

ディスカッションペーパー・シリーズ 2002-04

企業金融・コーポレート・ガバナンスの変遷と企業業績
- 地価依存と持ち合いの影響

松浦 克己*

2002.12

* 郵政研究所特別研究官（横浜市立大学商学部教授）

企業金融・コーポレート・ガバナンスの変遷と企業業績
- 地価依存と持ち合いの影響

横浜市立大学 松浦克己

(要旨)

高度成長期から 1980 年代まで高い評価を得ていた日本型企业金融とコーポレート・ガバナンスであるが、バブル崩壊以降の打ち続く企業業績の低迷で我が国企業においてコーポレート・ガバナンスが機能しているのかということについて深刻な疑義がだされている。土地担保を重視した銀行融資、メインバンク・システムや持ち合い、内部昇進者を中枢として経営陣の構成等が 1990 年代以降消滅したわけではない。このことはシステムが今日の経営不振を招くメカニズムを内包していたのではないのか、あるいは高度成長や安定成長期においてのみ企業の利潤に寄与するものではなかったのかという疑問が生じる。具体的には地価と持ち合いの効果である。われわれの分析では、

貸出約定金利が地価上昇率を 5% 上回る(下回る)と ROA は 0.71%ポイント低下(上昇)する。ROA に与えた実質利子率の効果は高度成長期と 90 年代以降では反転している。純粋投資を目指す外国人・個人投資家の持株比率は ROA に正の効果を持つが、政策投資である持ち合い比率は ROA に負の影響を及ぼしている。かつ両者の影響はほぼ相殺されている。

ことが明らかにされる。

Corporate performance and changes in corporate finance and corporate governance
The impact of cross-shareholdings and relying on land prices

Katsumi Matsuura

Summary

From the period of high growth to the 1980s, Japanese corporate finance and corporate governance were highly regarded, but with the succession of poor corporate performances seen since the bursting of the economic bubble, serious doubts have arisen regarding whether corporate governance is functioning in Japanese companies. Phenomena such as bank financing that placed importance on using land as collateral, the main bank system, cross-shareholdings, and corporate management consisting mainly of executives promoted from within the company were not done away with in the 1990s or afterwards. This gives rise to questions of whether the system incorporated mechanisms that led to today's performance issues, or whether the phenomena were only able to contribute to corporate profit during periods of high growth and stable growth. Of specific concern are the effects of land prices and cross-shareholdings. Our analysis reveals the following.

- 1) When the contracted interest rate on loans exceeds (falls short of) the rate of increase in land prices by 5%, ROA decreases (increases) by 0.71%. The effect of the real rate of interest on ROA since the 1990s has reversed itself from what it was during the period of high growth.
- 2) While the proportion of shares held by individual investors and overseas investors whose aim is pure investment has a positive effect on ROA, the proportion of cross-shareholdings that constitute strategic investment has a negative effect on ROA. These two effects virtually cancel each other out.

企業金融・コーポレート・ガバナンスの変遷と企業業績

- 地価依存と持ち合いの影響

2002年12月

横浜市立大学 松浦克己

1 はじめに

高度成長期から1980年代まで高い評価を得ていた日本型企业金融とコーポレート・ガバナンスであるが、バブル崩壊以降の打ち続く企業業績の低迷で我が国企業においてコーポレート・ガバナンスが機能しているのかということについて深刻な疑義がだされている(たとえば堀内・花崎(2000a)、(2000b)参照)。高度成長を支えたとされる土地担保を重視した銀行融資、メインバンク・システムや持ち合い、あるいは内部昇進者を中枢として経営陣の構成等が1990年代以降消滅したわけではない。それにも関わらず10年以上も企業業績の低迷と経済の不振が続くのは、従来の企業金融やガバナンス・システムが今日の経営不振を招くメカニズムを内包していたのではないのか、あるいは高度成長や安定成長期においてのみ企業の利潤に寄与しうるものではなかったのかという疑問が生じる。具体的には地価と持ち合いの効果である。

地価はその土地の生産力により決定されるが、高度成長や安定成長の時代には一国全体の生産力も高まるので地価も上昇する。戦後長く続いた経済成長は、消費者物価指数(CPI)の上昇と相まって、GDPの伸び率を上回る地価の上昇をもたらした。結果的に土地所有が企業の資産選択として有利であった。企業の生産性あるいはキャッシュ・フローの予測に基づきなされる企業金融は、地価上昇という資産ベースのキャッシュ・フローの増加で成功した。このことが土地担保融資が成功する源泉となったと考えられる。しかし低成長下ではそれが反転したのではないであろうか。

企業特殊的技術の重視と長期的視点に立った経営は、企業内容を熟知する内部昇進による経営陣を求めたと考えられる。その反面持ち合いの形成=安定株主化工作は、外部株主とされる個人投資家や外国人投資家の比重を下げ市場

の規律を弱める効果を持ったのではないであろうか。この二つ検証が本稿の主たる目的である。

具体的には ROA と実質利子率(全国銀行貸出約定金利と地価変化率の差)、株主構成の関係を実証することで、その関係を明らかにする¹⁾。分析対象は東証・大証・名証上場企業であり、地価の効果について 2407(1958 年 3 月期 ~ 2001 年 3 月期)、地価や株主構成の効果について 2406 社(1979 年 3 月期 ~ 2001 年 3 月期)に関しパネル分析を行う。これほど長期間かつ広範囲な上場企業を対象とする研究は始めてである。地価が貸出や設備投資に与える影響に関する分析は多いが、地価が企業業績に与える影響、あるいは地価と株主構成を同時に考慮した分析は少ない。推計に当たっては倒産などで上場廃止となった企業や逆に新規上場企業の存在というアンバランスド・データの問題にも配慮される。これらの点が本研究の特徴である。

本稿の構成は以下のとおりである。2 節で地価と企業金融・企業業績の関係を考察し、実質利子率と ROA の推移を概観する。3 節で持ち合いが形成された背景と株主構成や株式売買の主体別状況の推移について説明する。4 節では株主構成と企業価値・企業業績に関する先行研究について紹介する。5 節でデータについて、6 節で推計結果を紹介し、最後に簡単なまとめが行われる。主な結果は次のとおりである。

貸出約定金利が地価上昇率を 5% 上回る(下回る)と ROA は 0.71% ポイント低下(上昇)する。ROA に与えた実質利子率の効果は高度成長期と 90 年代以降では反転している。

純粹投資を目指す外国人・個人投資家の持株比率は ROA に正の効果を持つが、政策投資である持ち合い比率は ROA に負の影響を及ぼしている。かつ両者の影響はほぼ相殺されている。

2 地価と企業金融・企業業績

2.1 地価の効果

(地価・物価と企業金融)

戦後日本のコーポレート・ガバナンスでは、メインバンク・システムと持ち合いが大きな役割を果たしたとされる。その背景を考えると第一の要因としては、高度成長期における国内の資金不足で企業が資金調達の面で銀行借入に依存したことがあげられる。すなわち借入制約に直面していた企業は銀行借入により投資を実現することで、企業の成長と利潤の拡大を可能にしたとされる(たとえば清水(1997)参照)。規制により社債市場での資金調達が多く企業にとり困難であったという事情も、企業と銀行の関係を強めることになったであろう。銀行融資では有担保主義の原則から、比較的評価の容易な土地担保が重視された。継続的に地価が上昇するという1950-1980年代のマクロ経済環境の中で、担保価値が上昇し融資の回収確率は高まる。継続的な消費者物価の上昇は名目売上高を増加させると共に、名目ベースで決済される過去の金銭債務を減価させるので、やはり融資の回収確率は高まる。かつてインフレ期に売上の増加が全てを癒すといわれたが、この間の事情を反映していると考えられる。

土地担保の融資慣行は、銀行に企業経営に対する事前の審査能力や事後的なモニタリング能力を十分蓄積することにつながらなかったのではないであろうか。ただし物価や地価が継続的に上昇していたので、銀行の審査能力が十分ではなかったという問題は表面化しなかった可能性がある。

(地価と企業経営)

事業会社は地価上昇による担保価値上昇でより多くの資金調達が可能となり、設備投資を増加させた。同時に簿価会計制度の下では土地の含み益を生み出し、企業の内部留保の増加につながり会計的な企業業績の向上につなげることができた。地価の継続的上昇は含み益の重視・含み益を緩衝剤とする企業経営を生み出した可能性がある。実際一時的な経営不振でも、土地売却(益出し)により、会計上の利益を確保することが可能であった。ただし土地の売却は子会社や関連会社になされて買い戻しやリース・バックされるケースも多く、その場合簿価は上昇した。また当座の投資の必要以上に不稼働資産となる土地を抱えることで収益は低下した可能性がある(ダイエーが当座の店舗展開以上に土地を取得していたのはよく知られた例である)。

