

# GFRS ISSUES SERIES

企業金融の構造変化とガバナンス構造の変容

宮島 英昭

(早稲田大学商学部 教授)



## まえがき

この議事録は、本財団がシンクタンク事業の一環として実施している「GFRS研究セミナー」の第1回会合「企業金融の構造変化とガバナンス構造の変容」の速記録である。

今回の会合では、講師としてお招きした早稲田大学商学部 宮島英昭教授より、上記のテーマについての報告が行われ、その後、報告内容に基づき活発な議論が行われた。

本セミナーは、専門的なテーマについて、専門性のある講師と参加者が密度の高い議論を行うことを目的として開催するものである。なお、本セミナーは日本財団の補助を受けて実施している。

この議事録は、本セミナーの成果を関係各位に報告するとともに、より多くの方々にもその内容を共有していただけるよう作成されたものである。

1998年9月



みやじま ひであき  
宮島 英昭 氏 略歴  
(Hideaki Miyajima)

早稲田大学商学部教授

1978 年 立教大学経済学部卒業後、80 年同大学大学院経済学研究科修士課程修了。その後、東京大学大学院経済学研究科第 2 種にて博士課程修了。

85 年より東京大学社会科学研究所助手を経て、89 年より早稲田大学商学部助教授。95 年より現職。

近日、『現代日本経済』有斐閣（橋本寿朗・長谷川信 共著）を刊行。

1998 年 4 月に「戦後日本大企業における状態依存的ガバナンスの進化と変容：Logit モデルによる経営者交代分析からのアプローチ」を『経済研究』（一橋大学）に発表ほか、邦文・欧文論文多数。



# 目 次

## 第 1 部 発言内容

1. 報告要約 ..... 1
2. 講師報告 ..... 2
3. 質疑応答 ..... 24

## 第 2 部 巻末資料 ..... 36





## 1. 報告要約 (Summary)

### 「近年の企業金融・コーポレート・ガバナンスの変化と 21 世紀への展望」

本報告の課題は、近年の企業金融とコーポレート・ガバナンスの変化を解明する点にある。高度成長に確率したと見られる日本型企业システムの企業金融・コーポレート・ガバナンスの特徴のうち、バブル期と呼ばれる 1980 年代後半に何が変化したのか、また、その崩壊後 90 年代に入って、日本の企業システムはいかなる方向に向かっているのか、こうした問題を解明するために、本報告では、1) 企業の負債選択、及び 2) 企業経営者の交代と企業パフォーマンスとの関係に関するシステムティックな分析を試みる。

### “Recent Changes in Corporate Finance and Governance and Their Outlook in the 21st Century”

An attempt is made to elucidate changes that have occurred over recent years in Japanese corporate finance and governance, which are rooted in a Japanese-style corporate system developed within a matrix of high economic growth. A systematic analysis is made of (1) corporate debt selection and (2) the relation between presidential turnover and corporate performance in an attempt to shed light (1) on the changes that occurred in the Japanese corporate system during the late 1980s “bubble” period and (2) on the direction the system has been taking since the bubble collapsed in the early 1990s.

**司会者** 今日のご多忙のなか皆さんお集まりいただきまして、ありがとうございます。  
す。

まず、このセミナーについて簡単な説明をさせていただきます。当財団の研究事業部では3種類のセミナーを開催しております。まず、アフタヌーン・セミナーです。アフタヌーン・セミナーというのは、一般の意見交換を目的としたセミナーで、どなたでも参加できます。専門的な知識がなくても意見を交換するということで、そういう場を提供することを目的としています。もう1種類はG F R S政策セミナーです。これは、基本的にはタイムリーなお話をするというものです。月に1回ぐらいで、今の政策に非常に密接な関係があることをトピックにして、その分野で活躍しておられる方を日本の内外から講師に迎えて、お話を伺い、意見交換を行う。これは基本的には範囲はそれほど広くないということです。それからもう1種類は、本日始めさせていただくG F R S研究セミナーです。これは割と専門的なセミナーで、必ずしもタイムリーな話題でなくても、日本経済の抱えている問題を中心に行います。その分野の講師をお迎えして、一定の専門の知識を持っていらっしゃる方に集まっていただいて、そういう会合をするということです。今日の夜は1回目の研究セミナーです。講師は宮島先生です。

講師の宮島先生について、簡単に履歴などを紹介させていただきます。皆さんのお手元には案内をもうお配りしていると思いますが、宮島先生は、1978年に立教大学経済学部を卒業後、85年には東京大学大学院経済研究科第2種博士課程修了、その後東京大学社会科学研究所助手を経て、89年より早稲田大学商学部助教授、95年以後は教授を務めておられます。宮島先生はこのほかにもいろいろなところでご活躍されておられますが、例えば1992年から94年まではハーバード大学客員研究員、1993年から94年の間は世界銀行コンサルティングの仕事もされました。また、ハワイ大学のコンサルティングの仕事もなさっています。現在も、通産省の21世紀の経済社会研究会委員のメンバーです。ほかにも論文を多数発表しておられます。ということで、今回は1回目のG F R S研究セミナーの講師として、日本の企業金融の構造変化とガバナンス構造の変容についてお話をさせていただきます。

## 2. 講師報告

**宮島** 早稲田大学の宮島でございます。よろしく申し上げます。

今日お話ししようと思っておりますのは、あらかじめお知らせした題目より、もう少しっと広いトピックで、近年の企業金融とコーポレート・ガバナンスの変化を簡単に検討させていただいて、これはちょっとアカデミックスの範囲を超えるかもしれませんが、企業システムに関して、21世紀の展望について若干のコメントをつけさせてもらうというところをねらっております。

今日の報告のねらいはどういうところかという、お手元にお配りしてありますレジュメの2ページ目を開けてください。しばしば語られるように、日本の企業システム、あるいは経済システムは、アメリカのシステムと異なった特徴を持つという点がかなり共通の認識になっておりまして、そうしたシステム的な特徴が高度経済成長期あるいはオイルショック後の速やかな調整に大きな役割を果たした、そのミクロ的な基礎になったというのも共有された認識だと思います。ところが、1980年代後半、あるいは特に1990年代になってから、この日本的な企業システムというのが制度疲労を起こしてきたという議論が、これもまた逆の方向で多くの方々にも共有され始めてきた。一方で日本の特徴であって、その特徴が非常にポジティブにワークした局面があったのが、1990年代になってからは急にネガティブに評価されるようになった。この間の変化を的確にとらえてみようというのが、私の今考えている問題意識になります。ですから、高度経済成長期に確立した日本企業システムについて、80年代に何が変化したのか、その変化はバブルとどういう関係にあるのか、そして1990年代に入って日本の企業システムは現在一体いかなる方向に向かっているのか、こうした問題を考えてみようというのが、ここでの問題です。その場合、日本の企業システムといいましても、例えば雇用関係とか取引関係とか、いろいろな側面があるわけですが、ここでは主として企業金融とコーポレート・ガバナンスと言われる側面に焦点を当ててみようと思っております。

そこで問題にされているのはどういう事態かといいますと、例えばアメリカですと、株式市場の圧力が強い。もう少し具体的には、テイクオーバーの脅威がある。この圧力が経営者を有効に規律するメカニズムとなっている。ですから、アメリカの経営者の規律のメカニズムは、基本的には資本市場に依存しているというのが通説的な理解です。それに対して、日本は株式相互持ち合いによって、株式市場の圧力が緩和される。そうすると、経営者がモラルハザードを起こす可能性が出てくるわけですが、このモラルハザードに対して、少なくとも1980年ぐらいまでは、メインバンクシステムが経

営者の規律に重要な役割を演じていた。言い換えますと、アメリカの資本市場に代わる役割をメインバンクが代替的に担っていた。ところが 1980 年代後半になりますと、企業の資金調達が多様化してきます。そうすると、メインバンクの役割は後退してくる。このときに経営の規律のメカニズムについてどういうことが起きたのかというのが、ここでの関心なのです。

以下、少し言葉の復習みたいなことですが、しばしばモラルハザード、特に今は銀行経営者のモラルハザードが新聞等で指摘されていますが、一般的にモラルハザードとはどういうことを経済学で意味するかということをおよそ復習しておきます。一つは、これはアセット・サブスティテューション(Asset Substitution)とよく言われるのですが、このときは経営者と債権者の関係でモラルハザードが問題となるわけです。この場合のモラルハザードというのは、最も端的な例は、あまりリアリスティックではないですが、よく教科書に出てくる例は、非常に少額の資本しか持っていない人間が、銀行経営者、銀行を説得して多額の資金を借りる。成功すれば利益は自分のもの、失敗すると、株主は有限責任ですから、損は銀行にかぶってもらう。これがアセット・サブスティテューションと言われる事態であります。それからもう一つは、エフォート・アバージョン(Effort Aversion)と言われるものですが、これがエンパイアビルディングと結びついているもので、こちらは経営者と債権者との関係ではなく、経営者と株主との間で発生する——経済学の言葉ではエージェンシープロブレムと言うのですが——問題です。最も典型的なのは、だれからも規律されていないから努力を怠るというケースがあるわけです。もう少しリアルな世界で考えますと、だれからも規律されていない、株主からも、あるいは債権者からも有効な規律を受けていないと、企業のお金を使って自分だけの王国を築こうとする行動をとる。卑近な例でいけば、会社の社長あるいは経営陣が不必要にラグジュアリーな施設をつくるとかというのは、エンパイアビルディングなどが典型的な例だと言われています。ただ、もう少し経済実態的に言えば、このエンパイアビルディングのなかで重要性が大きいのは、内部者にのみ利益を生んで、株主に利益を生まないような投資プロジェクトの選択です。例えば、ある投資プロジェクトがあります。この投資プロジェクトを行うと、企業規模が大きくなる。経営者にとってみれば、自分の会社のシェアが大きくなる、あるいは従業員の規模が大きくなる。経営者にとっては効用を生み出すわけですが、それが必ずしも株主にとっては収益

を生まない。そういう投資プロジェクトがあり得るわけですが、この選択をいかに有効に阻止するかというのが大きな問題であるわけです。これが、一般的に経営者のモラルハザードをどうやって防ぐかというときに、争点となっていることであります。

そこで、より具体的な問題を以下考えようとする、問題は2つあります。1つは、企業の経営者のベット・プロジェクトというのは、今言いましたようなプロジェクトだと思ってください。つまり、内部者にのみ利益を生んで、株主から見ると、株価が下がってしまう、つまり投資収益率が低く、経営者あるいは内部者にのみ利益を保証するプロジェクトです。こうした投資プロジェクトが、もしかするとバブルの時期に大量に選択されたのではないかという可能性があるわけです。これをチェックしてみようというのが、1つ目の課題です。

それから2つ目は、先ほど言いましたように、もともと日本では株式相互持ち合いが進展していて、資本市場からの圧力が小さい。その上で、企業金融が変化すると、メインバンク離れが進む。銀行が有効に企業経営に対して影響力を与えられなくなる。そうすると、日本の企業では経営能力を欠く、あるいはさっき言いましたエフォート・アバージョンですが、努力水準の劣る経営者がその地位に居座るという事態が起きているのではないか。これをチェックしてみようというのが、2つ目の課題になるわけです。

以下、私がちょうどしている時間はあと40分ぐらいです。お手元にお配りしてあるものは、いまの2点について比較的テクニカルな統計分析を行っています。時間の許す限りで細かいことも説明しますが、以下、基本的な筋をご説明して、どんなことをやってどんな結論を引き出してきたかということをお話したいと思います。

1つ目の課題、つまり1980年代後半に、企業にとっては外部資金の調達が可能になって、しかも、エクイティーファイナンスと言われたように、内外の資本市場、転換社債とかワラント債を使うと、ほとんど資本コストゼロのような資金調達ができるという環境があった。そういうもつで、企業は一言で言えば過剰投資をしたのではないかという議論は、しばしば指摘されているところです。繰り返しになりますけれども、そのロジックは、持ち合いで資本市場から圧力がない。しかも、銀行の拘束力、銀行の影響力が低下してくる。そうすると、エクイティーファイナンスによって過剰投資が発生するのではないかという見方。この見方というのは、例えばしばしば金融問題に関して発言されている池尾さんとか、東京大学の堀内さんとか、あるいは経済白書の今年度版はこうい

う見方を提示しております。つまり、エクイティーファイナンスした企業のその後の効率性が低いということを実証して、これは過剰投資だったのではないかという議論を展開している。

もう一つ、1980年代後半の事態についてよく指摘される主張というのは、銀行のモニタリングが低下したのではないかということです。そのときによく引き合いに出されるのは、1970年代末に、マッキンゼーだったと思いますが、そのコンサルティングを続けて、住友銀行がまず最初に組織改革をしたと言われていました。1970年代後半は減量経営が進んでいまして、その前は銀行は7割ぐらい大企業に貸していたわけですが、減量経営が進むと、銀行は中小、リテールに出なければいけない。それから海外業務が増える。そこで、銀行はこれまでの機能別組織から事業部組織に転換した。国際部門とリテールと大口の3つに分けて、今まで機能部門で営業と別個に存在した審査部を事業部門の中に位置づけた。このことによって銀行の審査部が弱体化した。これはまだ完全に実証していないから僕もよくわからないのですけれども、というふうに言われております。銀行の審査部が縮小してくると次に何が起きるかという、リスクを的確に評価できないために有担保原則を強め、そして土地担保融資を行ったというのが、よく語られる話です。それに、借り手の側のある種のモラルハザードが加わって、それが80年代の後半の銀行貸出の増大につながったというイメージであります。そうしたイメージはかなりの方々の間で共有されているイメージだと思うのですが、これをもう少し経済学的に詰めて考えてみようというのが、1つ目の論文でやったことなのです。

今までの説明というのは、基本的にはエクイティーファイナンスをやった後の企業の効率性を見て、やった企業のほうが効率性が悪いという結論を出してきているわけですが、それは事後的な分析であって——しかも、そのファクトファインディング自身ちょっと怪しいという問題があるのですけれども——仮にそれが正しくても、事前的に見ればエクイティーファイナンス自身は、そのときの企業の経営者にとってみれば合理的な判断であったという可能性はあり得るわけです。そして、外生的な要因で事態が変化して90年代には企業の収益が悪化しているわけですが、結論から言いますと、バブル期にエクイティーファイナンスに依存した企業の効率性が悪くなったとも僕の計算では言えない。ともかく一つの問題は、バブル期の負債調達が一体的な要因によって決定されたかを、当時の経営者の事前的な負債選択の問題として検討してみようというのが、

1つ目です。それからもう1つは、これはまだやられているわけですが、80年代の負債選択が、事後的な、バブル崩壊後の企業のパフォーマンスに有意の差を生み出したのか、これを検討してみようということです。

以下細かいことをやるのですけれども、結論を先に言ってしまうと、次の4点が最初のほうの論文で私が主張したかった点です。1つ目は、事前的に見ますと、事前的に見るとというのは、後でちょっとモデルを説明してやりますけれども、基本的にはバブルの直前の時点の企業のリスクと、それから株式市場が評価した企業の将来収益から見ますと、期待収益が高い企業、つまり将来もうかる可能性が高い企業が社債を選択するという意味で、合理的な選択を行っていたということが、定量的に確認できます。ですから、リスクが低いか、あるいは将来収益が高い企業は、システマティックに社債を選択し、むしろリスクが高いか、将来収益が低いと自ら判断している企業は、銀行借入に依存しているということが確認できます。

2番目に、事後的に見ますと、事後的にということは、バブル期を一つの時期と見まして、1980年代後半の負債選択を1990年代前半の効率性と関連させてみる。つまり、1990年代前半の効率性、パフォーマンスを1980年代末の負債構成に回帰してみると、社債に依存した企業の効率性が高いわけです。ですから、その意味で言いますと、堀内さんたちの研究というのはやや統計的にも問題があって、実際にはモラルハザードがシステマティックに発生したとは見られない。経済白書においては、87年の負債選択は効率性の悪化をもたらした、エクイティーファイナンスは効率性の悪化をもたらしたとなっているのですけれども、後で説明しますが、87年は確かにそういう側面はあるのですが、バブル期全体で見ますと、負債選択というのはモラルハザードがシステマティックに起きたとは見られない。そうすると、何も問題はなかったのではないかということになるのですけれども、実はポイントはここにあって、これが第3点目の力点です。80年代後半に実際に起きたことは、企業の側が自らセルフセレクションして、自らリスクの高い、あるいは将来収益が低いと考えると、銀行借入に依存する。というのは、後で説明しますが、メインバンクからの融資というのは何かあったときに救済オプションがついている融資なわけです。ですから、助けてもらえるということを前提にして、自らリスクの高い、あるいは将来収益が低いと考えた場合には、借り入れに依存しようとする。逆にもう大丈夫だ、これならよほどのことがない限り、デフォルトにな

るということはない。そういう場合は、銀行借入ではなくて社債を選択する。そういうセルフセレクションがあったということが、この最初のところで確認されるわけです。

そうすると——確かに銀行のモニターも問題が発生したと思うのですけれども——こと製造業の上場企業について言いますと、銀行のモニター、銀行の審査が低下しなくとも、80年代後半にシステムティックに期待収益の高い企業が社債に向かい、低い企業が銀行借入に残るということで、期待収益の低い企業が銀行の顧客として蓄積されていくという事態が徐々に進展していたことになる。これがここでの第4点目の力点で、ここでのファクトファインディングの非常に大きなエッセンスであります。ですから、もちろん、80年代について堀内さんや池尾さんが言われていること、あるいは銀行のモニターが低下したというのは、これは事実の一面はついているのですけれども、もう一つのもしかすると主要な事態はこう考えることができる。つまり、日本では企業の銀行関係は、アメリカのように距離を置いた(Arm's length)関係ではなくて、メインバンク関係が1970年代まで全面化している。そうしますと、救済がある種規範化しているわけです。つまり、自分の顧客のところで何かトラブルが起きると救済するというのがある種の銀行の規範になっていた。これはよく指摘されるケースですが、1970年代後半のマツダの経営危機に対する住友銀行の救済などは、その典型的事例です。このように救済が規範化していて、つまり救済しないと社会的な批判を浴びるという状態のもとですと、銀行から提供される負債というのは、事実上救済オプションがついた負債になると理解できるということです。これを前提にしまして、1980年代になって負債選択の手段が多様化する。企業が社債も選択できるようになる。海外から資金を調達できるようになる。そういう事態になりますと、企業の側は先ほど言いましたようにセルフセレクションを行って、結果としてシステムティックに銀行の顧客に期待収益率の低い企業が増加してくる。これが基本的な筋になっていると考えられます。

以下、時間がありませんので、簡単に説明させていただきたいと思います。お手元にあるものの4ページ目を開いてください。ここでは、初期条件ということで、1980年代初頭のメインバンク関係を簡単に要約しているのですけれども、ポイントは、メインバンクとよく言われるのですけれども、その理解は研究者の間で大きく二つに分かれるのです。一つは、日本のメインバンク関係を一般的な銀行関係とそんなに区別しないで考えるという見方です。負債自身は、ある種の拘束効果を持つ。つまり、収益が低くて



