



日本銀行ワーキングペーパーシリーズ

非上場企業におけるコーポレート・ガバナンス

福田慎一*

sfukuda@e.u-tokyo.ac.jp

粕谷宗久**

munehisa.kasuya@boj.or.jp

中島上智***

No. 06-J-05
2006年3月

日本銀行
〒103-8660 日本橋郵便局私書箱 30号

* 東京大学、** 調査統計局、*** 東京大学

日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、日本銀行員および外部研究者の研究成果をとりまとめたもので、内外の研究機関、研究者等の有識者から幅広くコメントを頂戴することを意図しています。ただし、論文の中で示された内容や意見は、日本銀行の公式見解を示すものではありません。

なお、ワーキングペーパーシリーズに対するご意見・ご質問や、掲載ファイルに関するお問い合わせは、執筆者までお寄せ下さい。

商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行情報サービス局までご相談ください。転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

非上場企業におけるコーポレート・ガバナンス*

福田慎一 粕谷宗久 中島上智
東京大学 日本銀行 東京大学

2006年3月

[要旨]

本稿では、デフレ下の日本経済における非上場企業のパフォーマンスの決定要因を、ガバナンス構造に注目して考察した。一般に、中堅・中小の非上場企業は、潜在的な成長可能性が高い企業が多い反面、上場企業と比べてその所有構造が特殊な企業が多い。われわれの対象とした非上場企業でも、特定の個人株主や親会社の持ち株比率が極めて高い企業や、従業員持ち株比率が大きい企業など、上場企業では見られない所有構造の企業が数多く存在している。非上場企業のトーピンの q (営業利益の割引現在価値)の決定要因を推計した場合、非上場企業の所有構造は、財務データなど標準的な財務変数に加えて、各非上場企業のパフォーマンスに対して有意な影響を及ぼすことが明らかになった。ただし、その影響は、企業の業績が良い場合と悪い場合で、全く異なっていた。特に、特定の個人株主や親会社の持ち株比率の上昇は、業績が良い企業ではプラスに働いた反面、業績が悪化した企業では逆にマイナスに働いていた。本稿の結果は、伝統的にうまく機能していた日本の非上場企業のガバナンス構造が、デフレ下の日本経済では逆にその業績を大きく低迷させた可能性を示唆するものである。

* 本稿の作成にあたっては、早川英夫局長をはじめとする日本銀行調査統計局のスタッフの方々から有益なコメントをいただいた。また、高橋慎氏にはデータの整理等で協力していただいた。なお、本稿で述べられた意見、見解は、筆者個人のものであり、日本銀行あるいは調査統計局のものではない。

1 . はじめに

「失われた 10 年」の日本経済では、企業業績の低迷が深刻な問題であった。当時の企業業績の低迷の大きな原因の 1 つは、マクロのファンダメンタルズ（基礎的条件）の悪化である。資産価格の下落、アジア危機、全要素生産性（TFP）の伸びの鈍化など、マクロ的な経済環境の悪化が、日本企業の収益を減退させた要因は小さくない。また、不良債権問題やそれに起因する銀行貸出の低迷などの金融面の問題も、中堅・中小企業を中心に資金繰りを悪化させ、借り手企業のパフォーマンスに少なからず影響を及ぼしたと考えられる。しかしながら、デフレ下の日本経済では、逆風の外的環境に直面しながらも、危機的状况からうまく脱することができた企業（「勝ち組み」）もあれば、そうでない企業（「負け組み」）もあった。そして、そのような日本企業のパフォーマンスの差異には、各企業のガバナンス構造の差異も少なからず影響を与えたと考えられる。

本稿の目的は、デフレ下の日本経済における非上場企業のパフォーマンスの決定要因を、ガバナンス構造に注目して考察することにある。一般に、中堅・中小の非上場企業は、潜在的な成長可能性が高い企業が多い反面、上場企業と比べてその所有構造が特殊な企業が多い。また、発行済み株式の流動性もほとんどないため、一般投資家が資金運用を目的として非上場企業の株主となることも極めて稀である。われわれの対象とした非上場企業でも、特定の個人株主や親会社の持ち株比率が極めて高い企業や、従業員持ち株比率が大きい企業など、上場企業では見られない所有構造の企業が数多く存在している。極端に偏った所有構造が企業のパフォーマンスにいかなる影響を与えたのかは、所有構造が分散している上場企業を対象とした分析では行うことができない¹。分散所有型の株式所有構造と集中所有型の株式所有構造を比較してどちらが有効なコーポレート・ガバナンスを達成できるかを考察することは、非上場企業を分析対象としてはじめて可能となる興味深い研究テーマであるといえる。

一般に、特定の個人株主や親会社の持ち株比率に企業の支配権が集中することは、良い面と悪い面がある。良い面としては、利害関係者間の調整に伴

¹ La Porta, Lopez-De-Silanes, and Shleifer (1999)は、OECD27 カ国の上場大企業上位 20 社の株式所有構造を調べている。その結果によると、日本は、20%以上の大株主がない企業の割合では英国について高く、10%以上の大株主がない企業の割合でも英国、米国、オーストラリアについて高いなど、所有と経営が分離した国となっている。

う各種のエージェンシー・コストが少なくて済むという点を指摘できる。たとえば、所有と経営の分離が進んだ企業では、所有者が経営者の行動をモニターすることは容易ではなく、経営者が所有者の利害に反する行動をとることによってパフォーマンスが低迷する可能性がある。これに対して、所有が集中している企業では、経営者が所有者の利害に反する行動をとることは難しく、それによるパフォーマンスの低下も少ないと考えられる。

一方、悪い面としては、特定の所有者の意向に沿って、独善的な経営が行われてしまう弊害を指摘できる。所有が集中している企業では、大株主が役員であるケースが多いなど、外部のモニタリングも働きにくく、客観的にみて企業経営が悪い方向に進んでいる場合でも、外部からの規律付けによってそれを修正することは容易ではない。この弊害は、外部への企業情報の開示の義務がほとんどない非上場でより深刻であると考えられ、企業パフォーマンスの低下につながる可能性も高い。

