で示しているし、米沢・宮崎 [1996] も日本の企業を対象にして役員の持株比率が高いほど全要素生産性が高いことを実証している。しかし、経営者の持株に多くを期待する事は、所有と経営の分離という最初に述べた現代資本主義の姿に矛盾するし、また、先の McConnell and Servaes [1990] の実証研究でも、経営者の持株比率が40~50%を超えると彼等のワンマン行動をチェックする存在がいなくなることで、トービンのqはかえって低下する事が示されている(図1参照)。

代替的手法としては、経営者にストックオプションないしそれに準じた仕掛けを与え、一定

図1 Tobin's Q as a Function of Insider Ownership.



〔出所〕 McConnell and Servaes, [1990] より。

の期間内に事前に決められた価格で株式を購入する権利を与えれば、経営者報酬が企業業績ないしそれを反映する株価に連動することになり、経営者に株式保有負担を課すこと無く経営努力へのインセンティブを与えることになる。これは確かに直接的で解り易い仕掛けではあるが、幾つかの問題点も内在化されている。①従業員との過度の報酬格差は、従業員の士気の低下を招きかねないこと、②オプションは経営者にとって、成功したら大儲けの一方で失敗しても何ら損失を被る訳ではないと言う非対称的ペイオフ構造をしていることから過度にリスクなプロジェクトが選択される可能性があること、——これは、言ってみれば、株主の犠牲の上に経営者の利益が図られることになる——③株式オプションの価値は行使価格によって決定されるが、その行使価格は経営者によって操作されうる可能性があること、——例えば、極端な例であるが、経営者は株価を引き下げる行動を取って株式オプションを取得した後、業績を回復させて収益を得ることも可能——等が指摘されている。

又、より根本的な議論として、例え労働組合が経営を担う立場に立ったとしても、一度経営の立場に立った場合は、いかに主観的に反資本主義の信念に燃えていたとしても客観的には資本の論理に則った行動を取らざるを得ないのであり、この原理に反して例えば過度に親労働者の行動を取れば企業間の競争から脱落するだけである。この資本制的商品経済のメカニズムに着目すれば、経営者がこうした仕掛けがないと働かないという認識自体への疑問があるがそれは本編全体で議論されている。

(2) マーケットを経由するルート

この場合、i) M&A (敵対的企業買収)、ii) 資金調達面での圧力の2ルートがある。

i) M&A (特に、敵対的企業買収) の場合
市場価格以上の価格での買い取りを表明することにより経営権を入手し非効率な経営者を交代させようというもので、それが実現されずともその恐れがあるだけで経営者は株価を意識することを通じて、株主尊重の姿勢を取らざるを得ない効果があると認識されてきた。ただ、敵対的買収の場合、企業と長期的な契約関係にある従業員や取引先を犠牲として株主の利益を確保すると言った問題点が懸念されている他、「フリーライダー問題」として知られている難問が存在する。つまり、マーケットからみると敵対的企業買収によって市場価格より高い価格で買い取ってくれるということは、その買い取った新株主は自ら買い取った以上の価格を付ける自信があるというメッセージと受け取ることも出来る。この場合、既存株主は今、新株主に持株を売るよりも売らずに抱いていた方が買収後の企業収益の増加を写した株価上昇により多くのキャピタルゲインを得ることが出来ると想定するであろう。このようなシナリオが描けるとすると、多くの既存株主は企業買収に応じないことが想定され、その結果は、企業買収は失敗に終ることになる。これがこの分野での「フリーライダー問題」である。この他、例えばゴールデン・パラシュートと言った既存経営者を保護する制度も用意されており、トータルとしての効果は充分明らかでは無い。

ii) 資金調達面からの圧力の場合

新株発行 (増資)・株式交換による M&A・新規 CB 発行等による資金調達が行われた場合、非効率な経営を行っていて株価が低位で低

迷っている企業は不利となる面は否定し難い。ただし、ファイナンスのツールとしてのエクティ・ファイナンスのウエイトはトレンドとして明らかに低下しつつあることから、このルートを通じた経営者へのコントロールには限界がある。更に、今後の資金調達の主役を期待されているSB並びにボンド絡みのセキュリタリゼーション活用の際の制約条件は企業の信用度＝“格付け”の優劣であり、それはデフォルト・リスクの大小にのみ依存することから株主重視とは直接には接点を持たないことになり、ここにもこのルートの限界が表れている。

【補論】「株式会社支配論とコーポレート・ガバナンス論」

コーポレート・ガバナンスが議論される時、いつも気にかかる点として、バーリ・ミーンズ以来面々と議論されてきた株式会社支配論ないし経営者支配論との関係がある。

経営者支配説は、バーリ・ミーンズの『近代株式会社と私有財産』に始まり、ガルブレイスのテクノストラクチャー論、メイソン等へと引き継がれ、ステークホルダー間の利害を調節することが取締役の責務とするコーポレート・ガバナンス論の一部に似た展開となる。これに対し、所有者支配ないし金融支配という本質に変化は無いという見解の議論として、パーロの『最高の金融帝国』、『パットマン委員会報告』、フィッチ・オッペンハイマーの『誰が会社を支配するか』等がある。

見てのとうり、ほぼ同じ課題を議論しているが、相違点としては、なによりもコーポレート・ガバナンス論の方は、現代資本主義の変貌と歴史性という問題意識に裏打ちされていないこと、同じことであるが、批判経営学者のみならず、オーソドックスなファイナンス学者がむし

ろ中心的役割を果たしていること、が挙げられる。ただ、最近、現代資本主義の歴史性の議論が影が薄くなっていることから、コーポレート・ガバナンス論の一部に吸収されてしまった感もいがある。こうした事情が、『会社は誰の者か、あるいは誰の者であるべきか』というコーポレート・ガバナンス論の問題の立て方には、大きな疑問を抱かざるを得ない」(柴垣[1995])という議論を誘発すると共に、コーポレート・ガバナンス論が法学者ないし非経済学者という意味での経営学者中心の議論となっている原因とも考えられる。

II. コーポレート・ガバナンスを巡る従来の議論の問題点

例えば、J.Byrd/R.Parrino/G.Pritsch[1998]に依れば、株主と経営者の対立点は、次の4点に集約されるという。

エージェンシー問題の論点

論点	定義
経営努力	経営者は、株主が経営者に対し期待するものより少ない努力し、かしない傾向がある。
時間的視野	経営者は、自分の任期中のCFにしか関心を持たないため、株主よりも投資成果をより短期間で得ることを求める傾向がある。
リスク選好の違い	経営者は、リスク分散化に制約を持っているため、株主よりもリスク回避的であり、潜在的に利益のある投資機会を見逃す傾向がある。

会社資産の 経営者は、以下のような行動に
浪費可能性 伴うコストを全面的に負うこと
が無いことから会社の資産を酷
使したり、その限度を超えて消
費しがちなインセンティブを持っ
ている。

勿論、一般論としては上記のような可能性を否定するものではない。例えば、企業が規模拡大行動を取る時、それが短期的には企業価値最大化と一致しないケースは有り得る。しかし、それは短期間の収益還元価値を比較するからであって、超長期を対象に計測が可能であれば、すぐには収益寄与しない長期投資の効果も計測出来るはずである。これは、懐妊期間の長い長期投資が必然的にもたらす目的成就までのタイムホライズンの問題であって、経営規律の不足によるものとは限らない。