しかし持続的な物価や地価の下落局面、あるいは横這い局面では、銀行の不

十分な審査能力や金銭債務の減価や含み益に依存した企業経営の問題が表面化する。担保価値の減少、金銭債務の実質的な増加あるいは含み損・売却損の増加となるからである。

2.2 地価、物価、実質金利の推移

わが国の地価、CPI、IIPの指数を示したのが図1である。地価(全国市街地価格指数、以下同じ)は1990年まで上昇傾向にあった。1956年の2.39から最初のピークである1973年には46.00まで20倍近い上昇をみせている。列島改造論の失敗、第一次オイルショックの1974年にわずかに下落した後90年まで再び上昇傾向をみせた(長期的な地価の上昇原因については吉川(1996)参照)。この間地価上昇について強い期待が形成されたことは疑いがないであろう。さらにCPIは94年まで一貫して上昇している。消費(最終需要)の根強さについても確信に近いものがあったであろう。これらを受けてIIPも上昇し、1956~90年度においてIIPが下落したのは4回(74,75年度、82年度、86年度)に過ぎない。バブル崩壊後地価は一転下落傾向を示し、CPIもほぼ横ばいないし低下する。IIPも低迷することになる。

==== 図1 地価、CPI、IIPの推移 =====

実質金利=全国銀行貸出約定金利 - 地価上昇率と上場企業のROAの推移をみたのが図2である²⁾。両者の動きはコントラストである。このことは地価上昇が企業の設備投資を促進したにとどまらず、企業収益に強く結びついていた可能性を示唆している。1956年から74年までの高度成長期を通じて実質金利は負(例外はいわゆる証券不況の影響を受けた66年度)であり、企業にとって土地取得が地価上昇により十二分にペイするものであったことを示唆している。貸し手の銀行にとっても担保価値が確保されていたことを示している。87~91年度のバブル期に再び実質金利はマイナスとなり、92年度以降はプラスに反転しROAは低迷している。このエピソードは「土地本位制」とまでいわれたわが国企業経営の姿をある意味で象徴している。

＝＝＝＝＝ 図 2 実質金利と ROA の推移＝＝＝＝＝

3 株主構成の効果

3.1 持ち合いの確立

持ち合い成立の要因として考えられるのは、資本自由化の中で本邦企業が外国企業による買収や方針を異にする者の経営介入を危惧したことである。メインバンク・システムと相対をなすとされる従業員管理型企业では、経営者は内部昇進者(あるいは親会社からの派遣)が中枢を占める。経営者は株主総会で選出されるので、現経営者や従業員にとり株主総会で多数派を形成することに重要な利害関係をもった。それを象徴するのが取締役・監査役は日本国籍を有するものに限るとした定款を合法としたトヨタ自工純血事件(名古屋地裁 1971 年 4 月 30 日)と 1974 年の累積投票権制度の廃止(旧商法 256 条の 4)である。名古屋地裁判決は外国人を経営主体から排除することを合法として認めたものである。外資系企業の経営権取得に大きな歯止めをかける効果を持った。旧法では 1/4 以上の株式を保有する株主が累積投票を求めた場合、比例代表的に役員を選出する累積投票を採用すべきことを義務づけていた。しかし 1974 年の法改正で取締役会に党派的对立を生みだし企業の業務運営を阻害する公算が大きいとして、定款を持って累積投票制度を完全に排除できることにされた(菅原(1975)参照)。これにより少数派株主が役員を送り込む道は絶たれた。

この少数派・外国人排除の合法化の上で、安定した多数派を確保するために広範囲な持ち合いを我が国企業は進めた。その中核となったのは銀行であった。同時に事業法人も株式の相互保有を積極的に進めた。内部昇進者主体の経営陣の構築は、長期的な視野に立つ経営を可能にするものとして評価された。最大の貸し手となると共に企業の大株主であるメインバンクは、債権者と株主の利害の衝突を回避し、かつ委託された監視者となることで企業経営の安定と成長に寄与するとされた。

3.2 株主構成と企業統治

持ち合いの存在は、企業の株主集団が投資目的により大きく二つに分けられることを意味している。一つは純粹投資(株式収益率に注目する)を目指す個人と外国人である。それは企業価値(株式価値)の最大化を目指すものであり、標準的なファイナンスの教科書が想定する投資家である。他方は銀行や事業会社である。株式価値の最大化よりは、経営者の相互安泰あるいは取引関係の維持を図ることを目的とするものである(政策投資)。政策投資であっても継続的な経済成長や物価・地価の上昇の下では株価も上昇するので、ある程度の株式収益率は確保できる。銀行や事業会社は自社が一時的な不振に陥ると持株を売却し会計上の利益を計上することが可能であった(益出しと売却相当部分の株数を改めて購入することで簿価は上昇した)。この点で持ち合いによる株式保有は土地保有と類似した効果を企業経営に持った。

(持ち合いと企業業績)

この二つのグループと企業業績の関係については議論が分かれる。株式価値の最大化を目指さない持ち合いの下では、経営者はより効率的な経営を行うインセンティブに欠けるので、企業業績は低下するというのが一つの見方である。他方で銀行や事業会社はブロックホルダーとして企業経営を監視するので、企業業績の向上につながるという見方がある。たとえば Pound(1988)は企業や機関投資家の株式保有について 効率的なモニタリングが行われる(企業業績に正の効果)、他の商売上の取引を重視するので、経営者を支持するという利害対立が生じる(負の効果)、機関投資家と企業経営者が相互に協力することに利害を見出し戦略的同盟が図られる(負の効果)、という3個の仮説を示しているのがその例である。

(外部株主と企業業績)

個人投資家や外国人投資家は企業価値最大化を目指すので経営効率を向上させるという見方がある。逆に少数で分散した株主集団は経営監視のインセンティブに欠けることから、経営者に対するプレッシャーがなくなり企業業績の低

迷につながるという見方がある。個人投資家についてこの見方が特に指摘されることが多い(たとえば佐々木・米澤(2000)参照)。確かに株主安定化工作・持ち合いの下では個人投資家や外国人投資家は経営者の選任を左右できる支配的株主ではない。累積投票権制度が排除されている現行商法の下では、個人投資家や外国人投資家が会社側提案を否定することは不可能に近いであろう(たとえば2002年の東京スタイルと村上氏の事件参照)。しかし売買比率でみると個人株主は重要な地位を占めていたし、近年では外国人株主の売買比率が上昇している。彼らは自己の要求する株式収益率を得られないときはその株式を売却するであろう。株価の下落は資産効率の低下により持ち合い先の経営を悪化させる。経営者が持ち合いによる相互安泰を図ろうとしても、個人投資家や外国人投資家の要求に応えなければ、持ち合いのコストを高めてしまう。このことを経営者が予想するならば、個人投資家や外国人投資家の持株比率の上昇は企業業績を高める可能性がある。このように株主構成が企業統治にどのような影響を与えるかは理論的には予め定まらない。

3.3 投資主体別にみた株式保有と株式売買の推移

投資主体別に株式分布状況の推移を示したのが図3である。わが国株式市場では家計の株式保有比率が株式数ベースでみて、一貫して低下傾向にあることが分かる。データがある最初の年の1949年には財閥解体による株式放出を受けて69.1%(株式数ベース、個人・その他)とピークをつけた。その後88年には22.4%とボトムとなっている。言うまでもなくこの間上昇したのは金融機関(銀行、生損保、信託)と事業法人である。金融機関は49年にボトムの9.9%から89年の46%に上昇し、事業法人は49年の5.6%から73年には27.5%に上昇した。金融機関と事業法人の株式保有合計で持ち合いを代理させるならば、67年には51.1%と過半数を超え、89年に66.3%に達している。益出し等で売却が進められた2000年においても59.3%である。金融機関や事業会社が役員選出を左右する支配的な地位を占めている状況に変わりはない³⁾。外国人は緩やかな上昇傾向をみせ、91年以降5%以上のシェアを継続的に示し、2000年には13.2%となっている。