そこで、本稿では、資本金1億円以上の非上場企業を対象として、トービンの q （営業利益の割引現在価値）を使って評価したパフォーマンスに、財務データなど標準的な財務変数に加えて、非上場企業の所有構造がどれだけ有意な影響を及ぼすかを考察する。これまでの研究でも、金融機関や内部経営者の株式保有比率の影響を分析した Lichtenberg and Pushner (1994)やメイン・バンクによるガバナンス構造を分析した Morck, Nakamura, and Shivdasani (2000)など、日本企業のガバナンス構造がそのパフォーマンスに与えた影響を考察した研究は枚挙にいとまがない（その他の文献に関しては、たとえば、花崎・寺西編(2003)所収の論文や小佐野(2001)の参考文献を参照のこと）。しかし、日本の中堅・中小企業の非上場企業を対象とした分析は、データの入手が容易でないため、非常に限られている。特に、個別の中堅・中小企業の財務データを時価評価し、そのガバナンス構造にまで注目した分析は、先行研究ではほとんど存在していない。

本稿の分析から、以下のようなことが確認された。非上場企業のトービンの q （営業利益の割引現在価値）の決定要因を推計した場合、非上場企業の所有構造は、財務データなど標準的な財務変数に加えて、各非上場企業のパフォーマンスに対して有意な影響を及ぼすことが明らかになった。ただし、その影響は、企業の業績が良い場合と悪い場合で、全く異なっていた。特に、特定の個人株主や親会社の持ち株比率の上昇は、業績が良い企業ではプラスに働いた反面、業績が悪化した企業では逆にマイナスに働いていた。本稿の結果は、伝統的にうまく機能していた日本の非上場企業におけるゆがんだガバナンス構造が、デフレ下の日本経済では逆にその業績回復を大きく制約した可能性を示唆するものである。

本稿の構成は、以下の通りである。まず、2 節では本稿で検討する理論仮説を提示する。また、3 節では基本モデルとなる推計式および使用したデータを、4 節では対象とした非上場企業の株主情報およびその分布状況を、それぞれ説明する。次に、5 節で、本稿の主たるテーマについて個票データを使った推計結果を示す。6 節ではトービンの q 以外の指標への影響を、また 7 節では間接所有も考慮したガバナンスの影響をそれぞれ検討する。8 節では、企業群の分類方法に対する結果の頑健性をチェックする。最後に 9 節では、本稿のまとめを行うと同時に、残された課題について検討する。

2 . コーポレート・ガバナンスを巡るいくつかの視点

本稿の目的は、日本経済における非上場企業のパフォーマンスの決定要因を、ガバナンス構造に注目して検証することにある。以下では、(1) 親会社、(2) 個人株主、(3) 金融機関 (特に、メイン・バンク) (4) 外資、(5) 従業員持株会、(6) 政府・公団、の 6 つの経済主体の持ち株比率に焦点を当て、これらによるガバナンスが非上場企業のパフォーマンスに有意な影響を与えた性かどうかを検討する。

(1) 親会社によるガバナンス

一般に、日本企業は、子会社・関連会社のネットワークをもつ企業グループを形成することが多い。このような親会社・子会社の関係は、上場企業間でも見られるが、上場企業が親会社として非上場企業の株式の大半を所有して子会社化するという形態がより顕著である。親会社は、子会社に各種の権限を付与し自立的な経営を許容する一方で、さまざまなモニタリングを行い、子会社の経営をコントロールし、規律付けを行っている。子会社のパフォーマンスが悪化した場合、親会社は役員を派遣し、社長や代表取締役を交代させるなど、子会社の業績改善に向けたさまざまな取り組みに関与することも少なくない (Aoki (1984)、伊藤・菊谷・林田(2003))。

しかしながら、その一方で、親会社が子会社の決定を覆して、自分にとって都合の良い決定を押し付けてくる可能性もある。関連会社であれば、取引から得られる利益さえ得られれば、子会社の少数株主の利益を軽視することもある。また、親会社の業績が悪化した場合、親会社は子会社に損失を転嫁することも考えられる。子会社の業績が恒常的に悪化し、これ以上、親会社・子会社の関係を維持することが得策でないと親会社が判断した場合、親会社は子会社のサポートを止めることも考えられる。親会社との取引に大き

く依存している子会社は、他の代替的なサポートを受けることが難しく、親会社のサポートがストップすれば更なる業績悪化を招く可能性も高い。したがって、親会社への依存度が強弱は、子会社にとっても望ましい面と望ましくない面の両方が存在すると考えられる。

(2) 個人株主によるガバナンス

個人投資家は、保有する企業の価値最大化が行われれば株式価値も上昇するので、経営者に効率向上のプレッシャーをかけるという見方がある。少数で分散した個人株主の集団では、個々人としては経営監視のインセンティブは小さく、経営者への影響力も小さい。これに対して、大口の個人株主は、さまざまなモニタリングを行い、経営をコントロールし、規律付けを行うインセンティブが大きい。大口の株主は、多くの場合、自ら経営に参画して企業価値を高める努力をする一方、会社の業績が悪化した場合、社長や代表取締役を交代させるなど、業績改善に向けたさまざまな取り組みに関与することも少なくない。製造業に属する大企業を対象とした Lichtenberg and Pushner (1994)でも、内部経営者の株式保有比率の上昇が企業パフォーマンスにプラスの影響を及ぼすことを明らかにしている。

しかしながら、その一方で、特定の大口株主が、経営陣の決定を覆して、自らの利害関係に基づいた決定を押し付けてくる可能性もある。大口株主が複数の会社の所有者である場合に、他の所有会社に便宜を図るようプレッシャーをかけることなどは、その例である。また、大株主自らが経営者である場合、大口株主が、自らの名声を高めるために、企業価値の低下を招くこともあるであろう。大口株主が近視眼的な利益を追求する場合、中長期的な視野にたった経営を行うことも難しくなる。

