

# 日本におけるコーポレート・ガバナンス

## —そのメカニズムと有効性—

堀 内 昭 義

1. はじめに
2. 日本における企業金融の構造変化と転換社債発行
3. 日本における転換社債の発行
4. 金融構造、およびメインバンク関係と企業支配
5. 結び：いくつかの議論

### 1. はじめに

企業組織を実際に操作し、その生産性を引き出す役割を負っているエージェントとしての経営者に有効な規律を与えるためにはどのような仕組みが必要かという問題は、実に古くから論じられてきた問題である。とくに多くの専門家がさまざまな角度から近代的な株式会社の経営コントロールのあり方へ関心を寄せてきたが、それは近代的な株式会社が直面する高度に専門的な経営システムと、企業の生産活動に多種多様な関係者（stakeholders）がかかわることによって、彼らの間にしばしば尖鋭で非常に複雑な利害対立を

生み出していることと無関係ではない。株式会社という組織を巡るそのような錯綜した利害対立を見極め、それを克服して効率的な企業の実現を実現する方策を探ることがコーポレート・ガバナンスの研究課題である。

市場による規律メカニズム： 株式会社の経営と所有の関係に視点を絞ってみると、株主が株式会社の最終的所有者であるという考え方が広く流布している。この考え方によれば、コーポレート・ガバナンスの問題は結局のところ企業の所有者である株主の利益を最大限実現するためには、どのような仕組みが金融システムなどに準備されていなければならないかということである。<sup>1)</sup> 個々の企業の

---

この論文は現在進行中の Hyon-Gak Shin 氏（東京大学）との共同研究の一部である。とりわけ Shin 氏の統計データの整理・処理に多くを負っている。また本論文の内容に関して日本銀行のワークショップにおいてコメントを下された方々、とくに池尾和人（慶応義塾大学）、若杉敬明（東京大学）、深尾光洋（日本銀行）、森田泰子（同）、またドラフト段階でコメントを下された田口博雄（同）、翁 邦雄（同）、柳川範之（慶応義塾大学）の各氏に感謝したい。もちろん残されている過誤や分析の不適切な部分は、ひとえに筆者の責任である。

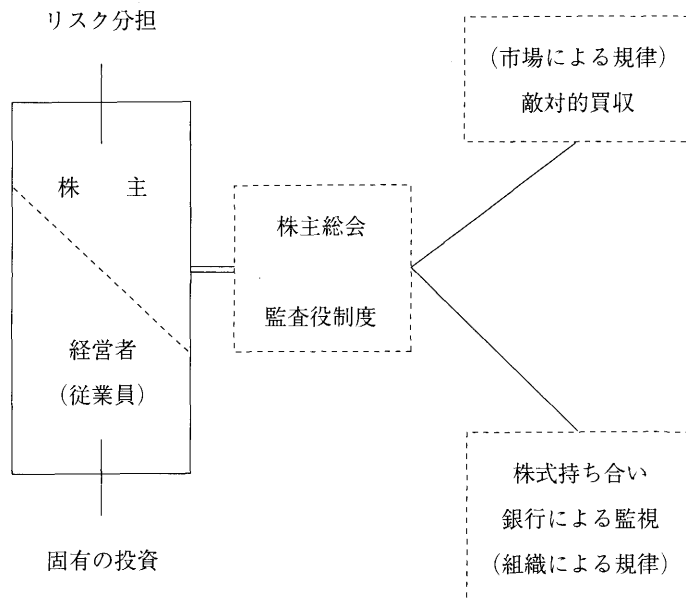
- 1) 貯蓄者である株主の貯蓄が企業組織の生産性を規定する実物資本に直接結実するという、いわば新古典派的理論に立脚すれば、企業の最終的所有者は株主であると言わざるをえない。実際、いわゆる新古典派経済成長モデルなどでは実物資本は過去の人々の貯蓄の集積として定式化されている。例えば Solow [1956] を参照。

経営のあり方に対して株主は影響力を有効に発揮できなければならない。そのための最も効果的な方法は、株主の評価が資本市場を通じて経営者に伝えられ、経営がコントロールされる状況を作り出すことである。適切に開示された情報に基づいて株価が形成されると同時に、例えば個々の企業の株式を専門的な投資家グループが公開買付けの対象にしたり、さらには敵対的な企業買収の対象とする等の活動は、ややもすれば形骸化しがちな株主総会や監査役制度などの機能を補強し、株主の側から企業経営に対して影響力を有効に加えることができる。企業経営に対するこのような規律づけを「市場による規律メカニズム」と呼ぶことにすると、アメリカやイギリスにおける企業経営への規律づけは、

この「市場による規律メカニズム」に強く依存している<sup>2)</sup>(第1図参照)。

**企業における固有な投資：** しかし経営者や従業員そのほかの関係者の企業活動に対するかわり方を考慮すると、少なくとも経済分析の視点からみれば、株式会社の最終的な保有者は株主であるという見方は常に妥当というわけではない。企業の生産活動をより詳細に眺めてみると、企業経営者が株主から実物資本をそっくり借りて、従業員を雇用して財サービスを生産しているという見方は単純化の行き過ぎである。むしろ多くの場合、企業経営者や従業員の固有の貢献が企業の生産性を根本的に支えている。経営者や従業員たちは個々の企業に固有の生産組織を作り出すために、他の生産組織には転用できないかた

第1図 2つの規律メカニズム



2) Franks and Mayer[1990]はイギリスにおける「市場による規律メカニズム」をドイツ、およびフランスにおける企業経営コントロールの方式との比較で詳しく論じている。

## II. 報告論文

ちの、しばしば目にみえない資本を蓄積している」と理解すべきである。

経営者や従業員が企業組織に注入する「固有の投資」が企業の生産性を支えるのだとすれば、経営コントロールの最も重要な問題のひとつとして、経営者や従業員に対して「固有な投資」を積極的に行う誘因をどのように与えるかという問題が浮かび上がってくる。このように考えると、企業経営コントロールの問題は、必ずしも株主の利益を最大限実現するためのシステムを構築する問題と単純に割り切ることはできないのであり、先に説明した「市場による規律メカニズム」に対する評価する場合にもこの点を考慮に入れなければならない。

**組織による規律メカニズム：** 日本におけるコーポレート・ガバナンスのメカニズムがいわゆるアングロ・アメリカのメカニズムと、少なくとも表面的に異なっている点は多くの論者によって指摘されてきたが、その表面的な相違を評価する場合にも、上に述べたような側面は重要な意味を持っている。多くの専門家が共通して指摘している点は、日本の金融システムにおいては、株式の公開買付け、敵対的な企業買収というオープンな資本市場を通じる規律メカニズム、つまり市場による規律メカニズムが有効に働いてこなかったこと、そして法人企業間の株式持合い、メインバンクや有力機関投資家（とくに生命保険会社）の「安定株主」としての行動、従

業員と経営陣との密接な関係、あるいは長期雇用関係などが市場による規律メカニズムを排除してきたことである。<sup>3)</sup>

このような市場による規律メカニズムの排除は、一面では企業経営者（さらには従業員たち）が具体的な経営において幅広い裁量権を発揮する余地を与えることにより、彼らに対して固有の投資の誘因を与え、企業の生産性を長期的に向上させるうえで効果的であると見ることもできる。<sup>4)</sup> つまり市場による規律メカニズムの排除は企業経営者と（その予備軍である）従業員たちを企業の実質的所有者として認知する側面があると解釈できる。市場による規律メカニズムが定着しているアメリカにおいてさえ、一部の専門家は市場による規律メカニズムが今述べたような企業の生産性を破壊する危険を持っている点を指摘している。<sup>5)</sup>

さらに市場による規律メカニズムの欠如は、企業経営者に対する規律づけの仕組みの欠如を意味するものではないという認識も有力である。Anglo-Americanタイプの市場による規律メカニズムに代って、銀行を中心とする有力な株主および債権者が取引関係や役員派遣などを通じて、経営者の行動をモニターし彼らの恣意的な行動や意思決定を排除し、効率的な企業経営を実現しているというのである。以下では、市場による規律メカニズムに代わるこの規律づけの仕組みを「組織による規律メカニズム」と呼ぶことにする<sup>6)</sup>

3) これらの議論を、日本の企業経営の実態に即して要約したものとしては Kester [1991]、さらに理論的な整理としては Sheard [1994] を参照。

4) 同様の点はドイツの企業経営コントロールと金融システムについてもいえるようである。例えば Baums [1993] を参照。

5) Shleifer and Summers [1988]、また Stein [1988] などを参照。

6) この名称は Baums [1993] の議論から借用した。

(第1図参照)。

例えばメインバンク関係と呼ばれる企業と銀行の長期的取引関係は、債権者兼株主としての銀行が企業経営のあり方を有効にモニターすることを可能としており、経営者はそれら銀行（あるいは他の有力機関投資家）の利益・意向を無視できない。同時に、外部の資本市場からの圧力が排除されることは、経営者や従業員による固有の投資を動機づけ、企業の生産性を高める方向に働くという指摘もある。<sup>7)</sup>つまり内部資本市場の有効な働きによって、企業組織に対する関与者のうちのごく一部、具体的には現存の経営者や一部の従業員に利益が集中するのではなく、関与者のすべてのクラスに広く利益が与えられることになるというのである。この種の議論を押し進めていけば、組織による規律メカニズムは、市場によるメカニズムに比較して、有効な経営コントロールを実現できるのであり、それに対して何らかの制限が加えられない限り、市場による規律メカニズムは不必要なはずだという議論に発展する可能性すらある。<sup>8)</sup>

**組織による規律メカニズムに関する実証研究：**日本における組織による規律メカニズムの有効性に関する研究の歴史は浅いが、しかしいくつかの興味深い実証研究がすでに行われている。それらの多くでは、組織による規律メカニズムの有効性を支持する結果が得られている。以下に、それらの代表的と思わ

れるものを簡単に紹介しよう。

Hoshi, Kashyap, and Scharfstein の一連の実証研究（[1990a]、[1990b]、[1990c]）は、日本の企業がメインバンクと緊密な取引関係を維持することによって（あるいは伝統的な系列グループに所属することによって）不完全情報に伴うエージェンシー・コストの削減に成功しているという仮説、さらには経営困難に直面した場合にメインバンクからの適切な介入・支援を仰ぐことによって倒産費用を削減しているという仮説を支持する結果を得ている。これらの結果は日本の金融機関、とくに企業と長期的取引関係を結ぶメインバンクの企業経営に対するモニタリングが有効に実行されていることを示唆している。<sup>9)</sup>

Prowse [1990] は日本の銀行が企業に対する有力な債権者であると同時に有力な株主でもある点に着目し、銀行が貸手、株主の両面からモニターすることによって企業経営に規律を与えているという仮説を提示している。彼の実証研究によれば、日本ではエージェンシー問題の危険の高い企業ほど銀行が相対的に高い比率の株式を保有していること、また日本の企業に関しては潜在的なエージェンシー問題の危険の強弱と資本構成との間に有意な統計的關係が見い出せないのに対し、アメリカではエージェンシー問題の危険の高い企業ほど外部借入に依存する程度を引き下げなければならない。後者の結果は、銀行による株式保有を通じるモニタリングが企業経営

7) Aoki [1993] や Sheard [1994] の主張を参照。

8) Mayer [1993] を参照。例えば Jensen [1989] はアメリカにおいて銀行の株式保有を禁じている法律があるために有効な経営コントロールが困難となっており、それに対処する仕組みとして敵対的買収が活発となってきたと論じている。

9) 岡崎・堀内 [1992] も電気機器産業を標本とする設備投資関数の計測によって（標本期間1972～88年）同様の結果を得ている。

## II. 報告論文

におけるエージェンシー問題の顕在化を有効に防止していることを示唆している。<sup>10)</sup>

また Morck and Nakamura [1992] は日本の製造業383社を標本とし（標本期間1981～87年）経営危機に陥った企業への銀行の介入（とりわけ役員の派遣）が当該企業のパフォーマンスへ及ぼす影響を詳細に調べている。彼らの分析によると、銀行による介入は速やかに当該企業の経営内容を改善する。この結果を踏まえて、彼らは日本の企業経営においては銀行との取引関係が市場を通じる買収活動と代替的なモニタリング機能を発揮していると解釈している。ただし彼らの研究では、銀行の介入は企業の株式収益率の改善には結び付いていない。

さらに Lichtenberg and Pushner [1992] は個別企業の総要素生産性（TFP）と金融変数との相関関係を調べることによって、企業の生産性が金融的側面からどのような影響を受けているかを分析している（標本企業は大企業1241社、標本期間は1976～89年）。彼らの実証分析によると、金融機関の保有株式比率が高い企業ほど高い生産性を示している。ただし非金融法人企業間の株式持ち合いは、むしろ関係する企業の生産性を犠牲にしている。ここから彼らは、金融機関による株式保有を通じるモニタリングが、アメリカにみられるオープンな資本市場による規律メカニズムの代替的機能を発揮していると結論している。