＝＝＝＝＝ 図 3 投資主体別株式分布状況の推移＝＝＝＝＝

3 証券市場での委託者別株式売買構成比(金額ベース)をみると調査が開始された1981年に個人は58.3%を占めていた。それ以前の東証一部のデータと併せると1980年代半ばまでは個人が売買の約半数以上を占めていたとみられる。80年代半ば以降個人のシェアは漸減傾向をたどる(図4参照)。外国人は83年に18.3%となった後バブル期を通じて漸減する。バブル崩壊後の92年以降そのシェアは上昇に転じ2001年には51.8%と過半を占めるまでになる。純粋投資を目指すこれら二つのグループ合計の動きを見ると、80年代半ば下から90年代前半にかけて低減した(ボトムは89年の41.6%)が、最近では約2/3を占めており株価形成に一定の影響を持っているように思われる。ただしその中心は個人から外国人投資家にシフトしている。

金融機関は80年代初期には約5%程度の比重であったが、89年には27.7%まで上昇した。事業法人を併せるとこの年は42.5%にも上った。ただし近年では都銀・長信銀・地銀から信託銀行へとその中心はシフトしている。

＝＝＝＝＝ 図 4 委託者別株式売買状況の推移＝＝＝＝＝

4 株主構成と企業価値・企業業績に関する先行研究

わが国における地価の形成あるいは地価と銀行融資、企業の設備投資の関係については西村(1990)、井手(1997)、清水(1997)、小川・北坂(1998)がある。ここでは株主構成と企業価値、企業業績の先行研究について概観する。

株主構成が企業価値に影響を与えるという視点はBerle and Means(1932)により、株主の分散化は経営と所有の分離を進めて専門経営者に対する圧力を弱めるので株主の利害を阻害する、という形で提示された。その後株主構成と企業価値の問題はJensen and Meckling(1976)等によって理論的な考察が深められてきた。株主構成で代理させたコーポレート・ガバナンスと企業業績の関係についての実証に関する先行研究としてDemsetz and Lehn(1985)がある。彼らは1980年

の米国 511 社を対象に Berle and Means (1933) が提示した仮説への疑問を検証している。何故ならば専門経営者が費用を高め利潤を削減するような行動にできれば、M&A 等にさらされるからである (Demsetz (1983) 参照)。具体的には株主の集中度合い (5 大株主と 20 大株主の持株比率、株主集中のハーフィンダール指数で代理) と税引き後の経常利益率 (1976-80 年の 5 力年平均、簿価株主資本に対する比率) の関係を実証している。分析に当たっては規制の影響 (公益事業、金融業ダミー) や会計的操作の可能性 (売上高に対する広告比率、R&D 比率で代理) 等が考慮されている。彼らは株主の集中度合いが統計的に有意ではなく、資本の分散が企業経営の非効率につながらないことを報告している。

McConnel and Servaes (1990) は米国の 1173 社 (1976 年)、1093 社 (1986 年) を対象に Tobin's Q と株主構成の関係を検証している。内部株主 (CEO など) と外部株主、ブロックホルダー・機関投資家の関係に注目している。そこでは Mork, Shleifer and Vishney (1988) を踏まえて内部株主の比率と企業価値が非線形の関係にある可能性を考察している。Tobin'q を内部者の所有比率とその二乗項、ブロックホルダー持株比率、機関投資家持株比率、ブロックホルダー+機関投資家持株比率及びその二乗項、さらにその他のコントロール変数として資産再取得価値で基準化した負債の市場価値、R&D、広告費を考慮している。株主構成が Tobin's Q に影響しかつその効果は非線形であることを示し、Demsetz and Lehn (1985) とは対照的な結果を報告している。

Prowse (1990) は日米の金融機関で株式保有に関する行動が違うことに注目し、日本 133 社と米国 741 社を比較分析している (1980-84 年)。エージェンシーコストを負債比率 $\{ (負債 - 受取手形) / (負債 + 株式時価総額) \}$ を用い検証している。日本は金融機関の貸出と持株比率の相関が高いので、エージェンシーコストが低いことを示唆している。また R&D/売上高や 1-粗固定資産総資産、現金・有価証券総資産 (貸し手の犠牲の上で株主の利益を図る可能性を考慮) も日本が高いことを示している。

Lichtenberg and Pushner (1994) は日本の製造業 1,241 社 (1976-89 年) を対象に、Berle and Means (1932) の仮説や銀行の株式所有、事業会社間の持ち合い、個人持株比率更には系列が経営効率に与える影響を TFP と ROA (税引き前利益+利払いの有形固定資産に対する比率) を用い検証している。金融機関の持株比率はモ二

タリングを通じて企業の業績を向上させるが、事業会社の持株比率の上昇は外部からの経営介入を抑止し経営者の努力水準を低めるので企業業績にはマイナスに働くと報告している(個人株主の効果は時期により異なるとしている)。ここでも Berle and Means(1932)の仮説には懐疑的である。

Himmelberg, Hubbard and Paria(1999)は Demsetz and Lehn(1985)をパネル形式に拡張している。そこでは企業特殊的效果を考慮し、かつ企業構造と企業成果の内生性に配慮して米国の 764~2630 社(1982-92 年)について分析を行っている。Tobin'Q を経営者の持株比率やその二乗項、企業の性質をコントロールするために、企業規模(売上対数で代理)、モニタリングの容易さ(固定資産/売上比率)、モニタリングの困難さ(モラルハザードとの関連で R&D/売上、広告/売上で代理)更に成長機会(投資/資本)や市場支配力(フリーキャッシュフローで代理)を説明変数に加えている。これらを考慮するともはや経営者の持株比率は Tobin'Q に有意な影響は与えないとし、基本的に Demsetz and Lehn(1985)の結果を支持している⁴⁾。

Nickell, Nicolitsas and Dryden(1997)は英国の製造業 582 社(1982-94 年)のアンバランスド・パネルデータを用い TFP と製品市場の競争⁵⁾、金融市場の圧力、株主のコントロールの関係をダイナミックパネルモデルで考察している。市場の競争圧力としてはシェア、産業の集中率、輸入浸透率、レントが、また金融市場の圧力としては利払いキャッシュフローを用いている。支配的な株主が株主総会の議決で勝者となる確率が 0.9 以上(Leech and Leahy(1991)参照)の場合、支配的株主が機関投資家、保険会社あるいは金融機関であれば、それは TFP に有意に正の効果を持つとしている。金融市場の圧力も有意に正の効果を持つと報告している⁶⁾。

我が国に関しては佐々木・米澤(2000)、米澤・佐々木(2001)がある。米澤・佐々木(2000)では日興 500 銘柄のうち製造業 278 社(1992~96 年度)のデータを用い、Tobin'Q と労働分配率を連立させ、株主構成の他に負債比率、メインバンク関係、企業規模、R&D 比率、広告宣伝費率などをコントロールして分析している。役員持株比率と外国人持株比率が労働分配率の低下を通じて Tobin's'Q を高めること、個人持株比率は逆の効果を持つことを報告している。またメインバンクや負債比率も Tobin's'Q を低下させることを報告している。米澤・佐々

木(2001)は過剰投資について同様の問題があることを示している。

松浦(2001)は上場企業延べ 16989 社(1991~97 年度)について配当政策と雇用削減政策の関係について分析し、負債の規律付けが弱いこと、大株主やメインバンクも企業再生には寄与していないことを報告している。

西崎・倉澤(2002)は日本経済研究所の財務データより 1977 年度以降継続してデータが得られる 823 社のバランスド・パネルについて分析している(推計期間は 1980~99 年度)。Tobin'Q を前期持株比率(金融機関、法人、外国人、以上三者を合計したブロックホルダー、個人)と当期及び前期の売上高利益率、年度ダミーに回帰している。全期間を通じた推計ではブロックホルダーが有意に正、特に外国人の効果が大きいこと、金融機関は正の効果を持つが法人は有意にマイナスであること、個人も同様に負の効果を持つことを報告している⁷⁾。

米英については株主構成が企業価値に関しどのような影響を与えるかの実証結果は分かれるが、わが国については概ね株主構成が企業価値や企業業績に影響を与えることを認めている。ただし、銀行や事業法人に対する評価は分析対象期間やサンプルにより分かれている。われわれの分析は、日興 500 の中の製造業に限定しかつプールした佐々木・米澤(2000)とは対象の広がりや分析方法で異なる。松浦(2000)は期間が 90 年代に限定されている。アンバランスド・パネルによるという点でバランスド・データを用いた西崎・倉澤(2002)と異なる。われわれの分析対象・期間がより広範である。

5 データと定式化

(データ)