一般に、大株主自らが経営者である場合、会社の業績が悪化しても経営者を交代させて業績改善を図るといった取り組みも行われにくくなる。特定大口株主の行動を第三者がチェックし、規律付けることは難しいからである。したがって、特定の個人株主の所有の集中には、悪化した企業のパフォーマンスを改善する上で望ましくない面が存在すると考えられる。米国の上場企業を対象とした Ofek (1993)の研究でも、企業業績が悪化した場合であっても、内部経営者の持つ株式保有比率が大きい企業ほど、リストラが行われる可能性が低い傾向にあることが示されている。

(3) 金融機関によるガバナンス

メイン・バンクに代表される金融機関は、貸出だけでなく、役員派遣や株式保有を通じて、借り手企業と密接な取引関係を結び、経営者のモニタリングを行っているという見方がある。この見方が正しければ、メイン・バンクを中心とした金融機関による株式保有が多い企業ほど、規律付けされた経営を行っていることになる。これまでの研究でも、Kaplan and Minton (1994)が日本のトップ企業を対象として分析を行い、そのパフォーマンスが低下した場合に、メイン・バンクやグループ企業が取締役を派遣し、これまでの企業トップを更迭することが多いことを示している。Kang and Shivdasani (1995, 1997)も、メイン・バンク関係を持っている企業ほど、企業収益が悪いときにトップ経営者の更迭が生じる可能性が高いことや、資産のダウンサイジングやレイオフの頻度が高いことを示している。

しかし、銀行が保有できる株式は全株式の5%以内に制限されており、その意味で金融機関が株主としては経営者へ与える影響力は限定的である。この傾向は、機関投資家としての金融機関による株式保有がきわめて少ない非上場企業でより顕著になると考えられる。また、企業にとって、メイン・バンクとの間の密接な取引関係は、情報の非対称性が解消されるというプラスの側面がある反面、メイン・バンクがその企業の情報を独占的に保有するという弊害も生まれる。その結果、「ホールド・アップ問題」が発生し、メイン・バンクに対する交渉力が低下した借り手企業に大きなコストを生み出す可能性がある（たとえば、Sharpe (1990) や Rajan (1992) を参照）。

このため、メイン・バンクに代表される金融機関の保有株式比率が企業のパフォーマンスを改善するかどうかは、一概には結論付けられないと考えられる。日本の上場企業を対象とした Morck, Nakamura, and Shivdasani (2000)でも、金融機関の保有株式比率の増加がトービンの q に与える影響は、保有株式比率が低い企業ではマイナスであるが、保有比率が大きい企業ではプラスに転ずるという非線形な関係が示されている。

(4) 外資

外資系企業は、外国企業によって部分的あるいは全面的に所有されることにより、海外における企業特殊資産の利用が可能となるため、非外資系企業とは異なるパフォーマンスを示す可能性がある。また、これまでのさまざまなしがらみに捉えられず、大胆なリストラやビジネスモデルの変更などを比較的容易に行うことができるのも外資系企業の強みかもしれない。

その反面、外資系企業は、日本型企业システムの良い面を有効に活用できないのではないかという懸念もある。また、外資系企業は非外資系の企業に

比べて日本市場から撤退しやすいというマイナス面もあるかもしれない。このため、外資の保有株式比率が企業のパフォーマンスを改善するかどうか、一概には結論付けられないと考えられる。『企業活動基本調査報告書』の個票データを利用して推計した木村・清田(2003)でも、外資系企業は日本企業に比べてさまざまなパフォーマンス指標で高い値を示すものの、外資比率が高ければ高いほどこの傾向が高まることはないことを示している。

(5) 従業員持株会

日本企業の大きな特徴は、会社が単なる株主のものではなく、そこで働く従業員やその関係者もステーク・ホルダーとして重要な役割を果たしてきた点である。日本型労働システムの下では、伝統的に終身雇用制が定着しており、株主や経営者と従業員の間には暗黙的な長期契約が存在していた。経営陣も内部昇進者（あるいは親会社からの派遣）が中枢を占めるところが大半である。このため、外部の株主が過度に経営に関与することは、企業特殊な技能の形成や労働意欲にマイナスの影響も与えかねない。従業員持株会の存在は、そのような日本型労働システムを持つ企業に特殊なガバナンス構造とも考えられる。

株式保有を単なる投資と考えた場合、従業員持株会の存在は、従業員の所得のリスク分散という観点からは好ましいものではない。しかし、従業員持株会は、株主という立場だけでなく、企業価値を企業内部から支えるステーク・ホルダーとして企業のパフォーマンスを改善してきた可能性も否定できない。

小宮(1993)は、日本企業は、所有者である株主の利益最大化という新古典派的な企業像よりも、資本、労働など各生産要素に対する義務的な支出を行った後の残余利潤を、終身雇用システムにおいてコアとなる社員間で分配し、その1人当たりの分配利潤を最大化することを目的とする「従業員管理型企業」というモデルが良く当てはまると指摘している。小宮の議論は、どちらかといえば大企業を念頭においていたものであった。しかし、株主全体の利益と相反する可能性の高い「従業員管理型企業」は、発行済み株式の流動性が極めて低く、M&Aなどがより困難な非上場企業でより妥当性を持つ可能性が高い。また、以下でも見るように、従業員持株会の役割は、非上場企業でより顕著に観察されている。

(6) 政府・公団

日本の中堅・中小企業に分類される法人は、必ずしも営利企業とは限らない。いわゆる第3セクターや公社・公団など、地方公共団体が出資するは、その典型的なものの1つである。また、実際には営利企業とかなり形態が近い中堅・中小企業でも、その株式の多くが中央政府、地方公共団体、あるいはその関係セクターによって所有されているものも少なくない。

政府あるいはその関係セクターは、民間のように利益追求の必要性は高くない。このため、株主として経営者に効率向上のプレッシャーをかけ、企業価値最大化を目指すインセンティブも必ずしも高くない。ただし、政府が出資する企業では、その負債が事実上の政府保証債とみなされるなど、資金調達面で有利な面もある。どちらの効果が大きいかで、政府・公団の保有株式比率が企業のパフォーマンスに与える効果は異なってくると考えられる。