懐疑的な議論： 以上簡単に展望したよう

に、日本の企業経営においては銀行のモニタリングを基盤とする組織による規律メカニズムが有効に機能してきたとする評価が優勢である。これらの分析結果は、日本におけるコーポレート・ガバナンスは組織による規律メカニズムを通じて解決済みであることを示唆しているかに見える。しかし他方では、この規律メカニズムの有効性に懐疑的な議論もある。組織による規律メカニズムにおいて本質的に重要な役割を担う主体はいずれも企業の効率性よりも規模の拡大や長期的存続、経営者の「浪費」に関心を持つ主体である。彼らは例えば株主の相互持合いを通じて、自分たちの裁量権の拡大・維持に成功してきたのであり、この幅広い裁量権に立脚して内外の市場におけるシェアの拡大や、従業員の雇用機会を維持・拡大するための経営多角化などを実行できたのである。この観点に立脚すると、多くの日本企業はオープンな市場メカニズムの基準に照らして効率的な経営を実現したがゆえに成功したというよりも、効率性を（ある程度）犠牲にしても市場シェアを拡大・維持できたからこそ成功したということになる。<sup>11)</sup>

こうした組織による規律メカニズムの有効性に対する懐疑論は、1990年以降の日本経済の低迷によって一層強められているかに思われる。とくに、組織による規律メカニズムの中核とみなされてきた銀行自身が多額の不良貸付を抱えて不安定な経営状態を経験しつつあること、あるいは法人間の株式持ち合いが

10) Prowse の分析では、潜在的なエージェンシー問題の危険は、個々の企業の R & D 支出対売上高比率、総資産に占める有形固定資産以外の資産の割合、現金・有価証券保有比率で測定される。標本は133の日本企業で1984年時点におけるクロス・セクション分析である。

11) そのような主張の要約は、例えば堀内[1990]を参照。

解消される兆しを見せていることなどは、この規律メカニズムの評価に再検討を迫っている。とくに企業経営に規律を与えるべき立場にある銀行に対して規律を与えるメカニズムがうまく機能するかどうかは決して解決済みの問題ではない。<sup>12)</sup>

本論文は日本の企業経営コントロールにおいて有効に働いてきたといわれる組織による規律メカニズムを、従来の視点とはやや異なる角度から改めて検討することを目的としている。規律メカニズムの実証分析に際して最も困難な問題は、個々の企業の経営者が直面している規律の程度を測定することである。以下の議論では企業の転換社債発行の行動と経営者が享受している裁量権の大きさとが関連しているという仮説を基盤としてこの問題に接近する。この接近方法は、日本の企業金融が1980年代に経験した顕著な構造変化を理解するうえでも、重要な手がかりを与えてくれるものと考えられる。

以下の本論文の構成は次のとおりである。まず次の2.では、1980年代に生じた企業金融の構造変化、とりわけ銀行借入の減少と転換社債を中心とするエクイティ関連債券の発行急増を説明した後、転換社債発行に関するオーソドックスな理論を紹介する。3.では、まず日本の社債発行に関する制限的な適債基準のルールを簡単に説明する。この制限的なルールのために2.に紹介するオーソドックス

な理論が日本の状況には適用しえないことを説明し、それに代わる単純な理論モデルを展開する。このモデルは経営者と株主との利害対立を前提としており、転換社債の発行は企業経営者が株主の利益につながらない支出を拡大する手段として利用される可能性を示唆している。この理論モデルに即した実証分析が4.で行われている。まず転換社債発行が企業の収益性の悪化をもたらす傾向があったことを1980年代から90年代初頭にかけての時期を標本期間として確かめている。転換社債発行が経営者による無駄な支出を誘発するのだとすれば、企業の転換社債発行行動と金融的バックグラウンドの関連を調べることによって、組織による規律メカニズムがどの程度有効に機能したかを調べることができる。4.ではTobitモデルによってこの関連を統計的に調べている。最後の5.は本論文の結びとして、ここで得られた結論をいくつかの角度から議論している。

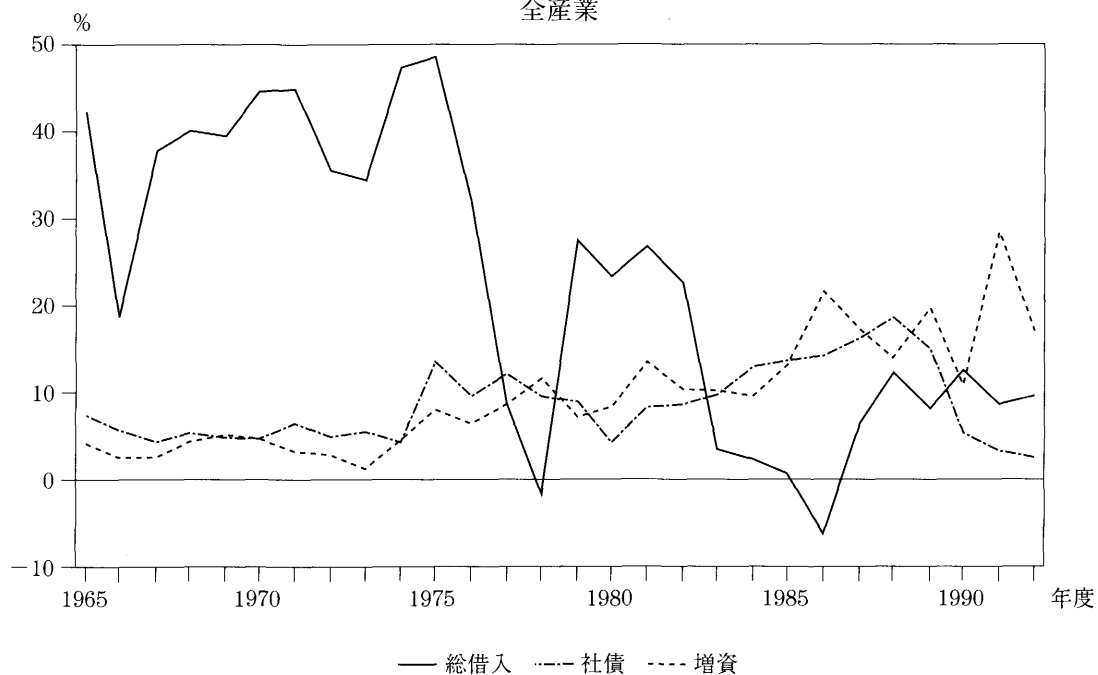
## 2. 日本における企業金融の構造変化と転換社債発行

1980年代後半に日本企業の多くは銀行借入を減少させる一方で、積極的にエクイティ関連債券を発行した。第2図は日本の主要企業が1980年代に入って借入金を相対的に削減させ、代って増資、社債発行を増加させたことをはっきりと示している。また第3図は、日

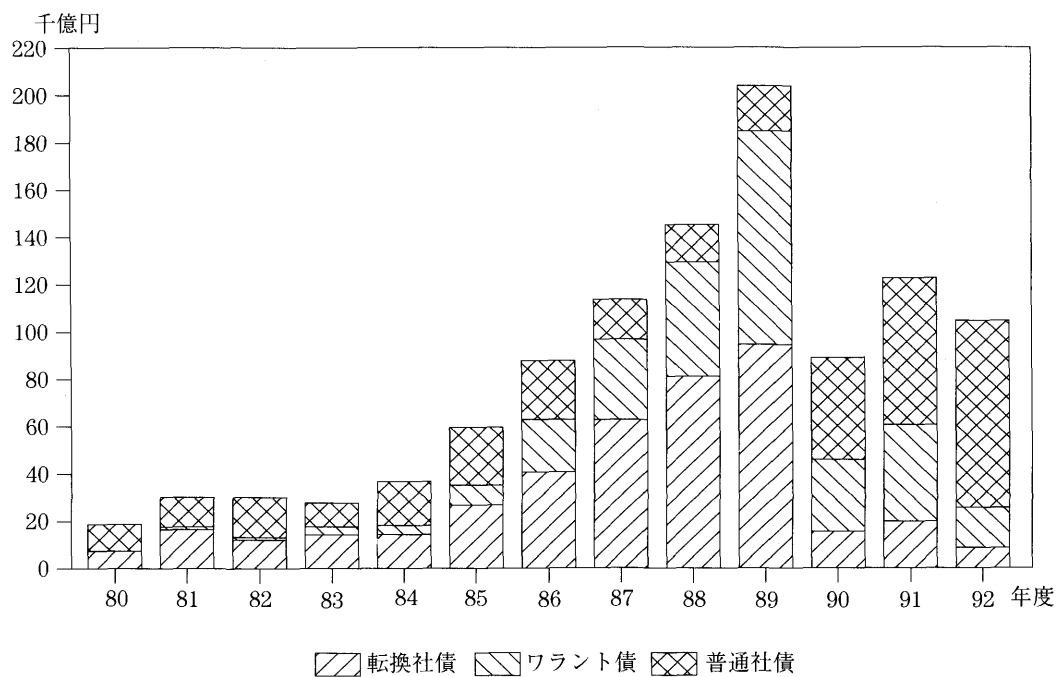
12) 例えば、日本の実務家の間でコーポレート・ガバナンスの議論を引き起こす火つけ役となった論文とされている渡辺・山本[1992]は90年代以降の日本経済の不況を企業経営規律メカニズムの不適切さが招来した「ガバナンス不況」であると主張している (p. 2)。その主張の背景となっているのは、日本の企業が銀行借入への依存から脱却し、余剰となったキャッシュ・フローを「長期投資の名の下に収益率の低い投資」(p. 2)へ投入したという判断である。しかし彼らの論文では、80年代の日本企業の経営者や投資家がこぞって余りにも楽観的な誤った見通しをもっていたという可能性を排除できない。この論文では彼らの主張がある程度の実証的基盤を持っていることが明らかにされる。

## Ⅱ. 報告論文

第2図 主要企業の資金調達構造  
全産業



第3図 日本企業の社債発行額



本の企業が発行した社債の普通社債、転換社債、ワラン債別の内訳を示しているが、ここから社債発行のうちのかなりの割合を転換社債が占めていたことをうかがい知ることができる。この傾向は、とくに1980年代後半に顕著である。<sup>13)</sup> 日本企業による資金調達のような構造変化はなぜ生じたのか、この変化はどのような影響を企業経営に及ぼしたのか、とりわけすでに紹介した組織による規律メカニズムの機能はこの変化と何らかのかかわりを持っているのか。これらの疑問に暫定的な解答を与えることが以下の分析の目的である。

### (1) エクイティ関連債発行の謎

1980年代は株価や地価が急速に上昇した時期であり、企業経営者がこのように債務構造、あるいは資金調達構造を変化させた理由は、株価が継続して上昇するであろうという楽観的な期待の下で、エクイティ関連債券の発行が銀行借入（例えば長期プライム・レートによる長期借入）に比較して低コストであったためと多くの実務家は主張している。例えば、1984年前後にスイス・フラン建てで転換社債

を発行した企業は2%から1%台という低水準のクーポン・レートを享受できたというのである。また1989年の夏にはスイス市場において表面金利がゼロの私募転換社債が日本企業によって相次いで発行された。

しかしエクイティ関連債、とりわけ転換社債が低コストで発行できたとする主張は、企業の株主の立場から見ると決して説得的ではない。仮に資本市場が完全であれば、株価上昇の強い期待が存在する場合のエクイティ関連債券発行は、企業の現在のキャッシュ・フローを（低い債券利率の形で）増加させる一方、将来株価が上昇した暁には、債券投資家に実勢よりも低い価格で当該企業の株式を分配するという契約を取り交わすことを意味する。完全な資本市場の下では、この契約によってとくに株主が利益をあげるわけではないから、企業が株主に支配されている場合には、このような契約に企業が積極的にかかわる誘因は存在しないはずである。<sup>14)</sup>

### (2) 転換社債発行の「理論」

企業金融の標準的な理論では、不完全情報の下での企業の資金調達においては、企業が

13) 日本では1972年から73年にかけても転換社債発行ブームが生じており、73年2月には関係者の間で発行額抑制が申し合わされたほどであった。そのメカニズムの基本は、以下に説明するモデルで説明できるであろう。ただし、転換社債発行に関する適債基準が極めて厳しかったこともあって、そのブームの規模は取るに足らないものであった。

14) 経営者も投資家もこぞって、急速な株価上昇が続くという誤った予測に立って行動したのではないかと論じる専門家もいるようであるが、株価急騰が確実視されている状況の下では、企業が資金調達と設備投資を積極的に行うことは当然であるとしても、他の手段に優先して転換社債の発行という手段が選択された理由を説明できない。

また既存の株主が、資本市場において自社株が過大に評価されていると認識する場合はどうであろうか。この場合には、既存の株主は自分たちの持ち分を低下させ、外部の投資家の持ち分を引き上げることで利益を得ることができる。そのための手段として既存の株主の利益を追求する経営者が、例えば転換社債を有利な条件で発行することは考えられる。この場合には、株価が十分に上昇せず転換社債の転換が進まなければ、それはまさに既存株主の思惑通りということになる。1980年代後半の転換社債発行の隆盛を、こ