対象は東証、大証、名証に 1956 年以降上場したことがある企業(除く金融保険業)である。変数作成の必要上 3 期間以上連続上場している企業を分析対象とした。個別企業のデータは原則として日本政策投資銀行の企業財務データによった。一部については企業系列総覧と会社四季報(東洋経済新報社)により補正した。二期間の和半の金額を求めた ROA と投資比率は、分析期間中の物価変動に配慮し消費者物価指数で実質化した。異常値の問題に配慮し、平均から ± 4 標準偏差を基準に ROA が 20% 超または -14% 未満、3 期間平均の借入比率が

100%以上、社債比率が39%超、企業間信用受信比率が63%超、投資比率が32%超または-20%未満、無形固定資産比率が5%超のサンプルは除いた。また3期間の自己資本比率が93%超、売上高利益率が75%超のものも除いた⁸⁾。

実際の推計期間は1958年4月期から2001年3月期までである(データは1956年からのものである)。全期間で2407社、延べ60287サンプルである。ただし株主構成を考慮した推計は、データの利用可能性から1979年3月期から2001年3月期であり2406社、延べ39726サンプルである。このように本稿のデータセットはわが国上場企業の大半をカバーしている。なお4月から翌年3月までに決算を迎えたものは当該会計年度に決算を行ったものとした⁹⁾。

(定式化)

ここではHimmelberg, Hubbard and Paria(1999)と佐々木・米澤(2000)の先行研究を踏まえて定式化を試みる。被説明変数としてはROAを取り上げる。分析対象期間の45年にわたり企業資産の再取得価値を知ることが困難であることと我々が用いるデータに期末の株価が含まれていないということの他に、かつては株価よりも財務的な指標を企業が重視していたと考えられるからである。税制の変更の影響を避けるためと少なからざる企業で益出しにより特別損益が操作されていることからROEを用いることもしない。

土地所有による企業収益の変動と担保価値の増減を表す代理変数として実質利子率を用いる。これにかかる係数は負となることが予想される。株主構成としては前期末の銀行、事業法人、外国人と個人の持株比率を取り上げる。持ち合いと外部株主の効果をより直接的にみるために持ち合い=銀行比率+事業法人比率と外国人・個人合計比率もみることとする。これらの符号条件が予め定まらないことは前述のとおりである。

コントロール変数としては前期の土地比率(土地・建物総資産)をまず取り上げる。その係数の符号条件は負となることが予想される。負債の構成として各前期の借入比率(長短借入金/負債・資本合計)、社債比率(社債/負債・資本合計)、企業間信用の短期受信比率(買入債務負債・資本合計)を取り上げる。商社金融や問屋機能に代表されるように企業間信用の供与が活発なことがわが国の特徴である。企業間信用は日々の実取引から発生する運転資金供給であるので、貸

し手のモニタリングと供与態度は金融機関よりも厳しいと予想される(たとえば倒産前後のマイカル納入業者の例)。この比率が相対的に高いということは優良企業である可能性がある。企業成長の代理変数として前期投資比率((有形固定資産増減額+減価償却額)/資産、ただし CPI で実質化した)、モラルハザードの代理変数として前期無形固定資産比率(無形固定資産/資産)を取り上げる。投資にかかる係数は正、無形固定資産にかかる係数は負となることが予想される。その他に合併や事業分離の可能性に配慮し、総資産が実質 30%以上増加ダミー(MA と表記)と 30%以上減少ダミー(DIV と表記)を加えた。MA にかかる係数は正、DIV にかかる係数は負となることが予想される。マクロの経済状況をコントロールするために IIP の変化幅(ポイント)を加える。その係数は正となることが期待される。記述統計は表 1 に掲げるとおりである。

＝＝＝＝＝表 1 記述統計＝＝＝＝＝

6 推計結果

6.1 1958 年 3 月期から 2001 年 3 月期の推計

(バランスド・パネルとアンバランスド・パネルの比較)

上場企業の中には倒産や合併、完全子会社化などにより上場が廃止されるものが存在する。1997 年から 2001 年の 5 年間で 137 社が東証で上場廃止となっている。他方では同時期に 120 社が直接新規に東証に上場されている。このように上場会社については意外なまでに異動がみられる。パネル分析に当たっては、この除去されたサンプルや新規に加えられたサンプルの扱いがまず課題となる。分析対象の 45 年間一貫してデータが得られたのは 184 社である。いわば社歴の古い名門企業である。分析に必要な 3 年以上継続してデータが得られたのは 2407 社である。当然ながら多くの新規上場企業を含んでいる。新規上場企業や上場廃止企業を除くと、社歴の古い企業に分析を限定するサンプルセレクション・バイアスの問題が生じる¹⁰⁾。最初にこの問題を検討するために 184 社のバランスド・パネルによる推計と 2407 社によるアンバランスド・パネルに

よる推計を行い比較する。結果は下記の通りである。

バランスド・パネルの推計結果

ROA= -0.1177 実質利子率 -0.0389 前期土地比率 -0.0034 前期借入比率
(-24.450) (-5.372) (-0.922)
-0.0907 前期社債比率 +0.0453 前期企業間受信比率 -0.0147 前期投資比率
(-13.064) (7.354) (-2.155)
+0.5103 前期無形固定資産比率 +0.6475MA-3.2357DIV+0.1088IIP 変化 1)
(5.512) (3.258) (-2.403) (20.362)

Adj R2=0.4462 SER 2.753 F 検定 13.454 H-W 検定 150.13
社数 184(延べ 7912) カッコ内は t 値
F 検定はプールした OLS と固定効果モデルの選択に関する検定
H-W 検定は固定効果モデルと変量効果モデルの選択に関する Hausman 検定
以下において同じ。

アンバランスド・パネルの推計結果

ROA= -0.1429 実質利子率 -0.0427 前期土地比率 -0.0217 前期借入比率
(-58.446) (-15.422) (-13.454)
-0.1111 前期社債比率 +0.0580 前期企業間受信比率 +0.0144 前期投資比率
(-40.031) (21.405) (5.038)
-0.0846 前期無形固定資産比率 +1.0842MA-3.2886DIV+0.1209IIP 変化 2)
(-2.236) (13.612) (-8.635) (47.017)

Adj R2=0.4409 SER 3.3502 F 検定 9.977 H-W 検定 873.90
社数 2407(延べ 60287)

バランスド・パネルとアンバランスド・パネルのいずれのモデルでも 1%水準で固定効果モデルが選択されている。係数をみるとバランスド・パネルでは前期借入比率の係数は統計的に有意ではない(アンバランスド・パネルでは 1%水準で有意に負)、前期投資比率は 5%水準で有意に負(同 1%水準で有意に正)、前期無形固定資産比率の係数は 1%水準で有意に正(同有意に負)となっている。前期投資比率と前期無形固定資産比率の係数は有意に符号が逆転している。収益率に対して前期投資比率がマイナスに、前期無形固定資産比率がプラスに影響するというのは不自然である。バランスド・パネルでは分析を社歴の古い企

業に限定したことによるサンプルセレクション・バイアスが生じた可能性が考えられる。そこで Verbeek and Nijman(1992)によって提案された準 Hausman 型の検定を行った。二乗検定統計量は 294.54(自由度 10)であり、バランスド・パネルの推計にサンプルセレクション・バイアスが無いという帰無仮説は強く棄却された。以下ではアンバランスド・パネルの結果に基づき説明する。

(地価に依存した企業業績)

各変数の符号条件は満たされている。実質利子率の係数から貸出約定金利が地価上昇率を 5%上回る(下回る)と ROA は 0.71%ポイント低下(上昇)することがわかる。1958 年から 65 年の高度成長期の実質利子率は-5.86% ~ -34.28%であるから、この要因により 0.83 ~ 4.90%ポイント ROA は高められていたことになる(図 5 参照。要因 1 と表記。当時の ROA は 8.03 ~ 11.37%)。この ROA に対する比重は 9.54 ~ 47.59%である(要因 2 と表記)。図 5 に見られるように 74 年度まで地価の上昇により ROA は底上げされていた。この傾向は 75 年度以降逆転している。75~86 年度までは ROA を押し下げる傾向にあり、ROA に対する比重は-0.02 ~ -9.81%である(80,81 年度を除く)。87~91 年度は高度成長期ほどではないが、地価の上昇による実質利子率の低下で ROA は再び底上げされた。バブル崩壊後の実質利子率は 5.72% ~ 9.68%と正となったので、ROA は 0.82% ~ 1.38%ポイント低下したことになる(当時の ROA は 3.25 ~ 4.58%)。その ROA に対する比重は-21.83 ~ -37.43%である。この動きは日本の企業経営が地価に強く依存していたことを示すものである。同時に土地担保に依存した企業金融の効果が高度成長期やバブル期と 90 年第以降では反転したことを意味している。このことは 90 年代において本店所在地の地価下落率が大きい銀行ほど不良債権比率が高いという松浦・竹澤(2002)と整合的である。