3. 基本モデル

(1) 推計式

以下では、前節で議論した理論仮説をもとに、利潤率や負債比率などファンダメンタルな変数に加えて、企業のガバナンス構造が、トービンの q に代表される企業パフォーマンスの指標に追加的な影響を与えたかどうかを検証する。検証にあたっては、各非上場企業の財務データおよびその株主情報を利用して、産業ダミーおよび年次ダミーを含む以下のような関数を非バランス・パネル分析によって推計した。

$$(1) \quad Q_t = \alpha \Pi_{t-1} + \beta D_{t-1} + \gamma \text{Corp}_{t-1} + \delta \text{Dummy}_{t-1} + \varepsilon \text{Ind}_{t-1} + \phi \text{Main}_{t-1} \\ + \eta \text{Bank}_{t-1} + \varphi \text{Foreign}_{t-1} + \kappa \text{Emp}_{t-1} + \rho \text{Gov}_{t-1},$$

ただし、 $Q_t = t$ 期のトービンの q 、 $\Pi_{t-1} = t-1$ 期の営業利潤率、 $D_{t-1} = t-1$ 期末の債務・総資産比率、 $\text{Corp}_{t-1} = t-1$ 期末の法人筆頭持ち株比率、 $\text{Dummy}_{t-1} = t-1$ 期末の100%法人持ち株ダミー、 $\text{Ind}_{t-1} = t-1$ 期末の個人筆頭持ち株比率、 $\text{Main}_{t-1} = t-1$ 期末のメイン・バンク持ち株比率、 $\text{Bank}_{t-1} = t-1$ 期末のメイン・バンク以外の金融機関持ち株比率、 $\text{Foreign}_{t-1} = t-1$ 期末の外国人持ち株比率、 $\text{Emp}_{t-1} = t-1$ 期末の従業員持ち株比率、 $\text{Gov}_{t-1} = t-1$ 期末の政府・公団持ち株比率。

前期の利潤率は将来の利潤と密接に関係しているため、 Π_{t-1} は有意なプラスの影響を与えると予想される。一方、債務・総資産比率の増加は、業績が悪化した企業ではパフォーマンスの悪化を反映したものといえる。また、過

剰債務問題が存在すれば、既存の借入額が多い企業では設備投資を制約する要因となる。したがって、これらの企業では、 D_{t-1} は有意なマイナスの影響を与えると予想される。しかし、業績が好調な企業では、借り入れの増加は積極的な設備投資を反映したものととも考えられるため、 D_{t-1} の影響はプラスにもなり得る可能性もある。

説明変数 $Corp_{t-1}$, $Dummy_{t-1}$, Ind_{t-1} , $Bank_{t-1}$, $Foreign_{t-1}$, Emp_{t-1} , および Gov_{t-1} は、以下の推計式の核となる変数であり、いずれも前節で議論した企業のガバナンス構造を反映した変数である。前節の議論からもわかるように、各ガバナンス変数が企業のパフォーマンスに与える影響は、良い面と悪い面がある。したがって、どちらの効果が強いかには依存して、各ガバナンス変数の効果はプラスにもマイナスにもなり得るものであり、その符号条件は先見的には決定できないものである。

法人持ち株比率は、金融機関を除く国内事業法人の持ち株比率である。法人および個人の持ち株比率に関しては、比率が 20% を超える筆頭株主の持ち株比率を、それぞれ「法人筆頭持ち株比率」および「個人筆頭持ち株比率」と定義している。ただし、一部の企業で法人持ち株比率が 100% となっているので、法人筆頭持ち株比率が 100% となる場合に 1、それ以外で 0 となるダミー変数 $Dummy_{t-1}$ を加えることによって、その影響を区別することにした。さらに、金融機関持ち株比率は、証券会社を除く金融機関の持ち株比率であるが、メイン・バンクとそれ以外の金融機関の影響を区別するため、メイン・バンク持ち株比率 ($Main_{t-1}$) とメイン・バンク以外の金融機関持ち株比率 ($Bank_{t-1}$) を別々に説明変数に加えることにした。

(2) 財務変数の選択

以下の分析で対象とするのは、福田・粕谷・赤司(2004)や福田・粕谷・中島(2005)と同様に、資本金 1 億円以上の非上場企業のうち、「東京商工リサーチ」のデータベースから少なくとも 5 期間のデータが入手可能な企業である。資本金 1 億円以上の非上場企業は、通常、中堅企業として位置付けられる企業である。しかし、資本金 1 億円以上であっても、非上場企業である限り、銀行借入以外の外部資金の調達方法がきわめて限られる傾向になると予想される。また、上場企業に比べて開示義務がほとんどないため、コーポレート・ガバナンスの問題を分析する上では、きわめて興味深い企業群といえる。

以下では、対象となった非上場企業のうち、銀行および保険業、電気・水道、鉄道、教育機関、研究所、については、それぞれサンプルから取り除いている。また、説明変数に用いた財務変数のうち、短期・長期借入

残高、売上高、営業利益、支払利息、流動資産のいずれか1つでもゼロとなっている期のデータは、サンプルからはずした。

分析では、1997～2002年度のトービンの q を、その前年度(決算期)の財務データと経済主体別の株式保有比率の情報を使って推計する。ただし、通期でデータが利用可能な企業は多くないため、データは非バランス・パネルデータである。各財務データは決算データによるが、データが年2回入手可能な場合には決算月数の多いものを用いた。また、資本ストックの時価評価およびトービンの q の算出に際しては、各企業で1997年以前のデータが利用可能であれば最長1984年まで遡ったデータを利用して計算を行っている。

(1)式の被説明変数のトービンの q は、将来利益の割引現在価値を有形固定資産(除く土地)の再取得価格で除することによって計算した。ただし、各非上場企業の将来利益の割引現在価値は直接観察や計測することはできない。そこで、われわれの推計では、Abel-Blanchard法(Abel and Blanchard (1986))に従って各企業の将来の利益(税引き後利益)の流列を推計し、その結果を使って各企業の将来利益の予測値の割引現在価値を計算した。基本系列では、将来の利益の流列の推計は、税引き後利益の一階の階差に対してARモデルを推計することによって行った²。また、参考系列として、税引き後利益がランダム・ウォークに従うと仮定したケースも計算した³。ただし、いずれの系列でも、税引き後利益の通期平均がマイナスとなる企業はサンプルから除いた。(詳しくは、補論を参照)また、有形固定資産(除く土地)の再取得価格は、1985年以降の簿価系列をHayashi-Inoue(1991)型の恒久棚卸法を使って時価系列に変換したものをを用いた(詳しくは、補論を参照)。