## II. 報告論文

株式への転換オプションを付けた債券を発行する誘因が存在することを次の2つのケースについて明らかにしている。1つは資金供給者（投資家）が企業の収益性などの「質」に関して確かな情報を持っていない状況のもとで生じる「エージェンシー・コスト」を削減するためにエクイティ関連債が有効である場合である。もう1つはStein[1992]が分析したケースであるが、彼の議論によると、ある種の企業にとって転換社債は株式発行をより合理的に実行する方法である。

**転換社債によるエージェンシー・コスト削減：** 転換社債を例として、そのエージェンシー・コスト削減効果を簡単に説明しておこう。銀行ローンや普通社債による資金調達、資金調達企業が大きなリスクを選択し、そのかなりの部分を資金供給者に転嫁する誘因があることは知られている。とくに企業経営者や既存の株主が債務不履行からあまり大きな打撃を受けないような場合、つまり新規に資金を公開市場で調達する企業、あるいは創業をはじめて間もない企業などが資金調達する場合には、この誘因は大きいと考えられる。

この場合、資金供給者は企業経営者のそのような誘因を考慮して、厳しい条件でのみ資金を供給するか、全く資金を供給しない。そのために、有望な投資プロジェクトを抱える企業が、そのプロジェクトの実行を諦めることになる。ここで生じる損失はJensen and Meckling[1976]などが強調した株主と債権者との利害対立に由来する「エージェンシー・コスト」である。

しかし、それらの企業は転換社債を発行することによって、この損失からある程度は免れることができる。転換社債は、経営者がリスクの大きなプロジェクトに手を出して、大きな収益をあげたとしても、その多くが債券の株式への転換を通じて資金供給者の手に渡るという内容の契約であるから、資金供給者が上に述べたようなリスク拡大に深刻に悩む必要がない。この契約の下では、企業がより大きなリスクを選択しようとする誘因が消滅ないし緩和されるのである。<sup>15)</sup>

**株式発行の合理化としての転換社債発行：** 以上の議論とは異なった視点から、Stein[1992]は転換社債が資金調達手段として用い

---

のような既存株主と外部投資家の間の情報の非対称性で説明できるであろうか。実際には、既存の株主はこの時期に決して自分達の持ち分を積極的に引き下げなかったのではないと思われる。なぜならば、本論文では触れていないが、1980年代の日本企業、とりわけ有力企業の資金調達構造の最も顕著な変化の1つとして、エクイティ・ファイナンスの増加と並んで、内部資金の重要性の急上昇をあげることができるからである。日本銀行『主要企業経営分析』によれば、主要企業の資金調達総額に占める内部資金（減価償却と留保利潤の合計）の割合は、1960年代、1970年代にはそれぞれ平均30.2%、42.4%であったが、1980年から84年までの5年間で平均56.4%、85年から89年までの5年間で平均53.6%である。既存の株主達は内部資金を積み増す形で自分たちの持ち分を維持、ないし引き上げようとしたのである。これは株主が外部投資家によって過大に評価されていると判断する場合には、既存株主にとって内部資金を積むことは、外部投資家に株式、あるいは転換社債を売却して得られるはずの利益を放棄することであり、合理的な行動としては説明し難い。したがって、既存株主と外部投資家の間の非対称情報仮説は妥当しないと考えられる。

15) この種の議論は、例えばBrennan and Kraus[1987]、Titman and Wessels[1988]によって展開されている。転換社債の機能に関する一般的な解説はBrealey and Myers[1991: Chapter 22]を参照。

られる理由を次のように論じている。収益性の非常に良好なプロジェクトを持っている企業の経営者は、債務不履行に陥る危険を心配することなく普通の債券を発行して（あるいは借入によって）資金を調達できる。一方リスクの大きいプロジェクトを抱える企業経営者は、普通の債務の発行に伴う債務不履行を恐れて株式発行による資金調達に依存することになる。しかし非常に良好とはいえないまでも、極端にリスクが大きいわけでもない企業はどうなるであろうか。そうした企業の経営者にとって、普通社債の発行は債務不履行を招来する危険がある。しかし株式を発行すれば、投資家によってより劣悪なプロジェクトを持つ企業と同一視されてしまい、資金調達の条件が不利になってしまう。そのような企業経営者は転換社債の発行を選ぶ。転換社債を発行することによって事実上株式による資金調達を行う一方、劣悪な企業とは資金調達段階で差別化して資金調達条件を有利に決めることができるのである。

転換社債の機能に関する以上のような理論に立脚すると、いずれにしても転換社債、あるいはワラント付社債は、有力企業の地位を確保した老舗の企業ではなく、創業間もない新しい企業、あるいは営業リスクの非常に大きい中小企業など情報の非対称性の困難に

見舞われている企業にとってメリットのある資金調達手段である。また株価が急上昇する局面にあるか否かなどは、それらの社債を発行する誘因の強さに直接関係がないことも注意すべきである。<sup>16)</sup>

### 3. 日本における転換社債の発行

2.に紹介したエクイティ関連債券の機能に関する議論に基づいて、1980年代の日本企業の債券発行行動を説明することは実際問題として困難であると思われる。その理由は、各種の社債の発行に関する適債基準という制約（債券発行にかかわる受託銀行、証券会社を中心とする関係者の間の自主ルール）が、エクイティ関連債券が持つ機能を最も強く必要とするはずの中小規模、あるいは新発企業の社債発行を制約してきたためである。

#### (1) 適債基準の制約

転換社債を例にとって、適債基準の制約とその推移を簡単に展望しておこう。1980年より以前から、普通社債と同様に転換社債についても、それを発行できる企業に関する適債基準として純資産額の下限や自己資本比率の下限などの厳しい制約があった。しかも1973年までは、無担保発行は認められなかった。<sup>17)</sup> その他、1973年に当時の金融引締め

16) 1962年9月に日立製作所はアメリカにおいてドル建債券を発行しようとしたが、普通社債の発行は困難ということから転換社債の発行に踏み切った経緯がある。これは当時のアメリカにおいて日立が優良企業として十分な地位を確立していなかったためと解釈できる。

17) 担保付転換社債に関する適債基準は企業の規模と財務内容に関して、(1)純資産額、(2)1株当り配当金、(3)1株当り利益金、(4)純資産倍率（純資産対資本金比率）、(5)自己資本比率、(6)使用総資本営業利益率、の6条件について下限を設定し、とくに(1)～(3)の条件を必須としていた。さらに業績見通しについて、「予想経常利益が増益傾向にあること」という条件が付加されていたが、例えば今後の2期目に予想される経常利益が次の1期目の予想経常利益を上回っていればこの条件は満たされたと認定されるルールになっていた。この業績見通しの条件は余り制約的ではなかったであろう。例えば野村総合研究所『公社債要覧』1985年版（p.374）を参照。

## Ⅱ．報告論文

局面で転換社債の発行を抑制するための自主ルールが引受証券会社によって策定され、発行額自体の制限（全額転換された場合の資本金増加額が発行時の資本金の15%以内）、発行額の上限（300億円）および下限（25億円）、発行のインターバル（1年以上）の3点が規制された。

いわゆる無担保転換社債の発行は1973年1月に認められたが、それは完全な無担保ではなく、留保物件付きの「無担保」転換社債であり、その適債基準は純資産額 450億円以上、配当5年連続10%以上というものであった。留保物件を必要としない完全な無担保転換社債の発行が認められるのは1979年3月であるが、その当時、完全無担保転換社債の適債基

準を満たしている企業は超有力企業数社（厳密には松下電器産業とトヨタ自動車の2社）に過ぎなかったのである。その後、完全無担保転換社債の適債基準は徐々に緩められ、それとともにその適債基準を満たす企業数も増加した点は、第1表に示されている。1980年代半ばから日本企業による転換社債発行額は急増するが、その最も重要な理由の1つが無担保転換社債の適債基準緩和であったといわれている。<sup>18)</sup>

実際、第2表から明らかなように、1985から89年度までの5年間に国内で発行された転換社債は総額24.6兆円であったが、その内の84%に当たる20.7兆円が完全無担保転換社債によるものであった。しかし適債基準は伝統

第1表 適債基準の推移と適格企業数の増加

| 年 月      | 無担保 SB    | 適格企業数の異動<br>無担保 CB | 無担保 CB の最低純資産額<br>に関する適債基準                                                        |
|----------|-----------|--------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| 1979年3月  | 基準策定<br>2 | 基準策定<br>2          | 最低純資産額 1,500億円                                                                    |
| 1983年1月  |           | 11→25              | 最低純資産額 1,100億円                                                                    |
| 1984年4月  | 11→16     | 26→97              | 最低純資産額 550億円                                                                      |
| 1985年7月  |           | 111→175            | 最低純資産額 330億円                                                                      |
| 10月      | 22→57     |                    |                                                                                   |
| 1987年2月  | 約60→約180  | 約180→約330          | 最低純資産額 200億円<br>(格付けを適債基準へ導入：A格相当以上、あるいはBBB格以上で純資産が550億円以上の企業は適債基準の適用を受けずに発行できる。) |
| 1988年11月 | 約180→約300 | 約330→約500          | (BBB格以上で純資産額が330億円以上の企業は適債基準の適用を受けずに発行できる。)                                       |

(出所)『大蔵省証券局年報』

(注) 適格企業数の異動は各適債基準変更時点のもの。

18) 『大蔵省証券局年報』昭和61年版 (p.18)。

金 融 研 究

第2表 国内市場における転換社債の発行状況

単位：10億円

| 年度   | 完全無担保        | 留保資産付き<br>無担保 | 担保付き     | 合 計          |
|------|--------------|---------------|----------|--------------|
| 1970 | — ( — )      | — ( — )       | 108 (19) | 108 ( 19 )   |
| 1971 | — ( — )      | — ( — )       | 62 (10)  | 62 ( 10 )    |
| 1972 | — ( — )      | 85 ( 6 )      | 169 (43) | 254 ( 49 )   |
| 1973 | — ( — )      | 185 (18)      | 210 (63) | 395 ( 81 )   |
| 1974 | — ( — )      | 117 (13)      | 163 (41) | 279 ( 54 )   |
| 1975 | — ( — )      | 171 (12)      | 160 (29) | 330 ( 41 )   |
| 1976 | — ( — )      | 0 ( 0 )       | 56 (14)  | 56 ( 14 )    |
| 1977 | — ( — )      | 35 ( 3 )      | 128 (23) | 163 ( 26 )   |
| 1978 | — ( — )      | 145 ( 5 )     | 232 (22) | 377 ( 27 )   |
| 1979 | 50 ( 1 )     | 150 ( 7 )     | 154 (23) | 354 ( 31 )   |
| 1980 | 0 ( 0 )      | 40 ( 1 )      | 57 (11)  | 97 ( 12 )    |
| 1981 | 60 ( 1 )     | 208 (15)      | 258 (36) | 526 ( 52 )   |
| 1982 | 45 ( 1 )     | 182 (12)      | 191 (33) | 418 ( 46 )   |
| 1983 | 50 ( 2 )     | 604 (29)      | 208 (36) | 861 ( 67 )   |
| 1984 | 856 ( 34 )   | 364 (31)      | 382 (60) | 1,611 (125)  |
| 1985 | 665 ( 29 )   | 376 (29)      | 545 (84) | 1,586 (142)  |
| 1986 | 2,342 ( 95 ) | 291 (18)      | 836 (91) | 3,468 (204)  |
| 1987 | 4,322 (204)  | 228 (21)      | 505 (77) | 5,055 (302)  |
| 1988 | 6,335 (252)  | 136 (17)      | 524 (64) | 6,995 (333)  |
| 1989 | 7,022 (245)  | 128 (13)      | 490 (37) | 7,640 (295)  |
| 1990 | 853 ( 40 )   | 20 ( 3 )      | 39 ( 4 ) | 911 ( 47 )   |
| 1991 | 1,151 ( 69 ) | 71 (13)       | 57 ( 4 ) | 1,279 ( 86 ) |
| 1992 | 534 ( 30 )   | 27 ( 7 )      | 14 ( 2 ) | 575 ( 39 )   |

(出所) 野村総合研究所『公社債要覧』

(注) カッコ内の数値は発行銘柄数。

のある大企業に圧倒的に有利であり、2.に紹介したような企業金融におけるエージェンシー問題を解消する手段としての位置づけは全く与えられなかったといえよう。例えば中小企業や新発企業が大半を占めている店頭上場企業も、転換社債を全く発行できなかったわけではないが、その発行額は無視できる程度のものであった。1977年から89年までの12年間で、店頭上場企業による転換社債発行額は延べ845億円であり、これは同じ12年間に

