

最近の企業金融動向 ——望まれる実務的視点からの企業財務論——

大 庭 清 司

目次

はじめに

1. 最近の企業財務活動
2. 実務から見た企業財務上の課題
3. 理論と実務の乖離
4. コーポレート・ガバナンスについて

はじめに

近年、企業金融あるいは企業財務の研究対象分野が顕著な広がりを見せている。旧来の資金調達方法論から始まって、最適資本構成、資本コスト論、ひいては外延分野と思われる資産の証券化やメインバンク論、コーポレート・ガバナンス論に至るまで、広範な分野にわたっている。ところが、これらの議論の展開が株主や社債投資家といった市場からのアプローチであったり、完全市場を前提としているなど、企業内部の経営者あるいは財務担当者にとって現実に財務活動を遂行する際に、必ずしも明確な指針となっていない場合も多く見受けられる。本稿では、企業の財務活動の実態と理論との齟齬を、企業財務の実務的視点から指摘したい。

1. 最近の企業財務活動

野村証券金融研究所は、ほぼ2年に一回、大手企業の経営・財務に関するインタビューを実施している。最近時点では、2003年4月に大手企業50社を対象に調査を実施しているが、このインタビュー調査によって、最近の企業経営あるいは企業の財務活動には、以下のような特徴

があることが判明した⁽¹⁾。まず経営面について。

- (1) 調査対象大手企業において、9割以上が単体ベースから連結ベースの経営遂行、財務管理へと経営方針を切り替えてきている。
- (2) また、企業財務管理が支えるべき、事業再編については、大半の企業が既に完了しているか、または推進中といった状況である。
- (3) 事業再編では、バブル崩壊直後からメインになっていた不採算事業の見直しから、前向きなコアビジネスへの絞り込み、独立採算などを前面に押し出した事業採算性確立のための組織再編へと比重を移している。
- (4) 今後を検討する事業再編の方策としては、グループ内の子会社再編、公開子会社を含めた本体への吸収合併の推進とともに、国内外でのグループ外企業・事業の買収あるいは資本参加を重視している。
- (5) また、これまで日本企業は、従業員の将来を慮って子会社のグループ外への売却を躊躇していたが、次第に抵抗感がなくなっており、約半分の企業がかかる施策を視野に入れていることが判明した。
- (6) これに対して、アメリカ企業と比べて日本独特の異質な戦略として指摘されている、子会社の成長戦略としての株式公開につい

ては、4分の1の企業がいまだ重要な戦略として推進する意向である。

これらのグループ戦略を支える、連結ベースを中心とした「企業ベース」の財務管理には、つぎのような特徴が目立つ。

- (1) 表1で示したように、財務管理のために最重要視された指標は、「経常利益」などの損益計算書項目の絶対値であった。これは、昨今の企業業績悪化を反映し、事業部門が、一定水準の利益を確保する必要に迫られていることを表わしている。
- (2) 2番目に多い目標設定は、「会計利益」をベースとしたROAやROEなどの「資本収益率」を用いたものである。以上の上位2つの指標を利用している企業のウエイトはそれぞれ80%、70%台と高い。ついで利用の多い指標は、キャッシュフロー、損益計算書項目の売上高利益率などの利益率、キャッシュフローベースの資本収益率（例

えばEVA、CFROIなど）などであり、その利用社数は、対象企業の中の20～30%であるから、上位2つの指標の重要度がわかる。なお、今回調査では、前回調査（2000年11月）に比べ、キャッシュフローベースの資本収益率を重視すると答えた企業のウエイトが、8%ほど低下している。

グループ経営で、上記のような目標を達成するには、「事業部門」ベースの財務数値による管理が極めて重要になる。この点について、現状はつぎのようであった。

- (1) 対象会社では、依然「貢献利益等管理会計利益」や「営業利益」を主体とした事業部門成果評価を行う企業が、60%近くある。
- (2) 損益計算書（P/L）や貸借対照表（B/S）を全部あるいは一部事業部に割り振っている企業が7割近くあり、資本収益率による管理の基盤は整いつつある。ちなみに現在のところ、資本収益性指標であるROAや

表1 重視する財務目標

順位	財務指標	今回調査	前回調査
1	P/L項目の絶対金額 (経常利益など)	82%	68%
2	会計利益による資本収益率 (ROA, ROEなど)	74	86
3	資金収支 (キャッシュフロー)	28	28
4	P/L項目の利益率 (売上高経常利益率など)	28	38
5	キャッシュフローによる資本収益率 (EVA, CFROIなど)	26	34
6	B/S項目の絶対金額 (有利子負債など)	22	18
7	B/S項目の比率 (自己資本比率など)	14	18

(注) 重要視する財務指標の上位3位までの合計をシェアで表示し、順位化。前回調査は2000年11月。

(出所) 野村証券金融研究所企業財務レポート（2003年4月）より抜粋。

EVA を、事業部成果評価に使用する企業が2割程度存在する。

- (3) 事業部の成果評価のために、資本コスト率を設定している企業数と設定していない企業数は、ほぼ半々であり、設定している企業では、全社一律の資本コスト率を活用する企業の方が、部門（含む海外）別資本コスト率を設定する企業数を上回っている。

その他、つぎのような点が目につく。

- (1) 企業財務目標として、社債格付けが重視されている。また格付けの維持・向上策として自己資本の充実、有利子負債の削減、資産圧縮がポイントと考えられている。
- (2) 現状の配当政策では、1株当たり配当金の安定を目標とする企業が約8割と高水準である。しかし、今後の方針として、依然5割以上の企業が同様な目標を持続する意向であるものの、連結ベースの配当性向を目標とするものが、現行10%から約3割へ増加している。
- (3) 自社株買いを考えている企業は調査対象会社中8割近くであったが、その主目的は、余剰キャッシュフローを株主還元すること、ならびに持ち合い株解消などを含めた株式市場需給対策であった。