一方、「利潤率」は、営業利益を時価評価した資本ストックで割ることで正規化した値を用いた。また、「債務・総資産比率」は、総借入金残高を総資産の合計で除したものである。ただし、総資産は、有形固定資産部分だけは時価で再評価した値を用いている。推計では、同時性バイアスの問題を回避するため、すべての説明変数は一期のラグをとって推計を行った。

異常値による振れを回避するため、トービンの q (Q_t)あるいは正規化した営業利潤(Π_{t-1})の絶対値が20を上回るサンプル、また債務・総資産比率が20を上回るサンプルに関しては除外した。また、財務データが利用可能な

² 具体的には、まずAR(3)をあてはめて、ダービン・ワトソンの系列相関検定および流列が非定常となる単位根検定をクリアしない場合は、次数を増やしていき、クリアした時点の次数を選択した。ただし、AR(5)にしても、両検定をクリアしない企業に関しては、サンプルから除外した。

³ 同様の仮定は、Blanchard, Rhee, and Summers (1990)らで用いられている。

場合でも、大株主の持ち株比率が判明しない企業は分析の対象からはずした。以上のサンプルセレクションから、分析に用いた企業数は、基本系列で 1589 社、参考系列で 1785 社である。表 1 は、全標本企業について、各財務変数のサンプル属性を示したものである。表からわかるように、各財務変数は企業ごとに大きなばらつきがある。とくに、トービンの q の標準偏差は、異常値修正後であるにもかかわらず依然として大きい。しかし、トービンの q の平均値は 1.9 から 2.0 程度、中央値が 1.4 程度となっている。これらの値は、これまでの研究で報告されてきた上場企業のトービンの q より大きいが、非上場企業の潜在成長率が高いと考えればおおむね妥当な数字だといえる。

4．株主の情報

(1) データ・ソース

本稿の目的の 1 つは、非上場企業のパフォーマンスが、自らの財務変数のみならず、ガバナンス構造からも影響を受けているかどうかを検証することである。分析では、(1) 国内事業法人(除く金融機関)、(2) 個人、(3) メイン・バンクなどの金融機関(除く証券会社)、(4) 外資、(5) 従業員、(6) 政府・公団、の 6 つの経済主体の持ち株比率に焦点を当て、これらによるガバナンスが非上場企業のパフォーマンスに有意な影響を与えたかどうかを検討する。理論的には、企業のパフォーマンスがそのガバナンス構造に影響を与えるという逆の因果性も考えられる。しかし、ガバナンス構造は、トービンの q や利潤率など企業のパフォーマンスを示す指標よりも、時間を通じてはるかに安定している。また、推計では、説明変数に用いた持ち株比率は、すべて一期前の決算日の時点のものを用いている。したがって、われわれの推計で逆の因果性が発生する可能性は完全には否定できないものの、それによる同時性バイアスは小さいと考えられる。

1996～2001 年度の各年度における各非上場企業の株主に関する情報は、まず「東京商工リサーチ」の『CD Eyes』各号から収集し、それで判明しない分は東洋経済新報社『会社四季報：非上場企業版』によって補足した。『CD Eyes』には、大株主は最高 8 人まで記載されている。各大株主の持ち株比率まで判明した企業は、『CD Eyes』に掲載された資本金 1 億円以上の非上場企業うちの半分以下であった。しかし、各大株主の持ち株比率が判明しない企業は分析の対象からはずした場合でも、基本系列で 1589 社、参考系列で 1785 社のデータで分析が可能であった。

非上場企業を対象としているため、全体として、所有がきわめて集中した企業が多く、大半は大株主の数が 5 名以内、全体の 4 分の 1 弱では大株主が

1名であった。また、非上場企業の大株主として典型的に見られるパターンの1つとして、役員が大株主になっているケースがある。役員が大株主である企業は、所有と経営の分離がない興味深いケースである。われわれの分析対象とした非上場企業では、個人筆頭株主の88.4%が役員であった。したがって、役員が大株主であることの影響は、個人筆頭株主の影響でほぼ捉えられていると考えられる。

各年度における「メイン・バンク」は、『CD Eyes』各号に掲載された取引先銀行のうち、最初に記載された取引先銀行(ただし、公的金融機関を除く)として定義した。この定義では、メイン・バンク関係の強弱を把握することができず、取引銀行が記載されていない企業を除けばすべてメイン・バンクが存在することになる。これは、取引銀行ごとの融資残高がわからないというデータ上の制約に起因する限界といえる。なお、ごく一部の企業で、特殊事情によって個別の銀行の持ち株比率が5%以上となっているケースが存在したが、それについては銀行の持ち株比率を5%にカットして推計を行った。

(2) 持ち株比率の分布

図1には、われわれが分析対象とした非上場企業について、(a)筆頭株主、(b)国内事業法人、(c)個人(国内)、(d)メイン・バンク、(e)金融機関(ただし、証券会社は除く)、(f)外資(海外法人等)、(g)従業員持株会、(h)政府・公団、それぞれの持ち株比率の分布状況が、ヒストグラムとしてまとめられている。また、図1には、比較のため、日本政策投資銀行の企業財務データベースで利用可能な上場企業(原則として、一部・二部上場の非金融機関すべて)に関して、同様の持ち株比率の分布(ただし、メイン・バンクと従業員持株会以外の持ち株比率を除く)を、一部上場企業と二部上場企業それぞれについて、ヒストグラムとしてまとめている⁴。

図1のヒストグラムからまずわかることは、分析対象とした非上場企業では、特定の株主に対する集中度が、上場企業よりもはるかに高いということである。たとえば、筆頭株主の持ち株比率の分布をみると、上場企業では10%未満が大半で、60%を超える企業は一部上場ではほとんど存在せず、二部上場でもごくわずかである。これに対して、非上場企業では、逆に10%以上の