発行された転換社債総額の0.3%弱に過ぎなかった。

つまり1980年代半ばに積極的に転換社債を発行できる立場にあった企業のほとんどは、これまでにゴーイング・コンサーンとして多額の人的資源、経営資源を蓄積し、良好な実績を挙げてきた企業である。有限責任ルールの下で企業の債権者にリスクを転嫁する可能性があるといっても、経営者や既存の株主（さらには従業員たち）は債務不履行から多

## II. 報告論文

くの損失を蒙る立場にあるから、安易にリスクを拡大することに躊躇するであろう。つまり彼らは、銀行ローンや普通社債に伴うエージェンシー・コストが低い企業なのであり、本来はエクイティ関連社債にメリットを見出し難い企業なのである。

第二次大戦後の日本においては、非常に制限的な適債基準（あるいはそれに基づく起債調整）の運用によって、各種の社債を発行できる企業数は限定され、それゆえに社債のデフォルトもわずかな件数にとどまった。しかし、それゆえに、企業金融において本来期待されるはずの社債市場の機能は極めて不十分にしか発揮されなかったとみることができる。

### (2) 日本企業にとっての転換社債発行の誘因

資金調達を効率化する手段として、日本企業が活発に転換社債などのエクイティ関連債券を発行したという仮説は、それらの債券発行に対する制約的な適債基準の存在のために説得力を持ち得ない。この節では伝統的な議論とは別の仮説を提示することによって、1980年代後半になぜ日本の企業が銀行借入依存を低下させ、非常に積極的に転換社債（さらにはワラント債）を発行したのかを論じる。

ここで提起される仮説は、エクイティ関連社債発行が企業経営者の「効用」を増進するために利用されたという、2.に紹介されたも

のとは全く別種の仮説である。この仮説では、企業経営者は株主とは別個の効用関数を持っており、債務不履行の発生を回避するという制約の下で、自由に利用できる資金フロー（つまりフリー・キャッシュ・フロー）を大きくしたいと望むのである。<sup>19)</sup> 債務不履行はここで考察される企業の経営者に深刻な打撃を与えるから、銀行からの借入などに依存することがそれ自体経営者に一定の規律を与える効果を発揮する。この点は、企業金融における債務のメリットとして多くの論者によって指摘されてきた点である。<sup>20)</sup> この点を単純なモデルで説明しよう。

純現在価値がプラスである投資機会に直面している企業を想定してみよう。必要な投資額は外生的与件  $I$  であり、この投資を実行した場合、次の期の企業の価値は、将来の状態が1の場合  $X_H$ 、2の場合  $X_L$  となるものと期待されている。ただし、 $X_H > X_L > I$  であるとし、状態1の生起する確率は  $p$ 、状態2が生起する確率は  $(1-p)$  と予想されている。

企業経営者には、この投資機会以外にも資金用途  $Z$  が存在する。これは企業の株主の観点から見れば全く無駄な用途であり、それがもたらす期待収益はゼロである。企業経営者が  $Z$  に関心を持つのは、これが他ならぬ彼らの効用を高めるものであるからである。企業の投資や資金調達に関する意思決定を下す経営者の効用関数は、株式市場における企業の評価額  $V$  ばかりではなく、この支出額

19) 株主の利益ではなく、自分たちの利益（あるいは効用）の増進を図ろうとする経営者の行動に関しては、Jensen and Meckling [1976] を参照。とりわけ以下では、Jensen の“free cash flow” 仮説を援用している。ただし“free cash flow” は「適切な資本コストで評価して純現在価値がプラスであるすべての投資プロジェクトを賄うのに要する額を上回るキャッシュ・フロー」と定義される。この点については Jensen [1986] を参照。

20) Grossman and Hart [1982]、Jensen [1986] などを参照。

$Z$ にも依存するといってもよい。つまり企業経営者の効用水準を  $U$  として

$$U = a \cdot V + f(Z) : f'(Z) > 0, f''(Z) < 0$$

と仮定する。係数  $a$  ( $a \geq 0$ ) は、経営者が投資と資金調達に当たって考慮しなければならない株主の利益の比重であるが、ここでは株主が経営者に対して加える規律の有効性が経営者の効用関数に直接反映され、係数  $a$  の大きさがそれを表現しているのである。例えば  $a$  がゼロである場合、企業経営者にとって企業の株式価値  $V$  は考慮するに値しない。しかし  $a$  の値が大きくなるにつれて、経営者は株式価値  $V$  を無駄な支出  $Z$  との相対的な関係において重視せざるをえなくなる。

企業は資金  $I+Z$  を普通社債（あるいは銀行ローンと呼んでもよい）と転換社債のいずれかで調達するものと仮定する。説明を単純にするために、割引率をゼロ、すべての経済主体が危険中立的であると仮定する。また、経営者は債務不履行が生じた場合、極めて重大な損失を蒙るために、債務不履行を確実に回避できる条件で資金を調達するものとしよう。

**普通社債による資金調達の場合：** 以上の仮定の下では、普通社債（ここで考察してい

る単純なモデルでは、普通社債は償還額（額面）を予め定めた割引債の形をとる）、あるいは銀行借入で資金を調達する場合の調達上限額は、来期の状態 2 における企業の価値  $X_L$  によって与えられることになる。つまり

$$I + Z = X_L \quad (1)$$

であり、現時点における企業の株式評価額  $V$  は次の(2)式で表現される。

$$\begin{aligned} V &= p \cdot X_H + (1-p) X_L - (I+Z) \\ &= V_0 - Z \end{aligned} \quad (2)$$

ただし、

$$V_0 = p \cdot X_H + (1-p) X_L - I \quad (3)$$

である。

**転換社債による資金調達の場合：** 企業が転換社債を発行して資金  $I+Z$  を調達する場合、この社債の転換価格と額面  $F$  を決定すれば、この債券が株式に転換される場合のシェア  $c$  ( $0 < c < 1$ ) が与えられる。<sup>21)</sup> ここで

$$c \cdot X_H > X_L \quad (4)$$

という条件が満たされているものとしよう。<sup>22)</sup> つまり来期に状態 1 が生じたときには、転換社債は当該企業の株式  $c \cdot X_H$  へ転

21) ここでは説明を単純にするために転換社債がゼロ・クーポンの割引債券の形式で発行されるものと仮定している。現実には日本では転換社債は確定利付債券の形をとることが多い。1987年10月にミノルタカメラがドイツ・マルク建てのゼロクーポン転換社債を日本企業として初めて発行した。

22) ここで  $c$  を所与とすることについて簡単に説明しておこう。企業経営者が  $c$  を自由に選択できるとし、しかもフリー・キャッシュ  $Z$  をできるだけ増やしたいと望んでいるとすると、彼らは可能な限り高い  $c$  を投資家に提示することによって  $Z$  を増加させるであろう。これは以下の(3)式から明らかである。しかし現実の転換社債発行ルールから、この比率は企業経営者にとってほぼ与件であったとみなすことができる。

仮定によって  $c$  は発行された転換社債が株式に転換された場合の株式枚数  $n$  を当該企業の発行済み株式総数  $N$  で割った比率  $[n/N]$  である。一方、転換される株式枚数  $n$  は転換社債の額面  $F$  を転換価額で割った値に等しいが、転換社債の転換価額は発行日直前の数日間の当該企業の株価  $q_0$  に一定の「アップ率」 $\theta$

## II. 報告論文

換される。しかし、来期の状態が2である場合には転換社債は転換されない。この社債の償還額、つまり額面  $F$  は債務不履行に関する制限的な仮定から必ず状態2のときの価値額  $X_L$  以上でなければならない ( $F \leq X_L$ )。したがって、転換社債の市場価値 (つまり資金調達額)  $I+Z$  は次のように決定される。

$$\begin{aligned} I+Z &= p \cdot c \cdot X_H + (1-p) F \\ &= F + p (c \cdot X_H - F) \end{aligned}$$

仮定によって、 $F \leq X_L$  であるから、

$$I+Z \leq X_L + p (c \cdot X_H - X_L) \quad (5)$$

さらに企業の株式価値額  $V$  は、普通社債の場合と全く同様に

$$\begin{aligned} V &= p \cdot X_H + (1-p) X_L - (I+Z) \\ &= V_0 - Z \end{aligned} \quad (6)$$

となる。<sup>23)</sup>

以上の結果から、(1)式と(5)式を比較することによって、企業経営者は転換社債の発行によって債務不履行の危険を冒すことなく、より多額の資金を調達し、自分たちにとって好ましい用途へ多くの資金  $Z$  を投入できることが分かる。いい換えれば、企業の価値が大きく上昇すると見込まれる場合、またそのような状態が生起すると予想される確率  $p$  が高

いほど、普通社債 (あるいは銀行ローン) ではなく転換社債に依存することによって、企業経営者にとっては「無駄な用途」 $Z$  へ資金を投入する機会が拡大する。

さらに、株式市場が効率的であるとすれば、企業がより多額の資金を  $Z$  へ投入することは企業の株式価値  $V$  を低下させる。株主の利益最大化を目指す企業は、当然のことながら「無駄な支出」 $Z$  をゼロとすべきである。この場合には、普通社債によって資金調達しようが、あるいは転換社債によろうが現時点の株価には影響がない。株主利益最大化の観点からみれば、エクイティ関連社債が普通社債 (借入を含む) に比較して、とくに好都合であるわけではない。

**経営支配の構造と転換社債発行：** 企業経営者にとってエクイティ関連社債を発行して自分達の効用を高める支出額  $Z$  と、自社の株価  $V$  との間にはトレード・オフの関係がある。株価が上昇する局面において積極的にエクイティ関連債券を発行することは、一般の投資家の目からみれば経営者が無駄な支出を行うというシグナルになる。株式市場が効率的であれば、上のモデルが示しているように、転換社債の発行 (あるいはそのアナウンスメント) と当該企業の株価の相対的な下落が同時に起こるものと予想される。縦軸に企

---

を上乗せした額で決められる。つまり転換価額は  $[1+\theta]q_0$  で与えられる。以上から  $c = F / ([1+\theta]q_0 N)$  となる。ここで「アップ率」 $\theta$  の下限はその時々資本市場の情勢を勘案して引受証券会社の自主調整によって決められてきた。このような自主ルールは1973年2月に導入されたが、その理由は関係者が「アップ率が極端に低い場合は、安易な発行を誘発するおそれが強い」と考えたためであり、1975年以降80年までは10%が下限、それ以降は5%を下限とした (『大蔵省証券局年報』1981年版、p.21)。実際、ほとんどの場合転換社債の発行時のアップ率は自主ルールの下限に決められたようである。以上のことから、第一次近似として転換社債が転換された場合の株式シェア  $c$  は発行企業にとって与件と考えられる。

23) このモデルでは、企業経営者は生産活動の途中では「無駄な支出」を行って株主の利益を損なう誘因をもつものに対して、期末には企業の残余価値額をすべて株主に引き渡すと仮定されている。期末の残余価値の処分に関しては経営者の裁量が及ばないというこの仮定は、それほど非現実的ではないだろう。

業の株式価値  $V$ 、横軸に無駄な支出額  $Z$  をとった第4図における右下がりの線分  $V_0BA$  が以上のようなトレード・オフを示している。このうち線分  $V_0B$  の部分は、企業が借入、あるいは普通社債発行による資金調達に依存する場合の  $V$  と  $Z$  のトレード・オフである。一方、線分  $V_0A$  は企業が転換社債発行に依拠する場合のトレード・オフであり、条件の(4)式が満たされている場合には、企業経営者にとって転換社債発行によるトレード・オフが普通社債発行（あるいは借入）の場合のそれをドミネートしている。また企業の無駄な支出  $Z$  がゼロの時に、その株式価値額は(3)式で定義された最大値  $V_0$  をとることは明らかである。

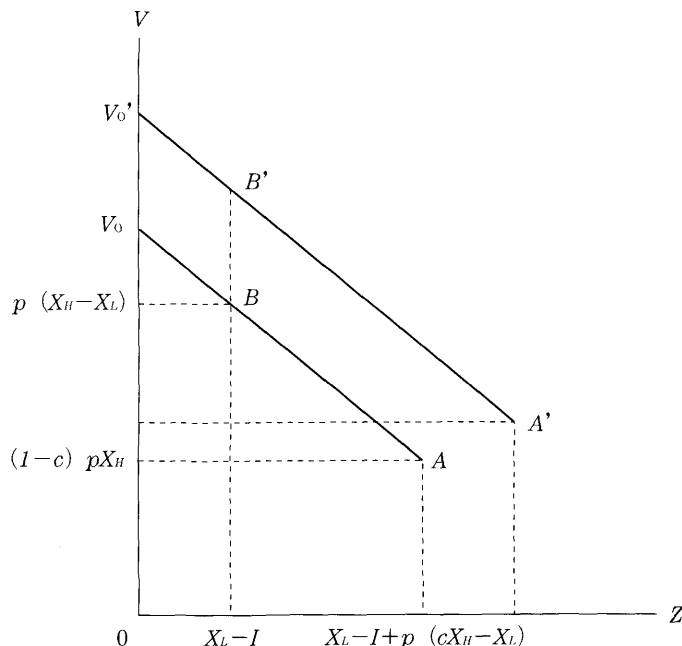
企業経営者が資金調達手段として転換社債と普通社債（あるいは借入）のいずれを選択するかは、株式価格の将来の上昇についての