この問題を解決するためには、適切な経営効率評価尺度が真剣に開発される必要があり、それが会計的収益率の枠に収まりきれぬものか否か⁸⁾、これ自体難しいテーマである。

又、バブルの時代、時価ファイナンスを原資とする安易な財テクや不動産投資等が過大な資産保有を生み、平成大不況の原因をなしたとして、メインバンク・システムによる統治からマーケットによる統治への切り替え期の空白がもたらした経営規律の欠如が問題視されることが少なくない⁹⁾。しかし、これは結果論であって、本業か財テクかの問題も、世間で言われるような“株主重視経営”をしておれば、財テク・ブームが避けられたかといえはその必然性は乏しい。ガルブレイスの例を引くまでも無く、バブルとその崩壊は人類史そのものである。

そもそも、当時時価ファイナンスに対し株価を下げずに OK のサインを発したのはマー

ケットそのものであったことを思い出す必要がある。当時のこの判断に疑問を挟むことは、マーケットへの不信頼と同値である。マーケットが信じられない状況下で、何を尺度にマーケット統治型経営を行えばよいかを問うことは形容矛盾に陥らざるを得ない¹⁰⁾。

いずれにせよ、経営規律の不足が、現在の閉塞状況をもたらしたとする議論は、日本経済の問題点を増幅した面は少なく無いとしても、本質的要因としては一般的な意味での景気循環の要素——今回の場合は、更に加えて大量の不良債権を抱えてしまった金融機関の痛みを合せて、「複合不況」(宮崎義一教授)と呼んでもよいが——の方が遥かに大きく、その意味では説得力に乏しい議論のように思われる。確かに、欧米の資本主義のように、マーケットの評価を基準にコーポレート・ガバナンスが行われていたかと言えば、その答えは No であろうが、だからといってそれが“資本の論理の貫徹”を阻害していたかと言えば、それは別の判断が必要となろう。

Ⅲ. 従来の日本のコーポレート・ガバナンス

——メインバンクへの評価——

日本では、従来メインバンクによるガバナンスによって、エージェンシー問題に伴うコストが避けられてきたと言われてきた。つまり、メインバンクは企業の最大手の貸し手であり、かつ安定的な大株主でもあることから、日頃の緊密な関係を通じて企業の内部情報を蓄積している可能性が高く、ガバナンスの担い手に適している他、貸し手と株主を兼ねているため、両者の利害対立の要素も少ない。こうした企業とメ

インバンクとの親密な関係は、最近の「情報の経済学」に基づく金融仲介モデルに絶好の説明素材を与えたことも¹⁾あって、80年代のメインバンク・ベネフィット論の代表的ロジックを構成していた。

またこれは、今後繰り返し出てくる点であるが、ガバナンスが具体的に問題となってくるのは、企業業績が好調の時より不調の時の方がはるかに多い。メインバンクの効用も不況期に現われると言うわけである。そこで、企業経営に問題が生じた時、メインバンクも持っている企業の方がその介入により早めに対応策が施され

ることが想定されることから、この仮説を巡る実証研究を見ておこう。

Kang and Shivdasani [1995] は、*Moody's International Manual* (1984) に掲載された日本の非金融企業270社を対象に、定例異動でない社長交代が行われた企業を取り出し、「企業のパフォーマンス」、「社長の年齢」、「同在任期間」、「過去の交代確率」、「上位10大株主の持株状況」といった説明変数に加え、「系列企業か否か」、「メインバンクを持つか否か」、「社外取締役を持つか否か」といったダミーを用いて、それらが社長交代の確率にどのような影響

表2 非日常的な社長交代の確率のロジット推計

説明変数	総資産利益率	株式の超過収益率	赤字か否か
切片	-14.63(0.0001)	-13.20(0.0001)	-14.74(0.0001)
社長の年齢	0.17(0.0001)	0.15(0.0001)	0.17(0.0001)
社長の経験年数	-0.02(0.5536)	-0.02(0.3439)	-0.02(0.3996)
過去の交代経験	-1.14(0.0207)	-0.95(0.0301)	-1.24(0.0127)
企業のパフォーマンス	-4.54(0.3865)	-0.05(0.9598)	-2.47(0.2325)
所属業種のパフォーマンス	-1.38(0.6991)	-0.31(0.2994)	-0.20(0.9848)
系列ダミー×企業のパフォーマンス	2.05(0.5912)	-0.19(0.8477)	1.20(0.2120)
メインバンク・ダミー×企業のパフォーマンス	-15.55(0.0426)	0.37(0.7715)	3.70(0.0114)
社外取締役・ダミー×企業のパフォーマンス	-2.52(0.5331)	0.62(0.4985)	1.34(0.1733)
BLOCK 2 × 企業のパフォーマンス	-8.20(0.2307)	-1.11(0.4282)	2.81(0.1249)
BLOCK 3 × 企業のパフォーマンス	6.92(0.1903)	-0.51(0.6947)	-1.30(0.4215)
BLOCK 4 × 企業のパフォーマンス	3.95(0.4986)	-1.47(0.2130)	2.20(0.1843)
系列・ダミー	-0.92(0.0180)	-0.59(0.0817)	-0.97(0.0220)
メインバンク・ダミー	-1.69(0.0607)	-0.32(0.5025)	-1.21(0.1175)
社外取締役・ダミー	0.06(0.8841)	0.08(0.8269)	0.10(0.8291)
10大株主の持株	0.04(0.0038)	0.03(0.0360)	0.03(0.0355)
標本数	1068	1185	1068
R ²	0.1824	0.1249	0.1846

注1) () 内はp値。

2) 横軸は、企業パフォーマンスの評価尺度による分類。

3) BLOCK 2 は、10大株主の持株比率が30%から35%の企業。BLOCK 3 は10大株主の持株比率が、35%から43%の企業。BLOCK 4 は10大株主の持株比率が、43%超の企業。

〔出所〕Kang and Shivdasani [1995] の Table 5 から作成。

を与えているかを説明するロジット・モデルを推計した。

表2から結果を見ると、企業のパフォーマンスは、それにいかなる指標を用いるかによって若干の差はあるものの、重回帰式の中で他の説明変数と組合せない単独の説明力を見ると、非定例的な社長交代に対しては有意な相関（企業パフォーマンスが悪い時に社長の交代が多い）が認められないものの、パフォーマンスを「総資産利益率（ただし、業種の影響を調整済み）」で代表させ、「メインバンク・ダミー」と組み合わせる時、負に有意な関係が現われ、「系列ダミー」と組み合わせる時、有意ではなくなるなど不安定な結果となっている。ただ、Kang and Shivdasani は、ここからメインバンクを持つ企業の方が持たない企業より、企業パフォーマンスと社長の非定例的交代との関係が強いという解釈を導いている。

表3は、この点を掘り下げ、メインバンクの有無によって、企業のパフォーマンスの差に応じて非定例的社長交代の確率にどのような差異が生じるかを見たものである。

「総資産利益率」が下位10%タイルの企業を上位10%タイルの企業とを比べて見ると、メインバンクが無い場合、「社長交代確率」が2.5pp（＝6.1%－3.6%）しか高まらないのに対

し、有る場合は、5.3pp（＝5.4%－0.1%）も向上している。つまり、メインバンクの存在によって、業績に応じた経営者の交代が相対的に促進されるという形で、ガバナンスが機能していたと解釈することも出来る。

ただ、実証研究によっては、企業の収益性を被説明変数とする重回帰分析を行う時、説明変数としての「メインバンク・ダミー」が負の有意性をしめすケース〔Weinstein and Yatchew 1998〕も見られ、かつそこで緊密な融資関係に係わるコストがメインバンク関係のメリットを上回る可能性が指摘されるなど、企業とメインバンクとの関係を巡る実証研究は決して安定的な結論を得るまでには至っていない。