図 5 = = = = = 実質利子率が ROA に与えた影響 = = = =

前期土地比率の係数も 1%水準で有意に負である。生産要素として費用がかかるということもあるが、企業が地価上昇を見込んで将来投資のために取得していたり担保価値の上昇を目指して当座の事業展開以上に必要な土地を保有し

ていた可能性がある。現に事業用に使われていた土地が大半であったらうから、遊休地の ROA に対する抑制効果だけを抜き出すことは困難である。その値は実質利子率を(絶対値の意味で)約 0.1 ポイント下回っている。両者の係数から、土地比率を 5% 増加させたとしても地価上昇率が貸出約定金利を 2% 上回っていれば、それはペイしたことが分かる。この条件は 56~74 年という高度成長期には基本的に成立していた。その意味で企業が積極的な土地投資を進めたことには根拠があった。しかし 75 年以降はバブル期を除きこの条件は満たされていない。特に 92 年以降では実質金利の上昇と相まって企業業績を抑制している。

(債務構成の影響)

債務構成の影響をみると、企業間信用受信比率の係数が 1% 水準で有意に正でありかつその値が(絶対値の意味で)借入比率をかなり上回ることが注目される。これらの推移を示したのが図 6 である。上場企業においても企業間信用が相当のウエイトを持つことが分かる。銀行等からの借入比率は 75 年の 36.26% をピークとして 80 年代を通じて一貫して低下し、ほぼ半減した(90 年 18.45%)。この借入比率の低下により ROA は改善した。企業間信用受信は 58 年の 16.81% から 69 年の 24.26% まで上昇基調にあり、高度成長期の企業経営に貢献したことがうかがわれる。しかし 79 年の 24.72% をピークに 98 年の 15.79% まで 8.92 ポイント低下し、過去最低の水準となった。この間の企業間信用受信の減少は限界性向から 0.52% ポイント ROA を低下させており、75~90 年にわたる借入比率低下による ROA の改善幅 0.39% ポイントを完全に相殺している。企業金融の構成の変化が企業業績を悪化させたことがうかがわれる¹¹⁾。

図 6 = = = = = 企業間信用等の推移 = = = = =

6.2 1979 年 3 月期から 2001 年 3 月期の推計結果

結果は表 2 に掲げるとおりである¹²⁾。 欄に株主構成を考慮しないケース、
~ 欄に株主構成を明示的に考慮したケースが示してある。いずれのケース

も固定効果モデルが採択されている。2)式と 欄の結果は共通している。株主構成を除く説明変数については、 ~ 欄の間で変動はほとんどない。これらの説明変数の効果は頑健なように思われる。ここでは株主構成の影響を中心にみる。Schwarz の情報量基準からは 欄の結果が選択される。しかし追加的な説明力は高くない。 欄と 欄を比較すると修正済み決定係数の上昇は 0.0054 である。これは西崎・倉澤(2002)や平元(2002)と共通した結果である。この点には留意する必要がある。

(持ち合いの効果)

欄をみると金融機関の持株比率の係数は 1%水準で有意に負である。他方で事業法人持株比率は統計的に有意ではない。多重共線関係の存在が疑われたので事業法人を除いた結果を 欄に、金融機関を除いた結果を 欄に掲げてある。持ち合いの効果みるために 欄に持ち合い比率を入れた結果を示している。

欄は異なる投資目的を持つと考えられる二つの集団の効果を見るために、持ち合い比率と個人・外国人比率を入れた結果である。

欄の金融機関持株比率の係数も 1%水準で有意に負である。メインバンク・システムと持ち合いは日本型企业経営の特徴とされたが、第二次オイルショック以降の高度成長終焉後は金融機関の持株比率の上昇は ROA を低下させている。 欄をみると事業法人持株比率は 1%水準で有意に正である。企業間信用の受信と共通するものがある。しかし 欄、 欄の結果を併せると持ち合い総体としては、Pound(1988)の示した他の商売上の取引を重視するので経営者を支持するという利害の対立あるいは経営者の戦略的同盟が図られるという負の効果が生じている。長期的多面的取引は商売上の利害を重視するものであり、累積投票権排除・外国人役員排除は形成者の相互安泰を図ろうとするものである。それは事業法人よりは金融機関において明瞭である。われわれの推計結果は企業価値の最大化を目指さない政策投資の性格を端的に表している。

(外国人投資家・個人投資家)

外国人投資家と個人投資家の持株比率にかかる係数はいずれも 1%水準で有意に正である。このことから株式収益率に注目して企業価値最大化を目指すの

で経営効率を向上させるという効果が現れているようである。係数の大きさから外国人投資家についてこのことは特に当てはまるようである。もちろん個人や外国人は純粹投資を行っているので業績の良い企業を選んでおり、企業経営者は結果として純粹投資家の期待に応えているという因果関係を考えることもできる。その場合でも業績が悪化すれば株式の売却を浴びるということを経営者は認識していたであろう。

注目されるのは外国人・個人投資家の正の効果と持ち合いの負の効果がほぼ相殺されていることである(欄参照)。このことは最終的な資金の出し手である家計や外国人投資家を遠ざけた日本型コーポレート・ガバナンスが企業業績を低迷させる一つの要因であることを示唆している。

====表 2 1979年3月期～2001年3月期の推計結果====

7 結びにかえて

日本企業の業績が地価に強く依存していたことを明らかにした。デフレ対策として地価上昇政策を求める声がやまない。企業業績が地価に依存していたことを思えばデフレ対策は一見もっともらしくみえる。しかし井手(1997)が示唆するように地価は長期均衡経路からなおかなり乖離しており、均衡へ向けて下落は長期的に続くと予想される。長期均衡を上回る地価をさらに上昇させる政策が維持可能であるとは考えにくい。むしろ問題をさらに拡大するであろう。均衡にたどり着くまでは地価下落を前提として企業経営の再構築を図るしかないと思われる。本稿の分析対象は上場企業である。未上場企業に比べれば、金融機関と企業の間での情報の非対称性の程度は少ないであろう。中小企業などに比べれば、企業金融での土地担保の比重は低められるはずである。その意味で企業のプロジェクトをより精緻に判断する審査能力を金融機関が持つことが、長期的には重要な解決策となるであろう。

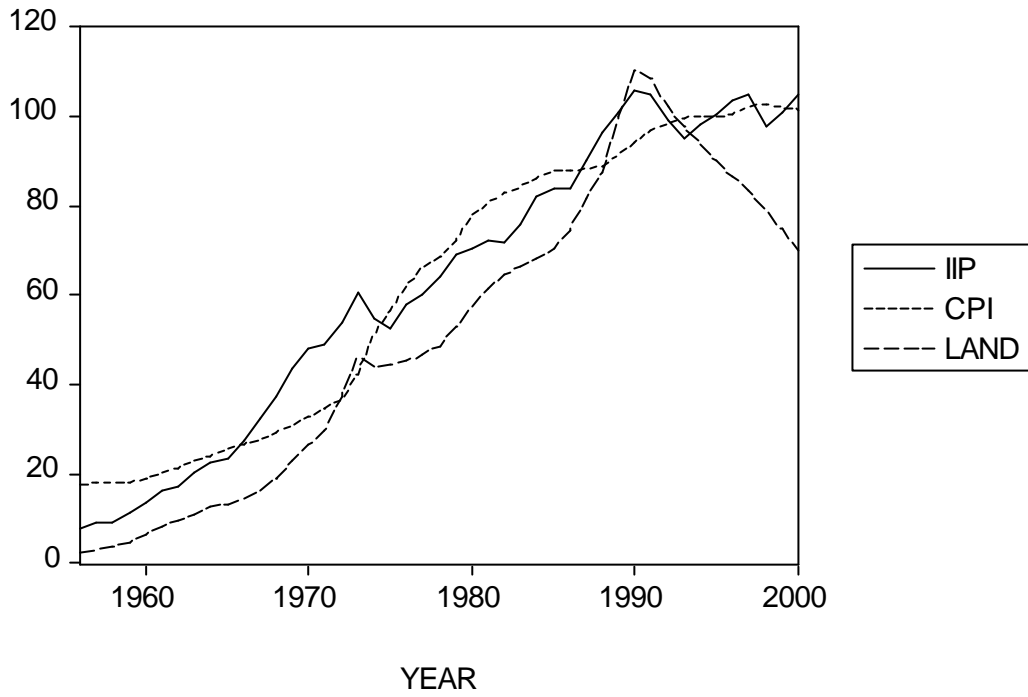
株主軽視ということがしばしば言われる。累積投票制度の廃止や持ち合いの確立の下でも、個人や外国人という最終的な資金の出し手が企業業績と正の関係にあることを明らかにした。最終的な資金の出し手が軽視されるようなとこ