2. 実務から見た企業財務上の課題

以上、野村証券金融研究所の調査により経営・財務管理の最近の動向を見てきたが、これに付言しあるいは解釈を加えながら、実務的側面からみた企業財務遂行上の課題を述べることにしたい。

- (1) 最近、日本の大企業のなかで、社債格付け、IR、証券アナリストミーティングを重視する企業が増加している。これは証券市場からの資金調達、銀行借入に比べて相対的

に重要度を増している証左であろう。企業経営者が、証券アナリストから投資の意思決定に関し、時に激しい批判を浴びることもあるし、また逆にアナリストの意見を経営の参考にするケースもある。社債発行に関しても、現行の国内市場での実質的発行下限であるA格の獲得可能性について、格付け機関との事前ミーティングを行なう企業が増加している。

- (2) ROE や ROA などの会計利益による資本収益率や、営業利益額などの絶対額を経営目標にする企業が多いが、EVA⁽²⁾ や CFROI などのキャッシュフローによる資本収益率を経営目標として設定する企業も長期でみれば増加傾向にある。また、中期経営計画との関連で資本コストを社内的に使用する企業が徐々に増えている。戦後の長い間にわたり、社外流出コスト（利益配当支払額）にもとづく配当利回りを株式調達（増資）のコストと認識してきた日本企業に、次第に資本コスト概念についての認識が広がりつつある。
- (3) このように、日本における大企業を中心とした企業財務は、いわばアメリカン・スタンダードに近づいてきているが、実務的には、旧来の慣行等との間にギャップが存在するため対応に戸惑う場合も多い。特に、単体ベースの経営管理に慣れてきた日本企業にとって、連結ベースでの管理への切り替えに時間を要しているケースが目立っている。以下、これら諸点についてふれる。
- (4) まず、キャッシュフローに関する問題について。アメリカでは企業財務の実務は、連結キャッシュフローをベースに行われることが多い。しかし、日本では、企業グループ自体が経済的実態である single entity として運営された歴史が短く、これを側面支援する連結納税制度も最近導入されたば

かりである。連結キャッシュフローの考え方は、グループ企業トータルでの資金の融通を前提にしているのであろうが、実際には法的に別会社であるグループ企業の資金を相互に融通する仕組みは、日本企業経営の中では確立されていない。現在多くの企業で試行されている金融子会社あるいは親会社本体が行う資金プーリングやネットティング、キャッシュ・マネジメントなどのグループ金融機能が完成すれば、理想に近づくのかもしれない。なお、前述のアンケート調査によれば、国内では金融子会社あるいは親会社でグループ企業の一元的CMS（流動性管理、キャッシュ・マネジメント）を実施している企業が8割に上った。また、欧米地域中心に、地域グループ企業を対象にCMSを実施する企業も4割近く存在した。これから判断すると、大手企業のCMSはかなり進んできている。

- (5) グループ財務を考える際に悩ましいのは、子会社の債務に対する親会社保証である。法律的には親子会社は独立しているので、子会社の債務に対して親会社は保証する義務はない。一般に子会社の信用は親会社より低いので、保証しなければ親会社の借入金利より子会社は高い金利を支払う必要がある。親会社が、リスクの高い事業であるから子会社を設立し、採算が合わなければ切り捨てる方針を持つ場合も多いから、貸手はなおさら親会社保証を欲しがらる。しかし、最近では、格付け機関が保証残高を債務残高に加算して評価する傾向にあるので、親会社は保証をできるだけ回避したいと思っている。また親会社保証が子会社の財務状態の悪さを貸手に開示する結果、グループ企業全体の財務評価の悪化につながる可能性もある。そこでしばしば使われるようになったのが、海外子会社の社債発行

等で行われるキープウェル契約（keepwell agreement）である。キープウェル契約は、直接的な親会社保証ではなく、トヨタ自動車や日産自動車などの海外の販売金融子会社が親会社との間で締結する、信用補完的契約（間接保証）である。これを社債発行の条件とすることによって格付けを親会社並みの水準にすることができる⁽³⁾。しかも、格付けに際して、間接保証であるから親会社の広義の債務にも加算されない。このように、グループ企業間の債務保証について、必ずしも統一的な方針がないのが現状である。グループ全体で財務管理を行うのであれば、親会社が借手あるいは運用の唯一の主体となって、CMSによりグループ会社の資金を一元的に管理すればよいし、それではなければグループ企業に独立して負債調達を行わせ、これに対して全面的に親会社が保証を行えばよいはずである。いずれにせよ、単体をベースにした法律の楔は大きく、抜き難い。

- (6) 流動性管理に関して、日本企業と銀行との間に、企業単独あるいはグループ企業（例えば金融子会社）共同使用のコミットメント・ライン（commitment line）契約を締結する例がみられる。国内外で、多通貨型のコミットメント・ラインを持つ企業もある。コミットメント・ライン設定の目的は、緊急時の借入を確実にすることと、CPのバックアップ・ラインとしての利用である。前述のアンケート結果を見ると、契約締結企業は増加しているが、ラインの性格上、使用実績がある企業は2割に満たないのが現状である。いずれにせよ、これまでは、日本の企業と銀行の間の金融取引では、枠の設定に対して料金を支払う取り決めはほとんど存在しなかったが（当座貸越枠など、利用した時に罰則的な高金利を支払う取決