人々の期待と経営者の効用関数の形状、とくに係数  $a$  の大きさに依存する。将来の株価が大幅に上昇すると期待されており、そのために(4)式の条件が満たされている場合には、効用関数の係数  $a$  が小さいほど経営者にとって転換社債発行の誘因が強くなることは容易に理解できるであろう。既存の株主が株価低落をもたらす経営を厳しく排除できるのであれば、経営者は無駄な支出を拡大する目的で転換社債を発行できないはずである。また株式市場を通じる敵対的企業買収の脅威が強く感じられる場合には、経営者は株価を相対的に引き下げる効果を持つ転換社債の発行を躊躇せざるをえないであろう。それは係数  $a$  が

$$a \geq f'(0) \quad (7)$$

という条件を満たすほどに十分大きい場合であり、第4図から分かるように、この場合に

第4図 企業の株式価値  $V$  と無駄な支出  $Z$  の関係



## II. 報告論文

は株価の上昇期待がいかに楽観的であろうとも、企業経営者にとって転換社債発行を特に選択する誘因はない。

次に、係数  $a$  が条件

$$f'(0) > a \geq f'(X_L - I) \quad (8)$$

を満たす場合には、「無駄な支出」に効用を認める企業経営者にとって普通社債発行と転換社債発行とは無差別であり、転換社債を発行する特別な誘因は存在しない。

しかし先の条件(5)式が成立し、かつ係数  $a$  が次の条件式を満たすほど小さければ、経営者にとって転換社債という資金調達手段を積極的に利用する誘因が存在するのである。

$$a < f'(X_L - I) \quad (9)$$

以上の議論から、他の条件が一定であれば、株主利益重視の制約が弱い企業の経営者ほど転換社債の発行に積極的になる。さらに、転換社債に関する適債基準の緩和によって転換社債を発行する機会が与えられた企業は、仮にその経営者に対する株主利益重視の制約が弱ければ、転換社債による資金調達を増加させることも容易に理解できる。

**株価上昇の影響：**  $X_H$  の上昇、あるいは  $p$  の上昇は株価を上昇させるとともに、企業に対する転換社債発行の誘因を強める。第4図では、それは  $V$  と  $Z$  のトレード・オフの線分  $V_0BA$  が上方の  $V_0'B'A'$  へシフトすることを意味している。転換社債を積極的に発行する誘因を与えられている企業、つまり経営者の効用関数における係数  $a$  が(9)式を満たすほどに小さい企業にとっては、トレード・オフ直線のこのようなシフトに対応してより多額の転換社債を発行し  $Z$  への支出を増加させるであろう。一方、 $a$  が(7)、ないし(8)式

を満たすほどに大きい企業にとっては、株価上昇の期待が高まってもとくに転換社債を積極的に発行する誘因が強まるわけではない。また係数  $a$  が非常に小さい企業経営者にとっても、期待される株価上昇幅が小さい場合には、資金調達手段としての転換社債の魅力は相対的に小さくなる。

一方、他の条件が一定であれば、 $X_L$  の上昇も株価を上昇させるが、それが転換社債発行の誘因に及ぼす影響は曖昧である。上の係数  $a$  の値が十分に小さい企業に関しては、 $X_L$  の上昇による株価上昇でも転換社債発行額を増加させる誘因が与えられる。しかし  $a$  の値が中間的な範囲の企業については、経営者にとっての転換社債の相対的な魅力が低減する。この場合のネットの効果は曖昧である。しかし総じて、株価上昇の期待が高まるほど、企業にとって転換社債発行の誘因が強まる傾向があると考えられる。

### 4. 金融構造、およびメインバンク関係と企業支配

3.では、日本企業が「無駄な支出」の拡大を目指して活発に転換社債を発行したという仮説を説明した。この仮説はふたつの角度から実証的に検討できる。第1の角度は転換社債発行と企業の無駄な支出(perquisite)の増加との関係に関する考察である。3.の理論モデルが提示している仮説によれば、企業による転換社債の積極的な発行は経営者への利潤極大化を求める規律の弱さを表している。つまり積極的に転換社債を発行した企業ほど、無駄な投資支出を実行する誘因を持っており、そのために結果として収益の悪化を経験するという命題が導き出される。また株式市場が十分に効率的であれば、企業の転換社

債の発行は投資家に対する一種の警告として機能し、当該企業の株価を（相対的に）下落させるであろう。実際のデータ、具体的には1980年代後半の企業財務データによって、この命題が支持されるか否かを分析できる。

第2の角度は、個々の企業の経営コントロール関係と転換社債発行の誘因との関係に関する分析である。3.のモデルによれば、企業経営者にとっては株価上昇の期待が強いほど転換社債発行の誘因が強まる傾向がある。個々の企業の資金調達行動にそのような傾向が見られるか否かをデータに即して検討できる。

ただしここで注目したい点は、以上の命題が企業経営に対する利潤追求の規律づけの強さ（3.のモデルにおけるパラメータ $a$ の大きさ）に依存することである。実際、1.において説明したように、日本企業に対する組織による規律メカニズムが有効に機能してきたというのが、専門家・実務家の間の通説に近い考え方になっている。したがって、組織による規律メカニズムが有効に作用している企業に関しては、転換社債発行は必ずしもその企業の株価下落、あるいは収益低下に結びつかないであろうし、株価の上昇期待がシステムティックに企業経営者の転換社債発行を促すことはないであろう。換言すると、組織による規律メカニズムの程度が異なっていると思われる企業グループを別々に、上記の2つの角度から調べればその規律メカニズムの有効性を評価することもできるはずなのである。以下の簡単な実証分析の目的は、このような問題意識に立脚して、企業の転換社債発行と組織による規律メカニズムの関係を考察することである。

分析は1988年7月の時点で完全無担保転換

社債の適債基準を満たしている企業を中心に、株価統計の入手可能性などを考慮して選んだ509社である。日本の有力企業はほとんどこの標本に含まれている。データの基本は日経 NEEDS. COMPANY であり、メインバンク関係のデータは日本経済調査会『系列の研究』に依拠した。

### (1) エクイティ・ファイナンスと株価、および企業利益

3.のモデルに即して考えれば、転換社債の発行が企業の無駄な支出に結び付いていたとすれば、それは当該企業の株価の低落をもたらしたはずである（(2)、ないし(6)式を参照）。もちろん企業経営に対してメインバンクなどの監視が適切になされていれば、転換社債発行は必ずしも無駄な支出を伴うわけではない。その場合には、転換社債発行は必ずしも株価低落を招来しないはずである。また転換社債発行が企業経営者によって「悪用」される場合には、転換社債を発行した企業ほど、その後に収益の低下を経験することになると考えられる。ここでも、企業経営に対する監視が適切であれば、転換社債発行は生産的資源の浪費に結び付くわけではないから、そのような収益の相対的な低下は観察されないであろう。

ここでは標本企業をいくつかの基準で組織による規律メカニズムを相対的に強く受けているグループとそうでないグループに二分して転換社債の発行が株価の低落や企業収益の下落にどの程度結び付いたかを統計的に調べている。標本企業をグループ分けする基準は次の5つである。

(A) 標本企業を特定の銀行と安定したメインバンク関係を維持した企業とそうでな

## II. 報告論文

い企業の分割。以下では日本経済調査会『系列の研究』に依拠して各標本企業の1980年度と85年度のメインバンクを特定し、メインバンクがはっきりしており、かつそれがこの両年度で変化しなかった企業(263社)をメインバンク安定企業と定義し、それ以外の企業(231社)をメインバンク不安定企業と定義している。<sup>24)</sup>

- (B) 金融機関による保有株式比率の高い企業と低い企業の分割。以下の分析では、1980～84年度の金融機関による保有株式比率の平均値が30%を超える企業(262社)は金融機関保有株式比率が高いグループへ、また30%以下の企業(247社)は低いグループへ分類されている。
- (C) 銀行借入に依存する程度の高い企業と低い企業の分割。以下では1980～84年度の長期借入対総資産比率の平均値が2.5%を超える企業(188社)は銀行借入依存度の高い企業グループへ、また2.5%以下の企業(321社)は低いグループへ分類されている。
- (D) メインバンク借入比率の高い企業と低い企業の分割。以下では、メインバンクからの借入比率(対総借入比率)が11.9%以上の企業(237社)を、メインバンク借入比率の高い企業、11.9%未満の企業(272社)をメインバンク借入比率の低い企業に分類している。
- (E) メインバンク持株比率の高い企業と低い企業の分割。以下では、メインバンクの持ち株比率が2.44%以上の企業

(233社)をメインバンク持ち株比率の高い企業、2.44%未満の企業(276社)をメインバンク持ち株比率の低い企業に分類している。

いずれの分割でも前者が組織による規律メカニズムの影響を受けていると考えられる企業のグループである。以下の第3表～第5表は以上に説明した仮説に関する暫定的な計測結果である。

**転換社債発行に対する株価の反応：** 第3表A～Eは上記の基準によってグループ分けされた標本企業の企業の株価(1991年度末の株価を100として基準化した)が、それら企業の属する業種の平均の株価に比較して転換社債の発行後にどのように変化したかを標本期間を1985～91年度としてパネル・データ推計で見たものである。個々の企業の株価を基準化した理由は、NEEDS, TS. COMPANYの株価データが企業毎に極端に不揃いであるためである。また業種平均の株価は東京証券取引所『東証統計年報』に依拠している。

第3表に示されている結果は、今期の転換社債発行が発行企業の株価を業種平均に比較して引き下げることを示している。ただしこの効果が統計的に有意なのはメインバンク関係が安定している企業グループに関してであり、メインバンク関係が不安定な企業グループではその効果は統計的に有意ではない(第3表A)。いずれの結果においても個々の企業の転換社債発行に対する株式市場の反応はそれほど明確ではないが、日本の株式市場の状況を考えればこのような結論が得られるのは不思議ではないかもしれない。より明

---

24) 標本企業の中には非金融企業の系列に属しているとされるものが15社あった。それらの企業はこの標本分割では排除されている。

第3表A 転換社債発行と株価（業種平均との比較）  
メインバンク関係の安定性によって標本企業を二分した場合

|                | 被説明変数：基準化された株価 ( $GAP(t)$ ) |                    |
|----------------|-----------------------------|--------------------|
|                | メイン安定企業<br>(263社)           | メイン不安定企業<br>(231社) |
| $GAP(t-1)$     | 0.53399 ( 27.60)            | 0.59359 ( 33.91)   |
| $CBI(t)$       | -0.46454 (-1.79)            | -0.10659 (-0.46)   |
| $CBI(t-1)$     | -0.45185 (-1.80)            | 0.00090 ( 0.00)    |
| $CBI(t-2)$     | -0.25315 (-0.93)            | -0.11072 (-0.47)   |
| $CBI(t-3)$     | 0.18249 ( 0.60)             | -0.13099 (-0.53)   |
| $CBI(t-4)$     | -0.24708 (-0.75)            | -0.38573 (-1.45)   |
| CONST          | 0.18096 ( 10.40)            | 0.13620 ( 7.80)    |
| Adjusted $R^2$ | 0.17458                     | 0.31180            |
| SSR            | 415.39                      | 338.03             |
| SER            | 0.51405                     | 0.49492            |

(注) 標本期間1985～91年度のパネル・データ推計(ランダム効果推計)。  
GAPは基準化された株価（個々の企業の1991年度末の株価を100として基準化）の業種平均との差。CBIは転換社債発行額を前期末総資産額で割った比率。カッコ内の数字は $t$ 値。

第3表B 転換社債発行と株価（業種平均との比較）  
金融機関の株式保有比率によって標本企業を二分した場合

|                | 被説明変数：基準化された株価 ( $GAP(t)$ )   |                               |
|----------------|-------------------------------|-------------------------------|
|                | 金融機関保有株式比率の<br>高い企業<br>(262社) | 金融機関保有株式比率の<br>低い企業<br>(247社) |
| $GAP(t-1)$     | 0.54572 ( 27.64)              | 0.57909 ( 33.34)              |
| $CBI(t)$       | -0.15192 (-0.66)              | -0.29883 (-1.19)              |
| $CBI(t-1)$     | -0.32965 (-1.49)              | -0.09847 (-0.41)              |
| $CBI(t-2)$     | -0.38963 (-1.67)              | 0.04153 ( 0.16)               |
| $CBI(t-3)$     | 0.19638 ( 0.80)               | -0.25249 (-0.86)              |
| $CBI(t-4)$     | -0.01305 (-0.05)              | -0.65306 (-2.00)              |
| CONST          | 0.15752 ( 9.71)               | 0.15500 ( 8.72)               |
| Adjusted $R^2$ | 0.17640                       | 0.28764                       |
| SSR            | 345.64                        | 419.97                        |
| SER            | 0.46980                       | 0.53342                       |