しかし、現在上記のような日本企業のメインバンクによるガバナンス・システムは、再編を迫られていると言われて久しい。これは、①企業の銀行への資金ニーズが、経済の成熟化による内部資金の充実と直接金融の利用環境の整備（ストック面）と長期不況（フロー面）のために低迷していること、②メインバンクが同時に大株主であったのは株式の持合構造と表裏であったわけであるが、肝心の持合構造が大きく揺れていること、③非金融業のガバナンスを担っていたと言われるメインバンクのガバナンス自体も揺れていること____等に求められる。

表3 企業パフォーマンスによる非日常的な社長交代の確率

（単位：%）

企業パフォーマンスの指標	総資産利益率	株式の超過収益率	赤字か否か
メインバンク有りの企業の交代確率			
パフォーマンス劣位10%	5.4	4.0	15.2
パフォーマンス上位10%	0.1	2.4	1.1
メインバンク無しの企業の交代確率			
パフォーマンス劣位10%	6.1	5.8	8.0
パフォーマンス上位10%	3.6	3.0	3.5

〔出所〕Kang and Shivdasani [1995] の Table 6 から作成。

興味深いのは、③で議論されている“銀行のガバナンスの担い手は誰か?”という点である。株式についてはその多くが生保による保有を含めた広義の株式持合構造とセットである以上、銀行が一方的に統治されるという事はなく、また銀行の主たる資金提供者である一般預金者が統治者でありうるはずも無い。となれば、誰も銀行のガバナンスを遂行していないことになる。唯一の例外が、社会の決済機関として、かつ資金循環の仲介者として決定的重要性を持つ銀行の役割に注目する、当局(=大蔵省)によるガバナンスである。それがどのようなものであったかは、「箸の上げ下ろしまで」と形容されることから想像して余りあるものがある。

ここからは、「大蔵省→銀行→企業」と言う日本企業社会のガバナンス構造が3段階論的に浮かび上がってくる。つまり、日本企業のガバナンスは、究極的には当局によって行われていたという議論である。こうした議論からは、極端な見解ながら戦後日本の企業社会は資本主義社会ではなかったという見方さえ、あながち否定しきれないものがあるかのようにさえ見える。しかし、戦後日本経済がアングロサクソン型とは異なるにしても資本制的商品経済であったことは紛れも無い事実であることから、前述の現象を整合的に説明する義務を負うことになるが、残念ながら現段階では証明抜き結論を残すにとどめよう。

IV. 日本企業に関する先行する 実証研究

株式所有構造とコーポレート・ガバナンスの関連を直接論じた実証研究は決して多くない

が、それを非金融セクターと金融セクターに分けて整理してみよう。

1. 非金融セクター

この分野については、主要な論点ではなくとも副産物としてデータを提供しているものを含めると少なくない数の研究があるが、正面から取り上げた研究は意外に多くなく、例えば代表的論文として、①広田真一「日本の金融・資本市場とコーポレート・ガバナンス」[1996]、②米沢康博・宮崎政治「日本企業のコーポレートガバナンスと生産性」[1996]、③Lichtenberg and Pushner “Ownership Structure and Corporate Performance in Japan” [1994]等がある。

(1) 広田真一レポート

企業の収益性の指標として選んだ「付加価値/総資産」を被説明変数とし、説明変数として、「負債比率」、「上位10大株主持株比率」、「金融機関持株比率」、「役員持株比率」、「メインバンク融資比率」、「メインバンク持株比率」を揃え、かつ制御変数として、その後3年間の売上高成長率、「総資産(対数値)」、「付加価値/総資産(当年度)」、「産業ダミー」、「子会社ダミー」、「系列ダミー」、「オーナー型企業ダミー」を加えて重回帰分析を1982・1990の両年度について行い、以下の結果を得ている(表4参照)。

表4 企業の金融・財務面と経営の効率性

付加価値/総資産	ADVR	[対象会社]
負債/総資産	DEBT	
上位10大株主持株数/全株式数	TOP	1. 三菱総研「企業経営の分析」の掲載会社
金融機関持株数/全株式数	FI	2. 1982年度:490社
役員持株数/全株式数	EXE	3. 1990 “ :526社
メイン・バンク融資/負債	MLOAN	
メイン・バンク持株数/全株式数	MSTOCK	

(全サンプルの推定結果)

	1982年度 (N=490)	1990年度 (N=526)
負債比率 DEBT	0.052** (3.74)	0.026** (3.29)
株式の所有構造 TOP	0.018 (1.10)	0.012 (0.90)
FI	0.003 (0.22)	-0.002 (-0.15)
EXE	0.141 (0.90)	0.112 (0.81)
EXE2	-0.002 (-0.14)	-0.013 (-1.38)
メインバンク変数 MLOAN	-0.017 (-0.44)	-0.068** (-3.02)
MSTOCK	-0.014 (-0.14)	-0.186* (-1.67)
係数制約に関するF値	3.76**	3.74**
コントロール変数：以後3年間の売上高成長率、総資産の対数値、付加価値／総資産比率の当年度値、産業別ダミー、子会社ダミー、系列ダミー、オーナー型企業ダミー		
推定式の Adjusted R ²	0.908	0.927

係数推定値の下()内はt値(White [1980]のheteroskedastic-consistent standard errorsを用いて計算したもの)。

**, *は、それぞれ1%, 5%水準で有意。

(低成長企業の推定結果)

	1982年度 (N=245)	1990年度 (N=263)
負債比率 DEBT	0.077** (3.44)	0.029** (2.54)
株式の所有構造 TOP	0.013 (0.59)	0.022 (1.09)
FI	-0.007 (-0.26)	-0.019 (-1.26)
EXE	0.093 (0.42)	-0.055 (-0.34)
EXE2	0.009 (0.69)	-0.008 (-0.80)
メインバンク変数 MLOAN	-0.081* (-1.88)	-0.086** (-3.62)
MSTOCK	-0.117 (-0.92)	-0.214 (-1.08)
係数制約に関するF値	4.06**	3.75**
コントロール変数：全サンプルと同じ		
推定式の Adjusted R ²	0.912	0.904

係数推定値の下()内はt値(White [1980]のheteroskedastic-consistent standard errorsを用いて計算したもの)。

**, *は、それぞれ1%, 5%水準で有意。

(高成長企業の推定結果)

	1982年度 (N=245)	1990年度 (N=263)
負債比率 DEBT	0.026 (1.62)	0.011 (0.89)
株式の所有構造 TOP	0.005 (0.24)	0.009 (0.49)
FI	0.026 (1.23)	0.003 (0.18)
EXE	0.238 (1.58)	0.206 (0.96)
EXE2	-0.013 (-1.27)	-0.016 (-1.18)
メインバンク変数 MLOAN	0.028 (0.48)	-0.001 (-0.02)
MSTOCK	0.140 (0.85)	-0.216 (-1.46)
係数制約に関するF値	1.38	0.84
コントロール変数：全サンプルと同じ		
推定式の Adjusted R ²	0.909	0.940

係数推定値の下()内はt値(White [1980]のheteroskedastic-consistent standard errorsを用いて計算したもの)。

**, *は、それぞれ1%, 5%水準で有意。

(出所) 広田 [1996] の表2, 表3A, 表3B。

有意な説明力を確保した指標は、「負債比率(両年度)」、「メインバンク融資比率(1990)」、「メインバンク持株比率(1990)」だけで、株式所有構造がらみの変数はいずれも、有意な説明力を確保できていない。