めは存在), コミットメント・ラインのように使用しなくても料金（フィー）を支払う明示的な契約慣行が、流動性管理の必要性から、日本にも導入されたことになる。

- (7) 社債の財務制限条項における「連結ベース」の「配当制限条項」や「インタレスト・カバレッジ」条項といったフローの経営指標も、グループ企業に対する大枠としての拘束力はあるが、現実にはグループとして個別企業にどのように対応させるかについては組織的な仕掛けが必要になる。またストックの D/E レシオ、キャピタリゼーションなどの経営指標をベースにした財務制限条項の遵守についても同様である⁽⁴⁾。ここでも、日本企業は、個別企業別の指標管理を導入する必要に迫られている。
- (8) 自己資本比率あるいは資本構成決定については、理論的アプローチは採用されず、実務的には社債格付け目標の設定や中期計画との整合性、将来の負債の返済能力などを考慮して決定する企業が多い。この詳細については、3章でふれる。
- (9) EVA や CFROI などを経営目標指標に採用した企業でも、子会社や部門別事後評価とそれとリンクした部門長等の評価が的確でなければ実効が上がらないが、日本企業にはこの点で弱みが存在する。4章のコーポレート・ガバナンスの項でもふれるが、日本企業の場合、事業部門（あるいは事業本部）や子会社の社長とこれを評価すべき親会社の経営者との間に、長い間の上下関係、同胞関係があり、過去からの業績を、まったく無関係の現在の職務評価に結び付ける傾向がある。また企業によっては、事業部門等を評価する指標として、ROA, ROE, 貢献利益や経常利益, EVA など複数の目標財務指標を用いているが、これと上述のウェットな人間関係が結びつき、不明

朗な事業部長等の評価がなされることがある。例えば中心と定められた貢献利益や経常利益目標が達成できなくても、ROA などの他の目標値をクリアしていれば、業績未達成の責任追求が先延ばしとなるケースがある。このようなことが許されると、事業部門の投資案件や撤退に関する経営判断が歪む可能性がでてくる。

- (10) 配当政策については、いまだ単体ベースでの安定配当を指向する企業が圧倒的に多い。配当は、商法の規定では単体基準による。しかし、上場企業では 2000 年 3 月期決算から連結財務諸表主体の会計制度に変更されており、配当の支払を連結決算ベースで行おうとする企業が徐々に増えてきている。従来決算でも関係会社からの受取配当金が単体経常利益の半分近くを占めている大手企業もあり、現実には、親会社の株主配当の原資として、関連会社からの受取配当金が使われている。ただ、連結欠損がありながら、単独ベースで配当可能利益があるので、配当を実施している企業が見受けられるなど、いまだ多くの経営者の意識は連結主体の配当支払とはなっていない。先に見たアンケートでは、今後は連結利益を基準に、1 株当たり配当の絶対額ではなく配当性向による安定配当を考えたいとする企業が見られるようになってきており、変化の兆しはある。
- (11) 2001 年 10 月の商法改正で、金庫株(自社株式) 取得が認められ、2002 年の自社株購入額合計は 2 兆 7000 億円にのぼった。これら自社株買いの目的は、子会社との株式交換による完全子会社化、銀行等との株式相互持ち合い解消のための受け皿などであり、表面的に余剰キャッシュフローの株主還元を謳っているにしては、株主総会で設定した購入枠を期末に使用していない企業も目

立つ。株価は企業価値のみで決まるとする理論から見れば、自社株買いは株価に対し中立であるが、現実の株式市場では自社株買いによる需給の改善、表面的な1株当たり利益、ROEの上昇(理論的には負債比率上昇によるリスク・プレミアム増大で効果相殺)効果により、短期的には株価上昇の要因となるし、また投資家が、自社株式の取得は企業経営者が自社株を割安と考えているシグナルであると判断すると、これは株価上昇要因になる。逆に、自己資本比率の低下による格付けへの影響も考慮しておく必要がある。先のアンケート結果によれば、株主還元を目的とした自社株式取得を行なう意向を示す企業が多かったが、購入枠未使用企業が結構存在することから判断して、当面は、組織再編時の代用株式や相互持ち合い株主の株式売却の受け皿としての活用が中心になる可能性が高い。長期的には、アンケート結果で見ると、株主還元目的を重視する方向に進むであろう。

- (12) グループ経営戦略として子会社の株式公開戦略があるが、最近の日本企業の中には、コアビジネスの範疇の子会社は100%株式所有とするか、または非公開化する動きが目立ってきている。しかし、公開が資金調達手段の多様化や資金量獲得能力の増大、経営者・従業員の士気高揚などにより、子会社の成長力を加速させ、かつグループ力を高めると信じて公開政策を遂行する企業も存在する。経営者や従業員の意識の度合いによっても企業全体のモラル向上の度合いが異なるであろうが、一般論としてどちらが正しいかは両者の実証的分析結果をまたなければならない。
- (13) 株式の相互持ち合いが、経営を黙視する株主を創り出し、最高経営者層が業績の良し悪しに係わらず長期政権を維持することに