⁴ ただし、持ち株比率の分布は、非上場企業では大株主の持ち株比率に依拠して計算したのに対して、上場企業ではその他株主の持ち株比率の情報も利用されているため、単純な比較はできないことには注意が必要である。

企業が大半で、60%以上を超える企業も少なくない。筆頭株主の持ち株比率が100%である企業も、非上場企業の2割弱存在する。

非上場企業における特定の株主による所有の集中は、法人の持ち株比率の分布でもっとも明確に観察される。すなわち、われわれが分析対象とした非上場企業では、3分の1弱が法人持ち株比率100%の完全子会社であり、それ以外の半分（したがって、全体の約3分の1）も法人持ち株比率（法人大株主の持ち株比率の合計）が40%超である。これに対して、上場企業における法人持ち株比率（全法人株主の持ち株比率の合計）は、10%未満は多くないものの、極端に高いものはきわめて少ない。この傾向は、一部上場企業でより顕著で、法人持ち株比率は、10% - 20%が最も多く、つづいて20% - 30%、30% - 40%、0% - 10%の順になっている。所有の分散した大企業では比較的少ない持ち株比率でも株主は経営に影響力を与えることができるということはあるが、それを加味しても、非上場企業の集中度は高いといえるであろう。

これに対して、個人株主に関しては、持ち株比率は上場企業よりも非上場企業の方がむしろ低い傾向にある。非上場企業のなかには、個人株主の持ち株比率が100%となるオーナー企業が全体の7%弱存在する。これは、上場企業ではまったく観察されない興味深い特徴である。しかし、非上場企業全体としてみると、個人大株主の持ち株比率は、個人大株主が存在する企業に限っても、合計で0%-10%と10% - 20%が最も多く、つづいて20% - 30%、30% - 40%の順になっている。半数以上の非上場企業で、個人株主の名前が大株主のリストには存在しない。一方、上場企業の個人株主の持ち株比率（全個人株主の持ち株比率の合計）は、一部上場では20% - 30%と30% - 40%が最も高く、二部上場では30% - 40%が最も多くなっている。上場企業では特定の個人株主が大きなシェアを持つケースは稀なものの、幅広く株式が保有される結果として、個人投資家全体のシェアも高くなっているものといえる。

金融機関の持ち株比率は、非上場企業よりも上場企業ではるかに高い。大株主リストに金融機関の名前がある企業に限定しても、非上場企業における金融機関の持ち株比率は、10%未満の企業が大半で、20%を超える企業はほとんどない。非上場企業全体の87%の企業で、金融機関の名前が大株主のリストには存在しない。これに対して、上場企業全体としてみると、金融機関の持ち株比率の合計は10% - 20%が最も多いものの、30%を超える企業も全体の半分近く存在している。金融機関の持ち株比率の多さは、金融機関の株式保有に関して総量規制がなかった日本の特徴であるが、上場企業で観察されているこのような特徴がもはや非上場では観察されないことが示唆される。非上場企業の株式は、流動性が低く、ごく一部の金融機関を除けば、機関投資家としての金融機関にとって株式を保有する魅力に欠けることが原因の1

つと考えられる。もちろん、非上場企業でも、メイン・バンクが上限の 5% あるいはそれに近い株式を所有しているケースも観察される。ただ、そのようなメイン・バンクは全体の 1 割未満であり、大半のメイン・バンクは株式を全く所有していないか所有していてもわずかである。

なお、外資と政府・公団に関しては、大株主として持ち株比率が観察された企業は、上場企業でもそれほど多くないが、非上場企業ではさらに少なく、全体の 2% にも満たない。ただし、外資や政府・公団が大株主となっている非上場企業では、それらの持ち株比率が非常に大きい企業も少なからず存在している。外資の 100% 子会社と思われる企業もいくつか存在している。これらの特徴は、いずれも日本の上場企業では観察されないものである。また、全体の 2 割程度の非上場企業で、従業員持株会が大株主の 1 つとなっている。その保有比率が 30% を超えるケースは稀であるが、10% 超の企業は少なからず存在する⁵。

5 . 基本モデルの推計結果

(1) 企業の分類

本稿の目的は、非上場企業のパフォーマンスの決定要因を、ガバナンス構造に注目して考察することにある。ただし、2 節でみたように、特定の個人株主や親会社の持ち株比率に企業の支配権が集中することは、良い面と悪い面がある。特に、企業業績が好調なときに良い面が顕在化する一方、企業業績が悪化すると悪い面が顕在化する可能性が高い。

そこで、以下では、分析対象とした企業を、(A) 業績の良い企業、(B) 業績が普通の企業、(C) 業績の悪い企業、の 3 つに分類して、(1) 式を推計することとした。企業を分類するに際しては、業績の「良い」、「普通」、「悪い」は、前期の営業利潤率をベースとした。すなわち、前期の営業利潤率に対応して、上位 3 分の 1、中位 3 分の 1、下位 3 分の 1 という基準によって対象

⁵ 全国証券取引所協議会の調査「従業員持ち株状況調査」によると、日本の上場企業の平均では、従業員の加入率は 5 割近いが、従業員持株会保有比率は 1% 程度に過ぎない。また、従業員持株会保有比率が 5% を超えるケースはほとんどないといわれている。なお、米国では、上場企業と店頭登録企業のうち、従業員が全体の 15% 以上の株式を保有している企業は 4 分の 1 を超えている。ただし、米国の ESOP (Employee Stock Ownership Plan) の果たす機能は、日本の従業員持株会とは異なると考えられる。

企業を分類し、それぞれに該当する場合に1、該当しない場合に0の値をとる3つのダミー変数を作った。そして、(1)式の推計でガバナンス構造がどのような影響をトービンのqに与えたかを、財務変数とガバナンス構造を表す6つの説明変数に係数ダミーを加えることによって検討した。