(注) 第3表Aの注を参照。

## Ⅱ. 報告論文

第3表C 転換社債発行と株価（業種平均との比較）

借入総額の比率（対資産総額）で標本企業を二分した場合

|                | 被説明変数：基準化された株価 ( $GAP(t)$ ) |                     |
|----------------|-----------------------------|---------------------|
|                | 借入比率の高い企業<br>(188社)         | 借入比率の低い企業<br>(321社) |
| $GAP(t-1)$     | 0.51177 ( 22.55)            | 0.58635 ( 37.24)    |
| $CBI(t)$       | -0.45322 (-1.64)            | -0.08902 (-0.41)    |
| $CBI(t-1)$     | -0.43553 (-1.61)            | -0.10191 (-0.49)    |
| $CBI(t-2)$     | -0.16904 (-0.57)            | -0.16135 (-0.74)    |
| $CBI(t-3)$     | -0.41739 (-1.27)            | 0.16513 ( 0.71)     |
| $CBI(t-4)$     | -0.14722 (-0.40)            | -0.38372 (-1.54)    |
| CONST          | 0.19898 ( 10.09)            | 0.13588 ( 8.88)     |
| Adjusted $R^2$ | 0.15680                     | 0.27713             |
| SSR            | 252.20                      | 511.32              |
| SER            | 0.47411                     | 0.51605             |

(注) 第3表Aの注を参照。

第3表D 転換社債発行と株価（業種平均との比較）

メインバンク借入比率で標本企業を二分した場合

|                | 被説明変数：基準化された株価 ( $GAP(t)$ ) |                            |
|----------------|-----------------------------|----------------------------|
|                | メイン借入比率の<br>高い企業<br>(237社)  | メイン借入比率の<br>低い企業<br>(272社) |
| $GAP(t-1)$     | 0.56118 ( 27.97)            | 0.57109 ( 34.28)           |
| $CBI(t)$       | -0.27879 (-1.03)            | -0.22264 (-1.01)           |
| $CBI(t-1)$     | -0.39007 (-1.48)            | -0.05523 (-0.27)           |
| $CBI(t-2)$     | 0.09000 ( 0.31)             | -0.26637 (-1.20)           |
| $CBI(t-3)$     | 0.22112 ( 0.69)             | -0.14131 (-0.61)           |
| $CBI(t-4)$     | -0.10516 (-0.30)            | -0.43066 (-1.69)           |
| CONST          | 0.15196 ( 8.01)             | 0.15329 ( 9.97)            |
| Adjusted $R^2$ | 0.20449                     | 0.27930                    |
| SSR            | 385.59                      | 380.69                     |
| SER            | 0.52183                     | 0.48387                    |

(注) 第3表Aの注を参照。

第3表E 転換社債発行と株価（業種平均との比較）

メインバンクの保有株比率によって標本企業を二分した場合

|                | 被説明変数：基準化された株価 ( $GAP(t)$ ) |                             |
|----------------|-----------------------------|-----------------------------|
|                | メイン保有株比率の<br>高い企業<br>(233社) | メイン保有株比率の<br>低い企業<br>(276社) |
| $GAP(t-1)$     | 0.51441 ( 24.09)            | 0.59870 ( 37.19)            |
| $CBI(t)$       | -0.38033 (-1.36)            | -0.20005 (-0.93)            |
| $CBI(t-1)$     | -0.59832 (-2.21)            | 0.02336 ( 0.11)             |
| $CBI(t-2)$     | -0.16039 (-0.55)            | -0.13895 (-0.63)            |
| $CBI(t-3)$     | 0.28873 ( 0.92)             | -0.20694 (-0.88)            |
| $CBI(t-4)$     | -0.03012 (-0.09)            | -0.49188 (-1.90)            |
| CONST          | 0.17446 ( 9.31)             | 0.14223 ( 9.10)             |
| Adjusted $R^2$ | 0.14129                     | 0.31958                     |
| SSR            | 368.02                      | 395.39                      |
| SER            | 0.51329                     | 0.48952                     |

(注) 第3表Aの注を参照。

確な結論を得るためには、もっと詳細な株価変動のデータ（少なくとも月次データ）を用いたイベント・スタディーが必要であろう。

**転換社債発行と企業収益率：** 第4表A～Eは第3表と同じ標本企業の総資本営業利益率が転換社債の発行の影響を受けて有意に変化したか否かを、やはり標本期間を1985～91年度とするパネル・データ推計で調べた結果である。ただし総資本営業利益率は個々の企業が属する業種の平均値からの差をとっている。第4表によると転換社債の発行後、2ないし3年後には企業の利益が（業種平均に比較して）有意に低下する傾向がある。つまり転換社債の発行は企業の収益性を犠牲にする傾向があったと思われる。この結果は3.に展開された仮説、つまり転換社債の発行が企業経営者の“free cash flow”選好を象徴し

ているという仮説と整合的である。

一方、標本企業の分割は、この結果に有意に異なる要因を持ち込んではいない。いずれのグループ分けでも、組織による規律メカニズムが相対的に有効に働いていると目されているグループの方が、転換社債の発行から負の効果を受ける程度が低くなっているという判断を導き出すことはできない。これらの結果は、日本の企業経営コントロールにおける組織による規律メカニズムの有効性に疑問を投げかけている。

## (2) 企業の転換社債発行：Tobit モデルによる計測

次に個々の企業の転換社債発行がどのような要因によって規定されているか、とくに組織による規律メカニズムはこの側面に何らかの有意な影響を及ぼしているかを考察してみ

## Ⅱ．報告論文

第4表A 転換社債発行と企業収益（業種平均との比較）  
メインバンク関係の安定性によって標本企業を二分した場合

|                | 総資産営業利益率（ $OPR(t)$ ） |                    |
|----------------|----------------------|--------------------|
|                | メイン安定企業<br>(263社)    | メイン不安定企業<br>(231社) |
| $OPR(t-1)$     | 0.57700 ( 32.07)     | 0.60555 ( 35.25)   |
| $CBI(t)$       | 0.01344 ( 1.26)      | -0.01756 (-1.49)   |
| $CBI(t-1)$     | -0.00681 (-0.66)     | -0.02019 (-1.79)   |
| $CBI(t-2)$     | -0.03508 (-3.16)     | -0.03946 (-3.33)   |
| $CBI(t-3)$     | -0.03940 (-3.17)     | -0.03474 (-2.75)   |
| $CBI(t-4)$     | -0.00817 (-0.60)     | -0.02556 (-1.85)   |
| CONST          | 0.00401 ( 4.94)      | 0.01056 ( 9.85)    |
| Adjusted $R^2$ | 0.25196              | 0.34036            |
| SSR            | 0.66775              | 0.85392            |
| SER            | 0.02061              | 0.02488            |

(注) 標本期間1985～91年度のパネル・データ推計(ランダム効果推計)。  
OPRは総資本営業利益率（業種平均との差）。CBIは転換社債発行額を前期末総資産額で割った比率。カッコ内の数字は $t$ 値。

第4表B 転換社債発行と企業収益（業種平均との比較）  
金融機関の株式保有比率によって標本企業を二分した場合

|                | 総資産営業利益率（ $OPR(t)$ ）          |                               |
|----------------|-------------------------------|-------------------------------|
|                | 金融機関株式保有比率の<br>高い企業<br>(263社) | 金融機関株式保有比率の<br>低い企業<br>(231社) |
| $OPR(t-1)$     | 0.60649 ( 34.73)              | 0.59020 ( 34.96)              |
| $CBI(t)$       | -0.00406 (-0.40)              | -0.00241 (-0.20)              |
| $CBI(t-1)$     | -0.00647 (-0.66)              | -0.01969 (-1.72)              |
| $CBI(t-2)$     | -0.03966 (-3.88)              | -0.03661 (-2.95)              |
| $CBI(t-3)$     | -0.01755 (-1.61)              | -0.05454 (-3.97)              |
| $CBI(t-4)$     | -0.00372 (-0.32)              | -0.03113 (-2.02)              |
| CONST          | 0.00484 ( 5.89)               | 0.00968 ( 9.57)               |
| Adjusted $R^2$ | 0.28697                       | 0.31683                       |
| SSR            | 0.64822                       | 0.90016                       |
| SER            | 0.02035                       | 0.02470                       |

(注) 第4表Aの注を参照。

第4表C 転換社債発行と企業収益（業種平均との比較）  
借入総額の比率（対総資産）によって標本企業を二分した場合

|                | 総資産営業利益率（ $OPR(t)$ ） |                     |
|----------------|----------------------|---------------------|
|                | 借入比率の高い企業<br>(188社)  | 借入比率の低い企業<br>(321社) |
| $OPR(t-1)$     | 0.58612 ( 31.08)     | 0.60432 ( 39.15)    |
| $CBI(t)$       | 0.00327 ( 0.27)      | -0.00665 (-0.66)    |
| $CBI(t-1)$     | -0.02650 (-2.24)     | -0.00646 (-0.67)    |
| $CBI(t-2)$     | -0.03213 (-2.49)     | -0.04116 (-4.05)    |
| $CBI(t-3)$     | -0.01623 (-1.13)     | -0.04527 (-4.14)    |
| $CBI(t-4)$     | -0.03027 (-1.86)     | -0.01373 (-1.16)    |
| CONST          | 0.00425 ( 4.75)      | 0.00897 ( 10.17)    |
| Adjusted $R^2$ | 0.32348              | 0.30487             |
| SSR            | 0.46765              | 1.08019             |
| SER            | 0.02042              | 0.02372             |

(注) 第4表Aの注を参照。

第4表D 転換社債発行と企業収益（業種平均との比較）  
メインバンク借入比率によって標本企業を二分した場合

|                | 総資産営業利益率（ $OPR(t)$ ）       |                            |
|----------------|----------------------------|----------------------------|
|                | メイン借入比率の<br>高い企業<br>(237社) | メイン借入比率の<br>低い企業<br>(272社) |
| $OPR(t-1)$     | 0.59415 ( 31.39)           | 0.59616 ( 37.55)           |
| $CBI(t)$       | 0.00828 ( 0.75)            | -0.01336 (-1.21)           |
| $CBI(t-1)$     | -0.01106 (-1.03)           | -0.01520 (-1.44)           |
| $CBI(t-2)$     | -0.03297 (-2.87)           | -0.04158 (-3.73)           |
| $CBI(t-3)$     | -0.03893 (-3.04)           | -0.03600 (-3.03)           |
| $CBI(t-4)$     | -0.00338 (-0.24)           | -0.02897 (-2.21)           |
| CONST          | 0.00435 ( 4.93)            | 0.00977 ( 10.37)           |
| Adjusted $R^2$ | 0.26396                    | 0.33128                    |
| SSR            | 0.60173                    | 0.94471                    |
| SER            | 0.02061                    | 0.02410                    |

(注) 第4表Aの注を参照。

## II. 報告論文

第4表E 転換社債発行と企業収益（業種平均との比較）  
メインバンクの保有株式比率によって標本企業を二分した場合

|                | 総資産営業利益率（ $OPR(t)$ ）       |                            |
|----------------|----------------------------|----------------------------|
|                | メイン持株比率の<br>高い企業<br>(233社) | メイン持株比率の<br>低い企業<br>(276社) |
| $OPR(t-1)$     | 0.60636 ( 31.54)           | 0.58750 ( 36.87)           |
| $CBI(t)$       | 0.00699 ( 0.63)            | -0.01071 (-0.98)           |
| $CBI(t-1)$     | -0.01242 (-1.16)           | -0.01362 (-1.30)           |
| $CBI(t-2)$     | -0.03983 (-3.51)           | -0.03725 (-3.33)           |
| $CBI(t-3)$     | -0.02922 (-2.36)           | -0.04095 (-3.38)           |
| $CBI(t-4)$     | -0.01177 (-0.88)           | -0.02180 (-1.63)           |
| CONST          | 0.00408 ( 4.95)            | 0.00998 ( 10.23)           |
| Adjusted $R^2$ | 0.27365                    | 0.31330                    |
| SSR            | 0.55206                    | 0.99135                    |
| SER            | 0.01996                    | 0.02451                    |

(注) 第4表Aの注を参照。

る。

分析の主たる狙いは、組織による規律メカニズムが強く働いているはずの企業とその他の企業を比較して、前者の方が転換社債発行が抑制される傾向があったか否か、また組織による規律メカニズムが強く働いていると想定される企業に関しては、株価上昇による促進効果が弱められているか否かを統計的に確かめることである。そのため、1985～91年度を標本期間とし、被説明変数を転換社債発行額（対総資産額） $CBI(t)$ 、説明変数を前年