寄与している。これの崩壊は、外人持株比率の上昇、生保、年金基金の議決権行使への方針転換とあいまって、企業経営を株価重視経営へと変容させるであろう。

3. 理論と実務の乖離

企業財務を実務として遂行する経営者あるいは財務担当者から眺めた場合、理論との乖離が大きいことに気づく。最適資本構成に例を採って、この点にふれることにする。

1) 最適資本構成と社債格付け

実務的に見た時、自己資本比率などの資本構成をどのような根拠に基づいて決定するかという問題に回答を出すことは難しい。70年代には資本充実のために自己資本比率を20%以上に引上げることが経済界をあげてのいわば国家政策的な企業目標となっていたが、現在では社債格付けを維持・向上させるための目標自己資本比率が、現実的な設定尺度の一つになっている。完全市場を前提とし、法人税を考慮すれば、MM理論では、負債の資本コストが株式の資本コストより低いので、負債を極限まで活用するのが有利になる。

しかし、現実には、企業が負債を極限まで活用することはない。負債調達において、考慮すべき点がいくつか存在するからである。その一つは、倒産費用やフィナンシャル・ディストレス(財務的破綻 financial distress)の問題である。負債比率が高まると、一定時点までは、法人税の節約効果が上昇するが、一定時点を超えると企業が債務不履行に陥る可能性が高くなる。このような状況に遭遇した時、倒産回避に対する経営者の努力と時間、キーとなる従業員の転職、顧客の離反などによる売上の急減など多大なコストを被るようになり、節税効果の現在価値を財務的破綻に伴うコストの現在価値が

上回るに至る。株主資本コストも、倒産のリスクを勘案し、急上昇する（株主が倒産あるいは財務的破綻に伴うコストを負担）。このような想定をすると、株式と負債の加重平均コストを最小化し、企業価値を最大化する最適資本構成が存在することになる。なおこれらの財務破綻コストまたは倒産費用が、企業価値評価においては資本構成に影響を与えるのは、倒産費用と倒産の確率双方を加味した期待費用が企業の資金調達に反映される時、すなわち、倒産リスクを勘案して貸出金融機関が金利を引上げ、社債投資家が高い利回りを要求する時点である⁶⁾。

しかし、現実には企業経営者自ら客観的に財務破綻コストあるいは倒産コストを算定することは困難である。経営者は、本質的に自己の経営する企業が倒産する確率や倒産等のコストを予想するような心理状態にはない。様々なケースの負債調達による自社株購入を発表して、株価が最大となる資本構成を探せばよいという名案があるが、実務的には遂行できない。したがって、企業内部からは最適資本構成の決定はできないことになる。

それでは、企業経営者あるいは財務担当者は、負債調達の限度をどのように察知し、決定すればよいのであろうか。結論的には、外部の社債投資家あるいは銀行の判断に依拠せざるをえない。事前的に倒産あるいは債務不履行の確率を社債投資家や銀行が予測できる時には、市場がそれに反応し、結果として企業が金利上昇や担保権設定などの実務費用を負担することになる。この時には、企業は明示的にこれを把握でき、コスト上負債調達が有利であるか否かの判断ができる。

格付け機関の行う社債格付けは、想定された債務不履行の確率を織込んでいるといわれる。この格付け機関の提供する格付け水準ごとの望ましい自己資本比率を資本構成の決定に利用できないであろうか。

日本の社債市場では、現在のところ企業倒産件数が多いこともあって、A 格を得ていない社債に対して投資はなされないとされている。アメリカのような BBB 格に満たない社債の市場は実態上成立していない。社債投資家は直接的には、企業に対して資本構成がいかにあるべきか、あるいはより直接的には自己資本比率はいかなる水準になければならないか、については主張しない。実務的には企業は格付け機関の考える、あるべき資本構成を参考にし投資家のニーズに間接的に応えることになる。

MM の想定であると、格付け機関は市場には必要ではないが、現実的には市場は完全ではなく、情報の非対称性が存在するので、格付け機関は存在意義を確立している。問題は、格付け機関間で同一社債に関し格付け差異が出る、スプリット格付け（例えば本年3月末現在日立製作所の普通社債格付けは、ムーディーズが A2、S&P が A⁻、味の素では A2 と AA⁻、新日本製鉄では Baa2 と BB）が存在することである。企業としては、投資家に信頼の高い格付け機関の主張する資本構成を選択することになる。

しかし、倒産確率が高くないときの資本構成については、具体的な基準が見出せないことが多い。例えば債務不履行となる可能性の小さい A 格と AA 格の社債発行企業には、あるべき自己資本の水準は見出せない。

表2に示したように、格付け間には、自己資本比率にある程度の差はあるが、必ずしも自己資本比率がすべての社債の格付け上重要指標であるわけではないことから、明確な資本構成の決定指標にはならない。このことは、AAA と AA の間、あるいは A と A⁺ の間、A⁻ と BBB との間の自己資本比率の水準の逆転をみれば明らかである（インタレスト・カバレッジあるいは総資本事業利益率といった主要指標でもこのような格付けの上下と指標の良し悪しの不整合が見受けられる）。

表2 社債格付けと連結財務指標との関係

格付け	自己資本比率 (%)	インタレスト・カバレッジ (倍)	総資本事業利益率 (%)
AAA	35.4	6.95	7.7
AA	40.4	7.77	4.1
A ⁺	28.5	2.99	2.0
A	31.4	4.23	3.2
A ⁻	26.4	3.91	3.2
BBB ⁺	27.2	4.90	3.9
BBB	25.4	2.80	2.6
BBB ⁻	18.1	1.69	1.9
BB ⁺	19.3	1.48	1.5

(注) 格付けは2002年11月末、財務データは同年3月期、格付けはR&I, JCR, S&P, Moody'sの最高格を採用。

(出所) 野村證券金融研究所「日本企業の格付動向」2003年2月12日より抜粋。

このように、格付け機関は、自己資本比率を唯一の指標にして格付けを行っているわけではないので、格付け機関が考える望ましい自己資本比率も一応の目処としてしか利用できないのである。しかも、財務上資本構成の対象は、時価ベースであり、会計上のベースではないことが、考察をより複雑にしている。