るに、成長のための新たな資金が供給されるとも考えにくい。経営者の戦略的連携から離れたコーポレート・ガバナンスの構築が求められていることをわれわれの分析は示している。その第一歩として累積投票制度の復活は検討されるに値する。友好的な株式取得の形であるが、従来形にとらわれない経営者を迎えた日産はその効果を示唆しているように思われるからである。さらに持ち合い株式を互いに買入消却(自社株買い)し、最終的な資金の出し手を株主構成の中核に据えることが求められている。

-
- 1) 通常、実質金利 = 貸出約定金利 - 消費者物価変化率で定義されるが、本稿では地価の増減率が企業業績に与える影響に注目するので、本文のように定義した。
 - 2) $ROA = \{ (\text{当期営業利益} + \text{当期受取利息} \cdot \text{配当}) / \text{当期 CPI} \} / \{ (\text{当期末資産} / \text{当期 CPI} + \text{前期末資産} / \text{前期 CPI}) / 2 \}$ によっている。
 - 3) 金融機関の中には信託を含んでいる。実質的な所有者が別にいる可能性がある。信託銀行や年金信託が会社側提案に白紙委任状を出すか賛成するという状況では安定株主の変形に過ぎないであろう。
 - 4) パネルの場合経営者の持株比率は経年的にほとんど変化がないという問題を Zhou [2001] は指摘している。
 - 5) 市場の競争圧力と経営規律の関係についてはたとえば Agion, Dewarpoint and Rey [1997] 参照。
 - 6) ただし株主のコントロールと金融市場の圧力は代替的であるとしている。
 - 7) このほかに手嶋 [2000]、宮嶋他 [2002] も参照。多角化と専業とに注目してガバナンスの効果を分析したものに Lins and Servaes [1999]、平元 [2002] がある。
 - 8) データの信頼性確保のために、説明変数が欠値であるものの他、有形固定資産残高またはその増減が負となるもの、減価償却費、任意積立金取り崩し、もしくは営業外費用が負となるものもサンプルから除いた。
 - 9) 決算期変更ダミーを加えた推計も行ったが有意な結果は得られなかった。
 - 10) パネルデータでサンプルを限定する場合の問題 (attrition) については、たとえば Wooldridge [2001] 参照。
 - 11) ただし与信の面を考慮していないということに留意する必要がある。
 - 12) パネル分析で期間を短期間に分割すると結果が不安定になることが指摘されている (Bandt and Davis [2000] 参照)。本稿では地価の効果に注目しているが、

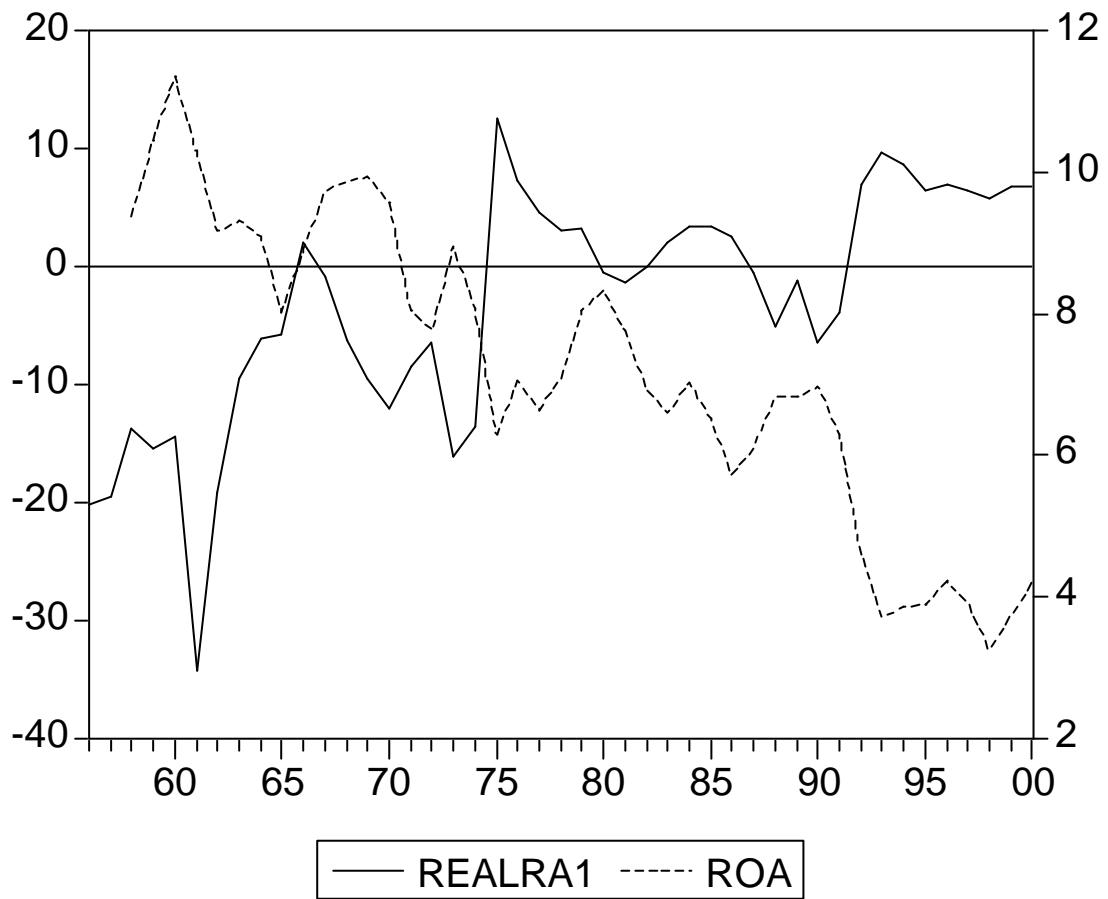
それは年次データである。全期間でも 43 サンプルである。しかし株主構成の影響を見るために 79 年 3 月期以降に分割した場合は 23 サンプルである。決して多くはない。また 79 年 3 月期以降のサンプルの平均対象期間は 16.5 年である。このような場合大標本を前提とする時系列データに関する各種の検定は困難である。以下の解釈にはこの二点に留意する必要がある。