も高くても、企業は金利は支払わないといけない。それは、エクイティーとは違う特質であるわけです。そういう負債の拘束効果と結び付けてメインバンクの特質を求めるという見方がありまして、例えば池尾さんなどはこっちの見方のようです。もう一つの見方は、スタンフォードの青木さんらが提唱した見方で、僕も一緒に仕事をしたことがありまして、大きく影響を受けております。僕自身はこの状態依存ガバナンス、英語では contingent governance structure と言うのですが、この見方に意識的に立っています。この見方は、基本的に負債契約というのは、一方の極、つまり負債の拘束効果を考える見方では、デフォルトの直前まではコントロール・ライト（経営権）というのは内部者であって、デフォルトになると、契約に書かれているように、コントロール・ライトが内部者から債権者に移って、債権者が清算するなり、別の人に任せて再建するなりを決めるという見方です。それに対して青木さんの見方というのは、そのデフォルトに至る前のところにある一定の閾値があって、そこまで企業の収益が低下してくると、貸出をしている銀行が一方でモニタリングを強めながら、業績が再び回復するようにと救済融資を行うという関係がある。これが日本の企業、銀行関係にユニークな特質だと見るのです。そういう見方に立ちますと、銀行からの借り入れというのは、事実上業績が悪くなったときに、完全にデフォルトになる前に銀行が救済パッケージを提供してくれると同時に銀行が介入を、モニタリングを強める。そういう性格を持つという考え方ができるのです。

2番目のところは簡単に。1970年代前半くらいまではほとんど日本の企業は、ホンダまで含めて——トヨタは比較的早くトヨタ銀行化しますけれども——どの企業も外部負債の依存度が高く、比較的同質な構造を持っていた。ところが、減量経営が進んだ1970年代後半以降から、企業の負債依存度が低下し、企業と銀行の関係が次第に分化していくという話をしております。

3ページの救済オプション付き負債契約のモデルというところをちょっと見ていただけますでしょうか。これがエッセンスなので、この辺は飛ばしてください。どんどんいってください、何かややこしいことが書いてありますから。ここがエッセンスなのですが、1個目の課題で問題にしようとするのは、企業にとっての負債選択です。企業が設備投資、あるいは投資機会を持っていて、そのときに内部資金では足りない。そうすると、外部から資金を調達しなければいけない。ただし、ここでは増資と負債の選択問題は無

視します。この問題も重要なのですが、これはちょっと側に置いておいて、外部資金を全部負債で調達するというふうにします。さて、1980年になりますと、日本の企業は負債をいくつかの選択肢からどういう比率で選択するかというのが初めて問題となる。逆に言いますと、1970年代までは、規制があって社債が発行できないという環境がありましたから、外部負債を調達する場合にも、基本的には選択問題は発生しなかったのです。それが1980年代になると、負債選択が初めて問題となる。では選択はどう理解できるか。さて、通常は資本市場で調達するものをパブリックデット(Public debt)とよく言うのですが、公開情報に基づく負債の発行で、社債はみんなパブリックデットだと。それに対して、借り入れは一対一の関係ですから、プライベート・インフォメーションに基づく負債だとことで、プライベート・デット。普通は、社債と借り入れというふうに分けるのです。それに対して、ここでの分け方は、先ほど言いましたように、メインバンク関係というのは、救済オプション付きの負債を提供する関係が既に日本にあったと考えますと、救済オプションがあるかないかで負債を分けたほうがいいというのが、この論文の基本的なアイデアなのです。

救済オプションなし負債というのは、基本的には無担保転換社債。それに対して救済オプション付き負債というのは、借り入れもそうなのですけれども、有担保社債とか、銀行保証債というのも、借り入れほどは強くないですけれども、救済オプションがついていると考えてください。銀行保証債はわかりやすいと思います。デフォルトしたら銀行が保証するという債権です。それから、有担保社債はちょっとわかりにくいかもしれませんが、日本は、社債を発行する際、受託行を決めなくてはいけなくて、この受託行は基本的にメインバンクがなることになっていて、しかも今まで——近年のヤオハンのケースは別らしいので——より正確には、少なくとも1990年代までは、社債発行企業がデフォルトを起こした場合に、受託行はその他の社債保有者の社債を一括買取することが慣行となっていた。ですから、自分が受託行になって、市場で消化された社債保有者にデフォルトのリスクが及んではいけない。自分のモニターが不足であったと判断して、基本的には全額買取を行っている。ですから、もしデフォルトを起こしてしまうと、メインバンクは非常に大きな損失をこうむる。逆に言うと、有担保社債を発行した場合も、メインバンクはデフォルトを起こさないように厳格にモニターする。そう考えると、これまでの区分というのは、日本の現実に即すとリアルではなくて、むしろこういうふ

うに分けたほうがいいのです。

それからもう一つの発想は、経営者の観点から見ると、銀行によってモニターされるというのはいやなこと、つまり不効用を生むと考える。これはそんなに無理な仮定ではない。そういうふうにと考えると、無担保転換社債というのは、基本的にはオープンマーケットで発行されますから、もちろんデフォルトで陥ってしまえば清算されてしまいますけれども、モニターは置いていない。そういう意味では経営者が自由にやれるという意味では私的便益は大きい。他方、救済オプション付き負債というのは、危なくなるときは助けてもらえるというメリットはあるけれども、銀行のモニターがある。借入だと、決済口座を通じて至近の動きまでしっかり監視されて、投資プロジェクトをやっている最中までモニターされる。社債発行でも、少なくとも社債を発行する時点ではかなり厳しい審査があるということが予想されます。ですから、そういう意味では経営者の観点からすると、社債のほうが便益が大きくて、借入のほうが便益が小さい。相対的には、借入が一番経営者にとっては、他の事情が一定だとすれば、不効用が大きく、無担保債のほうが自由度がある。ただし、そのかわり社債を選択すると、救済オプションがない。逆に、モニタリングを受け入れれば、救済オプションが明確につく。このように整理できるだろうと思っています。それで、このファクターが、企業経営者が負債を選択する、つまり銀行借入か社債を選択するときの決定要因ではないかと想定します。

そこで、次にその上で少し手続きを踏まなければいけない。これが重要なのですが、これはお手元の後ろのほうにあると思います。我々はアカデミックという実証研究をやるわけですが、この実証研究でこれが最もペインフル(painful)なパートなのです。先ほど分けたように、負債選択の手段を分類します。一つのポイントは無担保転換社債です。もう一つは有担保転換社債あるいは銀行保証債。3番目が銀行借入ですが、1980年以降、社債発行に関する規制緩和が進展するのですけれども、これは非常に段階的なのです。最初の時点では、無担保転換社債の発行できたのはたった2社で、トヨタと松下だけなのです。これが徐々に緩和されていって、1985年の時点では大体175社、そして1990年の時点では上場2,000社ぐらいのうちの500社ぐらいが無担保転換社債を発行した。つまり、1990年の500社は、基本的には負債発行に関しては完全に自由なファイナンシャルオプションを持つ企業ということになる。それに対して、その対極には適債基準——適債基準というのは、資産の規模とか純資産額とか、あるいは収

益性基準で配当率とか、利益率とか、そういうもので一定の基準をクリアしていないと、有担保社債を発行できない、あるいはさらにもうちょっと高いレベルの基準をクリアしていないと無担保社債は発行できないというものなのですけれども——この基準を一切クリアできずに、借入しか外部負債の調達機関を持たないという企業もある。この企業は図ではここの部分ですけれども、これはだんだん減っていく。論文には書いてありますが、1990年代ぐらいでまだ600社ぐらいはファイナンシャルオプションがまったくない、事実上借入しか選択できないという企業が存在したということです。その間に、無担保転換社債は発行できないけれども、有担保転換社債とワラント債が発行できる企業というのがあった。大体この数というのが、ここは175で、これがいくつだったか、600ぐらいだったと思います。定量的に分析するためには、企業の負債選択がどういふふうに行われたかが焦点になります。そうすると、規制によってあらかじめ負債選択が決まっていると、企業の実際の選択を抽出することはできませんから、ここをそろえなくてははいけない。

私どもが取り上げたのは、1985年から1990年の間一貫して適債基準を満たしている企業です。175社で、時々業績が悪くて落ちたりして、145社の企業があるのですが、145社をFFO、Firm with Full Financial Optionsと名付けて、FFO企業群と呼びます。もう一つは、85年から90年まで、基本的には有担保社債は発行できるけれども、無担保社債は一貫して発行できない、そうした企業群を選ぶわけです。これをFirms with Limited Financial Options、LFO企業群と分けるわけです。これを母集団として、先ほど言いましたように、期待収益が高い企業が社債に比べて、期待収益が低い、リスクが高い企業が借入を偏好する、救済オプション付き負債を偏好するという関係があるかどうかをチェックしようとしたのが、ここでの基本的な課題ということになります。

お手元の中には、これがどういう産業分布になっているとか、それから企業の規模がどれくらいになっているかということ整理した表がありますので、もしお時間がありましたらご覧ください。

レジュメのほうに戻っていただいて、5ページ目で、テクニカルなことは別として、どういうことをやったかということだけ簡単に説明させていただきます。

これは、あまりなじみのない方にはわかりにくいかもしれませんが、やっているのは簡単なリグレッション、回帰分析です。左辺が被説明変数、説明される側ですが、これ

に負債選択を表す変数を入れております。さっき言いました F F O 企業群ですと、無担保転換社債、これが救済オプションなし負債ですから、これの総負債——この場合は債券と借入の合計値で計算しています——に占める比率をとります。それから L F O 企業群というのは、救済オプションなし負債、つまり無担保転換社債は発行できないですから、救済オプション付きの社債を分子にして総負債で割っている。これで、どれくらい社債に依存したか、救済オプションなし、あるいは救済オプションの弱い負債に依存したかというのを求めてやろうということです。

これが被説明変数になります。なお、この被説明変数は、バブルが終わったとき、つまり 1989 年度末負債比率をとっています。そして、説明する側をどう設定するかというと、これは変化率の形にしたいので、この変数の 1984 年度末の数値を入れておいてやります。そうすると、これでコントロールして変化の部分だけ取り出すことができる。その上で、リスクの代理変数と、将来収益の代理変数と、それから担保の変数を入れてやって、それでリスクが高ければ救済オプション負債を愛好する、それから将来収益が高ければ救済オプションなし負債を愛好するという関係が本当に見られるかどうかをテストしたわけです。左辺第 2、第 3 項が期待収益の代理変数で、これはテクニカルにはちょっとややこしいのですが、資産のところは時価換算したもので、ここで時価換算もしますから、Tobin の Q が計算できて、Tobin の Q が将来収益の代理変数、デッドアセットレシオ、負債比率がリスクの代理変数で、この両者と負債選択がどういう関係にあるかをテストします。

結論はいたって簡単です。期待されるとおりの結果が得られて、リスクに対してはマイナス、それから Q に対しては有意にプラス。ですから、将来収益が高い企業は、社債に依存し、救済オプションなし負債に依存する。それから、リスクが高い企業は、救済オプションが欲しいというわけで、この比率が低いという関係が、統計的に確認できたということです。

以下、同じ計測を L F O 企業についても試みました。それからこの負債選択に対して企業のガバナンスの構造、メインバンク関係が強いとか、関連事業会社であるとか、あるいはオーナー企業であるかとかというものをに入れて計算もしております。

一例を報告させていただきますと、次のページをお願いできますか。この推計ではガバナンス構造を示すある種のダミー変数を導入しています。つまり、一定の定義に従っ

てダミーをつくってあげて、このダミーだけを入れるものと、それからダミーとリスク及び将来収益の交差項ですが、これを加えて、ダミーがその効果を増幅、あるいは緩和する効果があるかどうかというのをテストする。ダミー変数をどうやってつくるかの詳細は論文に書いてありますけれども、基本的な考え方は、要するにメインバンクが企業の負債選択に対して影響を与えるというのを考えますから、それを代表するような変数をとります。やっていることは簡単で、メインバンクが銀行中の持ち株1位で、かつ役員に派遣しているか否かを、LFO企業あるいはFFO企業について全部チェックしまして、もし株式保有の面で銀行の中で一番持っていて、なおかつ役員を派遣していれば1、それ以外は0だというダミー変数を与えて、これの効果を見るという操作を行ったわけです。

時間があつたらもう一度立ち返ることはあるかもしれないですけども、あまり細かいこととお話すると混乱するかもしれないので、ポイントだけお話しします。このダミー変数は、例えば関連会社ですと、親会社から流動性を供給してもらうということが期待できますから、リスクの変数の効果が少し緩和されてくるとか、あるいは独立系企業ですと、比較的Qとかリスクの効果が強まるということがわかることになります。

同じことをLFOについても計算しました。その結果も、お手元にお配りした論文の中に報告されております。基本的には、LFOも全ファイナンシャルオプションを持っている企業と同じような構造を持っていました。直感的にわかりやすいのはこのグラフだと思うのですが、ここからLFOも同じことが起きたことがわかります。LFOの企業では、Qで見ますと、これは将来収益の水準を意味しますが、この将来収益と先ほど見た社債の比率が、計算しますと、関連企業の場合ほとんど無相関です。つまり、将来収益が高くても低くても、同じ程度社債に依存する。これは、先ほど言いましたように、関連企業というのは、親会社が流動性を補給してくれるから、救済オプションに対する需要が負債決定の決定要因にはならなかったことを意味します。それに対して注目されるのは、メインバンク関係が強い企業です。この企業は、全体の中で非常にスティーブな傾斜を持った計測結果が得られる。これはどういうことを意味するかというと、現在メインバンク関係にある企業というのは、もし将来収益が高いと、どんどん社債に依存する。それで銀行離れする。そして、低いと、依然としてメインバンク関係を残すということを意味するわけです。ですから、そういう意味では1980年代後半は、

メインバンク関係が強いところでは、その企業の中でリスクが小さい、あるいは将来収益が高いと、どんどんメインバンク関係から逃げていって、そうでないものは借入に依存するほうに残るといふ事態が進展したと考えられる。

3番目に注目されるのは、これは独立系企業ですけれども、つまりメインバンク関係にも制約されていなくて、それから関連会社、どこか他の事業体がブロックシェアホルダーというふうになっていない。ここのところは、意外なことに負の相関を持っています。ということは、Qが低いときに社債に行く。こっちはあまり落ちていないのですが、Qが低くても救済オプション付きの負債をを望まないということです。これはどう解釈できるかという、既にメインバンク関係から離脱して独立的な経営者になった場合は、将来収益が低い、あるいはリスクが高いという事態に直面しても、再びメインバンクの制約を受けるのはいやだと思えることができる。その結果として、Qが低い——あるいは負債比率でも同じことが言えるのですけれども——リスクが高くても借入に依存しないという企業です。これは堀内さんが描いたある種のモラルハザードであるかもしれないのです。つまり、リスクは高い、収益は低いにもかかわらず、社債を発行して投資を行っているということになりますから、ある種のモラルハザードがこれらの企業に起きているかもしれない。ただし、重要な点は、全体で見ますと、LFO企業群の中で独立企業の比率というのは15%か20%ぐらいでありまして、その意味では、堀内さんが考えられていることが一部当てはまる企業はあり得るのですが、全体としては、Qが高ければ社債に、そうでなければ救済オプション付き負債に行くという関係が支配的だったのではないかと考えられます。

もう一度確認しますと、モニタリングの空白が発生したという見方がこれまでの通説的理解であったわけですが、実際に負債選択から見ると、高い期待収益あるいは低いリスク、つまり企業が社債を選択して高いリスクあるいは低い期待収益の企業が救済オプション付き負債、簡単に言えば借入ですが、借入を選択するという関係は、80年代後半にもシステマティックに見られる。今日は紹介できませんでしたが、本文の中にありますように、今度はこの負債の選択に、90年代の前半の効率性を回帰してみましても、救済オプションなし負債を選択した企業、つまり社債を選択した企業のほうが、借入を選択した企業に比べて効率性は高く、これはストックで見ても、それから変化率で見ても、ストックを見れば必ず高いですし、変化率で見ても想定されるより低い、

つまり社債に依存して、その後効率性が悪かったというようなことは、必ずしも確認できなかつた。ですから、80年代の最大の変化というのは、先ほどの繰り返しになりますけれども、救済オプション付きの負債の供給が、企業と銀行との間である種の規範みたいな形で形成されていると、企業が負債選択のオプションを持つと、セルフ・セレクトションが働いて、システムティックに銀行の顧客にリスクが高いか将来収益の低い企業が蓄積されていく。しかも、優良借手を失っていったメインバンクに、もちろんリスクの高いところには高い金利が要求ができますから、それに貸し応じてくる。これが90年代の不良債権問題の、要因というのはこっちが強いのですけれども、通常言われているのに加えて、一因であるのではないかというのが、一つ目のメッセージです。

次に、冒頭でお話した二つの課題の2番目のほうに入ります

2つ目はどういうことをやったかということ、経営者の交代と企業のパフォーマンスの関係です。今度は、企業の経営者の交代と企業のパフォーマンスの関連を見てみようということです。これは両方のやり方があるのですが、つまり、交代した後パフォーマンスがよくなるかという問題もあるのでしょうか、これから問題にしようとするのは、企業のパフォーマンスが悪くなったときに、システムティックに経営者を交代できるようなメカニズムが日本で作用しているかどうかをチェックしてみようということです。先ほど言いましたように、1980年代後半バブル期に日本企業のコーポレート・ガバナンスが変化したのではないかというのは、よく言われるのです。ただ、依然としてメインバンクのモニタリングは有効だという企業もあるし、特に海外を中心にいくつかの研究があります。そこで、どうなるかというのを定量的に検討しようということです。

基本的な分析の戦略というのは、経営者の交代、それから外部派遣役員、これはちょっとだけなのですが、経営者の交代と企業のパフォーマンスに関する同一の計測式を同一のサンプルについて異なった計測期間で計算してみる。それで、時期的な変化を見て、80年代の位置、あるいは90年代前半の変化を考える。データですが、これは直近のことをやるには必ずしもふさわしくないのですが、高度経済成長期からの変化を通して見たかったので、1957年、64年、72年の3期について、製造業の資産で見た上位150社、これで204社のプールしたデータをつくりました。そこから、経営者の交代を全部調べると大変なので、最低サンプルは100社欲しいというので半分にしようというわけで、ランダムに100社を抽出します。それでデータをセットする。その上で、期間の出発点



は高度経済成長期の出発点の1957年、そしてデータの最後のところは1994年、この間に大きな不況があった期間前後5年間をピックアップします。最初の計測期間は1959年から63年ですから、岩戸景気後の不況を含んでいる。それから、次の計測期間は65年から69年ですから、証券不況の不況の時期。次の計測期間が74年から78年、ですから石油ショック後の不況。次が84年から88年で、これはあまり長くはないのですが、いわゆる円高不況を含む。そして、バブル後の不況をとらえるために、91年から95年。この5年間をピックアップして、この5年間の経営者の交代を100社についてチェックするわけです。観察年5年として5期選択してありますから、 $5 \times 5 \times 100$ ということで、2,500期の経営者の交代をチェックする。この作業を通して各年の経営者の変化を特定して、その経営者の変化を、企業を構成するステークホルダーの利害で回帰してみようということです。

ちょっとテクニカルなことを言いますが、さっきやったものはOLSと言って、連続量を問題にするのですが、こっちは被説明変数のほうが変わったか変わらないかという、難しく言えば離散量で、交代がない場合を0、ある場合は1とか、それからもう少し細かく分けて0、1、2とか、あるいは0、1、2、3というふうに被説明変数をつくって、この0、1、2、3をパフォーマンスを表す変数によって回帰する。この基本的な考え方は、パフォーマンスが悪化したときに経営者の交代確率が上昇するという関係が効率的な関係だと考えて、それが本当にワークしているのかどうか、どこかの時点でワークしなくなっているという事態があるのかを考えようということです。