2) 資本構成とエージェンシー・コスト

エージェンシー・コスト論から資本構成を考える行き方がある。これは、企業経営者や財務担当者が資本構成を決定する時に、いかなる示唆を与えるであろうか。経営者は、株主から委託された財産の維持・増進を図る株主の代理人（エージェント）であるが、情報の不完全性のもとでは、経営者は必ずしも株主の期待どおりに行動しないし、債権者に対してもその利益を損なう投資政策等を遂行する可能性があるという主張には、現実の社会に照らして、説得性がある。

株主と経営者の間には、情報の非対称性があるので、経営者は株主の利益を削ぐ給与・賞与以外の利得や役得を利用した行為に対して、満

足を得る傾向にある。例えば運転手付きの高級社用車や豪華な役員室の使用、不必要に多い従業員の雇用などである。これらを察知した投資家は、新規の株式発行に対し低い発行価格でしか応じないので、経営者は、このようなことが考慮されない時の資金調達額より、少ない資金しか入手できず、減少分はエージェンシー費用として既存株主が負担せざるを得なくなる。

負債のエージェンシー・コストの発生する事例としては、経営者が、債権者に対する返済より株主利益を重視して、リスクの高い投資案を選択し、結果として、より安全で企業価値をより高めることになる投資案を棄却するケースが挙げられる。この差額分だけ企業価値が減少するので、エージェンシー・コストが発生している。また既発行無担保社債や無担保借入がありながら、それより弁済で優位になる債務を新たに創り出すことや、日本企業が頻繁に行う、資産売却益で赤字を埋めて株主配当を行うことなども債権者の利益を損なう行為である。

これらの危険性を阻止するために、債権者は企業に対して財務制限を課すことになる。日本の場合銀行取引には銀行取引基本約定書4条の

担保予約条項以外に明示的な条項は見られないが、社債発行時には、ネガティブ・プレッジ、（債務保証やリースを含む）追加負債制限、担保提供制限、配当制限などの条項が課されることが多い。この制限によって、もし負債調達しなければならなかったはずの、最適な投資がなされず、企業価値が低下する恐れがある。この企業価値低下分も負債のエージェンシー・コストである。

この2種類のエージェンシー・コストと負債の法人税節税効果、倒産費用あるいは財務破綻に伴うコストとの組み合わせで、最適資本構成を決定しようとする理論がある。負債がゼロの時に株主のエージェンシー・コストが存在し、その分企業価値が低下していること、負債が増加すると株式のエージェンシー・コストが減少し、逆に負債のエージェンシー・コストが増大する。この総エージェンシー・コストの変化と、先述の法人税節税効果、倒産費用あるいは財務破綻に伴うコストの負債増加に伴う変化とを重ねあわせれば、企業価値が最大になる資本構成は見つけられることになる。

しかし、このエージェンシー・コストの算定についても、経営者は、増資時の株価や、債権者が新規資金を提供する時の金利プレミアムの要求度合いなどからしかコストを認識できず、また財務上の意思決定に関する情報が、市場にどのような影響を与え、それがエージェンシー・コストとしてどう反映されるのかといった予測は難しく、ましてや機会費用を正確に認識することは容易ではない。したがって、このアプローチでも、資本構成を実務上事前的に決定することには困難が伴うのである。ただし、負債のエージェンシー・コストの項で述べた社債の財務制限条項の中に、負債比率を一定パーセント以下に保たなければならないとする条項が挿入されるケースがある。この負債比率は、資本構成考察時の参考になる。

4. コーポレート・ガバナンスについて

1) 2つのアプローチ

近年、企業金融あるいは企業財務論分野からの、コーポレート・ガバナンス（企業統治）問題へのアプローチが増加している。バブル崩壊以降、多くの日本企業の経営が破綻あるいは弱体化したが、その原因として1980年代後半の盛んなエクイティ・ファイナンスの遂行と調達資金の不採算プロジェクトへの投下（金融資産への投資を含む）、その結果としての資本利益率の低下を惹起させた経営者の意思決定に照準が当てられたからである。この議論の方向は大きく2つに分かれる。

一つは、パーリーとミーンズが指摘した所有と経営の分離を基盤とした議論である。株主（プリンシパル）は経営者に企業経営を委任し、経営者はその受託者あるいは代理人（エージェント）として株主価値最大化を目標に経営を遂行する。経営者は株主のために、預かった財産の管理運営を行い、その結果を報告する義務がある。しかし、市場は不完全であり、また経営者と株主との間に情報の非対称性があり、経営者が株主価値最大化を目的としない行動をとる可能性がある。現実には、エンロンの粉飾経営などに見られるように経営者のモラルハザードのケースが頻繁に発生している。このような経営者のモラルハザードを防止するために、経営者の規律づけ、すなわちコーポレート・ガバナンスが必要とするものである。

もう一つは、コーポレート・ガバナンスは、ただ株主あるいは債権者と経営者との関係のみを論ずるべきではなく、企業と株主、従業員、取引企業、顧客、地域社会などのステークホルダーとの良好なリレーションを維持しながら、企業収益をいかに上げていくかという論点がなければならないとするものである。また、これに加えて、コーポレート・ガバナンスについて