図1 地価、IIP、CPIの推移



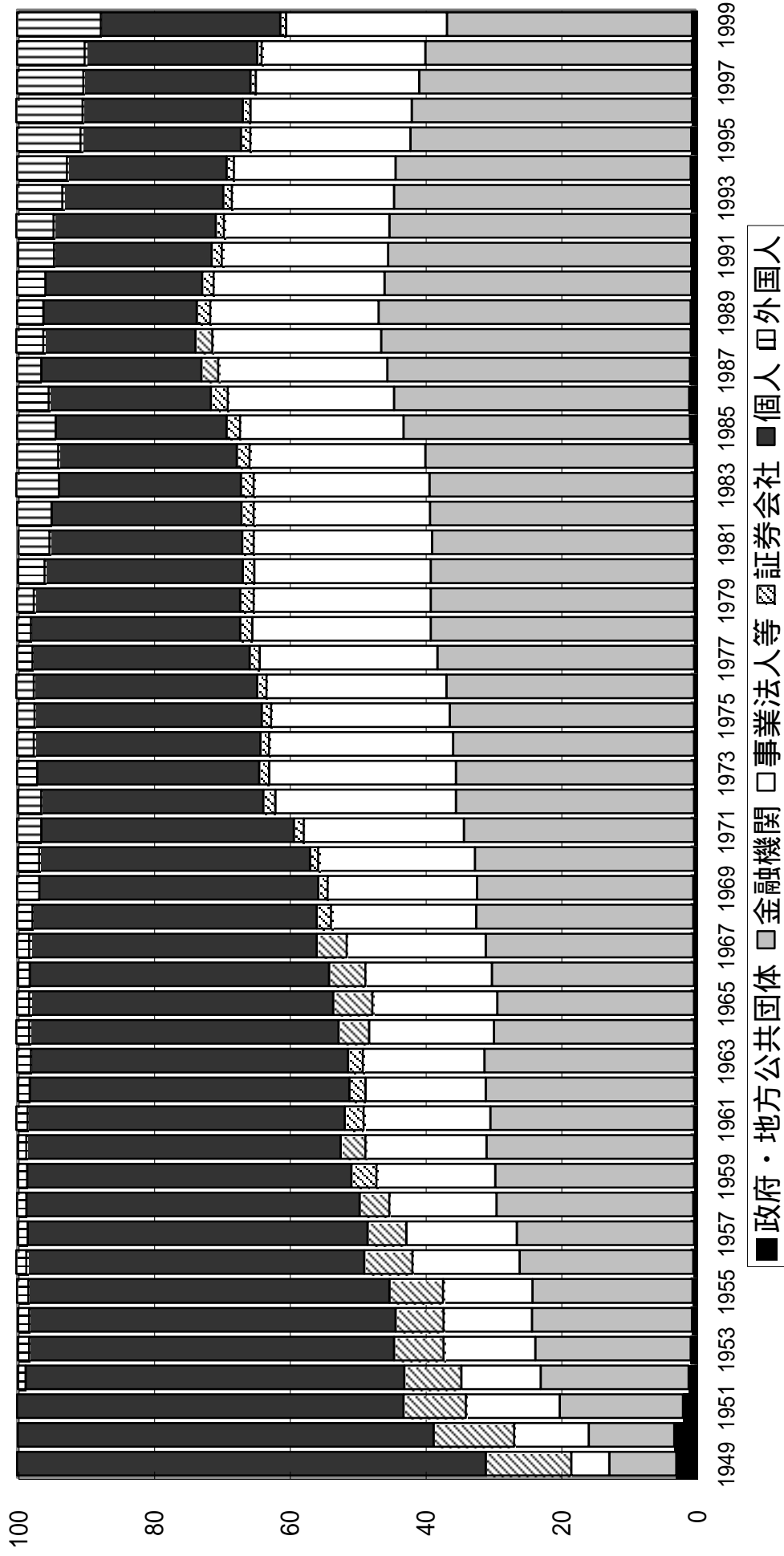
出所)平成12年版経済白書(長期経済統計)および日本銀行金融経済統計月報により作成

図2 ROAと実質利率の推移



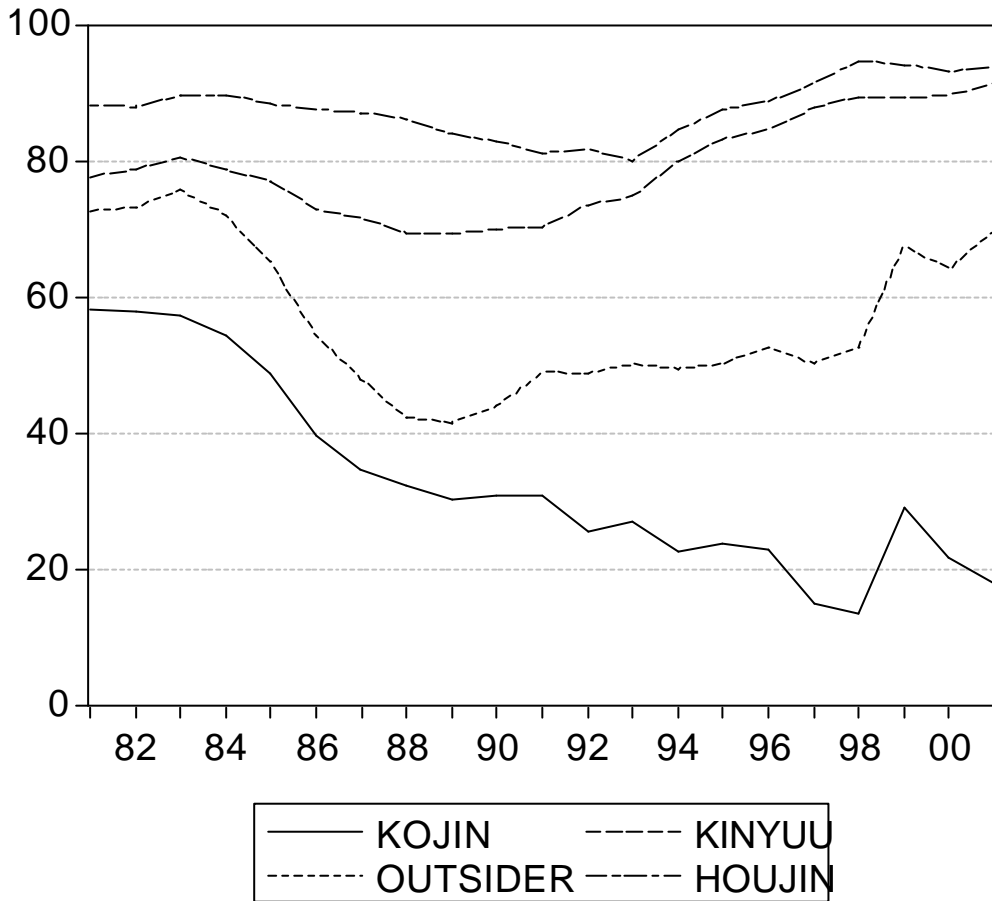
出所)筆者の計算および平成12年経済白書(長期経済統計)および日本銀行金融経済統計月報により作成

図3 所有者別持株比率



(資料) 東京証券取引所『東証要覧』により作成。

図4 投資部門別株式売買比率(金額ベース)