次にコーポレート・ガバナンスの問題は企業が成熟・衰退期に入った時顕在化する傾向があるという McConnell and Servaes [1995] の議論を取り入れる形で、対象企業を、計測時点以後3年間の売上高成長率で2分し、高成長企業・低成長企業に分けて同じ計測を行い、次の結果が得られている。

有意な説明力を確保した指標は、低成長企業集団の「負債比率(両年度)」、「メインバンク融資比率(1990)」だけで、株式所有構造がらみの変数はいずれも、また、成長企業集団は全ての変数について、有意な説明力を確保できていない。

以上の実証分析からのメッセージを一言で要約すれば、企業金融の経営効率化のメカニズムの内、唯一負債の規律のみが有効に機能している、と言うことであろう。

尚、対象企業は、三菱総研「企業経営の分析」掲載の全社で、1982年度は490社、1990年度は526社である。

(2) 米沢＝宮崎レポート

企業の収益性指標として、コブ・ダグラス型生産関数を想定した上での「全要素生産性」を用い、それを被説明変数とし、説明変数として、「各セクター別株式保有比率」、「上位10大株主保有比率」、「役員保有比率」、「従業員1人当たり総資産（対数値）」、「従業員数（対数値）」、タイムダミー、メインバンクダミー、系列ダミーを用意して重回帰分析を行っている（表5参照）。

結果を見ると、株主構成関係の変数の内、

表5 生産性に関するパネル分析の結果
(全サンプル, Variance Components)

	係数	t 値
政府等保有比率 (%)	-0.0269	-0.75
金融機関保有比率 (%)	0.0046	3.13**
証券会社保有比率 (%)	-0.0225	-6.25**
その他法人保有比率 (%)	0.0004	0.34
外国法人等保有比率 (%)	0.0113	6.48**
上位10大株主保有比率 (%)	0.0048	3.88**
役員保有比率 (%)	0.0087	5.99**
log(総資産/期末従業員数)	0.7217	25.41**
log(期末従業員数)	-0.0850	-4.45**
time dummy 85	0.3086	9.29**
time dummy 86	0.2366	7.25**
time dummy 87	0.0611	1.91*
time dummy 88	0.1715	5.53**
time dummy 89	0.3124	10.37**
time dummy 90	0.3326	11.27**
time dummy 91	0.3613	12.35**
time dummy 92	0.2589	8.91**
time dummy 93	0.0558	1.91*
系列ダミー	0.9884	2.25*
定数項	-1.3588	-7.36**

$R^2=0.3277$, adj $R^2=0.2412$ * : 有意水準 5 % 有意

** : 有意水準 1 % 有意
[出所] 米沢＝宮崎 (1996) の表 3。

「金融機関」と「外人」が有意にプラスとなっている他、「上位10大株主保有比率」及び「役員保有比率」がプラスに有意となっている。また、公刊された表には省略されているものの、著者の記述に依れば、「メインバンクダミー」はプラスではあっても有意では無いとのことである。

本レポートの場合、株式保有構造だけを問題とし、負債を全く無視している点が広田レポートと大きく方法を異にしているが、株式保有構造の影響が本レポートは有意にプラスに、広田レポートは有意性も持たないという全く逆の結果となっていることは興味深い。

対象会社は、東証 1・2 部上場の機械業 227 社、電気機器 252 社とし、対象機関は 1984－1993 年とする。

(3) Lichtenberg and Pushner レポート

前述の米沢＝宮崎と同じく「全要素生産性」を企業の収益性の尺度（被説明変数）として、「金融機関保有比率」、「事業法人保有比率」、「個人保有比率」、「上位10大株主への集中度」、「役員保有比率等」を説明変数とする重回帰分析及び全要素生産性との単相関分析を行ったものに本稿がある。尚、彼等は、「全要素生産性」に加えて、「総資産事業利益率」を企業の収益性の尺度（被説明変数）とする計測を同時に行っているが、概ね結果は、前者を追認する結果となっているという（表6参照）。

彼等の実証分析の結果から得られる主要なメッセージは、「金融機関保有比率」が、企業収益性を示す二つの尺度のいずれに対しても有意に、プラスの相関を示している点である。「役員の保有比率」もほぼ準じた結果となっている。

表6 株式所有構造と全要素生産性との回帰分析 (1976~1989)

所有セクター				
金融機関	0.1(4.0)	0.12(8.2)	0.15(8.2)	
事業法人	-0.07(-3.6)	-0.05(-0.41)	-0.04(-2.8)	
個人	-0.03(-0.15)			
経営者			0.04(1.7)	
特金		0.41(3.0)		
証券会社		-0.28(-4.1)		
公共セクター		0.37(1.1)		
外人		0.04(1.8)		
10大株主				-0.13(-10.9)
切片	0.01(0.5)	-0.01(-2.0)	-0.03(-3.0)	0.07(10.4)
R ²	0.012	0.015	0.014	0.008
標本数	15919	15919	15804	15861

〔出所〕 Lichtenberg and Pushner [1994] の Table 2 から作成。

表7 ROEと大株主持株比率との回帰分析 (1979~1984)

説明変数	系列企業	非系列企業
切片	-0.007(0.2)	0.2(1.7)
資本支出／売上高	0.46(1.6)	0.95(2.3)
広告費／売上高	0.18(2.5)	0.07(0.5)
研究開発費／売上高	-0.1(0.5)	0.2(0.3)
総資産	-0.73(0.4)	-12.0(0.4)
β値の標準誤差	-0.21(1.0)	-0.70(1.5)
上位五大株主の持株比率	0.01(0.6)	0.11(0.6)
標本数	85	58
修正R ²	0.16	0.24
F値	2.5	2.2

注1) () 内は、t値。

2) 総資産の係数は、10を乗じる必要がある。

〔出所〕 Prowse [1992] の TableⅧから作成。

尚、本稿の対象会社は非金融業に属する1,241社、対象期間は、1976-1989年となっている。

(4) Prowse レポート

企業収益性との関係を主要課題とした論稿では無いが、日本の株式所有構造そのものを正面から見据える中で、この論点に関する実証デー

タも提供している論稿として本稿がある。

「ROE」を被説明変数に、説明変数として、「資本支出／売上高」、「広告宣伝費／売上高」、「調査研究費／売上高」、「総資産」、「β値の標準誤差」、「上位5大株主の持株比率（対数値）」を説明変数とする重回帰分析を行い、「上位5大株主の持株比率」の係数を見ると、Nakatani [1984] に従って分けた系列グループ、独立系グループいずれについても係数はプラスとはなっているものの、統計的に有意とはなっていない（表7参照）。

つまり、大株主への持株の集中度の高い企業ほど収益性が高いとは言えないことをこのデータは示している。

2. 金融セクター

この分野については、絶対数が極めて少なく、①橋本=岡村¹²⁾「金融機関とコーポレートガバナンス」[1997]、②Horiuchi=Shimizu “Did Amakudari Undermine the Effectiveness of Regulator Monitoring in Japan?”