は、経営規律を論ずるのみならず、経営者の適正な経営活動を促すという観点が必要とする議論もある。

よく内容を吟味すると、異なったコーポレート・ガバナンスの定義あるいはその目的を前提に議論がなされているため、基本的に双方の議論かみ合っていないケースも多い。少なくとも、資本主義経済下の株式会社経営に企業概念を代表させるならば、その経営目的は、利益最大化でなければならない。この前提が違ってくると、議論に齟齬が出てくる。この前提の下で、企業は利益最大化目標の達成のために、顧客ニーズに合った製品を生産・販売し、従業員、取引先等の他のステークホルダーを満足させることになる。企業は、その時々、事業環境や諸種の制約条件の下で活動せざるを得ないし、仮に従業員の終身雇用や下請企業の系列化が利益最大化目的のために最良の選択であれば、その関係を作り上げ、維持することが企業の経営戦略の一つになるのである。各ステークホルダーの、時に相互対立する多様な要求を満足させるために、企業が存在するかのような主張があるが、これには賛成できない。ちなみに、地域や市民の満足を目的としたメセナ活動は、企業倒産してしまっは続けることができないのである。

この章の冒頭で述べたように、日本におけるコーポレート・ガバナンス論議は、バブル期における経営意思決定の誤りと、その結果である欠損の計上、資本利益率の極端な低下に対する反省をきっかけに、盛んになっている。したがって、バブル崩壊による株価下落や企業倒産に伴う残余財産請求権の放棄など、企業のステークホルダーの中で最も被害をこうむった株主の利益を擁護するために、日本の経営者は株主利益重視経営を遂行すべきであるとの主張が、ことさら強くなっていると思われる。これは過去の強力な経営者の権利に対するステークホルダー間の均衡を調整する過程とみることができる。

もちろん、株主の利益擁護を極端に図りすぎると、経営者や従業員の働くインセンティブを削いだり、また債権者の利益を犯し金利引上げを招くことになるなど、結果的に株主利益最大化につながらないことになる。現在の日本で、株主重視の経営変革が大切であることは否定すべくもないが、遂行に際しては、このような点に留意することが肝要である。

2) 企業金融からのアプローチ

コーポレート・ガバナンスに関しては、法学、金融経済学、経営学など広範な分野からの議論がある。しかし本稿では、これらの本格的な議論に加わらず、企業金融の立場から、コーポレート・ガバナンスをどのように考えればよいか、という一点に絞って論を進めることにしたい。

本稿のコーポレート・ガバナンス論は、株主のエージェンシーとしての経営者に、株主価値最大化活動を行わせるためのシステムをいかに構築するかという立場に立脚する。このような立場に立つ議論の中にも、経営の規律を保持させる手段として、負債や証券市場からの圧力を活用すべきであるという意見と、そのような資金調達手段サイドには経営の規律を保たせる力はなく、むしろ規律よりも、企業の投資活動などを活性化させるために、経営者にインセンティブを付与する仕掛けが必要であるという意見がある。

日本企業のコーポレート・ガバナンスについては、現在の問題点を摘出するために、間接金融優位時代のコーポレート・ガバナンスから検討を始めることが多い。これについては、つぎのことが論点になっている。

議論は、日本のメインバンク・システム、株式の相互持ち合いが、経営規律に対してどのような寄与をしたかに集中している。一つの代表的な主張は、つぎのとおりである。企業の資金不足が顕著な戦後から1970年代までは、間接金

融優位の金融システムやメインバンク制が、資金制約や銀行の直接的な審査を通じて企業経営の規律づけに大きな役割を果たしていたが、80年代には内部金融比率が上昇し、また直接金融へ企業の資金調達との比重が移ったために、経営規律が崩壊した。そしてそのことが、バブル時における経営破綻の原因の一つになった⁽⁶⁾。

さらに、資本自由化以降に強固になってきた、外資による敵対的買収防止や安定株主作りを目的とした株式の相互持ち合いは、日本企業の経営安定化に寄与し、企業の発展を側面援助したが、逆にバブル期の経営判断の誤りを阻止する力を持たなかった。したがって、直接金融依存を強めている日本企業に対しては、株主や社債投資家、あるいはこれを支える証券アナリスト、債券格付け機関などから経営の監視を受ける新たなコーポレート・ガバナンス体制を構築すべきであると主張する。もちろん、資金不足時代が終焉し、資金量で借手企業を制約する力を失ってはいるものの、銀行の審査機能による経営監視機能は依然存在しているわけであり、これを加味することが前提になっている。

これに対して、企業の資金不足時代にも経営者に対する負債の規律や金利の規律は有効ではなかったとする主張がある。メインバンク制は、資金不足の環境下で、系列企業に資金を優先的に割り当てるために機能したし、金利は人為的低金利であったので経営に規律を与えるよりも、むしろ経営者のモラル向上に寄与したというわけである。また、メインバンクに対する企業の期待は、危機時における流動性の供給であり、銀行は系列企業を安定的な資金運用先と位置づけていた。したがって、銀行が一方的に企業の経営を監視していたわけではなく、経営に対する不介入を前提とした株式の相互持ち合いを含めて、企業とギブ・アンド・テイクの関係にあったと論ずる。以上のように、高度成長期にも、負債の規律、金利の規律は働いていな

かったし、今日でも資金調達の直接金融市場依存が高まったからといって、銀行に代わって市場による経営規律づけを検討しなければならないとする主張は意味がないとする。そして、市場の経営規律づけより、企業価値を高めるためのコーポレート・ガバナンスを重視すべきであると結論づける⁽⁷⁾。