注) 東証統計年報による。個人、外国人、金融機関、事業法人

図5 実質利率とROAの関係

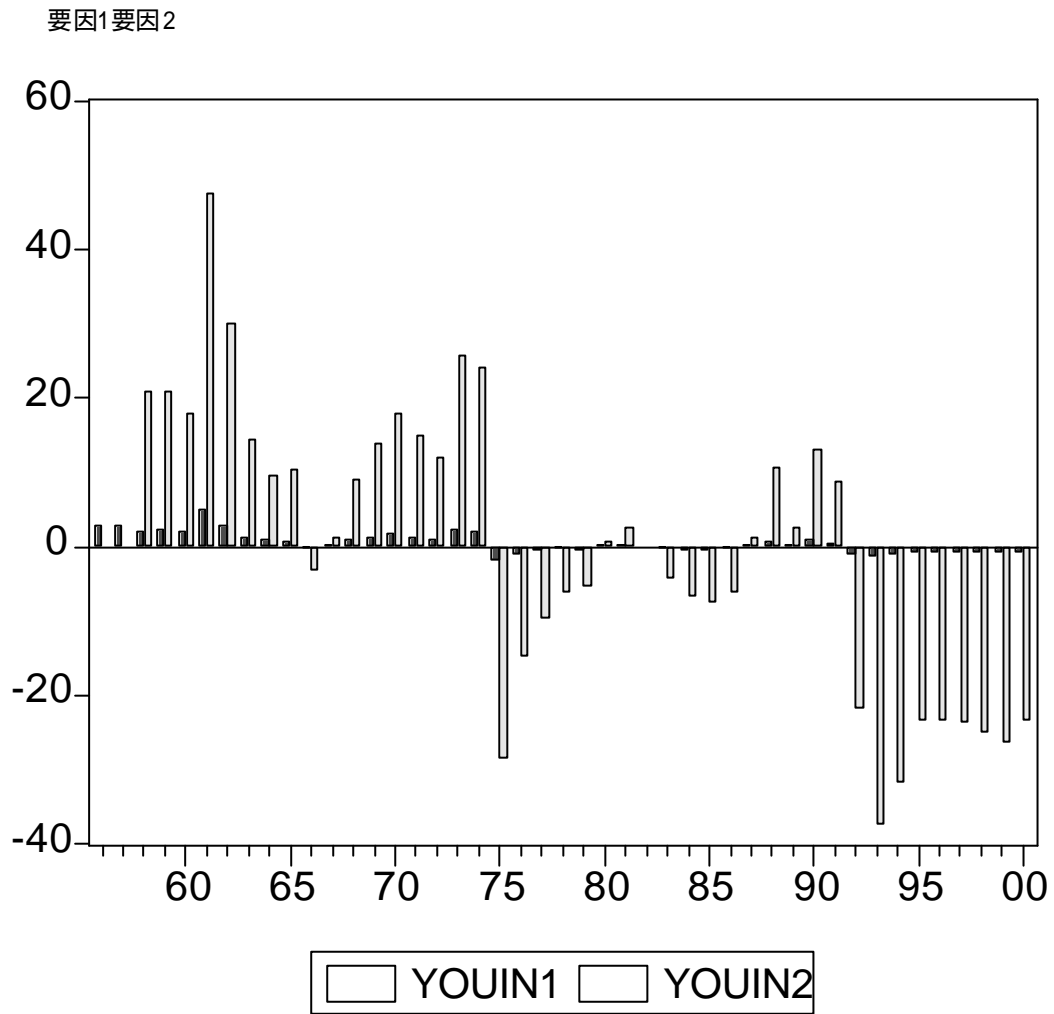
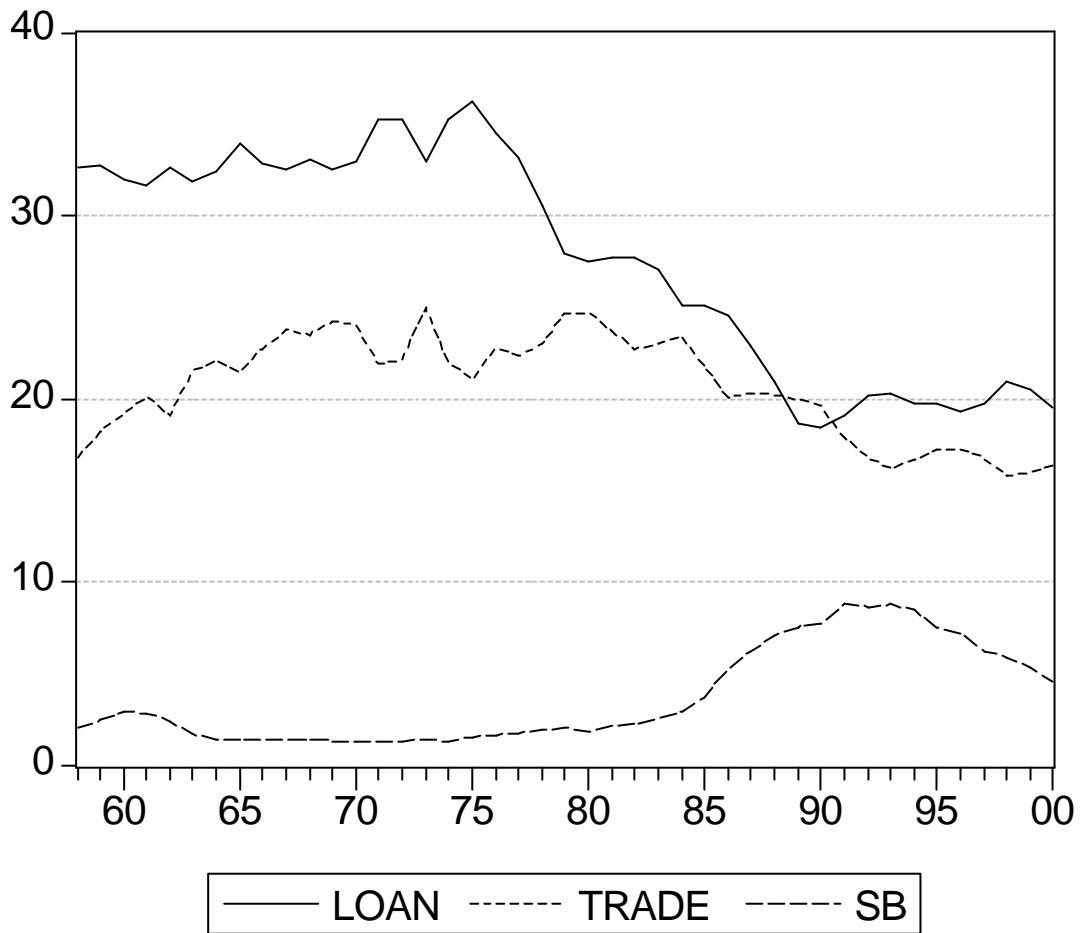


図6 借入、企業間信用、社債比率の推移



注) 筆者の計算による

表 1 記述統計

	平均	標準偏差	最小	最大
ROA	6.541 5.512	4.481 4.142	-13.958 -13.958	19.998 19.996
実質金利	0.129 3.075	7.744 4.507	-34.280 -6.416	12.604 9.679
土地比率	16.153 16.807	11.933 12.442	0.000 0.000	93.835 93.835
前期借入比率	26.124 22.486	18.606 18.958	0.000 0.000	151.846 140.754
前期社債比率	4.220 5.616	7.364 8.297	0.000 0.000	50.079 50.079
前期企業間 受信比率	20.481 19.581	12.684 12.460	0.000 0.000	79.772 69.742
前期投資比率	4.770 4.279	6.224 5.373	-38.360 -38.104	93.847 85.784
前期無形固定 資産比率	0.317 0.297	0.567 0.566	0.000 0.000	7.628 7.628
MA	0.042 0.033	0.200 0.178	0.000 0.000	1.000 1.000
DIV	0.004 0.002	0.055 0.046	0.000 0.000	1.000 1.000
IIP 変化	4.590 2.218	6.872 4.252	-9.700 -7.100	25.200 8.900
金融機関	29.608	15.543	0.000	81.80
事業法人	31.554	18.906	0.000	100.0
持ち合い	61.162	15.657	0.000	100.0
外国人	4.159	7.225	0.000	81.330
個人	32.943	15.881	0.000	100.00
外国人・個人	37.103	15.612	0.000	100.00

注)ROA から IIP 変化までの上段は全期間(2407 社、60,287 サンプル)、
下段は 1979 年 3 月期～2001 年 3 月期(2406 社、39,726 サンプル)である。

表 2 1979 年 3 月期 - 2001 年 3 月期の推計結果

実質利子率	-0.1954 (-50.92)	-0.2025 (-52.13)	-0.1985 (-50.45)	-0.2002 (-50.92)	-0.2030 (-52.20)	-0.1946 (-49.89)
前期土地比率	-0.0636 (-18.21)	-0.0627 (-18.09)	-0.0648 (-18.55)	-0.0650 (-18.61)	-0.0619 (-17.85)	-0.0641 (-18.33)
前期借入比率	-0.0130 (-5.94)	-0.0136 (-6.08)	-0.0128 (-5.68)	-0.0122 (-5.44)	-0.0112 (-5.06)	-0.0131 (-5.97)
前期社債比率	-0.0719 (-23.79)	-0.0613 (-20.03)	-0.0612 (-20.00)	-0.0626 (-20.57)	-0.0649 (-21.35)	-0.0650 (-21.40)
前期企業間 受信比率	0.1075 (28.78)	0.1009 (26.52)	0.1014 (26.69)	0.1027 (27.10)	0.1057 (28.14)	0.1038 (27.71)
前期投資比率	0.0013 (2.31)	0.0012 (2.33)	0.0216 (6.13)	0.0218 (6.19)	0.0012 (2.19)	0.0235 (6.63)
前期無形固定 資産比率	-0.2266 (-4.62)	-0.2459 (-5.00)	-0.2445 (-4.97)	-0.2435 (-4.96)	-0.2464 (-5.02)	-0.2418 (-4.94)
MA	1.0938 (10.53)	1.0602 (10.32)	1.0422 (10.15)	1.0498 (10.22)	1.0795 (10.47)	1.0704 (10.34)
DIV	-2.7403 (-5.44)	-2.6979 (-5.35)	-2.7112 (-5.38)	-2.7095 (-5.37)	-2.6680 (-5.29)	-2.6813 (-5.30)
IIP 変化	0.0832 (21.27)	0.0726 (18.36)	0.0737 (18.63)	0.0752 (19.07)	0.0748 (18.97)	0.0759 (19.20)
金融機関		-0.0323 (-5.91)	-0.0347 (-8.71)			
事業法人		0.0039 (0.68)		0.0290 (7.06)		
持ち合い					-0.0134 (-2.59)	-0.0125 (-2.40)
外国人		0.0547 (8.23)	0.0508 (10.07)	0.0786 (14.60)	0.0494 (7.45)	
個人		0.0163 (3.22)	0.0134 (4.67)	0.0422 (14.10)	0.0150 (2.95)	
外国人・ 個人						0.0188 (3.69)

Adj R2	0.4982	0.5033	0.5036	0.5036	0.5021	0.5016
SER	2.9346	2.9197	2.9182	2.9192	2.9231	2.9243
F 検定	10.645	10.532	13.939	13.939	10.494	13.939
H-W 検定	3955.3	1203.5	86417	26367	1826.6	3577.2
SC	12.0362	12.0248	12.0239	12.0246	12.0274	12.0283
社数(延べ)	2406(39726) SC は Schwaltz の情報量基準。					