度、および前々年度の発行実績  $CBI(t-1)$ 、 $CBI(t-2)$ 、基準化された株価  $STK(t-1)$ 、 $STK(t-2)$ 、さらに営業利益率  $ARS(t-1)$ 、 $ARS(t-2)$  を説明変数とする Tobit モデルによる計測を行った。<sup>25)</sup> これらの説明変数のうち、過去2年間の基準化された株価水準は将来の株価に対する投資家たちの期待を規定している要因として含めてある。つまり直近の相対的に高い水準の株価は、人々の株価期待を強気にすると想定しているのである。Tobit モデルの計測は、メインバンク関係そ

25) 1980年代後半は、すでに説明したように転換社債をはじめエクイティ関連債券の発行が急増した時期である。しかし、それでもかなりの数の企業はこの時期に転換社債を発行しなかった。また転換社債発行のインターバルに関する自主ルールがあって、2年連続して転換社債を発行することは全く不可能ではなかったものの制約されていた。そのためこれまで説明した標本企業と標本期間とにおいて、被説明変数  $CBI(t)$  がゼロの値をとる場合が80%近くに上る。このため通常のパネル推計ではなく Tobit モデルによる計測を選んだのである。ただし、全く同じ形式の計測をパネル・データに実行した結果も、以下に説明するものとほとんど差がなかった。

の他の金融的関係が、組織による規律メカニズムとして有効に機能したか否かを調べるために、標本企業を先に示した5つの基準で分割している。

例えば安定したメインバンク関係や金融機関による株式保有が、企業経営に対する規律づけとして効果を発揮していたとすれば、株主の利益に直結しない転換社債の発行は抑制される傾向を示すであろう。したがって、組織による規律メカニズムの有効性を主張する立場からいえば、上の(A)から(E)の標本企業の分割で、前者の企業グループが後者の企業グループよりも転換社債発行に消極的であったという結果が期待されるわけである。計測の結果は第5表A～Eにまとめられている。1985から91年度までの7年間の転換社債発行額（対資産総額比）平均値をみると、ど

の企業分割についても組織による規律が強く働いている企業の転換社債発行額が有意に低かったとはいえない。

説明変数のうちCBI ( $t-1$ ) ではなくCBI ( $t-2$ ) が高い有意性を持っている理由は、すでに説明した転換社債発行のインターバルに関するルールの効果の現れである（脚注25を参照）。計測結果によれば、基準化された株価STKの説明力はやや不安定であるが、高い水準の株価が株価上昇期待を生み出し、それが経営者に転換社債発行の誘因を与える傾向があったことを示唆している。とくにSTKの説明力の有意性は、安定したメインバンク関係を維持してきた企業グループ（第5表A）や金融機関からの借入比率の高い企業グループ（第5表C）に関して高い。これらのグループは、組織による規律メカニ

第5表A Tobit モデルによる計測結果（1985－91年度）  
メインバンク関係の安定性によって標本企業を二分した場合

|               | 被 説 明 変 数 CBI ( $t$ ) |                    |
|---------------|-----------------------|--------------------|
|               | メイン安定企業<br>(263社)     | メイン不安定企業<br>(231社) |
| Const.        | -0.16519 (-11.62)     | -0.24276 (-10.88)  |
| CBI ( $t-1$ ) | -0.19426 (-2.00)      | -0.17585 (-1.33)   |
| CBI ( $t-2$ ) | 0.19468 (1.99)        | 0.46873 (3.88)     |
| STK ( $t-1$ ) | 0.02616 (3.14)        | 0.02393 (1.95)     |
| STK ( $t-2$ ) | -0.00146 (-0.18)      | 0.00439 (0.41)     |
| ASR ( $t-1$ ) | 1.34596 (6.40)        | 0.63597 (2.32)     |
| ASR ( $t-2$ ) | -0.60673 (-2.96)      | -0.20317 (-0.78)   |
| CBI( $t$ )平均値 | 0.0200                | 0.0199             |
| LLF           | -309.12               | -399.26            |
| PPO           | 0.2287                | 0.1742             |

(注) STK は各企業の基準化された株価、ASR は営業利益率(対資産総額比)。

LLF は尤度関数の対数値、PPO は被説明変数のサンプルの内で正の値をとったものの割合。

## Ⅱ. 報告論文

第5表B Tobitモデルによる計測結果 (1985-91年度)  
金融機関の株式保有比率によって標本企業を二分した場合

|                 | 被 説 明 変 数 CBI ( $t$ )         |                               |
|-----------------|-------------------------------|-------------------------------|
|                 | 金融機関保有株式比率の<br>高い企業<br>(262社) | 金融機関保有株式比率の<br>低い企業<br>(247社) |
| Const.          | -0.16127 (-10.62)             | -0.25005 (-11.49)             |
| CBI ( $t-1$ )   | -0.19131 (-2.02)              | -0.16503 (-1.22)              |
| CBI ( $t-2$ )   | 0.28665 (3.21)                | 0.33973 (2.58)                |
| STK ( $t-1$ )   | 0.01719 (1.78)                | 0.03369 (3.04)                |
| STK ( $t-2$ )   | 0.00592 (0.63)                | -0.00100 (-0.10)              |
| ASR ( $t-1$ )   | 1.16276 (5.25)                | 0.87219 (3.33)                |
| ASR ( $t-2$ )   | -0.50210 (-2.32)              | -0.39424 (-1.58)              |
| CBI ( $t$ ) 平均値 | 0.0205                        | 0.0193                        |
| LLF             | -318.08                       | -394.56                       |
| PPO             | 0.2323                        | 0.1706                        |

(注) 第5表Aの注を参照。

第5表C Tobitモデルによる計測結果 (1985-91年度)  
借入総額の比率 (対総資産) で標本企業を二分した場合

|                 | 被 説 明 変 数 CBI ( $t$ ) |                     |
|-----------------|-----------------------|---------------------|
|                 | 借入比率の高い企業<br>(188社)   | 借入比率の低い企業<br>(321社) |
| Const.          | -0.18139 (-10.44)     | -0.20474 (-12.05)   |
| CBI ( $t-1$ )   | -0.13748 (-1.26)      | -0.20532 (-1.85)    |
| CBI ( $t-2$ )   | 0.38234 (3.49)        | 0.29324 (2.84)      |
| STK ( $t-1$ )   | 0.02383 (2.41)        | 0.02658 (2.66)      |
| STK ( $t-2$ )   | 0.01867 (2.18)        | -0.01123 (-1.19)    |
| ASR ( $t-1$ )   | 1.12468 (4.59)        | 0.87185 (3.88)      |
| ASR ( $t-2$ )   | -0.60786 (-2.57)      | -0.35331 (-1.63)    |
| CBI ( $t$ ) 平均値 | 0.0209                | 0.0199              |
| LLF             | -213.41               | -501.29             |
| PPO             | 0.2356                | 0.1829              |

(注) 第5表Aの注を参照。

第5表D Tobit モデルによる計測結果 (1985-91年度)  
メインバンク借入比率によって標本企業を二分した場合

|                | 被 説 明 変 数 CBI ( $t$ )      |                            |
|----------------|----------------------------|----------------------------|
|                | メイン借入比率の<br>高い企業<br>(237社) | メイン借入比率の<br>低い企業<br>(272社) |
| Const.         | -0.17130 (-10.63)          | -0.22082 (-11.80)          |
| CBI ( $t-1$ )  | -0.26495 (- 2.35)          | -0.10497 (- 0.95)          |
| CBI ( $t-2$ )  | 0.18700 ( 1.70)            | 0.43332 ( 4.16)            |
| STK ( $t-1$ )  | 0.02341 ( 2.43)            | 0.02906 ( 2.79)            |
| STK ( $t-2$ )  | -0.00762 (- 0.81)          | 0.00843 ( 0.93)            |
| ASR ( $t-1$ )  | 1.34690 ( 5.71)            | 0.72859 ( 3.10)            |
| ASR ( $t-2$ )  | -0.48228 (- 2.07)          | -0.41593 (- 1.87)          |
| CBI( $t$ ) 平均値 | 0.0198                     | 0.0199                     |
| LLF            | -308.42                    | -410.63                    |
| PPO            | 0.2152                     | 0.1901                     |

(注) 第5表Aの注を参照。

第5表E Tobit モデルによる計測結果 (1985-91年度)  
メインバンクの保有株比率によって標本企業を二分した場合

|                | 被 説 明 変 数 CBI ( $t$ )      |                            |
|----------------|----------------------------|----------------------------|
|                | メイン持株比率の<br>高い企業<br>(233社) | メイン持株比率の<br>低い企業<br>(276社) |
| Const.         | -0.15403 (-10.58)          | -0.25503 (-11.87)          |
| CBI ( $t-1$ )  | -0.21415 (- 2.13)          | -0.15203 (- 1.22)          |
| CBI ( $t-2$ )  | 0.21237 ( 2.16)            | 0.43781 ( 3.75)            |
| STK ( $t-1$ )  | 0.01269 ( 1.44)            | 0.03952 ( 3.44)            |
| STK ( $t-2$ )  | 0.00830 ( 0.97)            | -0.00464 (- 0.46)          |
| ASR ( $t-1$ )  | 1.36486 ( 5.94)            | 0.78107 ( 3.12)            |
| ASR ( $t-2$ )  | -0.56066 (- 2.49)          | -0.32639 (- 1.37)          |
| CBI( $t$ ) 平均値 | 0.0201                     | 0.0197                     |
| LLF            | -254.69                    | -443.02                    |
| PPO            | 0.2377                     | 0.1724                     |

(注) 第5表Aの注を参照。

## II. 報告論文

ズムの影響を相対的に強く受けているはずであるから、この結果はこの規律メカニズムの有効性に疑問を投げかけている。

一方、金融機関による株式保有比率の高い企業グループ（第5表B）、メインバンクの株式保有比率の高い企業グループ（第5表E）に関しては基準化された株価 STK の説明力は相対的に低いという結果も得られている。これはメインバンク、あるいは金融機関の株主としてのプレゼンスが当該企業に規律を与え、その結果として転換社債の発行をある程度抑制する働きをしたという解釈を許すものである。ただし転換社債発行後の企業収益の動向に関する分析（第4表）は、すでに説明したように、これらの基準で企業グループを分割しても、組織による規律メカニズムの有効性をはっきり捉えることはできなかったから、この結果の解釈は慎重であるべきだろう。

以上の統計的分析は、あくまでも暫定的なものに過ぎないが、そこで得られた組織による規律メカニズムの有効性に関する結果は曖昧である。つまり伝統的なメインバンク関係、あるいは銀行融資という角度から、組織による規律メカニズムを評価すると、その有効性に否定的な結果が導き出される。一方、メインバンクや金融機関による株式保有の重要性という視点からみると、組織による規律メカニズムの有効性を完全には否定できないかも知れない。しかし、その効果は通説が強調してきたほどに目覚ましいものであったとはいえないであろう。

### 5. 結び：いくつかの議論

本論文は日本企業の経営コントロールの問題点を転換社債の発行という角度から考察した。ここで提起された仮説は、転換社債を発

行する機会は日本の企業にとって銀行借入への依存がもたらす規律を回避し、フリー・キャッシュ・フローを高める可能性を広げるというものである。この仮説に従えば、1980年代半ば以降の転換社債に関する適債基準緩和は有力企業の自由度を高め、株価上昇に対する楽観的な期待と相まって極めて活発な転換社債発行をもたらした、その結果として発行企業のパフォーマンスは悪化したのである。4.に紹介した実証分析の結果は暫定的ではあるが、この仮説の妥当性を支持しているように思われる。一方、日本における組織による規律メカニズムの有効性に関しては、多くの専門家の主張にもかかわらず、それほど明確な結果が得られなかった。とくにメインバンク関係の安定性や銀行融資の重要性という次元では、企業経営に対する規律メカニズムは明確には働いていないことを示唆する結果が得られたのである。以下この最終節では、本論文の分析の締めくくりとして、以上の結果を踏まえていくつかの論点をさらに議論する。

#### (1) 組織による規律メカニズムの評価

1.において紹介したように、日本の企業経営コントロールが銀行と企業との長期的取引関係を基盤とする組織による規律メカニズムによって効果的になされており、その結果企業の効率的経営が維持されてきたという主張は、多くの専門家によって支持されてきた。本論文の分析の結果は必ずしもこれらの主張と整合しない。これをどのように理解すべきであろうか。

1980年代以降、日本経済が極めて重大な構造変化に直面したと考えれば、本論文の結論はそれほど奇異とはいえないであろう。とく

に組織の規律メカニズムの有効性を示す結果を得た多くの実証研究のデータが1980年代後半までをカバーしているにすぎないことを考慮すると、本論文の得た結果がそれらの結論と整合しないのも不思議ではない。