ところで、経営者の交代というのは、いくつかパターンがあります。一つは、インサイダーによって交代する。つまり、経営者が交代するわけですが、その後任者が内部昇進者によって占められる。これは、直接観察しているわけではないのですが、恐らく後任者がインサイダーであるという情報は、経営者の選任過程が内部者のイニシアティブによって行われていることを予測させる。それに対して、経営者が外部者によってとって代わられる。ある会社では、経営者が交代するわけですが、その次の経営者が銀行、あるいは関連会社から派遣されている、あるいは同業他社から派遣されている、こういうケースがあり得ます。このアウトサイダーによる交代の場合には、経営者の選任に外部の影響が作用していると思われる。もう一つは、日本の企業の経営者の交代で非常に特徴的なのが、病気になられるとかお亡くなりになるということを除

けば、辞められた社長というのは基本的には会長職につくことです。これが通常ルーティン・ターンオーバー、スタンダード・ターンオーバーと言いますが、そういうケースが通常のパターンなわけです。もしそうではなくて、交代した経営者が会長職につけない場合があるとすれば、これは異常なターンオーバーで、何らかの形で区別する必要があります。これはノン・ルーティン・ターンオーバーというわけです。ただ、これをとった場合は、ちょっと計算上やっかいなのは、本当に何らかの事情によって会長職につけないというようなペナルティーを与えられたのか、それとも調べていくときに情報がつかみきれなくて、つまり健康上の問題、病気になられたとか何とかという情報を完全につかみきれなくて、外観的にはノン・ルーティン・ターンオーバーと見えるかを、完全には識別できないことです。そういうように、ちょっとノイズが発生するという意味では精度を欠く変数なんですけれども、これを被説明変数に入れてみようということです。これでいくつか分けをして、0、1とか、こっちを1、こっちを2とかというふうにやって、それと企業を構成するステークホルダーの利害がどう関係するのかというのを検討しようということです。

細かいところは飛ばしていただいて、次のページをお願いします。一応被説明変数のところは簡単に説明しておいたほうがいいと思うのですが、株主の利害というのは、端的に投資収益率で見よう。それから、債権者の利害というのは、利子が支払えなくては困るというのですから、インタレスト・カバレッジ・レシオと言われている営業利益と利子支払いの比、これが1を上回っていれば一応インタレストはカバーできる、1以下になるとカバーできないという、この変数を入れる。従業員の利益というのは、従業員の増加率で代替しよう。それに、ルーティンで代わるとすれば、ある種のシニアリテイルールが働いているということですが、前任者の勤続年数、あるいは前任者の年齢を入れてやろう。これらは、直接的なステークホルダーの利害を表しているわけですが、さらに、もう少し客観的な効率性指標を見ようというので、売上高営業利益率と自己資本利益率を入れてみました。それで計算を行ったというのが、具体的な作業です。

お手元で表4となっているかと思いますが、割合に直感的にわかりやすいもので、経営者の交代の定義と、戦後各時期の頻度というのは見つかりましたでしょうか。表10のあとに、また突然表4がくるのですが、これは104社をピックアップして、総観察値が520——104×5観察年ですから、520が観察値になるわけですが——その中

で交代が何回あったのかというのを見ている。交代の中で、今言った経営陣の交代がどういう構成で起きているのかを見ているのです。1950年代、60年代は、企業は比較的長期政権なのです。戦後改革では、経営者が大幅に転換します。三等重役と言われたように、非常に若い経営者が就任するわけです。しかし49年から52年ぐらいのドッジライン、朝鮮戦争、あるいはその後の不況というプロセスで、経営者は翻弄されるのですが、そこを生き延びると、その後長期政権になる。それで、1950年代、あるいは60年代、経営者の寿命は非常に長い。ラソーダ監督がドジャースの監督を20何年やったとか、そういうのに似た雰囲気であるわけです。それが1960年代ぐらいまで続くのですが、1970年代になりますと、ある種のシニアリティールールができあがってきます。つまり、2期4年とか、3期6年という慣行ができあがってくるわけです。そこで経営者の交代の頻度が70年代になると高まって、その後さらに高まっていくという傾向があるのです。

その内訳、インサイダーとアウトサイダー、それからスタンダード・ターンオーバー、ノン・スタンダード・ターンオーバーというのは、ここに書かれているとおりです。実際にそれをリグレッションした結果はどうかということで、細かい表が次のところに出ていると思いますけれども、興味があったらお時間のあるときに眺めてください。結論は、ここに要約しているとおりです。

一つ目は内部者による交代です。考えられるのは、もしかすると雇用の成長率と関係があるのではないかと。つまり、同業他社と同じぐらいの従業員の雇用水準を維持できないと、内部昇進の経営者というのは交代確率が上昇するのではないかと期待されることなのですが、この関係は基本的には見られないのです。僕は、期待としてオイルショックの後は見られるのではないかと思ったのですけれども、その時期も見られない。しかし、非常に注目されるのは、90年になるとこの関係が確認される。それから、もう一つ注目されるのは、内部者による交代が、前任者の勤続年数と相関を持つ、つまりシニアリティールールが出てきたのがいつかという点ですが、50年代、60年代の経営者の交代は、前任者が何年務めたかというのと有意な相関がありません。ところが、70年代になるとはっきり相関が出てきます。ですから、そのあたりでちょっと健全性を失っているところがあって、その健全性を失っている傾向はどんどん強まっています。特に80年代は非常に悪くて、要するに業績がよくても悪くても、2期4年あるいは3期6年で

辞めるというルールがどうも定着している。ですから、よく言われるこのルールというのは、日本の長い歴史で見ても、どうもオイルショック以降定着し、しかも強まっているということです。

次に、外部者による交代、つまり業績が悪化して外部者が介入しているというケースです。今までの話の筋からいけばメインバンクが介入しているということですが、この関係については、一つの予想はメインバンクは株主の代理人になって介入しているのではないかという見方がありますが、これは支持されません。投資収益率と経営者の交代というのは、事実上無相関です。丹念に見ていきますと、1950年代だけやや弱く見られるのですが、それ以降は明快な相関はありません。それに対して、銀行にとって最も重要なインタレスト・カバレッジ・レシオとは一貫して相関があります。ですから、ある意味では当然ですが、銀行にとってみれば利払いができないようなデフォルトに近づいてくれば、当然介入して経営者の交代を促すということです。ただ、インタレスト・カバレッジ・レシオの影響は、70年代からやや低下していくということです。ところで、先ほど言いましたように、状態依存ガバナンスのユニークな点は、銀行の企業に対する影響がある閾値を越えた点だけで起きるのではない。つまり、普通の負債契約だと、デフォルトリスクが高まったところで銀行の介入確率が急激に上昇するという見方ですが、状態依存ガバナンスは、それよりも前の時点から徐々に銀行の介入が強まっていくという見方です。

そういう見方で変数を少し工夫して計算してやって、これがいつできたのかというのをチェックしますと——どうやってやるのかというのは興味があったら読んでいただければありがたいのですが——最も典型的にできあがったのは、どうもオイルショックの後のようなようです。それまでは、むしろ業績が悪くなるまでは銀行は介入しないという状態だったわけですが、60年代後半ぐらいから線型の関係が次第にできあがって、70年代オイルショックの後には最も典型的に、業績が中程度に悪いと社長は代えないのだけれども重役とか専務を送る、もっと悪くなると社長を送るというように、業績に応じて介入度を強めていくという関係が最も典型的に観察できます。ですから、メインバンクがガバナンスで最も影響力を持った、そしてそれが目に見える形で最も典型的にワークしたのは、どうも歴史的に回顧してみる限り、オイルショックの後だと考えられます。あの局面で、しかもあの局面だけだと考えたほうがいいのかというのが、3番目です。

4 番目、5 番目は、基本的には付加的な情報ですから、飛ばしてください。それで次のページにいていただいて、こういうふうに見てきますと、歴史的に見ていくとどういことが言えるかを要約します。我々の関心がある現代に近いほうに絞って言えば、石油ショック後にどうも経営者の交代に関しては年功ルールが定着したと考えられる。それから、石油ショック後には、直接経営者が交代するのではなくて、外部者が関与する。つまり、社長を取り替えるのではなくて、銀行から副社長を送るとか、専務を送るとか、こういう事例が増加した。そういう意味では、先ほど言いましたように、状態依存ガバナンスというのがこの時期に最も制度化したのではないかと考えます。

それに対して、バブル期、1980 年代後半になると、交代とパフォーマンスの関係の相関が低下したということが確認できます。もっとも、この点は強く言えるのかというところちょっと問題で、なぜかという、交代というのはかなり業績が悪くないとはっきり出てこないですから、80 年代というのは円高不況を含んでいるといっても、業績が全体として上のほうにあったために、明確な相関が現れなかったという可能性はあるのです。ただ、僕の理解としては、円高不況というのはそれなりの長さを持っている不況である。いくつかの企業では赤字が出ているということを考えると、資本構成が改善されて、しかも企業が含み資産を持っている。そういう環境ですと、一時的に利益が悪くなくても、経営者は例えば特別損失みたいなもので自由に処理できる資産がありますから、そうすると債権者のモニターから自立できる。だから、交代とパフォーマンスの相関が80 年代の後半にやや弱まったのではないかと解釈しています。ただ、これは実証的にはちょっと問題がありますが、そういうふうに見られないこともないという結果が出ています。

では、現在どうなっているか、90 年代はどうなっているかという、ガバナンス構造はどうも分化したようです。一つは、メインバンク関係がまだワークしている。逆に言いますと、その企業は負債比率がある程度高くて、その意味でメインバンクの影響、そのところではインタレスト・カバレッジ・レシオと外部者の交代の相関が回復するという形で、メインバンクが一定の規律を行使しているという部分があります。ただ、1970 年代ぐらまで、ほぼすべての企業がこのタイプに該当していたと考えられるのですが、現在は半分とか半分以下の企業がそうでしかなくて、むしろ残りの半分以上の企業は、メインバンク関係から自立して、そういう意味では外部者の規律から自由になっ

ているということです。ただ、そういう企業を見ますと、必ずしもその企業でモラルハザードが起きているとは言えない。業績が悪くなると、内部者による交代の確率が上がるとか、あるいは雇用の成長率が同業他社に比べて低くなると、内部者による交代の確率が高まるというような形で、交代がシステムティックに起きております。ですから、その意味では、メインバンクから自立した、メインバンクのモニターから自由になったから、即座にモラルハザードが起きたと見るのはどうも問題で、少なくとも製造業を見ている限り、日本の企業というのは、ガバナンス構造は分化したけれども、それなりに健全性は維持していて、業績が悪くなる、あるいは経営効率が低下したときに、経営者を交代できるようなメカニズムがワークしていると考えられるというのが、私の実証研究から出てきた結論ということになります。

これが最後のシートで、そんなにインプレッシブな結論を提示しているわけではないのですが、21世紀のコーポレート・ガバナンスを考えるという場合に、今日検討したところは製造業、言い換えますと非金融部門でした。非金融部門のガバナンスに対して、これまで金融部門が影響力を持っていたが、それが低下していく一方で、それに資本市場が代わって重要な役割を果たし始めたといったお話をしているわけですが、恐らくコーポレート・ガバナンスで今最も問題なのは、銀行部門自身のガバナンスです。ですから、80年代あるいは90年代の、80年代末にはやや甘い審査による貸出、90年代には追加融資を行った銀行部門の経営を有効に規律するメカニズムはなかったというのは、指摘されているところです。ここの銀行部門のガバナンスというのは大問題です。今日問題にできませんでしたが、これをどうするかというのは緊急な課題だと考えます。

さて、製造業あるいは非金融部門のガバナンスを考えると、モラルハザードが起きたのではないかという仮定のもとにいろいろと80年代後半から90年代をチェックしてきました。銀行は問題だと思いますけれども、製造業のガバナンス構造については、ことさら悲観する必要はないのではないかというのが、総括的結論です。ただ、重要なことは、日本企業のガバナンス構造が分化してきたということです。分化してきたというのは、一方は資本市場にシフトしている。メインバンクからもう自立している企業がある。こういう企業は、もはや資本市場に基盤を置いて行動している。資本市場に基盤を置くかどうかということが起きるかという、一定のビジネスチャンスを持っている、しかし、現在業績が悪い、あるいは負債比率が芳しくない、従ってデフォルトリスクを必ずしも

免れていないという企業ですと、資本市場で高い評価が得られなくなる。そうすると、資金調達コストが高くなって、収益性が低下するというようになってくるわけです。収益性が低下してくると、リストラを強いられる。リストラを強いられると、従業員の首をある程度切るわけです。首を切る経営者は、さっき見たように、内部者による経営者の交代確率は上昇していますから、恐らく資本市場というのは内部者の規律メカニズムを介しながら、企業の経営者に対して圧力を加えているようになっていると考えられるのです。そういう意味では、資本市場のメカニズムというのは、一方で内部者を中心とした規律のメカニズムを介しながら企業経営者を規律しているし、他方では借入銀行に依存している企業部門があって、ここの部分はメインバンクの規律が依然としてワークしていると考えられます。そう考えると、日本の企業のガバナンス構造というのは、分化しながらも、依然としてそれなりにワークしていると考えたほうがいいということです。現在、株式相互持ち合いは批判を受けていますけれども、こういう感じだと、株式市場による規律を意図的に導入する必要は、今までの分析からすると必ずしも強くはなくて、市場による規律は十分ワークしているように考えることができます。

ただ、内部者によるコントロールのメカニズムというのは、ある企業では、例えばソニー、あるいはホンダですと、ある一定の状況になってくると内部者のメカニズムが働いて、抜擢みたいな人事が行われるメカニズムがあるわけですが、例えば三菱重工などの三菱系の企業ですと、内部者による革新的な選任のメカニズムはあまりワークしていない。この差が何によって規定されているかは、今後検討すべきところはありますし、この内部コントロールメカニズムをさらに洗練するということは、今後の大きな課題としては残っているだろうと考えております。ちょっと長くなりました。多少ややこしいこともお話しして、あるいは皆さんの中には苦に感じられた方もいらっしゃると思いますけれども、私の報告は大体これくらいにいたします。

### 3. 質疑応答

**司会者** どうもありがとうございました。今、宮島先生は、日本の企業金融とガバナンスの構造の変化について話していただきました。

簡単に整理させていただきますと、まず、オイルショック以後は、日本の企業は高度成長経営が終わり、ほとんど減量経営になった。この減量経営は日本の企業金融にどういう影響を及ぼすか。宮島先生のお話では、そうすると分化して、一部は直接社債発行といった金融に傾く、一部はまだ間接金融依存ということで、そのなかで、直接金融に傾いたところは大体収益が高い、リスクが低い。依然としてメインバンク、間接金融に依存しているのは、大体は収益が低い、リスクが高いといった企業で、そうするとモラルハザードというか、今日の大問題の不良債権の要因の一つになるのではないかというような結論です。

もう一つは、このような状態で、企業経営の環境が変わる。環境が変化すると、企業経営にはどういう影響を及ぼすか。宮島先生は、必ずしもメインバンクのモニター機能が低下することによってモラルハザードだという結論はちょっと出せないのではないかというご意見でした。最後に、これからの日本のコーポレート・ガバナンスということについての見通しをお話になりました。

大体はこういう内容ですが、何かご質問がございますか。必ずしも論文報告に関してだけではなく、例えばもっと幅広い企業金融のことについても、あるいは日本的な企業経営、コーポレート・ガバナンスについてもご質問があればどうぞ。大体時間の予定としては8時までですが、多少過ぎてもかまいません。はい、

どうぞ、Aさん。

**A** 非常に大変な作業で、非常に興味深い結果をいろいろ出されていると思います。経営者の交代の話もおもしろかったですけれども、前のほうの、銀行がだんだんリスクの高いものしか残ってこなかったというのも非常におもしろい発見で、それも大変な手間をかけられて、非常に貴重な実証分析をされたということで、まさにペインフルとおっしゃっていましたけれども、（笑）非常にペインフルな研究で、敬意を表したいと思います。

それで、ちょっといくつか関係なくばらばらと質問させていただきたいのですけれども、まず3ページのメッセージのところ、社債が無担保転換社債でファイナンスした



場合と、銀行から借り入れた場合という選択だと思うのですけれども、それ以外のいろいろなエクイティーファイナンスがあるわけです。そうすると、そのいろいろなエクイティーファイナンスと社債と銀行借入と、その3つの関係はどうなるのかというのが、まず1点です。ちょっとテクニカルな質問ですけれども。

それから、事前的に合理的であったというのはそのとおりだと思うのですが、ただあのときはバブルで、株価自体が不合理だった。だから、事後的に考えれば非合理だったのだという考え方もできると思うのです。そうすると、それは後から見てあいつはばかだったと批判するのはルール違反だということも言えますけれども、ではあのときに正しい株価がついていたのかということについても、それは本当なのかなという素朴な疑問も感じるのです。確かに、あのときの株価が合理的であれば、当然株価が高ければ何でもできます。エクイティーファイナンスできるわけですから、株価が高い企業がいっぱい資金を調達していたということで、それがそういう証明になるのかどうかということが、2つ目です。

それから、多少マイナーというか、研究とあまり関係ないこともお聞きしたいのですが、土地担保融資への傾斜というのは、私、十分な担保があって、それでモニターも何もしないで貸すというのは、極めて合理的な行動だと思うのです。具体的な名前はあれですが、日本の某銀行の方が、ちょうど80年代の終わり頃、「香港の銀行というのは何も見ないで担保だけ見て金を貸して、こんなものは銀行家のやり方ではないんだ。あいつらは何もわかっていない」とおっしゃっていました。私はただ酒を飲ませてもらっていたものですから、「いや、おっしゃるとおり」とか言ってしまったのですが、(笑)とんでもないことですね。日本の銀行こそ何もわかっていないわけで、確かに香港は十分な担保をとって貸して、返せない、では出ていけと言って担保を売って終わりなのです。これは極めて合理的なシステムで、日本だってそうやっていれば何の問題もないわけで、だからむしろ事業に入れ込んでしまう。むしろ相手の事業を自分はわかるというぬぼれを持って入れ込んでしまうからいけないのであって、担保だけ見て何もしなければ、極めて合理的なやり方なのではないかと思うのです。皆さん担保重視がいけないとおっしゃるので、そのことについて教えていただきたいと思います。

それからもう1点、資本市場の規律は要らないというか、これ以上強める必要はないということですが、製造業についてはそうなのかもしれませんけれども、あと銀

行とおっしゃいましたが、不動産建設もあります。それで、これは株価は非常に安いわけです。例えば長谷工などというのは 30 円ぐらいで、だから多分 30 億か 50 億あると長谷工が乗っ取れるのではないかと思うのです。私は持っていませんけれども。(笑) もし 50 億あれば長谷工を買えて、長谷工だったらマンションの 100 戸ぐらい在庫であるはずですから、そうするとマンション 1 戸 1,000 万で、いいのではないかと思うのですが、だれもそうしないのは、帳簿がでたらめで、何が隠れているかわからないということだと思うのです。だから、まさにポイズンですね。銀行も不動産も建設も、経営状態にまさにポイズンがあって、乗っ取りができないようになっているわけです。これが最大の問題で、もしポイズンのない帳簿にすれば、こういう企業は税金投入しないで民間が乗っ取ればいいわけですね。それで全部リストラをしてやればいいわけですけれども、そういうポイズンがある。いろいろなポイズンが入っているわけです。例えば労働協約などもポイズンです。なぜそういうポイズンがあるかという、いろいろな意味での会計制度が不備で、経営者の約束が表になっていない。だから、それが最大のモラルハザードを引き起こしているのではないかと思います。ちょっといっぱい質問して申し訳なかったです。