[1998] ③斎藤達弘「銀行経営の自己株式所有とインセンティブ」[1999] ④家森信善「監督当局からの再就職と銀行の経営戦略の選択」[1997] が目に付く程度の段階にある。

事前に、4者の方法論上の立場を整理してみると以下になると思われる。①と③が金融セクターのガバナンスを特殊視することなく、非金融セクターのガバナンス構造を探るための方法論をオーソドックスに金融セクターにも適用したものであるのに対し、②と④は、金融機関のガバナンスは、元々預金者の代理人としての金融当局によって担われるべきものであるという思想の下に、情報の非対称性による資金の出し手（投資家、預金者）と資金の借り手（金融機関）の利益相反の下では、金融当局の規制がいずれか一方の利益を拡大してしまいかねない懸念をチェックしたものである。

ただ、当局がその強大な権限を行使して成果を挙げたとしても、その分配に与えられるわけではなく、そのパフォーマンスも市場の評価に晒される訳でもない。このような場合、権限を有する者が、自己の私利私欲のためにそれを行わせる可能性があることはエージェンシー理論の初歩である。俗に言う「官僚とMOF担の癒着」も少なくとも理論的には充分ありうることなのである。

(1) 橋本＝岡村レポート

従業員1人当たり付加価値額を被説明変数に、説明変数として「従業員数」、「総資産額」、「10大株主集中度」、「生保持株比率」、「各銀行を示すダミー」を用意する重回帰分析を行い、当初「10大株主集中度」の係数の統計的有意性は充足されなかったが、その後“操作変数法”による推定に切り替えることによって、同説明

表8 橋本＝岡村氏の実証分析

$$(1)y_{it}=b_1 \times x_{1it}+b_2 \times x_{2it}+b_3 \times x_{3it}+ \quad +D_i+e_{it}$$

$$(2)y_{it}=b_1 \times x_{1it}+b_2 \times x_{2it}+ \quad b_4 \times x_{4it}+D_i+e_{it}$$

(iは各銀行、tは年に対応している)

y: log (従業員1人当たり付加価値額), x_1 : log (従業員数), x_2 : log (総資産額), x_3 : (10大株主集中度), x_4 : (生保持株比率), D_i : 各銀行ごとのダミー変数, e_{it} : (誤差項: 誤差項は互いに独立していると仮定)

銀行の株式所有構造と経営の効率性

(** : 1%水準で有意, * : 5%水準で有意)

	(1)		(2)	
	係数	t 値	係数	t 値
10大株主集中度	0.25	0.64		
生保持株比率			-9.89**	-4.07
log (従業員数)	0.76**	3.07	0.84**	3.79
log (総資産額)	-0.73**	-3.33	-0.93**	-4.40
Adjusted R-squar	0.66		0.61	

銀行の株式所有構造と経営の効率性 (操作変数法による推定)

(** : 1%水準で有意, * : 5%水準で有意)

	(3)		(4)	
	係数	t 値	係数	t 値
10大株主集中度	3.01*	2.01		
生保持株比率			-12.6**	-4.13
log (従業員数)	5.49*	2.42	2.47**	3.70
log (総資産額)	-3.70*	-2.55	-2.01**	-4.20
Adjusted R-squar	0.30		0.61	

変数の5%の有意性が確保されている(表8参照)。

尚、対象会社は、都銀10行、長信銀3行、信託7行の計20行であり、1988-1995年度を網羅している。

(2) Horiuchi＝Shimizu レポート

金融当局によるモニタリングという規制が何らかの便益を齎したか否かを直接計測することは困難であることから、金融当局によるガバナンスの目的は銀行の資産価値の減少リスクの軽減化にあることに着目し、銀行のリスクをガバナンスの代理変数として、天下りの受入との関連を調べた。その際、銀行のリスクとして、事

表9 地銀を対象とした天下りと企業パフォーマンス

パネルA：1980-1984

	大蔵省+日銀	大蔵省	日銀	非天下り
自己資本比率	2.648***	2.738***	3.484	3.575
支店数成長率	3.388	3.325	3.047	3.006
総資産成長率	8.736	7.908	7.953	7.984
ROE	8.001	8.096	8.456	7.604

パネルC：1990-1994

	大蔵省+日銀	大蔵省	日銀	非天下り
自己資本比率	3.427***	3.698**	3.696*	4.046
支店数成長率	1.871	1.853	1.795	1.698
総資産成長率	1.985	2.570	2.359	2.405
ROE	4.054	4.148	4.809	4.950
不良債権比率	4.225***	3.843**	2.761	2.159

***：「非天下り」と1%で有意に異る，**：同2.5%で有意，*：5%で有意。

〔出所〕Horiuchi and Shimizu [1998] のTable 5から作成

前的リスクとして、「自己資本比率」を、事後的リスクとして「不良債権比率」を用いた。この他、オーソドックスに銀行の収益性、成長性を示すデータもチェックしている。

具体的には、調査対象を、当局からの天下りを受け入れているか否かによって、(大蔵+日銀)系、大蔵系、日銀系、独立系に分け、「自己資本比率」、「支店数の成長率」、「総資産の成長率」、「ROE」、「不良債権比率」の各指標に、3種の天下り系集団が各々独立系集団との間に有意な差異があるか否かをチェックした。統計上の有意性を示したのは、対象期間に係わりなく、銀行のリスクを示す「自己資本比率」と「不良債権比率」だけであり、かつその結果は、「自己資本比率」の方は天下り系集団の方が低位となり、「不良債権比率」の方は天下り系集団の方が高くなっている。結局、天下り系集団のガバナンスは不十分であったということになる。これを、元々リスクが高いから天下りを必要としたと解釈することも可能であるが、

天下りにも係わらずリスクが高い、即ちガバナンスが不十分であると解釈することも可能である(表9参照)。

尚、調査対象会社は、1996.3期に存在していた地銀125社であり、対象期間は1980-1984, 1985-1989, 1990-1994の3期間に分かれている。

(3) 斎藤達弘レポート

「総資産利益率」を被説明変数に、説明変数として「銀行経営者の自己株式持分比率」、制御変数として「自己資本/預金比率」、「総資産」を説明変数に加えた重回帰式(1)、「銀行経営者の自己株式持分比率」を被説明変数に、説明変数として「総資産利益率」、制御変数として「volatility」、「市場ベータ(or業種ベータ)」、「非市場リスク(非業種リスク)」を加えた重回帰式(2)、「自己資本/預金比率」を被説明変数に、説明変数として「銀行経営者の自己株式持分比率」、「株式所有集中度」、制御変数

表10 銀行経営者の自己株式持ち分比率の決定要因の分析結果

パネルA	TOPIX			金融・保険業種インデクス		
	(A 1)	(A 2)	(A 3)	(A 1)	(A 2)	(A 3)
ACPR		0.483 (0.76)			1.045 (0.55)	
DIROWN	0.192 (0.11)		1.051 (0.08)	-0.014 (0.82)		0.885 (0.00)
CADEPO	-0.022 (0.61)			0.050 (0.27)		
TOPTEN			-0.059 (0.02)			-0.060 (0.00)
VOL		-0.33 (0.06)			-0.021 (0.32)	
BETATPX		-0.154 (0.49)				
RESTPX		0.064 (0.91)				
BETAFIN					-0.281 (0.34)	
RESFIN					0.831 (0.05)	
LASSET	-0.070 (0.63)		-0.325 (0.53)	-0.303 (0.01)		-0.725 (0.03)
Adjusted R ²	0.633	0.814	0.768	0.632	0.824	0.776
パネルB	TOPIX			金融・保険業種インデクス		
	(M 1)	(M 2)	(M 3)	(M 1)	(M 2)	(M 3)
MEBE		1.956 (0.21)			0.652 (0.20)	
DIROWN	-1.380 (0.00)		1.051 (0.08)	-0.459 (0.03)		0.885 (0.00)
CADEPO	-0.593 (0.00)			-0.432 (0.00)		
TOPTEN			-0.059 (0.02)			-0.060 (0.00)
VOL		-0.040 (0.03)			-0.158 (0.12)	
BETATPX		-4.094 (0.19)				
RESTPX		-6.893 (0.22)				
BETAFIN					0.983 (0.34)	
RESFIN					2.691 (0.06)	
LASSET			-0.325 (0.53)			-0.725 (0.03)
Adjusted R ²	0.784	0.815	0.768	0.770	0.825	0.776