われわれの基本モデルの推計結果が、表2にまとめられている。表では、各企業群における2つの財務変数と8つのガバナンス構造変数に対応した推計値は、それぞれ、基準となる推計値に係数ダミーの推計値を合算した値として表示されている。また、標準偏差および統計的有意性も、それら合算値に対応するものとして計算してある。したがって、表の推計値から、各企業群において財務変数とガバナンス構造変数がそれぞれトービンのqにどのような影響を与えているかを直接見ることができる。

結果は、基本系列を用いた場合(a)も、参考系列を用いた場合(b)も、基本的に同じであり、おおむね予想された通りの符号をとっている。まず、利潤率は、企業業績の良し悪しに関わらず、いずれもプラスの符号をとっている。これら推定されたパラメーターは、いずれも想定通りの符号条件を満たし、かつすべて5%水準で統計的に有意な影響を与えている。一方、債務・総資産比率は、業績が良い企業群では有意でないプラスの符号をとるものの、業績が中位企業群および下位の企業群ではいずれもマイナスの符号をとっている。特に、下位の企業群では、符号は1%水準で有意である。業績が中位および下位の企業群では、債務・総資産比率の増加はパフォーマンスの悪化を反映したものと見える。

(2) 法人株主および個人株主によるガバナンス

われわれの推計結果でより興味深い点は、法人筆頭株主および個人筆頭株主によるガバナンス構造に関する各指標が、企業業績の良し悪しに依存して、統計的に有意にゼロと異なる、しかし全く正反対の符号をとっていることである。すなわち、業績が良い企業群を対象とした場合には、法人株主および個人株主の持ち株比率の増加は、いずれも有意なプラスの影響をトービンのqに与えている。また、これらの企業群では、「100%法人持ち株ダミー」は0.02を超えるプラスの符号をとっている。これに対して、業績が悪い企業群を対象とした場合には、法人株主および個人株主の持ち株比率の増加は、いずれも有意なマイナスの影響をトービンのqに与えている。また、これらの企業群では、「100%持ち株ダミー」の符号もマイナスに転じている。

2節でも述べたように、親会社や個人大株主によるガバナンスの影響は、良い側面と悪い側面がある。良い側面は、親会社や個人大株主が、少数株主

に比べてさまざまなモニタリングを積極的に行い、子会社の経営をコントロール・規律付けを行うインセンティブが高い点である。親会社や個人大株主は、多くの場合、自ら経営に参画して企業価値を高める努力をする一方、社長や代表取締役を交代させるなど、業績改善に向けたさまざまな取り組みに関与することも少なくない。

しかしながら、その一方で、親会社や個人大株主は、少数株主の利益を軽視し、自分にとって都合の良い決定を押し付けてくる可能性もある。また、親会社から役員を派遣した場合や大株主自らが経営者である場合、業績が悪化した場合でも、十分な経営陣のリストラを行うことが難しく、さらなる企業価値の低下を招くこともあるであろう。大株主が近視眼的な利益を追求する場合、中長期的な視野にたった経営を行うことも難しくなる。

表2の分析結果は、このような親会社や個人大株主によるガバナンスの良い側面は企業業績が良い場合に顕在化する傾向にある反面、業績が悪化した場合には逆に悪い側面が顕在化する傾向にあることを示している。先行研究では、子会社のパフォーマンスが悪化した場合、親会社は役員を派遣し、社長や代表取締役を交代させるなど、子会社の業績改善に向けたさまざまな取り組みに関与する可能性が日本企業の特徴として指摘されてきた。しかし、われわれが対象とした非上場企業の結果を見る限り、この可能性は全体としては否定されている。

(3) 法人株主および個人株主以外のガバナンス構造

法人株主および個人株主以外のガバナンス指標では、外資の持ち株比率と従業員持ち株比率がプラスの影響をトービンの q に与えている。この傾向は、業績が良い企業群でより顕著であるが、外資の持ち株比率では業績が中位の企業群でも依然として有意なプラスの影響を与えている。この結果は、外国企業が保有する企業では外国企業の特殊資産の利用が可能となり、非外資系企業とは異なるパフォーマンスを示す可能性を示唆するものである。ただし、われわれの推計結果では、業績が悪い企業群では、外資の持ち株比率や従業員持ち株比率の影響は統計的に有意ではない。業績が悪化した場合でも、外資はこれまでのさまざまなしがらみに捉えられず、大胆なリストラやビジネスモデルの変更などを比較的容易に行うことができるという指摘も多いが、われわれの対象とした非上場企業ではその傾向ははっきりしないといえる。業績が悪化した企業群で結果が有意でない原因としては、外資系企業が非外資系の企業に比べて日本市場から撤退しやすいというマイナス面もあるかもしれない。従業員持株会を通じた従業員の企業へのロイヤリティーも、業績が悪い企業群では有効に機能していないようである。

なお、先行研究でしばしば注目されてきたメイン・バンクおよびメイン・バンク以外の金融機関の持ち株比率の影響は、非上場企業を対象としたわれわれの分析でははっきりしたものではない。メイン・バンクおよびメイン・バンク以外の金融機関の持ち株比率の影響は、業績が良い企業群ではプラスとなった。しかし、メイン・バンクの金融機関の持ち株比率の影響は、業績が悪い企業群では逆にマイナスとなった。先行研究では、パフォーマンスが低下した場合に、メイン・バンクが顧客企業の救済およびリストラに関与することが指摘されてきたが、少なくとも持ち株比率という観点からはその役割は非上場企業では否定される。

これは、上場企業と比較して、非上場企業では金融機関の持ち株比率が高くないという点が影響しているものと考えられる。情報の非対称性や契約の不完備性という観点から見た場合、非上場企業は銀行借入以外の外部資金がきわめて限られるため、資金調達においては銀行借入に大きく依存する傾向がある。したがって、「負債による規律付け」において銀行の果たす役割は、通常、非上場企業が大きいと予想される。しかし、株主としての銀行による規律付けは、非上場企業では、業績が悪化した場合でもほとんど働いていないと考えられる。