**宮島** いずれも的確なご質問でありありがとうございます。1 個目は、これは痛いというやつで、必ずどこで報告しても出る質問で、ペーパーのほうは一応注が付けてあります。2 ページの注の 4 です。そこでは、これは重要な問題であるとした上で、若干エクスキューズが書いてあります。もちろん、この時期の資金調達を行う場合に、増資と負債の選択問題がある。ここでは企業にビジネスチャンスがあって、その実現には内部資金で足りなかったら、まず増資か負債かを選択する、そして、それが決まったら今度は負債選択の中で、借入れか社債かを決めるという順序を規定する。そしてここでは、増資か負債かの選択はスキップして、負債のところについて、その土俵の中でこういう話をやっているというわけですから、当然質問が出るわけです。一応のエクスキューズは、この時期の外部資金の調達からすると、増資それ自身は 18% で、残りの 80% 程度が借入か社債なのです。エクイティー・リレーテッド・ファイナンスですから転換社債とかワラント債は多いのですけれども、増資そのものは相対的にそんなに比重は高くない。これが一つのエクスキューズで、もう一つは増資と負債の選択は、経済理論ですと、増資することによってテーク・オーバーの可能性が生ずる点が重要ですが、——この選択

問題を考えるという理論的なペーパー、あるいは実証的なペーパーの多くはこの点を重視している——日本の場合はテーク・オーバーの可能性はそんなに高くないから、このところの選択問題はあまり重要ではないだろうと、あまり説得力はないのですけれども、一応これがエクスキューズです。したがって、質問の点に対しては、とりあえず同時にやるのはちょっと難しいので、最初に比重の高いほうから検討したということにさせていただきます。この点については、エクイティー関連社債がその後転換されたということが、企業にとって持つ効果と、実際にすぐ増資した場合が持つ効果に差があるのではないかという点が、実務家の間でも指摘されていることを付け加えておきます。例えば持ち合いの維持にインセンティブがあると想定すると、はめ込むタイミングが、一遍に増資してしまうとすごく難しいけれども、転換社債で徐々に転換されている分には容易であることが、技術的にはエクイティー関連債を選好する理由だとかという説明があります。本当かどうかあまりよくわかりませんが、そういうことも今後考えて検討しなくてはいけないと思います。

2番目は株価。これに対する説明もちょっと定型化されているのですが、株価を計算して、A会社とB会社を比べると、ここでやっているのはトービンのQで、分母のほうに総資産の時価をとって、分子が企業価値、株価と発行部数を掛けたもので、先ほど最後の質問に出てきましたが、考え方は、30億を持っていて、それで長谷工を買って自分のものにしてから、全部清算してしまったときに、30億円以上の価値になるかならないかというのをチェックしてみようという話なのです。ですから、分母の時価と、それから分子の企業価値と双方の動きでQの値は変わってくる。株価が上がっているというのは、Qだと相対的に資産に対して高いか低いかというのが出てくるわけです。今計ったQは、そんなに厳密な数字ではないのですが、例えばA社とB社のどちらがより良好なビジネスチャンスを持っているかをチェックするぐらいの指標としては十分使えるだろう。総資産を時価換算して、それで株価×発行株数でQを計算すれば、少なくともA社とB社はどれくらい差があるかまで厳密にはいけないけれども、A社とB社のうち市場がどちらのビジネスチャンスを高く評価しているかをとらえる指標としては使えるだろう、これが一つです。

あともう一つは、これはすごくテクニカルなことなのですが、こういう計算をやると、企業の決算期がばらばらであるというのは、非常に困ったことなのです。もし影響力が

あるメディアにいらっしゃる方は、ぜひこういうペインフルをやっている研究者のためにも、決算期は統一させてほしいとアナウンスしてください。もし全企業を3月末決算にしてもらえれば、こういう計算はすごく楽になるのです。というのは、要するにQの計算は、期末の株価をとります。期末間の株価をとって、今言ったようにA社とB社のどちらが高いビジネスチャンスを持っているかに関する市場の評価を捉えようというものですけれども、決算期が違っているため——3月が6割ぐらいで、あとの4割の企業は11カ月に分布していますから——企業の株価が上がっているときとか下がっている年次の場合、期末評価を年度中でとってしまうと、すごく大きなノイズになってしまうのです。企業の株価が非常に上がっている局面、80年代の後半、87、88、89とか、それから株価が急激に下がった90、91というところは、Qは通常の計算の仕方だと多分ノイズがあって、ほとんど意味を持たない。だから、期末の株価でなく、株価をとる月を決めてしまうとかの操作を加えないと、あまり意味を持たない。こうした特性は、やっていくうちに大体見当がついて、そこで我々としては比較的株価が安定していた84年末をもってQを計算したわけです。それで、84年の時点で市場がそれぞれの企業についての将来収益をどう評価しているかというのを見て、この評価と89年末の実際の負債決定の結果とはどういう関係にあるかを見たというのが、ここで試みた操作なのです。

それから、土地担保融資は、いくつか申し上げなければいけないことがあるのですが、この文脈では、我々は土地担保融資を強調するという見方自身を否定しているわけです。ですから、土地担保融資というのはリスクをちゃんとカウントしているから、そんな非合理的なことではないのではないかというAさんの見方と我々の見方は一致しています。ただ、おっしゃられるようなことが問題になっていた文脈というのは、一方では銀行ががけっぶちの土地まで10億円の担保をつけてしまったとか、このようなモラルハザードがあったというのがよく言われていることです。確かにそういう事態がないことはなかったのかもしれないと思いますが、僕の論文が強調しているのは、それを大きな事態の説明としてメインストリームだと考えるのはどうも間違いで、むしろ企業は土地担保融資で少なくとも事前的には合理的な貸出行動をとった。多分、土地担保も事前的に過大評価したわけではなくて、担保に7掛けかななどで事前的にはお金を正しく貸し出した。モニタリングが急激に弱くなったということも言えない。リスクが高いところは多分少し金利を高くつけて、織り込んだだろう。そういうことでちゃんと銀行が合理的に行動

し、企業が合理的に行動しても、日本のある種の条件、メインバンク関係が全般化して、なおかつ規制緩和が進むということが起きると、結果として銀行の顧客の間には期待収益の低い企業というのがどんどんたまっていくということが知らず知らずのうちに起きていたのだというのが、この論文のメッセージです。

それから、資本市場による規律、これはちょっと難しいですね。お手元に配っているものの9ページをちょっとご覧ください。9ページは時間の関係で説明をスキップしたのですが、おっしゃられるとおり、私の見るところ、建設と不動産のところが最大の問題なのです。外部環境が変化して90年代にどうなったかという、高い期待収益を持つ企業は、主として輸出向け組立産業のところ、デジタル革命に乗れているのは日本の電機メーカーだけみたいな言い方をされているわけで、マクロのTFP推計などを見ても、電機機械は、最近悪いですけれども、90年代前半をならしてみれば、唯一いいわけです。自動車も健闘していると考えられると思います。素材産業のところも、極端に悪いとは考えられなくて、メインバンクによる規律というのは依然としてワークしていると思うのですが、サービス産業のところが最大の問題です。ここのところが特に悪かったのは91、92、93年の追加融資の結果です。つまり顧客の収益が悪くなったときに、さらに追加融資を試みて、さらに悪くなっている。なお傷口を深めていったところがあったわけです。ここが現在どうなっているかが焦点だと思います。そこでは、市場による規律が進行している中で、多分メインバンク関係自身が転機を迎えているのではないのでしょうか。

レジュメにも簡単に書きましたけれども、要するにメインバンクが清算するか、救済するかを決めるのは、多分いくつかのファクターがあって、一つは貸出額がどれくらいか。トゥー・ビッグ・トゥ・フェイル(too big, too fail)というのはかなり大きな要因ですから、貸出額がどれくらいか。それからもう一つは、清算したときにどれくらいコストがかかるかということで、これは外部環境に依存するわけです。それから、その産業自身の期待収益があって、例えば建設みたいに公共事業が膨らまないということが将来予測されていれば、その産業自体への期待収益は低い。もう一つ大きいのは、メインバンク関係の歴史から言うと、リпутेशन・イフェクト(Reputation Effect)がどうなっているかということで、今までは救済するというのはある種の社会的規範だったわけです。もし救済しないと、3つの方向からペナルティーを受ける。1つは同業他

社、つまり他の銀行でメインバンクのシグナルを信頼して協調融資をしているわけですから、助けないということになると、同業他社から文句を言われる。もう1つは、借り手の集団からも、あの銀行はいざというときに助けてくれないというリプティションが起きますから、これもペナルティーになる。それから、今までの慣行ですと、大きなところをつぶしてしまって新聞ダネになると、預金者も逃げていくという3つ目のペナルティーがある。この3つのペナルティーが怖いから、あるいは救済が規範化するとういうリプティションが定着していたわけですけれども、これに徐々に変化が生じつつあるという感じはあります。ですから、ここでメインバンク関係が変わりつつある、あるいは岐路に立っているというところが現在ではないかと考えております。以上です。

**司会者** ほかには何かありますでしょうか。

**B** 負債の選択のところですけども、これは私の実感から申し上げるのですが、運用の形態によって負債を選択したということがあるのではないかと思うのです。例えば、エクイティーで0.5%の資金ができると、それを0.75で運用してあげますよというふうに、運用形態で負債の選択が行われたのではないかなという感じがちょっとするということが1つです。

それから、アトランダムで恐縮ですけども、銀行部門の側の大問題というのは、これはもう本当に大問題だろうと思うのですが、これはガバナンスは大蔵省がかっちり行っていたわけでして、そのやり方とか、効果というのでしょうか、あるいは方向性というのか、これが大問題であるというご指摘かなと思って、その2つをお伺いします。

**宮島** 最初のほうは、これはどこか別な機会ですと、今、学習院にいらっしゃる奥村さんもよくご存じなだけに、盛んに言われるのです。つまり、借り手の側の資金需要のほうを分解して、実物投資に対する需要と財テクに対する需要とに分解して、それに合わせて資金調達も検討せよというわけです。なるほどというご意見なのですけれども、これは定量的にどうやって分解するかというのがかなり難しい。今は、どういふふうにするか、このようなテストができる形にどうやって変数を落とし込むかというところでちょっと工夫が必要で、そのときも今後の検討課題だと申し上げたのですが、考えさせていただければ……。それは非常に重要な問題だと思います。ある意味では確かに実際にとられた行動というのはそういう側面が非常に強いと思います。ですから、0.5%で発行して、0.75%で運用するというわけです。ただ、借金というのは返さなく

てはいけないわけで、転換されれば別ですけれども、返さなくてはいけないときがあった、そのときにまだ金利が 0.5 かというのは保証の限りではなくてというのが、その後 90 年、91 年に起きたことです。ですから、その意味では非常にマイオピックだったということになるのでしょうか。ただ、その種の話はここには明示的には組み込まれてモデル化はされていません。

それから、大蔵省のガバナンス、これは難しいです。例えば、先ほど紹介した青木さんなどの議論というのは、日本のシステムを説明するときに、企業に関して、アメリカ的な資本市場というのは少なくとも 1980 年ごろまでは非常に弱い。そうするとモラルハザードが起きる可能性があるのだけれども、だれがモニターしたか。銀行だと。これは直観的にもそうですし、僕がこれまで調べてきた感じからいっても、そのとおりだと思います。そうすると、銀行は一体だれがモニターしたか。フー・モニター・ザ・モニター(Who monitor the monitors?)という話になるわけです。そのときは大蔵省がモニターしたというのが基本的な理解です。その次に問題になってくるのは、大蔵省のモニターのインセンティブです。通常の経済主体というのは、経済学的に言えば、利潤最大化、あるいは効用最大化で動いていて、その中でモニターのインセンティブがあるように制度が設定されているわけですけれども、大蔵省はモニターを一体どういう形でやったかというのは問題です。例えば、天下り先を確保するためにモニターが甘くなるということは、往々にしてあり得るわけです。それが今まではそんなに大きな問題にならなかったのに、近年問題になったというところが難しいところで、これをどう説明するかというのは、意見が分かれるのではないのでしょうか。2つの説明があると思うのです。1つは、大蔵省の側に近年変化が生じて、大蔵省の規律が緩んだという説明、もう1つは、今までと同じことをやっているのだけれども、外部環境が変化したから問題が顕在化したという説明だと思うのですけれども、考えさせてもらいます。(笑)

**C** 最初、このセミナーは専門家のだと言われまして、私は政治と外交しかやっていなかったものですから大変恥ずかしいのですが、逆に言うと、今日の方法論がとてもおもしろくて、来てよかったと思っています。

ただ一つ、お話を聞いているうちに、原因と結果、つまり鶏と卵がときに逆じゃないのかなとか、いろいろ常に思いつつ聞いていたのですけれども、一つだけご質問したいのは、最後にいわゆる抜擢のメカニズムというとてもおもしろいものなのだけれども、

逆に言うと、抜擢というのはある意味でメカニズムではないというか、そういうことがまだでき得るシステムなのか、そうでないのか。あるいは、うまくいっているからたまたま抜擢ができるのか、うまくいっていない企業だとそういう抜擢なんていうのはできないのか。つまり、今、確かに日本の企業は、金融機関も含めて、何らかひとつ脱出していくには、例えば抜擢というのは必要だと思うのですが、これがメカニイズできるのか。これはあくまでも最後の今後の課題ということでおっしゃられたので、ぎりぎり質問するつもりはないのですけれども、（笑）一つの傾向として。

**宮島** それは非常におもしろい点で、これもペインフルな仕事で、大学院生と一緒に今やっているのですけれども、問題の発端はこうだったのです。こうやって一生懸命計算していきますと、社長の平均年齢がどんどん上がっていて、不健全なことが起きているのだなと思いながら見ていたのですが、90年代になるとちょっと下がるのです。もうちょっと調べていくと、いくつかの企業で若い取締役メンバーを登用するというケースがある。それをさらに調べていくと、何人抜きとか、何段飛びとかというのがあって、確かに三菱重工とか三菱電機だと、上席専務などが社長に昇任するということになるのですが、例えばホンダとかソニーとかというのは、それとは異なった抜擢人事を行っている。これまで申し上げたとおり、銀行から自立して、その意味では外部からのコントロールが弱くなった企業が日本の大企業の中のかなりを占めているという状態が80年代後半にはつきりしてくるのですが、その中で企業が活力を維持していくメカニズムとこの抜擢との間に関係がありそうなのです。そこを少し調べたらいいのではないかと考えて、今、内部者の中でどういう順序で社長が選ばれているか。つまり、何人抜きかという一定の基準をつくって、4人抜き以上か5人抜きだったか忘れてしまいましたけれども、それで抜擢と定義し、抜擢が起きるメカニズムを説明するというテーマと、それから抜擢が起きたらパフォーマンスがよくなるかどうかをテストするというテーマ、それから抜擢とパフォーマンスの間を結ぶような戦略変数、リストラをしているとかの戦略変化、こういうものを結びつけて、今、一生懸命作業をやっています。300社くらいピックアップしてデータベースをつくっていますので、いずれご報告できる機会があると思います。

**C** 期待しております。

**宮島** ありがとうございます。



**司会者** ほかには何か、よろしいでしょうか。

**A** もう一つだけよろしいですか。これは質問というか、意見なのですけれども。何か皆さん、役人が今は評判が非常に悪くて、昔はよかったということをおっしゃる方がいますが、私はそんなことは絶対ないと思うのです。といいますのは、その昔山県有朋がわいろでつくったのが椿山荘です。厚生省の岡光ちゃんがもらったのは汚いマンションです。ですから、日本の役人というのはこんなにきれいになっているのだという認識を持っていただきたいと思うのです。(笑)それは昔のほうがもっとひどかった。

**司会者** それでは、私のほうからちょっと、非常に素朴な質問ですけれども、例えば、先生も、80年代オイルショック以後、要するに80年代からもう既に日本の企業金融は相当変わったとおっしゃいました。しかし、よく言われているように、日本は間接金融が非常に優位ということで、それで実際には80年代から収益が高い企業は直接市場からいろいろなことができるようになった。しかし、現実には、日本のベンチャー企業、いわゆる高収益・高リスクの企業はなかなか生まれてこない。その原因の一つは、要するに直接金融市場から資金調達ができないと言うことだと思えます。直接金融の規制はまだまだたくさんあるということは承知していますけれども、この点について先生は何かありませんか。

**宮島** ベンチャーは、これはまた別の次元の問題ですね。今日は、既に上場されている企業を問題にしています。それで、上場された企業の中でも、規制があった結果、今まで、例えば1980年ですと、実は2社ぐらいしか無担保転換社債が発行できなかったという状況から出発して、現在少しずつ拡大している。ご存じのように、93年からは格付け基準に移行しまして、それぞれ格が付いて、トリプルB以上でないとは基本的には非常に高い金利を要求される。企業の側は、今、格付けの資料も集めているのですけれども、要するに格付けを取るかどうか自身が既にもう負債選択なのですね。格付けを取らないと負債を発行できないわけですから、要するに格付けを取っているかどうかというのがある種の負債選択なのです。今調べているところだと、上場会社のうち、2000分の1300ぐらいしか格付け自身を取っていないのです。ですからトリプルB以上でない、多分格付けをあまり取らないと思うのです。

**D** それはCBですか。

**宮島** 調べていないのですが、これは多分CBだと思います。あれもコンサーバティ

ブな格付けと、それから最も企業側に有利な格付けとあり得るわけです。

D 格付けも、ムーディーズなどの海外の格付け会社によるものと、日本国内のものがありますよね。日本国内のものでも結構厳しいものなのです。でも、それでやっていると、CBにはもうだれも投資できないと言うのです。ですから、今、CBはもうむちゃくちゃなのです。今日もちょっと原稿をつくってきたのですが、もう本当にこの1年間、1月から9月まででCBといったら9銘柄ぐらしか新規に出ていなくて、今月で上場廃止になった銘柄が40何個という、バブルのときにつくったものがどんどん出ていているわけです。

宮島 要するに、償還を迎えていて、借り換えできないから再発行できないということですね。

D 今ピークなのです。

宮島 そうですね。全く過日の面影はないという感じですね。

D 株が安くなったら、もうこんなですね。

宮島 というのが私がやったものですがけれども、ベンチャーでお金がいかないというのはこれまた別の次元の話ですね。これはこれで大問題です。アメリカのシリコンバレーでベンチャーキャピタルという話になっていくと、まず貯蓄の構造から違いますから、それを考えないとだめですね。アメリカはかなり多額のリスクマネー、つまり豊かな人がいますから、リスクをかなりとれるような資金というのがあって、これがベンチャーキャピタリストのところに行くわけですがけれども、日本は、1,200兆円の資産の大体5割以上が預金にあっていて、余裕資金とはいえ、リスクをとるような資金は少ないですから、出資するところではそのリスクをある程度分散するようなメカニズムが必要で、このメカニズムをどうやってつくるかというのがまず一つの問題です。それからあとは、アメリカで言えば、ベンチャーキャピタリストというのは、単純に投資するのではなくて、お金がなくて知識があるという人間を世話して育てていくという能力を持っていないといけないわけですがけれども、この能力をいかに培っていくかというのがかなり問題です。それは今、非常に問題だと思います。僕も通産省で中小企業法制の研究会に加わる機会がありましたが、いろいろなところに問題があります。法制的な問題もありますし、それから貯蓄構造の問題もありますし、現在、日本経済の直面する中でも早急に解決を要する問題です。僕はもともと歴史出身なので、かなり長いスパンでものを見て