注) サンプルは、1980年3月末時点で上場している地方銀行39行で、大阪銀行および第二地方銀行を含まない。計測期間は、1984年度から1995年度までの12年間である。推定方法は、two-way fixed effects modelによる二段階最小二乗法である。() 内はp値である。

[出典] 斉藤 [1999] の表4。

[表10上の変数の定義]

銀行経営者の自己株式持ち分比率 (DIROWN)

株式所有集中度 (TOPTEN)

総資産利益率 (ACPR)

時価/簿価比率 (MEBE)

総資産 (LASSET)

自己資本/預金比率 (CADEPO)

ボラティリティ (VOL)

市場ベータ値 (BETATPX)

業種ベータ値 (BETAFIN)

非市場リスク (RESTPX)

非業種リスク (RESFIN)

として「総資産」を加えた重回帰式(3)の3本の連立同時方程式を用意した上で、各々の方程式について回帰分析を行っている。これは、従来の研究が経営者の自己株式所有からの企業パフォーマンスへの一方的因果関係を想定していたが、前者も後者の影響を受ける面を考慮すると、同時方程式モデルの方がふさわしいとする Loderer and Martin [1997] を踏襲したものである。

結果をみると、「総資産利益率」を企業パフォーマンスの尺度とした場合、「銀行経営者の自己株式持分比率」の係数は、いずれの市場インデックス（TOPIX と金融保険業インデックス）を用いた場合も有意とはなっていない（表10参照）。

また、企業パフォーマンスへの尺度にトービンの q の代理変数として PBR を使ったケース

についても、「銀行経営者の自己株式持分比率」の係数は有意にマイナスとなっている。

つまり、総括的に言えば、銀行経営者の自己株式所有は、インセンティブ・システムとして有効に機能していないことになる。

尚、調査対象企業は、1980年3月末時点で東証に上場している地銀（第2地銀を含まず）39行で、期間は1984-1995年度の12年間となっている。

（4）家森レポート

従来の分析が、天下りの有無等によって分けられた二つの集団間で、単一の経営指標に差があるか否かの形で検証されてきたが、家森レポートでは、複数の財務指標を集約し、似た者同士をまとめるクラスター分析によって銀行を7グループに分類した後、特定のクラスに天下

表11 各クラスターの人的系列の分布（1990年3月）

銀行数

	取締役の出身による判定				頭取の出身による判定				合計
	大蔵系	日銀系	都銀系	独立系	大蔵系	日銀系	都銀系	独立系	
4 a	9	5	5	0	1	0	1	10	12
4 b	5	6	5	1	3	1	0	4	8
4 c	7	5	8	1	1	0	5	5	11
4 d	5	2	8	0	2	0	1	5	8
4 e	30	22	31	4	10	7	13	18	48
5 a	2	3	3	4	1	1	1	7	10
5 c	8	9	10	2	2	3	1	14	20
その他とも合計	78	60	77	12	22	14	27	69	132

比 率

	取締役の出身による判定				頭取の出身による判定				合計
	大蔵系	日銀系	都銀系	独立系	大蔵系	日銀系	都銀系	独立系	
4 a	75%	42%	42%	0%	8%	0%	8%	83%	12
4 b	63%	75%	63%	13%	38%	13%	0%	50%	8
4 c	64%	45%	73%	9%	9%	0%	45%	45%	11
4 d	63%	25%	100%	0%	25%	0%	13%	63%	8
4 e	63%	46%	65%	8%	21%	15%	27%	38%	48
5 a	20%	30%	30%	40%	10%	10%	10%	70%	10
5 c	40%	45%	50%	10%	10%	15%	5%	70%	20
その他とも平均	59%	45%	58%	9%	17%	11%	20%	52%	132

〔出典〕家森 [1997] の表2。

り系(大蔵系、日銀系)が集中しているか否かが検証されている。

具体的には七つのクラスターの夫々について、それに属する銀行を頭取の出身母体別に大蔵系、日銀系、都銀系、独立系の4系列に分類してみると、特定のクラスターに大蔵系の銀行が集中していると言った現象は観察されなかったし、日銀系、都銀系についても同様であった。より正確に言えば、あるクラスターに特定の系列が多いという傾向が全くないわけではないが、いずれも統計的に有意な差異ではなかったということである(表11参照)。

以上の結果は、1990年3月期のデータを使って一定以上の銀行数が確保された地銀・第2地銀(132行)を対象とする分析によるものであるが、バブル後の1995. 3期のデータによって、頭取基準で六つのクラスター(同、129行)についてみると、全体の平均値と際立った相違のあるクラスターは一つもなかったことが報告されており、最初の分析を追認する結果となっている。

結局、家森レポートによれば、天下りの受け入れが銀行に特定の経営戦略をとらせているという傾向は見受けられないという結論が導かれる。勿論、この事実に対する解釈として、銀行経営が経営者の個性を発揮出来ないほど規制されているという見方が成立する余地は残るものの、一応天下りによる銀行経営への際立った影響は見とめられないと解釈出来る。

1・2の分野の実証結果を前提とすると、説明変数を株式所有構造に限定するもの、負債構造を同時に考慮するもの等方法論に違いがあることもあって実証研究毎に結果はバラバラであるが、それを無視し、あえて総括すると、以下

の構図が三段論法上は浮かび上がる。

非金融セクターの $CG = f(\text{金融セクター})$

金融セクターの $CG = f(\text{株主集中度})$

$\therefore$ 非金融セクターの $CG = f(\text{株主集中度})$

しかし、この図式は、非金融セクターのCGを対象とした実証結果からは直接には棄却されているだけに、その信憑性は直感的にも高くなく、むしろ金融セクターのCGは、“当局”に握られているとする方が、まだもっともらしく、直感的とはいえ多数説であろう。ただ、ここで紹介した先行研究によれば、この直感を支持する実証結果が得られていないことが、問題を複雑にしている。

とりあえずこの直感に従えば、三段論法上には、以下の図式となる。しかし、これは前述したように“官制高地”型とはいえ、資本主義と言えるだろうか? 戦後日本経済が資本主義であったことは論じるまでも無いことから、この推論はどこかに誤りがある可能性の方が高い。

非金融セクターの $CG = f(\text{当局})$

V. 結びに代えて

本稿は、『コーポレート・ガバナンス論』が問うている課題が、経済学的にどういう意味があるのかを問うことから議論を始めた。つまり、『コーポレート・ガバナンス論』は、所有と経営の分離の企業経営への影響を議論しているわけであるが、この分離によっても、資本制的商品経済下の企業経営の本質的ありように変化があるはずは無いと言うのが本稿の基本認識である¹³⁾。その意味では、先行する実証研究の結論に一定の方向へ収斂するトレンドを見出したいことは、本稿の基本認識とむしろ整合的ですらある。

ただ、最も本質的次元に変化がなくてもより現実的次元での影響は少なくない。これを称して、ネーミングの是非はともかく、「経営学的課題」と本稿では言っている。こうした位置付けの中、日本のコーポレート・ガバナンスを巡る議論を鳥瞰する時、この課題を解明するためには、金融セクターのコーポレート・ガバナンスの実証研究がキーとなるように思われる。この点をターゲットに据えた実証研究はあまりにも少ないのが現状であるが、本稿ではその中から4編のレポートを取り上げてみたが、いずれの計測結果も直感的な説明力を有する『金融当局＝ガバナンス説』を支持する結果をもたらしていない。