つぎに、以上の議論に対し若干のコメントをした上で、コーポレート・ガバナンスのあり方を述べたい。

まず、メインバンク制についてであるが、高度成長期における系列企業の銀行に対する期待は、資金量の確保と危機時の流動性の供給であった。また、銀行は企業に、元本と金利を確実に支払う貸出先であることと、貸出の一定量の預金者であることを期待した。中小企業貸出の場合と異なり、大企業に対する銀行審査は、信用に不安がある企業あるいは返済不能貸出先に対しては厳しかったが、その他に対しては信用度が低下する状況にならなければ、さしたる厳格な銀行の監視はなかった。そして企業が信用不安に陥った時の救済の基準は、その後の経営再建が銀行の利益になるか否かであった。

この点から考える限り、正常債権先に対する経営監視機能の有効性がきわめて高かったとはいえない。しかし、借手企業は、借入金返済と金利支払の圧力を常に受けているので、経営サイドとしては、負債の効率的活用に関する規律付けは存在したといえよう。誤った資本投下を行って収益が悪化すると、銀行の審査は急に厳しくなり、資金量の確保と優遇金利の享受が困難になる。

銀行と企業の株式の相互持ち合いについては、相互の経営者の意思決定に対して暗黙の了解を与えたという点で、安定経営を支援したといえる。銀行からの企業への役員・従業員の派遣は、不良債権先あるいは信用不安が生じた企業でない限りは、経営監視の意味は薄かった。

以上指摘したように、一般的にいつて、負債サイドの経営の規律づけは存在したし、またその程度は、信用度の低い企業に対するほどきつゝ、優良企業ほど甘かったといえよう。

さて、間接金融から直接金融依存度の高くなった企業に対する、いわゆる市場の経営に対する規律づけに関しては、どのように考えればよいか。

この検討に際し留意すべきことは、間接金融時代でもそうであったように、銀行からの企業の借入という金融メカニズムの中に、企業の信用度や財務体質により違いはあるが、一般的に言つて、経営を規律づける要因があったという点である。決して経営の規律づけという目的を果たすためにメインバンク制という金融システムが存在したわけではない。したがつて、今日、大企業が株式や社債といった直接金融手段に資金調達ウェイトを移したから、従来の銀行借入（負債）の規律に代わる仕組みを作らなければならないという主張は飛躍しすぎている。

直接金融の取引メカニズムの中にも、本質的に経営を規律づける要素が、明らかに存在する。これを確認するために、まず、経営者は、増資や社債発行に際して、株主や社債権者とどう付き合うべきか、株式や負債調達の資本コストをどう認識し企業活動を行えば、彼らの満足を得ることができるか、彼らの意見を代行する証券アナリストや格付けアナリストの評価をどのように経営に取り入れていくか、などについて点検すべきであろう。対応を誤ると、当然に資金量確保や資金調達コストに影響が出る。TOBなどの誘因も働くことになる。最近では、年金基金や生保などのように、国内機関投資家が株主総会で議案に反対票を投じる動きが目立ってきている（表3）。またアメリカのカルパース（カリフォルニア州職員退職年金基金）など大口の対日株式投資家は、既に日本企業に対してこのようなアクティビズム活動を行っている。市場

からの経営の規律づけは確実に存在する。

もし、このような規律づけのみでは、経営者が株主利益の最大化目標をないがしろにし、モラルハザードが起ることが確実であれば、株主代表訴訟などに見られるように、株主権を実効有らしめるように、商法や証券取引法などの関係諸法に、これを防止する条項を盛り込めばよい。アメリカでは80年代以降、敵対的買収に対して経営側が反抗し、40以上の州で、例えば公開買付の州政府への事前届出制や、一定以上の議決権株式を集めた公開買付人に対する議決権行使否認などの、敵対的買収が困難になる法改正が行なわれた。これは株主の経営権侵害に対するゆり戻しのようにもみえる。

金融システムやその取引メカニズムの中には、本質的に経営者を規律づける要素が存在するが、コーポレート・ガバナンスにおける法的規制と同レベルで、金融システムのあり方、中でも金融システムに経営の規律づけ行なう機能を持たせるべきであるという議論を展開することは誤りであろう。金融分野に限定してみても、市場の経営規律づけと法的規制とは、全く無関係というわけではない。金融取引にも行き過ぎないように、法的な規制措置がとられる場合がある。しかし、市場の規律づけ機能は、金融取引に本質的に含まれているものであり、文字どおり、市場のメカニズムを通じて経営に働きかけるものである。これに対して、法的規制は、経営者のモラルハザードが社会的な障害になる場合、株主や債権者の権利を一律の規定で守るものである。例えば、金融取引ではあるが、経営者が債権者より株主を優遇して過度な配当を行わないように、商法には配当可能利益の規定が設けられているし、またインサイダー取引についても証券取引法で一般株主保護のために禁止規定が設けられているといった具合である。逆に、株主権が過度に行使され、経営者がモラルを喪失しないように、大株主の持株移

表3 厚生年金基金の議決権行使（平成14年度）

総会議案	会社提案議案			株主提案議案		
	議案数	議決権行使状況		議案数	議決権行使状況	
		反対	賛成		反対	賛成
取締役の選任	138	28	110	—	—	—
取締役の報酬等	6	2	4	—	—	—
監査役の選任	124	16	108	—	—	—
監査役の報酬等	8	—	8	—	—	—
利益等の処分	161	26	135	1		1
ストックオプション	34	5	29	—	—	—
自己株式取得枠の設定	95	5	90	2	—	2
退任役員への退職慰労金贈呈	133	57	76	—	—	—
定款の一部変更等	184	90	93	—	—	—
合併・分割・持ち株会社化	59	3	55	—	—	—
営業譲渡	6	1	4	—	—	—
資本準備金等減少の件	22	1	20	—	—	—
役員報酬開示	—	—	—	1	—	1
合 計	970	234	732	4	—	4