いるのですが、日本の銀行というのはかつてはある種のベンチャーキャピタルを供給するような役割を果たしていたのです。例えばソニーとかホンダが立ち上がってくるときは、よく引き合いに出されますが、今、鈴鹿サーキットがありますけれども、四輪に行く前の一番最初の大きなプロジェクトで、あそこにオートバイの大きな工場をつくるときは、5年間の投資計画で、投資計画自身は既存の固定資産の20倍だったのです。これを三菱銀行がメインバンクになって、初期の資金の大体5割ぐらいを貸して、それに協調融資がついて、そのシグナルで株価が上がったみたいな良好なメカニズムの資金調達が行われました。ソニーがアメリカ市場で売れて、ニューヨークを中心にトランジスタを売り出す。厚木か何かに工場をつくる時も全く同じようなことをやって、そのときは、今のさくらですが、三井銀行がメインバンクでした。ですから、1950年代から60年代前半ぐらいですけれども、メインバンクもある種のベンチャーキャピタルを供給するような役割をやった。そのような役割を興銀などに期待する向きもあるのですが、現在の状況だと、かなり難しいみたいですね。というような感じですよ。

**司会者** どうもありがとうございました。では、もうございませんでしょうか。

では、そろそろこ終わらせていただきます。どうもありがとうございました。(拍手)

[文責事務局]



## 第 2 部 卷末資料



近年の企業金融・コーポレート・ガバナンスの変化と  
21世紀への展望

宮島英昭  
(早稲田大学商学部)

GFRS 研究セミナー  
1998・9.30

## 1 はじめに

課題； 1980年代の企業金融とコーポレート・ガバナンスの変化を解明する。

- 高度成長に確立したと見られる日本型企業システムの企業金融・コーポレート・ガバナンスの特徴のうち、80年代に何が変化したのか？
- バブル崩壊後、90年代に入って日本の企業システムは、いかなる方向に向かっているのか？
- 21世紀に向けて日本のコーポレート・ガバナンスはいかなる方向に向かうことが望ましいのか？

視角； 外部環境の変化、規制緩和の進展がこれまでのシステムの機能を変化させ、企業のモラルハザードを誘発した可能性はないか？

モラル・ハザード； Empire building

- Asset substitution ・ 経営者（=株主）vs 負債所有者
- Effort aversion ・ 経営の効率性の改善、

通常想定されているのは、とくに1980年代について empire building。

焦点；

- 企業経営者のペット・プロジェクトの選択の可能性； 経営者あるいは内部者に私的利益を保証する投資プロジェクトの選択が発生したのではないか、発生したとすればいかなるメカニズムか？ 企業金融
- 日本企業のガバナンス構造が、経営能力を欠く、あるいは努力水準の劣る経営者を有効に代替できなくなったのではないか？ 企業のパフォーマンスと経営者の交代。



## II 第1の課題；

### 1. はじめに： 企業金融の構造変化

- 借入依存から、減量経営、エクイティファイナンスへ
- MB のガバナンスにおける役割後退
- 1980年代の企業金融に関する通説的理解

<モニタリングの空白> 経営者企業のエイジェンシー問題

持ち合いによる資本市場からの圧力の緩和、資金調達の変化、負債の拘束 (bonding)の弱化、モニタリングの空白状態。

経営の規律の低下・ soft budget constraint

エクイティ・ファイナンスによる過剰投資(内部者にのみ私的便益を生み、株主に利益を生まない投資)： 池尾(1993)、Horiuchi(1995)、経済白書(1998)

<モニタリングの低下> Asset Substitution

銀行の組織変化・土地担保金融への傾斜=モニタリングの低下、

企業の負債調達におけるモラルハザード (情報開示の回避・虚偽の情報の申告)

課題： 1980年代後半の負債選択に焦点

1. 80年代後半における負債調達は、いかなる要因によって決定され、この決定にメインバンク関係、企業のガバナンス面の特質はいかに作用したのか？
2. 80年代の負債調達の選択は、バブル崩壊後の企業パフォーマンスに有意な差を生み出したのか？

メッセージ：

- 事前的：期待収益の高い企業が社債を選択という意味で合理的。
- 事後的にも、社債に依存した企業の効率性が高い——MHがシステムテックに発生したとは見られない。
- 銀行のモニターの水準に何ら変化が生じなくても低い期待収益の企業が蓄積。
- もう一つのシナリオ； 初期条件： MB 関係の全般化=救済の規範化・救済オプション付負債の提供——資金調達手段の選択が可能 ——期待収益の低い投資プロジェクトをもつ企業が救済オプション付きの負債を選択——この傾向を、優良貸出先の減少に直面し銀行の貸出行動が増幅した。

## 2 初期条件； 1980 年代初頭の MB 関係

### (1) メインバンク関係の特質

- 負債の拘束効果 vs 状態依存ガバナンス (青木)
  - MBはどこがユニークか?
1. 通常の債務契約 (Aghion and Bolton 1992)、  
デフォルトの際の外部者から内部者への経営権の移動  
特定の債権者が負担を負わない。
  2. 状態依存ガバナンス (Aoki 1994)
    - メインバンク領域をインサイダーコントロール領域と清算領域の間に固有の領域をもつ。
    - 部分的な経営権の移転。
    - 負債契約は、救済条項付きの契約と考えられる。
  3. 問題、何故こうした関係が形成されたか： なぜ、銀行は救済するのか。(MB レントと名声) / なぜ、救済が期待されているのにモラル・ハザードが起きないか。

### 2) 80 年初頭の企業・銀行関係

- 石油ショック後、変容開始、
- 減量経営—— 進展度に差・分化
- MB 関係—— 企業の側のコミットメント低下

#### 所有構造の分化

- 高度成長期 MB がガバナンスに中心的役割を演ずる経営者企業 + 所有型
- 1980 年前後、
- 1) MB がモニターの中心を演ずる経営者企業、
  - 2) 事業会社がモニターの中心を演ずる経営者企業、
  - 3) 中心的なモニターが不在となった経営者企業、
  - 4) 所有型

### 3 救済オプション付き負債契約のモデル

前提； 経営者による負債決定 / 情報の非対称性仮定しない。

負債の決定要因； 救済オプションに対する需要。企業経営者のモニタリングからの回避の要求

public debt	無担保社債	私的便益 $XB$ 大	救済オプション
公開情報に基づく			なし負債
負債の発行	有担保社債	$XB$ 中程度	(NRO 負債)
	銀行保証付き債		
	(変形された借入)		救済オプション
private debt		私的便益	付き負債
私的情報に基づく	借入	$XM$ 小	(RO 負債)
負債の発行			

#### 4. 80年代の規制緩和と企業のファイナンシャル・オプション

##### (1) ファイナンシャル・オプションからみた3つの企業群 (図1)

FFO Firms (Firms with Full Financial Options)

LFO Firms (Firms with Limited Financial Options)

##### (2) サンプル企業の抽出とその特性

###### ● 産業分布 (表1)

FFO Firms: 組み立て産業(電器・自動車)、化学(石化を含まず)、

LFO Firms; 非製造業の比重が高い、素材産業依然少ない、

サンプルからは、高炉5社脱落。

###### ● 規模・資本構成 (表2)

FFO; 4000億円、LFO: 700億円、

成長率、FFO = LFO、パフォーマンス FF0 > LFO (80年代前半)、

資本構成;

FFO 低DE比率、高い負債に占める社債の比重、50%、

public bond 80%

LFO 高いDE比率、低い負債に占める社債に比重、16%、

ただし、社債(private bond)のうち63%がエクイティ関連社債。

#### 5. バブルの進展とメインバンク関係: ハイリスク企業は、救済オプション付きの資金調達を 選好したか?

##### (1) 推計式の設計: two sided Tobit

$$\begin{aligned} D_{it} = & c + a_1 D_{t-1} + a_2 DA_{t-1} + a_4 \text{Std. } P_i && (\text{リスク}) \\ & + a_3 \text{Tobin's } Q_{t-1} && (\text{将来収益}) \\ & + a_4 \text{Hsec} + a_5 \text{Hland} && (\text{担保}) \end{aligned}$$

##### 被説明変数 (89年度末)

FFO 企業群1  $D1 = \text{救済オプションなし負債} / \text{総負債}(\text{bond} + \text{borrowing})$ 、

LFO 企業群2  $D2 = \text{救済オプションつき社債} = \text{社債残高} / (\text{bond} + \text{borrowing})$

$D1' = \text{救済オプションなし負債} + k * \text{推計転換最大値} / (\text{社債残高} + \text{推計転換最大値} + \text{借入})$ 。

ただし、kは、89年度末の救済オプションなし負債と救済オプション付負債の比。

$D2' = \text{社債残高} + \text{推計転換最大値} / (\text{社債残高} + \text{推計転換最大値} + \text{借入})$ 。

説明変数 (84年度末、85-89年の平均) (基本統計量 表3)

リスク DA: (bond + borrowing) / Asset

パフォーマンス (売上高経常利益率) の10年間標準偏差

将来収益 TobinのQ

企業価値 / 企業総資産時価 (土地、保有有価証券証券時価換算)

担保 Hsec: 保有有価証券 = 時価換算保有有価証券 / 総資産時価

Hland: 保有土地 = 時価換算保有土地 / 総資産時価

### (2) FFO企業群の結果 (表4)

- 89年末のD1 63% (84年末、48%)、有担保・銀行保証債8%(8%)、借入、29%(43%)。  
FFO企業のうちの一部は、バブルの環境の下でも救済オプション付負債選択。
- リスク(D/A)に有意にマイナス、事業リスクに対しては非感応的(我が国最大・最優良の企業から構成されるFFOでは、過去の利益の変動は負債選択に影響を与えない)
- 将来収益(Q)に有意にプラス。
- この時期の優良企業から構成されるFFO企業群では、リスクが低く、将来収益の高い企業が、救済オプションなし負債を選択し、リスクが高く、将来収益が低い企業は、銀行借入を嗜好。
- ただし、この効果は、必ずしも大きくない。推計式(1)で見れば、Qの1標準偏差(0.85)の上昇は、FFO企業の資本構成を約10%引き上げる。

### (3) ガバナンスの影響

$$Dit = c + a1 D_{i,t-1} + a2 DA_{i,t-1} + a3. Q_{i,t-1} + a4. Govt + u_t \quad (2)$$

$$Dit = c + a1 D_{i,t-1} + a2 DA_{i,t-1} + a3. Q_{i,t-1} \text{ (or DA)} + a4. Govt + a5. Gov * Q \text{ (or Gov * DA)} + u_t \quad (3)$$

#### ● ガバナンス・ダミーの設計

負債選択に影響を与えるファクターへの注目。

MBが銀行中持株一位でかつ役員派遣、

MB1 = 取締役以上、

MB2 = 常務以上による区分。

Sub Dummy = 他の事業会社が筆頭株主で、役員派遣。

Own Dummy = 経営者、経営者の姻戚者が筆頭株主

#### ガバナンス特性 (表5)

MB1=29(27)、Sub = 31(25)、OWN = 20(11)、独立 = 73(63)、 /145 (120) 社  
15-20%                      15-20%                      10%                      50%

<結果> (表6)

(2) 式 = ダミーのみの計測 (コラム2) : MB Dummy 2のみ有意に負、効果 21%、  
MB 関係が強いと、借入に依存し、その効果は小さくない。

(3) 式 = 交差項、

- 関連会社=負、救済オプションへの需要が小さい。
- 独立系企業 ; Q、DA 係数上昇

FFO では、期待収益の高い企業が、NRO 負債を選択するという関係が、明確。銀行の顧客は、減少し、しかもその顧客の期待収益の低い企業。

(4) LFO 企業群の負債選択 (表7)

- 89 年末の平均依存度は、37.8%であり、84 年末の 17.2%を 20 ポイント以上上回る。、D2 の変動係数は、84 年末の 1.56 から 89 年末 0.88 に低下、旺盛な社債による調達。
- デフォルト・リスク (DA) と負、事業リスク(st. ORRS)とも有意な負の相関。  
LFO では、過去の利益の変動は負債選択に影響を与える。  
この結果は、転換分を考慮した D2'でも支持される。
- D2 は、将来収益の代理変数 Q と有意な相関を持たない。(FFO と異なる)

解釈、

1) 有担保社債、及び銀行保証付社債と、銀行借入との間には負債としての選択として大きな差がなく、そのため将来収益の高いプロジェクトには、債権を選択し、低いプロジェクトの場合、借入を選択するという関係は見られない。

2) LFO 企業にとっても社債と負債は、モニタリングの強度の点で重要な相違があるが、LFO 企業群には、ガバナンス特性の異なる企業群が存在するため、それが効果を相殺して、q と負債選択の間の明確な関係が見られなかった。

(5) ガバナンスの効果 : (表8)

MB1 = 123(107), SUB = 139(112), OWN = 32(32), 独立 = 93 (78) /365(305)				
	30-35%	30-35%	10%	20%
cf. FFO	15-20%	15-20%	10%	50%

- ダミーのみの計測 ; 所有型企业で正、その他は、無相関。  
Q, DA の影響は、所有型企业は独立系企業と類似、MB, 関連企業と大きく異なる。
- 交差項の効果 :
  1. 関連会社、正、事実上非感応。
  2. MB のダミー、有意に正。ロバスト。  
高い将来収益を期待しうるプロジェクトを持つ企業が bond を選択した。  
MB は、将来収益の低い企業に借入を提供、

3. 独立系企業、Qが負、モニタリングからの回避、ある種のモラルハザードとも解釈しうる。
4. LFO企業が、全体としてQと無相関： 解釈2がより説得力が高い。
5. LFO企業、Qと負の相関、非感応な負債選択=通説整合、しかし、これは全体とし少数。
6. LFO企業でも、MB、関連企業、負債選択とQ有意に相関、とくにMBダミーと負債選択の相関注目すべき。

6. バブル期の資金調達と企業効率； 救済条オプション付きの負債契約を選好した企業のパフォーマンスは相対的に低いか？

計測式、(OLS)

$$Pit = c + a1 Dit-1 + a2. DA t-1 + a3Size t-1 + a4. \alpha sale + a5. Ind. Dummy$$

$$Pit = c + a1 Dit-1 + a2. \underline{Pit-1} + a3 DA t-1 + a4 Size t-1 + a5 \alpha sale + a6. Ind. Dummy$$

Pit ; 1990-94年のパフォーマンス指標の平均；

資本の効率性 (ROE, 時価換算 = 総資産時価 - 負債簿価、ROA、RRS = 投資収益率)

実物面の効率性 (OPR = 売上高経常利益率)

説明変数； Di 1989年度末の負債構成、

コントロール変数 : Size 89年度末の企業規模 ((総資産時価の対数値)

$\alpha sale$  : 90-94の売上高の増加率 / Ind.dummy ; 産業ダミー

結果 (表9)

- 1) パフォーマンス変数で見ると、D1, 及び D2 とも有意に正の相関、つまり救済オプション付の負債を選択した企業のパフォーマンスは、有意に低い。
- 2) FFO企業群：1標準偏差 NRO bond への依存度が平均を上回ると、ROAは0.9%平均より上昇する。この期のROAの平均は、5%であるから18%の上昇である。
- 3) LFOの場合、効果は0.5%あるが、ROAの平均は、2.8%であるから、引き上げ効果は18%とほぼ同じ。
- 4) 変化率の形で見ると、FFOでは無相関、LFOでは、符号は正で、部分的に有意 (RRS)。少なくとも、非負であり、モラルハザードは、確認できない。少なくともバブル期を1期として取り上げる限り、MHという見方は強すぎる。

Appendix ; バブル期について各年で見てもほぼ結論は、ホールド、これまで注目されてきた1987年は、やや異例の年次。

## 7. 結びに代えて

### 1. 要約

- モニタリングの空白 : 経営者企業のエイジェンシー問題  
LFOの経営者企業、救済オプションとQの負の選択、  
1987年の事後のパフォーマンス低い。
- 負債選択 ; 高い期待収益  $\theta$ 、社債の選択、低い  $\theta$ 、救済オプション付き負債
- 負債選択と効率性 ; 救済オプションなし負債の選択 = 高い効率性、
- 1980年代の最大の変化、救済オプション付負債の供給を前提として、企業に負債選択のオプションが与えられると、システムテックに低収益・高リスク企業が、救済オプション付負債を選択する。しかも、優良貸し手を失ったMBは、これらの企業に負債を供給する。これが、90年代の不良債権問題の要因。

### 2. 展望

外部環境の変化 ; 90年株価低落・91年地価低下、93年円高

#### 1) 企業金融の分化 ; 高い期待収益を持つ企業・輸出向組立産業

- 資金調達パターン ; 内部資金とpublic bondによる資金調達 ; バブル期のイクイティ関連債の普通社債への転換(国内・海外)、これは銀行保証なしのPublic Bond。
- モラル・ハザード ; 資本市場と生産物市場による規律。
- Arm's length へ

#### 2) 中程度の期待収益の企業 = 素材産業型産業

- 社債から借入へのシフト。

89年ワラント・転換社債のピーク・93年に借入への振り替え。。

- モラルハザード ; 資産の増加テンポ小さい、リストラの進展・MBによる規律・生産物市場の規律。
- 銀行の戦略 (貸出高水準・清算コスト上昇・メインバンクレント安定的)

#### 3) サービス産業 (建設・不動産)

- 資金調達 ; 借入の増大
- モラルハザード ; 追加融資・典型的な事後的 soft budget constraint・生産物市場の弱い規律
- 清算か救済かの決定要因 ; 貸出額(B)・清算コスト ( $\varepsilon$ )・期待収益 ( $\gamma$ )・名声 ( $\omega$ )
- 銀行の戦略 ; 救済から清算へ ; 貸出高水準・清算コスト上昇 vs メインバンクレント低下 (低位の将来収益が明らかとなった)、名声の価値低下
- 近年の清算の事例 ; 東海興業(北拓)・大都工業(さくら)、多田建設(日本信託)、ヤオハン ; ただし 清算は中規模 (Bの水準が中程度)。
- 銀行の側に救済のインセンティブは低下しており、今後、 $\varepsilon$ 、 $\omega$ がさらに変化すれば、救済から清算が全般化する。

### III 第2の課題 経営者の交代と企業パフォーマンス

1. 課題; 1980年代後半、バブル期に生じた日本企業のコーポレート・ガバナンスの変化。いぜん、メイン・バンクシステムのモニタリング有効 (Kaplan 1994, Kang and Shivsadani 1995, Morck and Nakamura 1992, Sheard 1994)

どう変化したのか?

- 経営者の交代・外部役員派遣と企業パフォーマンスに関する同一の計測式・同一のサンプル・異なった期間による計測。

#### 2. データ

- 57,64,72年の製造業上位150社をプールしたデータベース(204社)からランダムに100社を抽出。(表1)

#### 3. モデル: = Logit

$$\text{Turn}_i = f(P_i, P_i * \text{Gov}_i, \text{LS}, \text{age})$$

Insider

株主・

Outsider

債権者

Non-routine turnover

内部者=従業員

序列づけられた関与

- 企業を構成するステークホルダーのうち誰の利害と経営者の交代はもっとも関係が深いのか?  
Contingent Governance (Aoki); コントロール権移動点への着目
- 企業を構成するステークホルダーの利害の代理変数
- ガーヴァナンスの構造が経営者の交代に影響を与えるか?