また、日本の金融セクターの第2の柱となる“生保”の場合、コーポレート・ガバナンスの担い手の候補足り得るのは、橋本＝植松〔1998〕が既に取り上げておられるように株主＝債権者に擬せられる『社員総代』ではありえないことから、やはり『金融当局』以外に考えられないことは、問題を深刻にしている。

注

1) このエージェンシー問題を解決するための方策として、株主と経営者との間で想定される状況に応じた契約の締結がベストであるが、現実には包括的契約は有り得ず、不完全契約とならざるを得ない。その場合、エージェンシー問題が部分的に残り、それへの対処のためにガバナンス構造問題が生じる。

2) 例えば、深尾・森田〔1997〕を参照。

この「ステーク・ホルダー間の調整者としての経営者」という視点についてであるが、企業の支配的株主が、古典的には、自然人としての大金持である“資本家”であったものが、法人としての機関投資家に代替していく時、後者の背後にあるのは、多くの様々な零細小口投資家であることから、株主としての彼等の利害をそれなりに会社経営に反映させねばならないが、当然のことながら彼等の利害は一枚岩であろうはずも無く、その間の調整が必要となることから、そのことを“様々な利害関係者＝ステーク・ホルダーの調整”と称することがあるようである。しかし、これは少数意見であろう。

こうした流れを反映してか、証券投資の対象企業を選ぶ際、企業収益以外の基準—例えば、環境や地域への貢

献度—を持ち込む「社会的責任投資（SRI）」と呼ばれる金融商品も現れている。例えば、『社会派』投信・年金、米で台頭（『日経金融新聞』1997.12.9）、「日興アセット、専門コンサルタント＝グッドバンカー社と提携して国内初の“エコファンド”を設定」（同1999.8.9）等を参照。

3) こうした動きは、日本にも波及しつつあり、例えば、「大手資産運用会社、経営側提案に反対辞さず」（『日経金融新聞』1999.4.16）等を参照。

4) CalPERSについては、Smith [1996]、Lens Fund については三和 [1999] が詳しい説明をしている。尚、この種の実証研究については、Wahal [1996] や Nesbitt [1994] 等を参照。

5) 加護野 [1999] は、こうした傾向の極端な例として次のように述べている。「ポートフォリオの中でソニーの株式を大量に持っている機関投資家は、その競争相手である松下電器産業の議決権を否定的に行使すると発表することで、ポートフォリオ全体の価値を高められるかもしれない」とし、機関投資家がサイレントパートナーに徹するという Activism 以前の原則は、実は多数の株主の利益を守るという意味での合理性を持っているという示唆に富んだ結論を導いている。

加護野は更に「健全で活力ある企業経営を促す企業統治の基本は、長期的なコミットメントをもつ株主の持株比率向上である」とし、“短期保有株主の議決権への制限”まで提案している。

6) この他、監査役（会）の役割があるが、その任命プロセス等を介してその独立性に問題が多く、少なくとも現状では十分に機能していないと認識されることから、ここでは省略する。

7) 『株主総会の形骸化』は、「株主による会社経営者のコントロールという会社法のメカニズムが公開会社の多くにおいては株主総会の無機能化により、十分に機能していないことは、改めて指摘するまでもなく周知の事実である」ことから当然改善されるべきであるといった“常識”に対する倉澤 [1999] の次の反論は、十分吟味されるべきであろう。

「仮に『形骸化』の改善が可能だとしても、それが望ましいことだろうか。各株主が自らの意志に基づいて議決権を行使すれば、効率的な結果が導かれるのであろうか。株式会社制度は、会社経営を経営のプロであり、立場上多くの情報を持つことになる経営者に経営を基本的に委ね、それによって相対的に効率の良い経営を進めるための制度と考えるべきである。経営者の行動を一つ一つ監督したり、重要な議案の一つ一つに自らの意志を表明するには、大きなコストがかかる。株式会社とは、こうしたコストを節約するための工夫なのである。——中略——総会に出席し、意志を表明することにコストがかかる上に、各株主に『株式の売却』という効果的代替手段が存在することを考えれば、株主総会の現状を『形骸化』として捕らえ、それを直ちに『是正すべき問題』と考える必要はさらさら無い。」

8) 仁科 [1999]・浅野 [1999b] がこの問題を巡って正反対の立場から論じている。主要な論点は、企業の評価

の際マーケットの評価をどこまで取り入れるべきかと言う点にあるが、ある意味で最も根源的な課題であるだけに、いまだに決着がついていないことは驚くべきことである。

- 9) 日本企業の収益性の低下を、企業統治構造の変化による投資の切捨率(=資本コスト)の低下に求め、日本におけるコーポレート・ガバナンス論の一つの型の端緒となったのが、渡辺・山本 [1992] である。
- 10) コーポレート・ガバナンス論の本質を、「企業統治の柱は“株式市場の規律”に求める」見方と把握した上で、その内容をなす「株価の大小による資金の効率的配分機能=株価パラメーター機能論」は、株価のもう一つの本質である、“砂上の楼閣論=株価は対象企業のファンダメンタル・バリュウ(FV)によって決まるのでは無く、人気投票によって決定される”によってプライシング・プロセスが歪められるため、実は絵空事にすぎないのであり、従って株価パラメーター論に依拠するコーポレート・ガバナンス論もその存在基盤が揺らがざるをえないという批判を展開したのが渡部 [1998] である。
これは、「コーポレート・ガバナンス論」の名を借りた、“株式市場の存在意義論”となっているものの、その限りでたいへん興味深く、FV派が砂上の楼閣論派かという意味で株式市場論の一つの典型であることは間違い無い。そればかりか、もしかしたらこの見方の方が真実かもしれない。ただそうであるなら、株式市場は巨大なカジノでしかないことになり、そこにマクロの資金配分機能を委ねるわけにはいなくなる。本稿は、この問題に深入りするものではないが、渡部 [1998] の議論はたとえ株式市場存在意義論としての的を射ていたとしても、その株価パラメーター論は、残念ながら「配当コスト論」を主軸としており、資本コストの適切な理解に立っているとは言えないことを指摘しておくと共に、その主張が正確な資本コスト論に立っても尚成立するか否かに注目したい。
- 11) この分野は、「契約と組織の経済学」と呼ばれ、新古典派経済学のメインストリームであるミクロ経済学の中でも現在最も注目されているフィールドであることは事実であり、その意味では経済学の最先端とも言えないことは無く、その限りでは先の議論と矛盾する。この議論によって確かに、今まで経済学の分析対象の外にあった制度・慣習・法律等に進出したことは、経済学の進歩に違いないものの、“歴史科学”としての経済学の視点から見ると、各経済主体の行動原理への説明力は向上するなど、より現実味を増してきているものの、“切れ味”はかえって不鮮明化しているという印象を必ずしも拭ききれない。
- 12) この問題に関する両者の議論としては、橋木 [1998]、岡村 [1997]、[1998] 等がある。
- 13) この問題を巡って、現代経済学の最先端フィールドの一つである『契約と組織の経済学』の日本でのフロントランナーの一人、伊藤 [1999] は、「例えば、会社の株主と会社の所属する地域社会の利益が対立する時、どちらを優先する決定を行うかは、本来その決定がもたらす付加価値の高い方の決定が選ばれるべきであり、盲目的