（注）反対：一部反対を含む。

（出所）厚生年金基金連合会「平成14年度インハウス株式議決権行使結果について」別表「総会議案別議決権行使状況」，平成15年4月22日。

動について証券取引委員会などへの報告義務が法的に課されるなど，利害関係者間の均衡がとられている。

一般的に言って，経営規律を守ることのできない日本企業の経営の欠陥は，法律上は阻止できるはずの代表取締役の誤った意思決定をとめることができない，日本的組織風土にあると考える。商法では，代表取締役は取締役会によって監視され，取締役は監査役あるいは監査役会によって業務執行を監査される仕組みになっている。財務諸表によるディスクロージャーも詳細になってきている。社外監査役の規定に不備（監査役に就任する前5年間に，当該会社または子会社の取締役や従業員でなかった者）があるといっても93年に監査役制度は強化された。また株主代表訴訟の実効性の向上など商法改正

も行なわれた。しかしよく指摘されるように，終身雇用制度の枠内で育った取締役も監査役も，実質的な任免権をもつ代表取締役の意思決定に反対できない事例が多い。株式の相互持ち合いシステムも株主総会での議事に対して暗黙の賛同を与え，経営執行を支援する結果となっている。社外取締役や監査役も，代表取締役の意見に賛同しやすい人たちが選出される傾向にあり，企業から提供される情報量も少ないので，その経営チェック力には限界がある。経営者にはエージェンシー問題が必ずついて回ることを前提にすれば，市場における株主あるいは債権者からのチェックに期待せざるを得ない。

このような経営に対する，現時点での金融の側面からの規律づけに関しては，株式関連であればインベスターズ・リレーションにおける経

営者と投資家、証券アナリストとの意見交換、また社債発行に関しては、当該社債の元利金支払い能力についての分析情報を提供する格付け機関のアナリストとのミーティングが、有効な手段になろう。増資が資金調達の主たる手段である企業にとっては、経営に落胆した株式保有者の株式売却が、つぎの増資を困難にすることは言うまでもない。株主総会で議決に対して反対表明をする動きを示す日本の年金や投資信託が、アメリカのカルパースのように経営の意思決定に対して直接介入するケースも発生しよう。

経営者が業績悪化を隠すために粉飾決算を行うことは、洋の東西を問わず多々ある。アメリカのエンロンの粉飾事件も最近の事例である。法律上禁止されていても会計事務所が経営者の暴走を制止できない。しかし、現行の法律の精神どおり実行されれば経営のモラルハザードは相当に阻止できる。先の野村証券のアンケート調査でもみられたように、日本の株式相互持ち合いは徐々には解消するであろうが、企業経営者には、いまだ抵抗感が根強く残っている（日本経済新聞社の225社アンケートでは、「これまで減らしており、今後も減らす予定」と回答した者が54%、「これまで減らしていないが今後は減らす方向」が11%で、持ち合い解消方針を持つ会社が多かった——2003年4月16日付け）。しかし、相互に経営に対して黙秘していることがよいことなのかどうか。現状でも銀行と企業が株主権を行使して相互に経営に介入すれば、経営の独走は防げるはずである⁽⁸⁾。

注

- (1) 野村証券金融研究所経営調査部「(大手企業調査)事業再構築に向けた財務管理の強化」『企業財務レポート』2003年4月。

- (2) EVA (Economic Value Added) は、アメリカの経営コンサルティング会社 Stern Stewart の登録商標である。
- (3) キープワエル契約の内容はつぎのようなものである。
- ① 親会社が、社債・CP 発行体(子会社)の100% (または51%以上)の議決権株式を保持し続ける。
 - ② 発行体が一定額の純資産を維持できない時、親会社が増資払込を約束する。
 - ③ 子会社における最低水準のフィックス・チャージ・カバレッジ (固定的金融費用を利益額でどの程度カバーできるかを見る指標) 水準の維持を、親会社が支援する。
 - ④ 万一流動性危機が生じた時に、親会社が金融支援する。
- (4) 財務制限条項については、大庭清司「社債の担保概念と財務制限条項」『財界観測』野村総合研究所、1977年5月参照。
- (5) 資本構成と倒産費用については、花枝英樹『戦略的企業財務論』東洋経済新報社、2002年8月、第1章「資本構成」を参考にした。
- (6) 一例を挙げると、渡辺茂氏は「戦後70年代までの資金不足、借金経営のもとでは、資金の量的制約、金利コスト負担、さらにつけ加えれば銀行審査という強制的、他律的な財務規律が日本企業に働いていた。」と主張している(渡辺茂『ROE 革命』東洋経済新報社、1994年9月、55ページ)。
- (7) 例えば、村松勝弘氏の一連の論文：『日本的経営財務とコーポレート・ガバナンス』中央経済社、1997年10月、第1章、第10章。「コーポレート・ガバナンス」日本経営財務学会第25回全国大会発表資料、2001年10月28日。「負債の規律論の問題点」証券経済学会年報36号、2001年5月。
- (8) コーポレート・ガバナンス論については、注(6)(7)以外に深尾光洋、森田泰子『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社、1997年5月、小佐野広『コーポレートガバナンスの経済学』日本経済新聞社、2001年7月、新井富雄「日本企業のコーポレートガバナンス再構築」『知的資産創造』、2000年6月号、野村総合研究所、などを参考にした。