<被説明変数>

1) All Turnすべての交代: All Turn = 1, その他 = 0

2) 内部者による交代か外部者か?: Insider = 1, Outsider = 2

3) コントロール移動点が多様であることを考慮した場合。

- Out Exec.; 社長は交代しないが、外部派遣役員の専務以上の就任をとともなボードの変化。
- Insider 2; 役員派遣(専務以上)をとともなう。
- Outsider; 外部者による交代

変数の設定: Out Exec.=1, Insider=2, Outsider=3, その他=0

4) Non-standard Turnover =交代社長が会長に就任しなかったケース  
通常の交代 Standard Turnover = 1, 異例の交代 = 2 その他 = 0



<説明変数>

株主； 投資収益率（RRS）

債権者（銀行）； インタレスト・カバレッジレシオ(ICR)、

従業員； 従業員数増加率（ER）

前任者の勤続年数（LS）

前任者の年齢（age）

経営の効率性指標； 売上高営業利益率（ORR），

自己資本利益率（ROE）

4. 戦後大企業の経営者とその交代パターン（表4）

- 内部者による交代の比重の増加
- 外部者による交代ではなく、ボードの大幅変化をとまなう交代(Insider2)の増加.
- 異例の交代の度数安定的、後任者が内部のケース増大
- 70年代、経営者の交代をとまなわない外部者の就任・意思決定に影響のある地位での外部者の受け入れ（insider 増加）。

5 計測結果

1) 内部者による交代（表6）

- 雇用の成長率・ERとの相関（90年代）
- LSとの相関、70年代以降強化、年功ルール

2) 外部者による交代

- RRS 相関がない
- ICR 一貫して有意； 50、60年代に比して70年代低下

3) 状態依存ガバナンス（表8）

- 70年代にもっとも典型的に機能した

4) 異例の交代（表9）

- 70年代まで外部者の利益
- 90年代 ERと相関

5) 効率性指標（表10）

ORR

	1950s	60s	70s	80s	90s
全交代	—				—
外部	—	—	—	—	—
序列			—		—
異例		—	—		—

ROE					
	1950s	60s	70s	80s	90s
全交代					
外部	—	—			—
序列		—			—
異例	—	—			—

## 6 展望；状態依存的ガバナンスの進化・「洗練」と「変容」

### (1) 石油ショック後：状態依存ガバナンスの制度化

- 年功ルールの定着
- 直接交代をとみなわない外部者の関与増加
- 序列づけられた交代とパフォーマンスの強い相関

### (2) バブル期：状態依存的構造ガバナンス・ストラクチャの機能低下

- 交代とパフォーマンスとの相関の低下
- 資本構造の改善と含み資産の増加による債権者のモニターからの自立

### (3) バブル崩壊後；ガバナンス構造の分化

- ICR と外部者交代の相関の回復・ER と Insider の負の相関；ガバナンスの構造の分化
- 効率性指標との相関、とくに ROE との相関の回復；90 年代モラルハザードがおきているとはいえない。

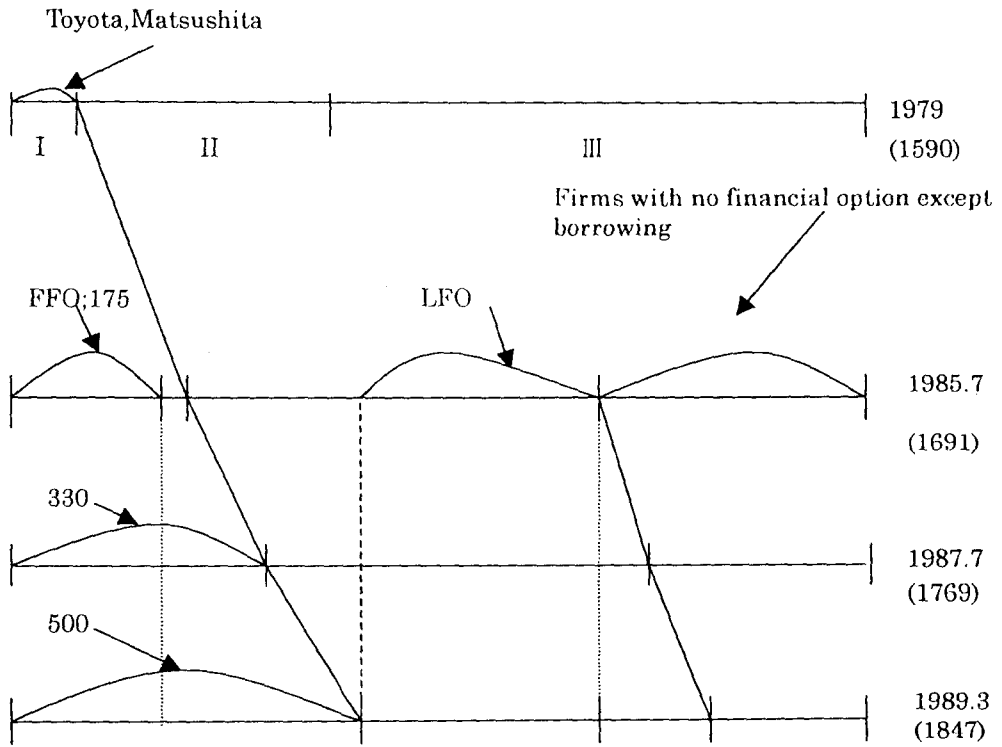
IV 21世紀のコーポレート・ガバナンスの設計に向けて。

- 分化したという認識が重要。

資金調達における 資本市場へのシフト——内部者を中心とした健全な規律  
借入・銀行への依存継続——状態依存的ガバナンス

- 株式市場による規律を回復させる必要はない。
- 内部コントロールのメカニズムの洗練。

図 1 : 1980 年代の適債基準と上場数



資料) 日本興行銀行『新 銀行実務講座 : 8 証券』金融財政事情研究会  
東京証券取引所『証券統計年報 各年版』

注) I : 無担保社債発行企業、II : 有担保社債発行企業、  
III : 社債発行不可能企業  
企業数は全国上場企業から、金融・保険を除いたもの

distribution by industries

表1 サンプル企業・産業分布

基準時点・1984年度末

code	上場会社	FFO Group		LFO Group		
No. of Firms	1354		148		365	
1 農林水産業	6	0.4%	0		1	
2 鉱業	9	0.7%	0		2	
3 食料品	74	5.5%	11	7.4%	22	6.0%
4 繊維	58	4.3%	2	1.4%	13	3.6%
5 パルプ・紙	25	1.8%	4	2.7%	6	1.6%
6 印刷出版	NA		2	1.4%	1	0.3%
7 化学	150	11.1%	22	14.9%	30	8.2%
8 石油・石炭製品	30	2.2%	1	0.7%	6	1.6%
9 窯業・土石	44	3.2%	6	4.1%	8	2.2%
10 一次金属	86	6.4%	1	0.7%	21	5.8%
11 金属製品	35	2.6%	2	1.4%	9	2.5%
12 一般機械	133	9.8%	16	10.8%	39	10.7%
13 電気機械	157	11.6%	29	19.6%	34	9.3%
14 輸送機械	70	5.2%	11	7.4%	24	6.6%
15 精密機械	32	2.4%	5	3.4%	8	2.2%
16 その他の製造業	35	2.6%	3	2.0%	18	4.9%
17 建設業	117	8.6%	9	6.1%	37	10.1%
18 運輸・通信業	80	5.9%	15	10.1%	24	6.6%
19 卸売・小売	144	10.6%	2	1.4%	37	10.1%
20 不動産業	19	1.4%	4	2.7%	7	1.9%
21 サービス業	35	2.6%	3	2.0%	15	4.1%
22 ガス	15	1.1%	0	0	3	0.8%
製造業	929	68.6%	115	77.7%	239	65.5%
労働集約産業	167	12.3%	18	12.2%	54	14.9%
素材産業	370	27.3%	36	24.3%	80	22.1%
組立産業	392	29.0%	61	41.2%	105	29.0%
非製造業	425	31.4%	33	22.3%	126	34.8%

注1. 通信および金融は除く  
 労働集約 = 3, 4, 6, 16  
 素材 = 5, 7, 8, 9, 10, 11  
 組立 = 12, 13, 14, 15

capital composition

表2 FFO、LFO企業の規模、成長率、資本構成

Panel 1: 規模と成長率

		FFO Firms N= 148				LFO Firms N=365			
		N	Means	Std.ev	変動係数	N	Means	Std Dev	変動係数
総資産	1979年度末	145	271,216	379,168	1.398	345	59,784	98,474	1.647
総資産	1984年度末		392,389	559,236	1.425		71,323	112,022	1.571
総資産	1989年度末		644,621	903,779	1.402		105,115	141,803	1.349
総資産	1994年度末		754,987	1,006,170	1.333		126,304	159,733	1.265
売上	1979年度	142	407,985	960,773	2.355	345	86,685	233,197	2.690
売上	1984年度		559,998	1,325,043	2.366		102,147	306,328	2.999
売上	1989年度		748,074	2,001,545	2.676		130,736	441,303	3.376
売上	1994年度		760,319	1,543,896	2.031		134,621	354,530	2.634
資産成長率(1979-84)		145	0.587	0.534	0.909	345	0.341	0.397	1.166
資産成長率(1984-89)			0.703	0.448	0.637		0.610	0.496	0.814
資産成長率(1989-94)			0.205	0.242	1.178		0.210	0.329	1.562
売上成長率(1979-84)		142	0.398	0.363	0.912		0.225	0.299	1.327
売上成長率(1984-89)			0.330	0.299	0.907		0.323	0.372	1.152
売上成長率(1989-94)			0.134	0.249	1.857		0.118	0.331	2.795

Panel 2: 資本構成

		FFO Firms					LFO Firms				
		N=	1980	1984	1989	1995	N=	1980	1984	1989	1995
自己資本比率	Means	145	0.455	0.504	0.515	0.540	345	0.295	0.327	0.366	0.388
	Std.Dev		0.172	0.155	0.145	0.168		0.162	0.172	0.160	0.183
	変動係数		0.378	0.307	0.281	0.311		0.549	0.526	0.439	0.471
負債(借入+社債)/総資産	Means	145	0.126	0.130	0.155	0.171	345	0.265	0.262	0.254	0.275
	Std.Dev		0.139	0.121	0.097	0.135		0.175	0.172	0.147	0.173
	変動係数		1.108	0.933	0.623	0.789		0.661	0.658	0.580	0.631
社債/負債	Means	122	0.300	0.527	0.739	0.558	313	0.068	0.162	0.356	0.265
	Std.Dev		0.332	0.367	0.307	0.378		0.151	0.250	0.326	0.312
	変動係数		1.107	0.697	0.416	0.677		2.228	1.546	0.916	1.178
エクイティ関連社債/社債	Means	122	0.663	0.863	0.922	0.666	313	0.399	0.629	0.889	0.551
	Std.Dev		0.401	0.279	0.195	0.369		0.429	0.421	0.254	0.438
	変動係数		0.606	0.324	0.211	0.553		1.075	0.669	0.286	0.796

資料)日本開発銀行、JDB企業財務データバンク

表3 FFO企業、変数基本統計量

Panel 1-1 サンプル平均(FFO Firms) N=120

	Mean	Std Dev	Minimum	Maximum
D1	0.626	0.356	0.000	1.000
D1'	0.663	0.345	0.000	1.000
D2	0.703	0.323	0.000	1.000
D2'	0.783	0.286	0.000	1.000
DA85	0.122	0.091	0.000	0.441
D185	0.482	0.394	0.000	1.000
D285	0.562	0.374	0.000	1.000
HTSEC85	0.170	0.088	0.016	0.555
H LAND85	0.129	0.097	0.012	0.651
Q85	1.567	0.848	0.615	5.628
STORRS1	0.018	0.013	0.001	0.077

Panel 1-1 サンプル平均(LFO Firms) N=305

	Mean	Std Dev	Minimum	Maximum
D2	0.378	0.332	0.000	1.000
D2'	0.446	0.337	0.000	1.000
DA85	0.228	0.133	0.001	0.661
D285	0.172	0.268	0.000	1.000
HTSEC85	0.148	0.081	0.013	0.548
H LAND85	0.136	0.101	0.095	0.627
Q85	1.355	0.654	0.313	5.456
STORRS1	0.021	0.018	0.001	0.108

Panel 2-2 ガバナンス構造別 (FFO Firms)

	Firms with close MB ties N=21						SUB N=25		OWN N=11		Ind N=63	
			MB1 N=27		MB2 N=15							
	Mean	Std Dev	Mean	Std Dev	Mean	Std Dev	Mean	Std Dev	Mean	Std Dev	Mean	Std Dev
D1	0.634	0.326	0.620	0.386	0.457	0.351	0.620	0.386	0.524	0.332	0.641	0.364
D1'	0.658	0.311	0.657	0.396	0.514	0.329	0.657	0.396	0.606	0.306	0.675	0.352
D2	0.692	0.295	0.683	0.353	0.602	0.359	0.683	0.353	0.590	0.394	0.732	0.312
D2'	0.793	0.256	0.743	0.356	0.725	0.283	0.743	0.356	0.713	0.340	0.805	0.264
DA85	0.104	0.061	0.129	0.112	0.110	0.071	0.129	0.112	0.134	0.084	0.124	0.094
D185	0.422	0.353	0.559	0.466	0.389	0.342	0.559	0.466	0.437	0.371	0.484	0.389
D285	0.454	0.348	0.644	0.433	0.524	0.335	0.644	0.433	0.593	0.355	0.565	0.365
HTSEC85	0.178	0.100	0.162	0.082	0.152	0.058	0.162	0.082	0.125	0.037	0.178	0.091
H LAND85	0.133	0.110	0.117	0.134	0.119	0.063	0.117	0.134	0.136	0.059	0.130	0.085
Q385	1.638	1.122	1.823	1.204	1.663	0.947	1.823	1.204	1.573	0.622	1.463	0.619
STORRS1	0.016	0.011	0.022	0.017	0.018	0.014	0.022	0.017	0.011	0.005	0.019	0.012

Panel 2-2 ガバナンス構造別

	Firms with close MB ties						Sub N=77		Own N=32		Ind N=119	
			MB1 N=107		MB2 N=68							
	Mean	Std Dev	Mean	Std Dev	Mean	Std Dev	Mean	Std Dev	Mean	Std Dev	Mean	Std Dev
D2	0.285	0.282	0.343	0.324	0.307	0.310	0.415	0.349	0.485	0.365	0.583	0.332
D2'	0.366	0.296	0.415	0.330	0.386	0.317	0.474	0.347	0.526	0.366	0.449	0.342
DA85	0.267	0.143	0.244	0.142	0.254	0.140	0.213	0.126	0.200	0.115	0.231	0.125
D285	0.092	0.160	0.126	0.220	0.105	0.182	0.187	0.265	0.277	0.374	0.202	0.302
HTSEC85	0.149	0.073	0.143	0.072	0.148	0.073	0.134	0.081	0.146	0.068	0.153	0.083
H LAND85	0.124	0.098	0.127	0.093	0.130	0.100	0.130	0.114	0.129	0.088	0.143	0.097
Q85	1.295	0.519	1.361	0.613	1.326	0.534	1.400	0.733	1.402	0.665	1.343	0.614
STORRS1	0.023	0.019	0.022	0.019	0.021	0.021	0.019	0.015	0.022	0.024	0.022	0.021

各変数の定義は以下の通り。

- D1 無担保社債 / (社債 + 借入)、1989年度末。B31
- D1' 無担保社債残高 + k\*推計転換最大値 / (社債残高 + 推計転換最大値 + 借入)  
ただし、kは89年度末の無担保債と有担保・銀行保証債の比率。
- D2 社債 / (社債 + 借入)
- D2' 社債残高 + 推計転換最大値 / (社債残高 + 推計転換最大値 + 借入)
- DA85 負債/総資産時価
- D185 1984年度末のD1
- D285 1984年度末のD2
- HTSEC85 保有投資有価証券/総資産時価
- H LAND85 保有土地/総資産時価、
- Q85 1984年度末のQ、
- STORRS1 1975-84年平均の売上高営業利益率の標準偏差

ガバナンス変数の定義は、表5参照。

表4 FFO企業の資金調達：基本推計

D1=救済条項無し負債／(社債+借入)、

D1'=(救済条項無し負債+推計最大転換額)／(社債+推計最大転換額+借入)

D2=社債／(社債+借入)、D2'=(社債+推計最大転換額)／(社債+推計最大転換額+借入)

Dependent Variable	D1		D1'				D2	D2'	
1989年度末	(1)	(1)'	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Estimation Method	Tobit	OLS	Tobit	Tobit	Tobit	Tobit	Tobit	Tobit	Tobit
No. of observation	120	120	120	120	92	92	117	122	121
Average	0.63	0.63	0.63	0.63	0.65	0.65	0.76	0.70	0.79
Std. ev	0.36	0.36	0.36	0.36	0.38	0.38	0.34	0.33	0.29
Adjusted R2	--	0.26	--	--	--	--	--	--	--
SIGMA	0.39 (12.11)	--	0.39 (12.13)	0.38 (12.135)	0.42 (10.088)	0.40 (10.127)	0.38 (11.757)	0.31 (12.839)	0.32 (11.455)
Constant	0.340' (2.039)	0.435*** (3.501)	-0.65 (1.132)	-0.59 (0.952)	-0.84 (1.151)	-1.09 (1.386)	0.614*** (3.688)	0.326** (2.379)	0.567*** (3.888)
Di84	0.479*** (4.408)	0.345*** (4.296)	0.496*** (4.569)	0.476*** (4.344)	0.531*** (4.051)	0.481*** (3.706)	0.448*** (4.117)	0.54*** (6.145)	0.54*** (5.610)
Asset	--	--	0.18' (1.815)	0.17 (1.587)	0.27** (2.169)	0.30** (2.257)	--	--	--
Hsec	0.55 (1.168)	0.28 (0.844)	0.18 (0.935)	0.63 (1.329)	0.73 (1.226)	0.96 (1.653)	0.11 (0.226)	0.66' (1.731)	0.32 (0.751)
Hland	0.27 (0.661)	0.17 (0.538)	0.24 (0.595)	0.20 (0.491)	-1.59' (1.727)	-1.59' (1.747)	0.05 (0.125)	0.32 (1.021)	0.49 (1.470)
DA	-1.08** (2.520)	-0.84** (2.599)	-1.31*** (2.948)	-1.56*** (3.405)	-2.08*** (3.013)	-2.56*** (3.636)	-0.76* (1.766)	-1.048*** (3.281)	-1.116*** (3.081)
St. ORRS	-5.257' (1.653)	-4.43' (1.902)	-3.05 (0.892)	-2.09 (0.552)	-6.11 (1.493)	-3.67 (0.849)	-6.76** (2.164)	-2.16 (0.847)	-3.61 (1.293)
Tobin's Q	0.12** (2.435)	0.089** (2.492)	0.132*** (2.653)	0.174*** (3.216)	0.114' (1.834)	0.178** (2.570)	0.102** (2.113)	0.09** (2.205)	0.09** (1.998)
Ind/Dummy	no	no	no	yes	no	yes	no	no	no

注 1. 各変数の定義は以下の通り。

Di84; 1984年度末のD1, D2, D1', D2'