70年代半ばまで急速に成長した製造業、例えば鉄鋼、自動車などは世界市場全体で需要が伸び悩む成熟段階に入ったと考えられる。また、実質為替レートでみた円高の進行はこれらの典型的な交易財産の国内における相対的生産縮小圧力を生み出してきたのである。このような環境変化によって、多くの日本企業が根本的な構造調整の必要に迫られていたと思われる。ところで冒頭に述べたように組織による規律メカニズムの特徴は、経営者や従業員の固有の投資を重視するというものである。この特徴が彼らの企業への「献身」を効果的に動機づけることはすでに説明した。しかしこの長所は両刃の剣であり、企業組織がドラスティックな構造変化に直面した場合には、組織が伸縮的に変化に対応するのを妨げる側面をもつ。なぜならば、既存の経営者や従業員たちにとっては、すでに自分達が蓄積した固有の投資を無駄にしかねない構造変化を歓迎しようとはしないだろうからである。本格的な構造変化は見送られるか、あるいは蓄積されている固有の投資の価値が失われることを最小限に止めるような緩慢な変化が歓迎される。1980年代に鉄鋼メーカーや造船メーカーの多くが、本業の製品に対する需要減退に対して、本業との技術的関連が比較的薄い分野へ業務の多角化を図り、既存の従業員の雇用機会を維持しようと努力したこ

となどはそのような企業の対応を象徴しているとみることができよう。

組織による規律メカニズムの主役である銀行も、借り手企業と同様の問題を抱えており、やはり産業構造の急激な変化への適応能力に限界があったと思われる。メインバンク関係の議論においては、メインバンクが企業経営を適切にモニターする役割を果たすことが根本的に重要であるが、それを保障するメカニズムがどのようなものかは明らかになっていない。<sup>26)</sup> メインバンク関係の安定性の有無、あるいは金融機関による貸出の多寡が無駄な支出を伴ったと思われる転換社債発行の有意な抑止に結びつかなかったという本論文の結論は、急激な産業構造の変化に直面する企業部門の経営に対して規律を与えるという側面で、組織による規律メカニズムには重大な限界があることを示している。

## (2) 「株主への利益配分」を巡る問題

日本では企業が時価発行増資などによって資金を調達する場合、引受を担当する証券会社はそうした資金調達が既存の株主の利益を損なわないよう配慮しなければならないという自主的な申し合わせが古くから存在している。時価発行公募増資の場合、「日本の企業がこれまで採用してきた株式の額面に対応する配当政策を考慮すると、企業にとって時価発行増資が有利な手段である」という「誤った」認識が関係者の間に根強く存在してきたのであり、株主への利益配分に関する申し合わせもそうした認識を反映したものであると思われる。<sup>27)</sup>

26) この点は Aoki[1993: pp.42-48]においても論じられている。

27) 例えば、証券団体協議会[1993]を参照。または新古典派的な経済理論に立脚すれば、このような判断が間違いであることは、小宮・岩田[1973] (第9章)で詳細に説明されている。

## II. 報告論文

転換社債の発行も同じ申し合わせによって既存の株主の利益配分への配慮が求められてきた。具体的には配当性向を基準とする利益配分、転換プレミアムの還元による利益配分、あるいはそれらを組合わせた配分方法のいずれかを選択するようになっていた。例えば配当性向を基準とする利益配分の場合、転換社債を発行する企業は過去の配当実績と今後の見通しを勘案して配当性向の水準を公約し、それを転換社債発行後3決算期間にわたって維持するという方式である。しかし公約配当水準は発行企業の側が決定できるのであるから、これが既存株主への配当額の有意な増加に結び付いたかどうか疑わしいと思われる。<sup>28)</sup>

時価発行増資、あるいは転換社債の時価発行は株主ではなく、「企業」にとって有利であるという企業金融のうえでの「誤解」は長期にわたって関係者の考え方を支配してきたと思われる。企業が株主の利益最大化を目指す存在として規律づけられており、企業経営者の逸脱的な行動はありえないという観点に立てば、この種の「誤解」はナンセンスの極みであるといえよう。しかし本論文が論じてきたように、時価発行増資や転換社債の時価発行が企業経営者と既存株主との間の利害対立をいっそう際立たせる効果を持っているとするならば、株主への利益配分に留意を求めるルールは（それが実効的であるならば）経営者側の資源の浪費やフリー・キャッシュ・フローの発生を予防するルールであるとみなすことができる。換言すれば、「株主

への利益配分」のルールは「市場による規律メカニズム」が働かないシステムにおいて、証券市場関係者が示してきたささやかな「抵抗」という意味を持っていたと考えられる。

### (3) 金融自由化の意味と影響

企業が転換社債などエクイティ関連債券を発行する場合、普通社債発行の場合と同様に適債基準という制限的なルールに服しており、ルールが企業経営者にとって都合の良いこの資金調達手段の利用を制約していた。しかし1980年代に入って資本自由化、為替取引の自由化とともに、日本企業にとって海外でエクイティ関連債券を中心とする社債発行の機会が広がり、さらにその影響を受けて国内でも各種社債の発行を制約する適債基準が緩和されてきた。この点はすでに3.において概観したとおりである。

ここではこの「規制緩和」の持っていた意味を考察してみよう。適債基準の緩和は明らかに企業に対して社債、とりわけ転換社債などエクイティ関連債券を積極的に発行する誘因を与えた。しかしその適債基準の緩和は、主に有力企業に対して転換社債などを発行する機会を広げたにすぎないのだとすると、それが金融システムの効率化に貢献した程度は限られたものである。多くの有力企業の経営者にとって、この「自由化」は歓迎すべきことがらであったが、それは債務の制約、規律から彼らを一層解放し、株主の利益増進に直結しない支出の可能性を拡大したからだと解

28) 「株主への利益配分について」の内容については、野村総合研究所『公社債要覧』を参照。厳密にはこの申し合わせは1992年までは証券会社の引受部長会が決定したルールであったが、1992年3月から日本証券業協会の理事会決議によって定められることになった。

積できる。転換社債の発行が金融システムの効率化に実質的に貢献するためには、すでに  
する機会が与えられるべきであったはずである。

3.で紹介したオーソドックスな企業金融の理論が示唆しているように、中小企業や新発企業にこそ転換社債などの資金調達手段を利用

以 上

[東京大学経済学部教授]

【参考文献】

- 池尾和人、「財務面からみた日本の企業」、貝塚啓明・植田和男(編)、『日本的金融システムの再構築』東京大学出版会、近刊、1994年
- 岡崎竜子・堀内昭義、「企業の設備投資とメインバンク関係」、『金融研究』第11巻第1号、日本銀行金融研究所、1992年、pp.37-59
- 倉澤資成、「資本市場の機能：敵対的企業買収と株式持合」、『ファイナンス研究』、No.16、Sep. 日本証券経済研究所、1993年
- 小宮隆太郎・岩田規久男、『企業金融の理論：資本コストと財務政策』日本経済新聞社、1973年
- 証券団体協議会、『時価発行増資のあるべき姿』、1993年
- 日本銀行、「株式市場の機能について：企業行動への関わり方を中心に」、『日本銀行月報』1月、日本銀行、1993年
- 堀内昭義、「日本における資本市場の機能」、三輪芳朗・西村清彦(編)、『日本の株価・地価』、東京大学出版会、1990年
- 渡辺 茂・山本 功、「日本企業のコーポレート・ガバナンス」、『財界観測』、野村総合研究所、1992年、pp.2-25
- Aoki, Masahiko, "Towards an Economic Model of the Japanese Firms", *Journal of Economic Literature* 28, pp.1-27, 1990.
- , "Historical Conditions for Monitoring Roles of the Japanese Main Bank System", a paper presented at the joint research project on the Japanese Main Bank System and its Relevance for Developing Market and Transforming Socialist Economies, 1993.
- , and Paul Sheard, "The Role of the Main Bank in the Corporate Governance Structure in Japan", Working Paper, Stanford University, May, 1992.
- Baums, Theodor, "Takeovers versus Institutions in Corporate Governance in Germany", in D.D. Prentice, and P.R.J. Holland, eds., *Contemporary Issues in Corporate Governance*, Clarendon Press, pp.151-186, 1993.
- Brealey, Richard A., and Stewart C. Myers, *Principles of Corporate Finance*, 4th edition, McGraw Hill, Inc., 1991.
- Brennan, M., and A. Kraus, Efficient Financing under Asymmetric Information, *Journal of Finance* 42, pp.1225-1243, 1987.
- Campbell, John Y., and Yasushi Hamao, "Changing Patterns of Corporate Financing and the Main Bank System in Japan", a paper presented at the joint research project on the Japanese Main Bank System and its Relevance for Developing Market and Transforming Socialist Economies, 1993.
- Committee on the Working of the Bond and Stock Markets, *Report on the Desirable Bond Market for Japan*, Securities Exchange Council, 1977.
- Franks, Julian, and Colin Mayer, "Capital Markets and Corporate Control: A Study of France, Germany and the UK", *Economic Policy: A European Forum* 10, pp.189-231, 1990.

## II. 報告論文

- Grossman, Sanford J., and Oliver D. Hart, "Corporate Financial Structure and Management Incentives", in J.J. McCall, ed., *Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, pp.107-137, 1982.
- Horiuchi, Akiyoshi, "Informational Properties of the Japanese Financial System", *Japan and World Economy* 1, pp. 255-278, 1989.
- , "Financial Structure and Managerial Discretion in the Japanese Firm: An Implication of the Surge of Equity Related Bonds", University of Tokyo Working Paper, 1993.
- , and Ryoko Okazaki, "Capital Markets and the Banking Sector: The Efficiency of Japanese Banks in Reducing Agency Costs", in R.M. Levich, R. Ramachandran, and R. Sato, eds., *Japan and International Financial Markets: Analytical and Empirical Perspectives*, Cambridge University Press, pp.197-219, 1994.
- Hoshi, Takeo, Anil Kashyap, and David Scharfstein, "Corporate Structure Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Panel Data", *Quarterly Journal of Economics* 106, pp.33-60, 1990a.
- , ———, and ———, "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan", *Journal of Financial Economics* 27, pp.67-88, 1990b.
- , ———, and ———, "Bank Monitoring and Investment: Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationships", in R. Glenn Hubbard, ed., *Information, Investment and Capital Markets*, University of Chicago Press, pp.105-126, 1990c.
- , ———, and ———, "The Choice between Public and Private Debt: An Analysis of Post-deregulation Corporate Financing in Japan", NBER Working Paper, July 1993.
- Jensen, Michael, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review* 76, pp.323-329, 1986.
- , "Eclipse of the Public Corporation", *Harvard Business Review*, September-October, pp.61-74, 1989.
- , and William Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3, pp.305-360, 1976.
- Kaplan, Steven N., and Bemadett A. Minton, "'Outside' Intervention in Japanese Companies: Its Determinants and its Implications for Managers", National Bureau of Economic Research Working Paper No. 4276, Feb. 1993.
- Kester, Carl, W., *Japanese Takeovers: The Global Contest for Corporate Control*, Harvard Business School Press, 1991.
- Lichtenberg, Frank R., and George M. Pushner, "Ownership Structure and Corporate Performance in Japan", National Bureau of Economic Research Working Paper No. 4092, 1992.
- Mayer, Colin, "Ownership, An Inaugural Lecture", Department of Economics, University of Warwick, 1993.
- Mayers, Stewart and Nicholas Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics* 13, pp.187-221, 1984.
- Morck, Randall, and Masao Nakamura, "Banks and Corporate Control in Japan, Mimeograph", Faculty of Business, University of Alberta, 1992.
- Prowse, Stephen D., "Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behavior in the U.S. and Japan", *Journal of Financial Economics* 27, pp.43-66, 1990.
- Prowse, Stephen, "The Structure of Corporate Ownership in Japan", *Journal of Finance* 47, pp.1121-1140, 1992.
- Sheard, Paul, "Interlocking Shareholdings and Corporate Governance in Japan", in Masahiko Aoki and Ronald Dore, eds., *The Japanese Firms: Sources of Competitive Strength*, Oxford University Press, 1994.
- Shleifer, Andrei and Lawrence H. Summers, "Breach of Trust in Hostile Takeovers", in A.J. Auerbach, ed., *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, pp.33-67, 1988.
- Solow, Robert M., "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics* 70 (1), pp.65-94, 1956.

Stein, Jeremy C., "Takeover Threats and Managerial Myopia", *Journal of Political Economy* 96 (1), pp.61-80, 1988.

———, "Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing", *Journal of Financial Economics* 32, pp.3-21, 1992.

Sunamura, Satoshi, "Main Banks as Effective Agents for Corporate Growth: How Managerial Capacity Can Be Built-up and Employed in the Development Process", a paper presented at the Joint Research Project on the Japanese Main Bank System and its Relevance for Developing Market and Transforming Socialist Economies, 1993.

Titman, Sheridan, and Roberto Wessels, "The Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance* 43 (1), pp.1-19, 1988.

Weinstein, David E., and Yishay Yafeh, "Japan's Corporate Groups: Collusive or Competitive? An Empirical Investigation of Keiretsu Behavior", Harvard Institute of Economic Research Working Paper No. 1623, 1993.