に株主利益最大化とはならないはずである」と主張するが、その根拠となると、とたんに歯切れが悪くなる。つまり、結論はモデル如何であり、「各利害関係者に、会社適切な水準の資本を提供するインセンティブを与える費用がかからない」という意味で理想的な世界を前提とすれば、「全ての利害関係者の利益を考慮せよ」という主張となるが、「企業とは契約の束」とみなすモデルを前提すれば、「株主の利益を最大化せよ」という主張となる。ただ、後者の議論も、契約の不完備性を考慮すると、株主以外の関係者への支払いが事前の契約によって確実なものとして保護されるからこそ残余請求者の立場にある株主の利益最大化が正当化されるという前提が成立しなくなるため結論は混沌としてくるという。

ここで、問題を最初に戻すと、伊藤 [1999] の最初の主張(前述)は、社会的存在としての企業の立場を考慮すれば当然のように見えるが、本稿の立場は、“企業間競争は、企業に地域社会の利益を優先することを許すはずが無い”、換言すると、“大企業の内部に民主主義的な基準をいかに内在化出来るか”(渋谷博史 1999, mimeo)という現代の課題に対しては、原理的に大きな期待は持てないというものである。仮に企業間競争を超えようとすると、このグローバル競争の時代、国際的規制をかける他無いが、そのような権限を持つ国際機関は存在しないし、世界政府が成立する見込みも資本制の商品経済の本質からしてあろうはずも無い。「エージェンシー理論」及びその発展系としての「契約の経済学」が、問題をよりきめ細かく整理しているものの、結局、問題を複雑化するだけで明確に解決しえないのも、彼等の分析視角の限界を思う時不思議ではない。

参考文献

- Agrawal, A. and Knoeber, C.R. [1996], “Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, No. 3.
- Byrd, J., Parrino, R. and Pritsch, G. [1998], “Stockholder-Manager Conflicts and Firm Value”, *Financial Analysts Journal*, May. / June.
- Carleton, W.T., Nelson, J.M. and Weisbach, M.S. [1998], “The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF”, *Journal of Finance*, Aug.

- Horiuchi, A. and Shimizu, K. [1998], "Did Amakudari Undermine the Effectiveness of Regulator Monitoring in Japan", mimeo.
- Kang, J-K. and Shivdasani, A. [1995], "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan", *Journal of Financial Economics*, 38.
- Karpoff, J.M., Malatesta, P.H. and Walkling, R.A. [1996], "Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence", *Journal of Financial Economics*, 42.
- Lichtenberg, F.R. and Pushner, G.M. [1994], "Ownership Structure and Corporate Performance in Japan", *Japan and the World Economy*, 6.
- McConnell, J.J. and Servaes, H. [1990], "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, 27.
- McConnell, J.J. and Servaes, H. [1995], "Equity Ownership and the Two Faces of Debt", *Journal of Financial Economics*, 39.
- Milgrom, P. and Roberts, J. [1992], *Economics, Organizations and Management*, Prentice-Hall, (奥野他訳『組織の経済学』NTT出版, 1997)。
- Morck, R. and Nakamura, M. [1999], "Banks and Corporate Control in Japan", *Journal of Finance*, Feb.
- Nakatani, I. [1984], "The Economic Role of Corporate Financial Grouping" in M.Aoki, ed. *Economic Analysis of the Japanese Firm*, Amsterdam: North-Holland.
- Nesbitt, S.L. [1994], "Long-term Rewards from Shareholder Activism: A Study of the CalPERS EFFECT", *Journal of Applied Corporate Finance*, winter.
- Prowse, S.D. [1992], "The Structure of Corporate Ownership in Japan", *Journal of Finance*, July.
- Smith, M.P. [1996], "Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS", *Journal of Finance*, Mar.
- Wahal, S. [1996], "Pension Fund Activism and Firm Performance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, No. 1.
- Weinstein, D.E. and Yafeh, Y. [1998], "On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan", *Journal of Finance*, Apr.
- 浅野幸弘 [1999 a], 「ビッグバンとコーポレート・ガバナンス」吉野直行・浅野幸弘・川北英隆編『日本型金融制度改革』有斐閣選書。
- [1999 b], 「ROE, EVA と企業評価」『現代ファイナンス』No. 5.
- 伊藤秀史 [1999], 「現代の経済学における株主利益最大化の原則－契約の不完備性と人的資本の見地から－」『商事法務』No. 1535.
- 小佐野広 [1999], 「企業統治と金融システム」やさしい経済学『日本経済新聞』3 / 3 ~ 3 / 10.
- 岡村秀夫 [1997], 「銀行経営のガバナンス」『証研レポート』, 12月。
- [1998], 「銀行の経営環境とその変化－株式所有構造と経営効率性－」『証研レポート』4月。
- 加護野忠男 [1999], 「企業統治改善株主の無責任正す制度を」経済教室, 『日本経済新聞』, 7 / 23.
- 倉澤資成 [1999], 「株主総会の決定プロセス」三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』, 東京大学出版会。
- 斎藤達弘 [1999], 「銀行経営の自己株式所有とインセンティブ」『日本経済研究』No. 38.

- 柴垣和夫 [1995], 「資本と企業の経済理論・補遺－企業論・コーポレート・ガバナンス論との関連で－」『証券経済研究』No. 19.
- 胥鵬 [1996], 「経営者インセンティブ」伊藤秀史編『日本の企業システム』, 東京大学出版会。
- [1998 a], 「日本企業のコーポレート・ガバナンス」『社会科学研究』, Vol. 50, No. 1.
- [1998 b], 「株式持合, 所有構造, 資本構成と規制の総合作用」『経済志林』, Vol. 66, No. 1.
- 染宮秀樹 [1998], 「米国コーポレート・ガバナンスの展開: 株主と経営者の攻防」『財界観測』, 7/10.
- 谷川寧彦 [1999], 「最近の企業経済学について」『現代ファイナンス』No. 5.
- 橋木俊昭・岡村秀夫 [1997], 「金融機関とコーポレート・ガバナンス」(1997年度理論・計量経済学会報告論文)。
- 橋木俊昭 [1998], 「誰が金融機関を統治・監視するか」『論争 東洋経済』, 1月。
- 橋木俊昭・植松千裕 [1998], 「生命保険相互会社のコーポレート・ガバナンスを巡る問題について」, 『文研論集』No. 123.
- 仁科一彦 [1999], 「企業経営のパフォーマンス指標について」『現代ファイナンス』No. 5.
- 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」橋木俊昭・筒井義郎編『日本の資本市場』, 日本評論社。
- 深尾光洋 [1998], 「日本の金融システム不安とコーポレート・ガバナンス構造の弱点」『三田商学研究』Vol. 41, No. 3.
- 深尾光洋・森田泰子 [1997], 『企業ガバナンス構造の国際比較』, 日本経済新聞社。
- 水口 宏 [1993], 「日本大企業における『株式会社』の蘇生－経営者支配の克服による株主権の実質的回復－」『財界観測』, 5/10.
- 三戸 浩 [1998], 「会社支配論と企業統治論」『横浜経営研究』Vol. XX No. 2.
- 三和裕美子 [1999], 『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス』, 日本評論社。
- 家森信善 [1997], 「監督当局からの再就職と銀行の経営戦略の選択」『経済科学』, Vol. 45, No. 3.
- 米沢康博・宮崎政治 [1996], 「日本の金融・証券市場とコーポレート・ガバナンスと生産性」橋木俊昭・筒井義郎編『日本の資本市場』, 日本評論社。
- 渡辺 茂・山本 功 [1992], 「日本企業のコーポレート・ガバナンス」『財界観測』, 9/10.
- 渡部恒彦 [1998], 『「コーポレート・ガバナンス」論における株式「市場の規律」とその前提』, 坂本恒夫・佐久間信夫編『企業集団支配とコーポレート・ガバナンス』, 文眞堂。
- (東京証券取引所調査部主任調査役)