Asset; 1984年度末の総資産時価の対数値

Hsec; 投資有価証券時価 (Financial Asset) / 総資産時価 (Asset), 1984年度末

Hland; 保有土地時価 (Financial Asset) / 総資産時価 (Asset), 1984年度末。

DA; (社債+借入) / 総資産時価, 1984年度末

St. ORRS; 過去10年間(1975-84年)の売上高営業利益率の標準偏差。

Tobin's Q; (企業価値+負債) / 総資産時価, 1984年度末

時価換算の手続きについては、Appendix 2. 参照。

2. コラム(4)、(5)は製造業のみ。

\*は10%有意、\*\*は5%有意、\*\*\*は1%有意



表5 FFO、LFO企業のガバナンス構造

the end of FY year	FFO Firms N=148				LFO Firms N=365			
	1979	1984	1989	1995	1979	1984	1989	1995
N	148	145	146	145	355	365	365	357
(1)tとt-1時点でMBが同一	--	132	141	136	--	323	348	347
(2)MBが融資順位1位でかつ持株1位 、2期間とも上記の基準を満たす	15	10	8	11	45	46	27	39
(3)MBが融資順位1位でかつ銀行中持株1位 、2期間とも上記の基準を満たす	56	60	34	51	163	207	171	186
	37.8%	41.4%	23.3%	35.2%	45.9%	56.7%	46.8%	52.1%
(4)MBが融資順位1位でかつ銀行の持株比率が3%以上 、2期間とも上記の基準を満たす	--	43	28	29	--	140	129	132
	47.3%	46.2%	39.7%	44.1%	48.7%	64.2%	62.5%	67.2%
(5)MB銀行中持株1位で、役員を派遣(取締役以上) 、2期間とも上記の基準を満たす	--	54	48	47	--	152	176	205
		20.0%	19.9%			33.7%	26.3%	
(5)MB銀行中持株1位で、役員を派遣(常務以上)		18	24			87	70	
		12.4%	16.4%			23.8%	19.2%	
独立系(1) MB融資順位1位でなく、かつ持株銀行中1位でない。	70	73	79	70	105	93	95	78
	47.3%	50.3%	54.1%	48.3%	29.6%	25.5%	26.0%	21.8%
独立系(2) MB融資順位1位でなく、かつMBの保有比率3%以下。	24	21	17	14	28	23	25	15
	16.2%	14.5%	11.6%	9.7%	7.9%	6.3%	6.8%	4.2%
借入ゼロの回数	49	63	68	65	52	47	58	46
MBへの借入依存度	14.1%	12.8%	11.4%	12.2%	20.4%	22.0%	22.6%	21.4%
Std.	13.8%	18.7%	15.5%	15.2%	15.8%	18.1%	19.0%	13.1%
MBへの純依存度	1.39%	1.03%	0.84%	1.31%	5.14%	6.00%	4.00%	4.53%
Std.	1.95%	1.41%	1.43%	2.68%	4.78%	4.35%	4.07%	4.37%
MBの株式保有比率	4.99	4.37	4.11	4.19	5.23	4.64	4.26	4.29
Std.	1.95	1.34	0.88	0.86	2.18	1.69	0.94	0.95
MBの持株順位	2.89	2.87	3.34	2.82	2.89	3.05	3.29	3.08
	1.40	1.45	1.73	1.41	1.54	1.69	1.70	1.69
MBの銀行中持株順位	1.42	1.28	1.86	1.45	1.25	1.13	1.43	1.38
	0.79	0.63	1.25	0.81	0.61	0.39	0.77	0.69
非金融法人の最大の株主であるケース	48	40	37	40	134	140	141	147
	32.4%	27.6%	25.3%	27.6%	37.7%	38.4%	38.6%	41.2%
事業法人が最大の株主で、かつ役員派遣(取締役)		31	32			139	129	
		21.4%	21.9%			38.1%	35.3%	
事業法人が最大の株主で、かつ役員派遣(常務以上)		21	22			105	98	
		14.5%	15.1%			28.8%	26.8%	
筆頭株主の保有比率	16.96	13.87	12.89	12.4186	18.64	15.65	15.94	14.7919
Std.	15.99	14.44	14.00	13.5856	15.23	13.60	13.35	13.2075
経営者、及びその姻戚者が最大の株主。	21	20	13	12	37	32	20	18
	14.2%	13.8%	8.9%	8.3%	10.4%	8.8%	5.5%	5.0%

資料) 借入・保有比率は、山一証券『上場会社総覧』、経済調査協会『系列の研究』、東洋経済新報社『系列総覧』各年版  
株式保有比率は、開銀財務データベース・ダイヤモンド『会社要覧』。

注1. メインバンク(MB)は、会社四季報の取引先銀行の筆頭に記載の銀行。

2. MBへの借入依存度: MBからの借入/総借入

3. MBへの純依存度: MBからの借入/総資産

表6 FFO 企業の資金調達とガバナンス (バブル期: 1985--89)

Dep. Variable 1989年度末	D1				D1'	D1	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
MBの定義	取締役以上	常務以上	取締役以上	常務以上	常務以上	取締役以上	常務以上
Nobs		121	121	121	118	121	121
MeanDepV	0.63	0.63	0.63	0.63	0.76	0.63	0.63
StdeDepV	0.36	0.36	0.36	0.36	0.34	0.36	0.36
SIGMA	0.38	0.37	0.36	0.35	0.34	0.37	0.36
	(12.15)	(12.16)	(12.15)	(12.15)	(11.94)	(12.16)	(12.17)
Constant	-0.64	-0.60	-0.78	-0.66	-0.83	-0.46	-0.37
	(1.16)	(1.11)	(1.46)	(1.27)	(1.62)	(0.85)	(0.68)
D184	0.49***	0.48***	0.50***	0.51***	0.49***	0.49***	0.50***
	(4.66)	(4.61)	(4.66)	(4.95)	(4.78)	(4.61)	(4.76)
Asset	0.20**	0.19*	0.18**	0.18**	0.25***	0.18*	0.17*
	(2.05)	(2.05)	(1.97)	(1.96)	(2.71)	(1.90)	(1.72)
DA	-1.59***	-1.62***	-1.60***	-1.59***	-1.44***	-2.24***	-2.14***
	(3.54)	(3.66)	(3.61)	(3.65)	(3.33)	(4.07)	(4.02)
Tobin's Q	0.17***	0.17***	0.32***	0.25***	0.21***	0.17***	0.17***
	(3.18)	(3.25)	(3.74)	(4.00)	(3.36)	(3.19)	(3.25)
MB	-0.56	-0.21	0.19	-0.01	-0.33	-0.21	-0.42**
	(0.62)	(2.03)	(0.96)	(0.03)	(1.45)	(1.35)	(2.00)
MB*Q	--	--	-0.15	-0.11	0.11	--	--
	--	--	(1.38)	(0.94)	(0.90)	--	--
DA*MB	--	--	--	--	--	1.15	1.95
	--	--	--	--	--	(1.08)	(1.20)
SUB	0.00	0.00	0.48**	0.39**	0.44**	-0.16	-0.17
	(0.23)	(0.01)	(2.40)	(2.04)	(2.31)	(1.00)	(1.31)
SUB*Q	--	--	-0.30***	-0.24**	-0.24**	--	--
	--	--	(2.81)	(2.39)	(2.45)	--	--
DA*SUB	--	--	--	--	--	1.06	1.31
	--	--	--	--	--	(1.03)	(1.46)
OWN	-0.11	-0.08	0.08	0.00	-0.19	-0.28	-0.17
	(0.85)	(0.61)	(0.24)	(0.01)	(0.61)	(1.14)	(0.67)
OWN*Q	--	--	-0.13	-0.05	0.03	--	--
	--	--	(0.62)	(0.27)	(0.17)	--	--
DA*OWN	--	--	--	--	--	1.31	0.71
	--	--	--	--	--	(0.83)	(0.43)

注1. 説明変数、被説明変数の定義は、表4参照。推計方法は、両側Tobit

2. MBダミー; 企業自らが特定した銀行が、銀行中株式保有順位が1位で、かつ、取締役(常務)以上の地位に役員を派遣している場合に1をとり、それ以外はゼロをとるダミー変数。

Subダミー; 他の非金融事業法人が、筆頭株主であり、かつこの株主が取締役以上地位に役員を派遣している場合1をとり、それ以外をゼロとするダミー変数。

Ownダミー; 経営者、経営者の姻戚者、並びにその財産管理会社が筆頭株主である場合、1をとり、それ以外はゼロとするダミー変数。

\*は10%有意、\*\*は5%有意、\*\*\*は1%有意

表7 LFO企業の資金調達：基本推計

D2=社債 / (社債+借入)、D2' = (社債+推計最大転換額) / (社債+推計最大転換額+借入)

Dependent Variable 1989年末	D2						D2'	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Estimation Method	Tobit	OLS	Tobit	Tobit	Tobit	Tobit	Tobit	Tobit
No of observation	305	305	305	305	201	201	305	305
Average	0.38	0.38	0.38	0.38	0.43	0.43	0.45	0.45
Std.ev	0.33	0.33	0.33	0.33	0.34	0.34	0.34	0.34
Adjusted R2	--	0.14	--	--	--	--	--	--
Constant	0.31*** (2.92)	0.37*** (4.58)	-0.07 (0.16)	0.37*** (3.44)	0.47*** (2.99)	0.49*** (3.08)	0.43*** (4.04)	0.46*** (3.33)
Total Bond/Total Debt	0.515*** (5.54)	0.347*** (5.14)	0.524*** (5.61)	0.455*** (4.91)	0.483*** (4.57)	0.456*** (4.26)	0.546*** (5.88)	0.451*** (4.70)
LCASSE	--	--	0.08 (0.93)	--	--	--	--	--
Financial Asset/ Asset	0.02 (0.07)	0.09 (0.39)	0.02 (0.08)	0.00 (0.00)	-0.30 (0.77)	-0.28 (0.72)	0.03 (0.09)	0.00 (0.01)
Holding Land/Asset	0.464** (1.93)	0.28 (1.52)	0.436* (1.80)	0.526** (2.21)	0.63 (1.53)	0.58 (1.41)	0.49** (2.06)	0.535** (2.07)
Total Debt / Asset	-0.526*** (2.797)	-0.451*** (3.217)	-0.626*** (2.888)	-0.506*** (2.775)	-0.581** (2.275)	-0.548** (2.175)	-0.645*** (3.457)	-0.601*** (3.114)
ORRS	-3.837*** (2.73)	-2.071** (2.07)	-3.629** (2.55)	-4.001*** (2.78)	-6.776*** (3.66)	-6.047*** (3.19)	-4.16*** (2.99)	-4.126*** (2.87)
Tobin's Q	0.05 (1.34)	0.04 (1.22)	0.06 (1.58)	0.29 (0.75)	0.05 (1.02)	0.24 (0.48)	0.04 (1.01)	0.02 (0.60)
Ind/Dummy	--	--	--	YES	--	YES	--	YES

注 1、被説明変数、説明変数の定義は、表4参照。

2、コラム(5)、(6)は、サンプルから製造業のみを抽出して推計したもの

\*は10%水準で有意、\*\*は5%水準で有意、\*\*\*は1%水準で有意。以下各表とも同じ。

表 8. LFO 企業の負債選択とガバナンス (バブル期: 1985--89)

MBの定義	D2		D2		D2'		D2	
	取締役以上 (1)	常務以上 (2)	取締役以上 (3)	常務以上 (4)	取締役以上 (5)	常務以上 (6)	取締役以上 (7)	常務以上 (8)
Nobs	305	305	305	305	305	305	305	305
MeanDepV	0.38	0.38	0.38	0.38	0.45	0.45	0.38	0.38
StdeDepV	0.33	0.33	0.33	0.33	0.34	0.34	0.33	0.33
SIGMA	0.38 19.68	0.38 19.68	0.37 19.69	0.37 19.69	0.37 19.72	0.37 19.72	0.37 19.70	0.37 19.71
Constant	0.45 (5.36)	0.45 (5.28)	0.54 (5.39)	0.58 (5.54)	0.67 (6.68)	0.70 (6.66)	0.38 (4.00)	0.36 (3.64)
Bond	0.42 (4.48)	0.42 (4.51)	0.45 (4.81)	0.46 (4.93)	0.48 (5.10)	0.49 (5.20)	0.47 (4.93)	0.48 (5.06)
Debt/Asset	-0.51 (2.83)	-0.51 (2.84)	-0.43 (2.40)	-0.43 (2.38)	-0.58 (3.21)	-0.58 (3.21)	-0.10 (0.34)	-0.06 (0.20)
St. ORRs	-3.83 (2.67)	-3.81 (2.64)	-4.09 (2.87)	-4.25 (2.96)	-4.52 (3.20)	-4.88 (3.28)	-3.71 (2.60)	-3.87 (2.67)
Q	0.00 (0.10)	0.00 (0.10)	-0.07 (1.26)	-0.11 (1.69)	-0.08 (1.38)	-0.11 (1.69)	0.01 (0.21)	0.01 (0.24)
MB	-0.16 (0.33)	-0.01 (0.20)	-0.29 (2.52)	-0.41 (2.80)	-0.26 (2.29)	-0.34 (2.36)	0.21 (2.21)	0.24 (1.96)
MB*Q	--	--	0.20 (2.61)	0.30 (2.94)	0.19 2.41	0.26 2.57	--	--
MB*DA	--	--	--	--	--	--	-0.95 (2.70)	-1.00 (2.32)
SUB	0.56 (1.13)	0.05 (1.01)	-0.04 (0.33)	-0.13 (1.09)	-0.05 (0.45)	-0.13 (1.05)	0.15 1.52	0.21 1.97
SUB*Q	--	--	0.07 (0.88)	0.14 (1.72)	0.06 (0.80)	0.12 (1.50)	--	--
SUB*DA	--	--	--	--	--	--	-0.45 (1.19)	-0.73 (1.73)
OWN	0.13 (1.64)	0.13 (1.59)	0.26 (1.42)	0.13 (0.68)	0.20 (1.08)	0.09 (0.46)	-0.04 (0.27)	0.03 (0.18)
OWN*Q	--	--	-0.10 (0.83)	0.00 (0.02)	-0.09 (0.72)	0.00 (0.01)	--	--
OWN*DA	--	--	--	--	--	--	0.82 (1.21)	0.47 (0.68)

注、被説明変数、説明変数、ガバナンス・タミ-の定義は、表6参照。

Table 9 負債選択と企業パフォーマンス

Panel 1

	FFO		LFO		
	Average	Std.	Average	Std.	
AROE85	FY1985-89	8.52%	4.01%	6.62%	5.18%
AROE90	FY1990-94	5.44%	4.27%	4.97%	6.03%
AROA85	FY1985-89	7.17%	3.39%	4.24%	2.65%
AROA90	FY1990-94	5.04%	3.21%	2.78%	2.98%
AOPR85	FY1985-89	8.01%	5.38%	4.66%	4.66%
AOPR90	FY1990-94	6.59%	5.29%	3.31%	5.10%
ARRS85	FY1985-89	22.08%	14.06%	32.84%	16.15%
ARRS90	FY1990-94	-4.86%	5.91%	-7.31%	16.34%

計測式(1);  $Pi = c + a1Di + a2DA + a3LogA + a4sales + a5inddummy$ 計測式(2)  $Pi = c + a1Di + a2Pit-1 + a3DA + a4LogA + a5sales + a6inddummy$ 

Panel 2 FFO FIRMS

Independent Variable	D1	D2	D1'	D1, Pit-1	
推計式	(1)	(1)	(1)	(2)	
N.	118	118	115	118	
average	0.645	0.710	0.720	0.645	
std.ev	0.346	0.325	0.377	0.346	
AROE90	coefficient	0.028***	0.026**	0.022**	0.006
	t-value	(2.800)	(2.365)	(2.257)	(0.902)
	R <sup>2</sup>	0.375	0.362	0.357	0.723
	elasticity	0.97%	0.85%	0.83%	0.22%
AROA90	coefficient	0.026***	0.028***	0.019**	-0.005
	t-value	(3.341)	(3.277)	(2.471)	(1.007)
	R <sup>2</sup>	0.315	0.312	0.277	0.786
	elasticity	0.90%	0.91%	0.72%	-0.17%
AOPR90	coefficient	0.047***	0.053***	0.032**	0.001
	t-value	(3.317)	(3.444)	(2.269)	(0.085)
	R <sup>2</sup>	0.200	0.206	0.154	0.865
	elasticity	0.016	0.017	0.012	0.000
ARRS90	coefficient	0.01%	-0.23%	-0.52%	0.29%
	t-value	(0.009)	(0.145)	(0.381)	(0.198)
	R <sup>2</sup>	0.171	0.172	0.190	0.174
	elasticity	0.00%	-0.07%	-0.19%	0.10%

Panel 3 LFO FIRMS

Independent Variable	All Sample			Manufacturing		Non-manufacturing		
	D2	D2'	D2	D2	D2	D2	D2, Pit-1	
推計式	(1)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	
N	290	290	296	196	196	94	94	
average	0.378	0.446	0.378	0.431	0.504	0.274	0.335	
std.ev	0.332	0.337	0.332	0.337	0.340	0.297	0.305	
AROE90	coefficient	0.023**	0.0164*	0.008	0.0177*	0.004	0.0357*	0.017
	t-value	(2.423)	(1.713)	(0.927)	(1.767)	(0.480)	(1.765)	(0.909)
	R <sup>2</sup>	0.266	0.258	0.426	0.273	0.450	0.296	0.413
	elasticity	0.76%	0.55%	0.26%	0.59%	0.14%	1.06%	0.53%
AROA90	coefficient	0.016***	0.010**	0.004	0.014**	0.000	0.019**	0.009
	t-value	(3.475)	(2.187)	(0.996)	(2.428)	(0.070)	(2.568)	(1.249)
	R <sup>2</sup>	0.319	0.302	0.460	0.320	0.489	0.352	0.445
	elasticity	0.53%	0.34%	0.14%	0.47%	0.01%	0.56%	0.28%
AOPR90	coefficient	0.026***	0.018**	0.009	0.026***	0.010	0.035**	0.008
	t-value	(3.367)	(2.369)	(1.425)	(2.950)	(1.283)	(2.375)	(0.780)
	R <sup>2</sup>	0.371	0.358	0.609	0.258	0.443	0.524	0.773
	elasticity	0.86%	0.61%	0.29%	0.88%	0.34%	1.04%	0.25%
ARRS90	N	272	272	267	186	183	86	84
	coefficient	0.020	0.019	0.014	0.010	0.005	0.057**	0.04*
	t-value	(1.567)	(1.471)	(1.189)	(0.683)	(1.136)	(2.249)	(1.894)
	elasticity	0.191	0.190	0.289	0.240	0.288	0.118	0.430
				0.66%	0.64%	0.47%	0.33%	0.16%
				1.69%	1.19%			

注

AROE: 自己資本利益率、AROA: 総資本利益率、AOPR: 売上高経常利益率、ARRS: 投資収益率、いずれも5期平均、自己資本利益率は、税引前利益/自己資本の時価換算値(総資産時価-負債)

D1、D2、D1'、D2'の定義は表4参照

計測式のDAは、負債/総資産時価、Log、Alは、総資産時価の対数値、salesは、売上高の成長率、ind-dummyは、ドによる産業ダミー。

本証券経済研究所「株式投資収益率」

表10 経営効率とガバナンス構造

計測式(1) AROA90 = c + a1 Dit-1 + a2 DA t-1 + a3 log Asst-1 + a4 dsales + a5 Ind (1)  
 計測式(2) AROA90 = c + a1 Dit + a2 AROA85 + a3 DA t + a4 log Ass + a5 dsales + a6 Ind (2)

Panel 1. FFO Firms

Equation	(1)		(1)		(2)		(2)	
N=	118		114		118		114	
D1	0.025***	(3.17)	0.026***	(3.13)	-0.001	(0.18)	0.001	(0.12)
LASS90	0.003	(0.39)	0.000	(0.02)	0.012***	(3.17)	0.011	(2.37)
DA90	-0.051*	(1.82)	-0.034	(1.20)	-0.011	(0.70)	-0.008	(0.47)
DSALE	0.033	(3.06)	0.036***	(3.30)	0.032***	(5.42)	0.033***	(4.79)
ARO85	--	--	--	--	0.788***	(14.60)	0.778***	(12.48)
MB·Dum	-0.012*	(1.82)	--	--	-0.007**	(2.04)	--	--
SUB·Dum	-0.006	(0.93)	--	--	-0.005	(1.26)	--	--
SHFIN	--	--	0.032	(0.81)	--	--	0.001	(0.03)
SHMISC	--	--	0.024	(0.53)	--	--	0.010	(0.38)
SHFORE	--	--	0.096*	(1.79)	--	--	0.034	(1.03)
TOPTEN	--	--	-0.004	(0.10)	--	--	-0.015	(0.55)
MBRATE90	--	--	-0.276	(0.15)	--	--	-0.625	(0.56)
MBOWN90	--	--	0.191	(0.52)	--	--	0.174	(0.78)
R <sup>2</sup>	0.332		0.350		0.792		0.764	

なお、Equation(1)のMB1に代えて、常務以上の役員派遣(MB2、13社)に1を与えたダミーDMB2の係数は、-0.017、t値は、2.392である。

\*は10%有意、\*\*は5%有意、\*\*\*は1%有意

Panel 2 LFO Firms

Equation	(1)		(1)		(2)		(2)	
N=	296		276		296		276	
D2	0.016***	(3.55)	0.014***	(3.04)	0.004	(0.99)	0.002	(0.34)
LASS90	-0.001	(0.30)	-0.008	(1.42)	0.009*	(1.95)	0.003	(0.48)
DA90	-0.112***	(7.06)	-0.105***	(6.59)	-0.068***	(4.53)	-0.070***	(4.40)
DSALE	0.030***	(6.45)	0.030***	(6.56)	0.030***	(7.34)	0.031***	(7.17)
ARO85	--	--	--	--	0.514***	(8.49)	0.437***	(6.57)
MB·Dum	0.000	(0.14)	--	--	0.001	(0.45)	--	--
SUB·Dum	-0.001	(0.42)	--	--	0.001	(0.29)	--	--
SHFIN	--	--	0.0441**	(2.40)	--	--	0.039**	(2.23)
SHMISC	--	--	0.025	(1.18)	--	--	0.027	(1.38)
SHFORE	--	--	0.063**	(2.08)	--	--	0.033	(1.18)
SHTOP10	--	--	-0.006	(0.29)	--	--	-0.002	(0.12)
MBRATE90	--	--	0.509	(0.46)	--	--	0.776	(0.76)
MBOWN90	--	--	-0.083	(0.44)	--	--	-0.057	(0.33)
R <sup>2</sup>	0.316		0.329		0.457		0.425	

\*は10%有意、\*\*は5%有意、\*\*\*は1%有意

注:

- ARO85 総資本利益率の平均(1990-94年度)
- D1 無担保社債/負債(1989年度末)
- D2 社債/負債(1989年度末)
- LASS90 総資産対数値(89年度末)
- DA90 時価換算の負債比率(89年度末)
- DSALE 売上高成長率(94年度売上高/89年度売上高)
- ARO85 総資本利益率の平均(1985-89年度)
- MB·Dum 企業の特定したMBが銀行中持株一位で、取締役以上の地位に役員を派遣した場合、1をとるダミー変数(89年度末)
- SUB·Dum 事業法人が持株順位一位で、かつ取締役以上の地位に役員を派遣した場合、1をとるダミー変数(89年度末)
- SHFIN 金融機関の持株比率
- SHMISC 非金融事業法人の持株比率
- SHFORE 外国人投資家の持株比率
- SHTOP10 10大株主の持株比率
- MBRATE90 MBの融資比率(MBは、企業が自らが特定した銀行、表5参照)
- MBOWN90 MBの持株比率
- ind 産業ダミー

表4 経営者の交代の定義と戦後各時期の頻度

(N=104)

	定義	1959-63	1965-69	1974-78	1984-88	1991-95
N	サンプル	520	520	520	520	520
Allturn	全交代 頻度	35 1.3%	42 1.6%	63 2.4%	74 2.8%	81 3.1%
Insider	後任経営者が内部者 構成比	23 65.7%	32 76.2%	54 85.7%	62 83.8%	69 85.2%
Insider 2	内部者による交代で専務以上 受入れ伴う。	3	4	13	5	7
Outsider	外部者 構成比	12 34.3%	10 23.8%	9 14.3%	12 16.2%	12 14.8%
Outsider1	内部者から外部者への交代	11	5	5	6	3
Outsider2	外部者→外部者	1	5	4	6	10
Standard turnover	通常の交代 構成比	19 54.3%	24 57.1%	44 69.8%	57 77.0%	67 82.7%
Non-standard turnover	異例の交代 構成比	16 45.7%	18 42.9%	19 30.2%	17 23.0%	14 17.3%
Non-standard 1	後任者が内部者	9	9	13	14	11
Non-standard 2	後任者が外部者	7	9	6	3	3
Out-exec	経営者の交代はないが、専務以 上の役員受け入れをとまう	3	3	14	4	10

資料；各社有価証券報告書

注 1. サンプルが520にならないのは死亡が確認されたケースを除去したため。

2. Non-standard Turnover = 異例の交代とは交代社長が会長に就任しなかったケース

3. Outsiderには、銀行以外の外部者を含む。

4. Insider2, Out-execの外部者は銀行派遣役員で専務以上の就任したケースのみ。

表6 交代時の前任経営者の在職年数の分布  
全交代(Allturn)

前任社長の 在職年数	1959-63	65-69	74-78	84-88	91-96
	交代件数	交代件数	交代件数	交代件数	交代件数
2年以内	3	7	11	8	5
3-4年	0	4	14	15	12
5-6年	5	5	10	25	26
7-8年	4	6	9	6	22
9-10年	2	3	5	9	5
10年以上	18	17	13	8	11

内部者による交代(Insider)

前任社長の 在職年数	1959-63	65-69	74-78	84-88	91-96
	交代件数	交代件数	交代件数	交代件数	交代件数
2年以内	2	4	11	7	5
3-4年	0	4	11	11	9
5-6年	2	3	8	19	24
7-8年	3	5	7	7	18
9-10年	1	2	4	9	4
10年以上	14	14	12	8	9

資料；各社有価証券報告書



内部者(Insider)・外部者(Outsider)別交代と企業パフォーマンス

Panel-1: 計測式 =  $Turn_t = c + a_1 ICR + a_2 NER + a_3 AER + a_4 LS + a_5 Age$

	1959-63		65-69		74-78		84-88		91-95	
Turn <sub>t</sub>	N=0 Insider	N=2 Outsider	N=0 Insider	N=2 Outsider	N=0 Insider	N=2 Outsider	N=0 Insider	N=2 Outsider	N=0 Insider	N=2 Outsider
	20	11	32	10	53	9	61	12	69	12
<i>ICR</i>	-0.03 (-0.36)	-1.25 <sup>c</sup> (-1.95)	-0.19 (-1.17)	-2.10 <sup>a</sup> (-2.73)	0.01 (0.10)	-0.91 <sup>a</sup> (-2.53)	-0.56 (-0.22)	-0.16 (-0.98)	-0.03 (-1.17)	-0.34 <sup>a</sup> (-2.79)
<i>NER</i>	-0.61 (-0.24)	-9.16 <sup>c</sup> (-1.86)	2.14 (0.65)	-9.93 (-1.62)	-0.06 (-0.02)	-0.81 (-0.13)	1.99 (0.79)	-3.30 (-0.80)	-5.79 <sup>c</sup> (-1.79)	1.28 (0.25)
<i>dP/dICR</i>	0.00	-0.02	-0.01	-0.03	0.00	-0.06	0.00	0.00	0.00	-0.07
<i>dP/dNER</i>	-0.19	-0.13	0.14	-0.17	-0.04	-0.01	0.21	-0.08	-0.62	0.05
尤度比検定統計量	23.65 <sup>a</sup>		34.38 <sup>a</sup>		19.32 <sup>a</sup>		39.39 <sup>a</sup>		63.87 <sup>a</sup>	

Panel-2: 計測式 =  $Turn_t = c + a_1 NPD + a_2 NER + a_3 AER + a_4 LS + a_5 Age$

	1959-63		65-69		74-78		84-88		91-95	
<i>NPD</i>	—	—	-0.10 (-0.13)	2.10 <sup>b</sup> (2.64)	-0.57 (-0.91)	1.43 <sup>c</sup> (1.88)	0.12 (0.18)	1.02 (1.08)	0.25 (0.65)	1.07 (1.39)
<i>dP/dNPD</i>	—	—	-0.01	0.04	-0.06	0.03	0.01	0.02	0.02	0.02
尤度比検定統計量	—		27.75 <sup>a</sup>		16.13 <sup>a</sup>		37.51 <sup>a</sup>		52.83 <sup>a</sup>	

Panel-3: 計測式 =  $Turn_t = c + a_1 ICR + a_2 ICR * MB + a_3 ICR * sub + a_4 NER + a_5 AER + a_6 NER * Stab + a_7 LS + a_8 Age$

<i>ICR</i>	-0.05 (-0.44)	-0.44 <sup>c</sup> (-1.90)	-0.23 (-1.27)	-3.41 <sup>a</sup> (-2.89)	0.03 (0.32)	-1.10 <sup>a</sup> (-2.70)	-0.01 (-0.45)	-0.39 (-1.40)	-0.03 (-1.28)	-0.77 <sup>a</sup> (-3.03)
<i>MB * ICR</i>	0.26 (1.14)	1.14 <sup>a</sup> (1.70)	0.09 (0.43)	1.86 <sup>b</sup> (1.87)	-0.15 (-0.51)	-1.25 (-0.88)	-0.15 (-0.67)	-1.35 <sup>c</sup> (-1.67)	-0.24 <sup>c</sup> (-1.91)	-0.21 (-0.26)
<i>SUB * ICR</i>	0.37 <sup>a</sup> (1.81)	1.81 (0.38)	0.12 (0.46)	1.47 (1.44)	0.12 (0.54)	0.89 <sup>b</sup> (1.83)	0.08 (1.18)	0.43 (1.59)	0.03 (0.34)	0.77 <sup>a</sup> (2.79)
<i>NER</i>	-1.14 (-0.43)	-0.43 <sup>c</sup> (-1.80)	2.17 (0.64)	-9.45 (-1.52)	2.93 (0.82)	1.27 (0.16)	0.15 (0.05)	-1.44 (-0.34)	-7.31 <sup>c</sup> (-1.68)	2.68 (0.45)
<i>STAB * NER</i>	2.07 (0.18)	0.18 (-1.18)	6.60 (0.24)	75.64 (1.48)	17.50 <sup>a</sup> (-1.89)	-16.55 (-0.92)	9.83 (1.36)	-6.26 (-0.48)	5.31 (0.60)	-2.40 (-0.14)
<i>dP/dICR</i>	0.00	0.03	0.01	0.05	0.01	0.02	0.00	0.00	0.01	0.02
<i>dP/dMB * ICR</i>	0.01	0.02	0.00	0.03	-0.01	-0.02	-0.01	-0.03	-0.02	0.00
<i>dP/dSub * ICR</i>	0.03	-0.29	0.01	0.02	-0.01	0.02	0.01	0.01	0.00	0.02
<i>dP/dNER</i>	-0.04	-0.17	0.14	-0.15	0.27	0.02	0.02	-0.03	-0.78	0.09
<i>dP/dSub * NER</i>	0.10	-0.38	0.30	1.19	-1.58	-0.24	0.98	-0.18	0.57	-0.07
尤度比検定統計量	31.48 <sup>a</sup>		41.31 <sup>a</sup>		28.06 <sup>a</sup>		51.86 <sup>a</sup>		77.96 <sup>a</sup>	

注) 1. 変数の定義は、表1、2、3参照。2. 各式とも、*AER*、*LS*、*Age*の報告は省略した。3. Panel 2の59-63年の計測は、*NPD*と被説明変数が一致するケースがいたため推計不能。4. Panel 2の*NER*は、Panel 1の結果とは逆向きなので報告を省略した。5. パネル内は、<sup>a</sup>は1%、<sup>b</sup>は5%、<sup>c</sup>は10%水準で有意。6. 尤度比検定の1%有意水準点は  $\chi^2(5) = 15.086$ 、 $\chi^2(8) = 20.090$ 。

経営権の移転と企業パフォーマンス

計測式:  $\text{Logit} : \text{Out}_i = c + a_1 \text{ICR} + a_2 \text{LS} + a_3 \text{Age}$

	被説明変数	Out-exec	Insider 2	Outsider
1965-69	$N=0:473$	$N=1:9$	$N=2:3$	$N=3:10$
	ICR	-0.884 <sup>c</sup> (-1.846)	-1.654 (-1.555)	-2.401 <sup>a</sup> (-3.453)
	$dP/dICR$	-0.014	0.004	-0.044
	尤度比検定統計量		32.14 <sup>a</sup>	
1974-78	$N=0:468$	$N=1:15$	$N=2:6$	$N=3:9$
	ICR	-0.885 <sup>a</sup> (-3.030)	-0.921 <sup>c</sup> (-1.817)	-0.874 <sup>a</sup> (-2.443)
	$dP/dICR$	-0.023	-0.009	-0.014
	尤度比検定統計量		24.28 <sup>a</sup>	
1984-88	$N=0:484$	$N=1:4$	$N=2:3$	$N=3:12$
	ICR	-0.326 (-1.043)	-0.109 (-0.532)	-0.226 (-1.330)
	$dP/dICR$	-0.003	0.000	-0.005
	尤度比検定統計量		18.19 <sup>a</sup>	
1991-95	$N=0:482$	$N=1:6$	$N=2:4$	$N=3:12$
	ICR	-0.197 (-1.583)	-0.296 (-1.511)	-0.327 <sup>a</sup> (-2.926)
	$dP/dICR$	-0.004	0.002	-0.007
	尤度比検定統計量		25.51 <sup>a</sup>	

- 注) 1. 被説明変数の定義については、詳細は、表3参照。  
 被説明変数 = 0 交代なし, =1 Out-exec = 専務以上の受け入れ, 交代なし, =2 Insider2 = 内部者の交代 + 専務以上の受け入れ, =3 Outsider = 外部者による交代。  
 2. 尤度比検定の1%有意水準点は  $\chi^2(3) = 11.345$ .

異例の経営者の交代と企業パフォーマンス総括

計測式(1) :  $\text{Logit} : \text{Turn}_i = c + a_1 \text{RRS} + a_2 \text{ICR} + a_3 \text{ER} + a_4 \text{LS} + a_5 \text{Age}$

交代類型 = 被説明変数	説明変数	59-63	65-69	74-78	84-88	91-95
$N=0$		468	438	428	430	416
$N=1$		19	24	44	56	69
Standard Turnover	<i>RRS</i>	-c	-			
	<i>ICR</i>		-			-c
	<i>ER</i>					-c
$N=2$		13	18	18	15	12
Non-standard Turnover	<i>RRS</i>	-				-
	<i>ICR</i>		-b	-b		-c
	<i>ER</i>	-	-b	-		-c
尤度比検定統計量		12.99	41.28*	27.03*	35.59*	58.55*

計測式(2) :  $\text{Logit} : \text{Turn}_i = c + a_1 \text{RRS} + a_2 \text{NPD} + a_3 \text{ER} + a_4 \text{LS} + a_5 \text{Age}$

		59-63	65-69	74-78	84-88	91-95
Non-standard turnover	<i>NPD</i>	+a	+a	+b		+c
尤度比検定統計量		18.29*	41.90*	26.49*	36.70*	65.08*

注) 1. 各変数の定義は、表1、3参照。2. *LS*, *Age* の報告は省略した。3. 計測式(2)の standard turnover の結果、及び non-standard turnover, *RRS*, *ER* の符号、有意水準は計測式(1)とほぼ同じである。4. 符号の右の a は 1%, b は 5%, c は 10% 水準で有意。また 15% 水準で有意な場合のみ参考までに符号を付した。5. 尤度比検定の 1% 有意水準点は  $\chi^2(5) = 15.086$ 。

経営者の交代と企業効率

Panel 1: Logit :  $Turn_i = c + a_1 NORR + a_2 AORR + a_3 LS + a_4 Age$  ( $NORR$  の符号)

	59-63	65-69	74-78	84-88	91-95
All-turn	-3.783 (-1.259)	6.510 <sup>a</sup> (-2.140)	1.662 (0.761)	-2.453 (-1.269)	5.488 <sup>a</sup> (-2.382)
$dP/dNORR$	-0.434	-0.919	0.330	-0.507	-1.174
尤度比検定統計量	21.71 <sup>a</sup>	32.68 <sup>a</sup>	22.91 <sup>a</sup>	41.98 <sup>a</sup>	63.15 <sup>a</sup>
Insider		-			--c
Outsider	-a	-a	-c	-a	-a
尤度比検定統計量	22.47 <sup>a</sup>	26.35 <sup>a</sup>	18.79 <sup>a</sup>	44.09 <sup>a</sup>	58.04 <sup>a</sup>
Out-exec		-	-a		-a
Insider					
Outsider		-a	-b	-a	-a
尤度比検定統計量		30.72 <sup>a</sup>	21.92 <sup>a</sup>	20.69 <sup>a</sup>	30.21 <sup>a</sup>
Standard					-b
Non-standard		-a	-a		-b
尤度比検定統計量	15.99 <sup>a</sup>	33.61 <sup>a</sup>	30.30 <sup>a</sup>	36.64 <sup>a</sup>	54.73 <sup>a</sup>

Panel 2: Logit :  $Turn_i = c + a_1 NROE + a_2 AROE + a_3 LS + a_4 Age$  ( $NROE$  の符号)

	59-63	65-69	74-78	84-88	91-95
All Turn					
尤度比検定統計量	26.19 <sup>a</sup>	16.81 <sup>a</sup>	24.44 <sup>a</sup>	42.89 <sup>a</sup>	53.12 <sup>a</sup>
Insider					
Outsider	-a	-a	+		--c
尤度比検定統計量	24.25 <sup>a</sup>	21.22 <sup>a</sup>	17.52 <sup>a</sup>	44.20 <sup>a</sup>	48.79 <sup>a</sup>
Out-exec					-a
Insider					
Outsider		-a	+		--c
尤度比検定統計量		18.18 <sup>a</sup>	8.58 <sup>a</sup>	15.03 <sup>a</sup>	25.84 <sup>a</sup>
Standard					
Non-standard	-a	-b	+		-
尤度比検定統計量	14.71 <sup>a</sup>	24.63 <sup>a</sup>	19.12 <sup>a</sup>	43.08 <sup>a</sup>	47.87 <sup>a</sup>

注) 1. Allturn 以外は,  $NORR$  及び  $NROE$  の係数の符号と, 有意水準のみを掲げた. 2. 変数の定義, 各交代の度数, 係数については, 表 1, 6-8 を参照されたい. 3. 符号の右の a は 1%, b は 5%, c は 10% 水準で有意. また 15% 水準で有意な場合のみ参考までに符号を付した. 4. 尤度比検定の 1% 有意水準点は  $\chi^2(4) = 13.277$ .



国際研究奨学財団 研究事業部

〒105-0003 東京都港区西新橋1-2-9 日比谷セントラルビル 10F

【Tel】 03-3502-9438 【Fax】 03-3502-9439