6. その他の健全性指標への影響

(1) モデルの定式化

これまでの節では、トービンの Q を被説明変数に用いることによって、ガバナンス構造が非上場企業のパフォーマンスに与える影響を考察した。トービンの Q を企業のパフォーマンスの指標として用いることは、先行研究ではもっとも一般的である。しかし、われわれが対象としている非上場企業では、株価のデータが利用可能でないため、これまでの節では、各企業の将来利益の流列を過去および現在の税引き後当期利益を用いて推計し、それを使ってトービンの Q を近似している。そこで、この節では、これまでの結果の頑健性をチェックするため、パフォーマンスの指標として営業利潤率（営業利益を時価評価した資本ストックで割ることで正規化した値）および債務・総資産比率（総借入金残高を総資産の合計で除したもの）の2つを被説明変数として用い、ガバナンス構造が非上場企業のパフォーマンスに与える影響を考察する。

営業利潤率は、同じ利潤のデータを用いているので、トービンの Q と相関が非常に高い変数である。しかし、将来利益の流列の推計値を用いていない

点や、当期利益には含まれる金利収入や特別利益を含んでないという点で、トービンの Q とは異なる指標である。したがって、現在の本業の利益をパフォーマンスの指標として重視する立場にたてば、営業利潤率はより適切な指標ともいえる。

一方、債務・総資産比率は、トービンの Q や営業利潤率に比べると、企業のパフォーマンスを示す指標としては一般的ではない。そもそも、債務・総資産比率が高い企業でパフォーマンスが低いのかそれとも高いのかさえ、自明ではない。業績が悪化した企業では、債務・総資産比率の増加は、パフォーマンスの悪化を反映したものと見える。一方、業績が好調な企業では、借り入れの増加は積極的な設備投資を反映したものととも考えられるため、債務・総資産比率が高くなっている可能性もある。しかしながら、これまでの節と同様、企業群を (A) 業績の良い企業、(B) 業績が普通の企業、(C) 業績の悪い企業、の 3 つに分類して推計を行えば、このあいまいさは部分的には回避できる。また、ガバナンス構造が非上場企業の債務比率にどのような影響を与えるかを考察すること自体も興味あるテーマである。したがって、債務・総資産比率を企業のパフォーマンス指標として用いることは、一定の意義があると考えられる。

以下では、営業利潤率または債務・総資産比率を被説明変数として用い、産業ダミーおよび年次ダミーを含む以下の 2 つの式を非バランス・パネル分析によって推計する。

$$(2) \quad \Pi_t = \alpha_1 Q_{t-1} + \beta_1 D_{t-1} + \gamma_1 \text{Corp}_{t-1} + \delta_1 \text{Dummy}_{t-1} + \varepsilon_1 \text{Ind}_{t-1} + \phi_1 \text{Main}_{t-1} \\ + \eta_1 \text{Bank}_{t-1} + \varphi_1 \text{Foreign}_{t-1} + \kappa_1 \text{Emp}_{t-1} + \rho_1 \text{Gov}_{t-1},$$

$$(3) \quad D_t = \alpha_2 Q_{t-1} + \gamma_2 \text{Corp}_{t-1} + \delta_2 \text{Dummy}_{t-1} + \varepsilon_2 \text{Ind}_{t-1} + \phi_2 \text{Main}_{t-1} \\ + \eta_2 \text{Bank}_{t-1} + \varphi_2 \text{Foreign}_{t-1} + \kappa_2 \text{Emp}_{t-1} + \rho_2 \text{Gov}_{t-1},$$

ただし、 $\Pi_t = t$ 期の営業利潤率、 $D_t = t$ 期末の債務・総資産比率。また、ガバナンス変数 Corp_{t-1} 、 Dummy_{t-1} 、 Ind_{t-1} 、 Main_{t-1} 、 Bank_{t-1} 、 Foreign_{t-1} 、 Emp_{t-1} 、 Gov_{t-1} は、いずれもこれまでと同じガバナンス構造を表す説明変数である。

(2) 営業利潤率の推計結果

営業利潤率を被説明変数にした場合の推計結果は、表 3 にまとめられている。結果は、基本系列を用いた場合(a)も、参考系列を用いた場合(b)も、

一部の符号条件を除けば、トービンのQを被説明変数として用いたケースとほぼ同じである。特に、法人筆頭株主および個人筆頭株主によるガバナンス構造に関する各指標は、これまでと同様に、企業業績の良し悪しに依存して、全く正反対の符号をとっている。すなわち、業績が良い企業群を対象とした場合には、法人株主および個人株主の持ち株比率の増加は、いずれも有意なプラスの影響を営業利潤率に与えている。また、これらの企業群では、「100%法人持ち株ダミー」も有意なプラスの符号をとっている。これに対して、業績が悪い企業群を対象とした場合には、法人株主および個人株主の持ち株比率の増加は、いずれも有意なマイナスの影響を営業利潤率に与えている。また、これらの企業群では、「100%持ち株ダミー」の符号もマイナスに転じている。したがって、法人株主および個人株主によるガバナンス構造の影響に関しては、パフォーマンス指標としてトービンのQを用いるか営業利潤を用いるかの選択には全く依存しない頑健な結果といえる。

ただし、法人株主および個人株主以外のガバナンス指標の影響については、パフォーマンス指標として営業利潤を用いると結果が変わってくる。まず、外資の持ち株比率と従業員持ち株比率の影響については、業績が良い企業群であっても、有意なプラスの影響が観察されない。また、メイン・バンクおよびメイン・バンク以外の金融機関の持ち株比率の影響も、業績が悪い企業群だけでなく、業績が良い企業群でもマイナスとなった。われわれの推計結果では、外資の持ち株比率や従業員持ち株比率、それに金融機関の持ち株比率の増加は、少なくとも短期的な営業利益の改善には役立っていないようである。

(3) 債務・総資産比率の推計結果

債務・総資産比率を被説明変数にした場合の推計結果は、表4にまとめられている。基本系列を用いた場合(a)も参考系列を用いた場合(b)もおおむね同じである。表4でもっとも興味深い結果は、法人筆頭株主によるガバナンス構造の影響が、企業業績の良し悪しに依存して、全く正反対の符号をとっていることである。すなわち、業績が良い企業群を対象とした場合には、法人株主の持ち株比率の増加および100%法人持ち株ダミーは、いずれも有意なマイナスの影響を債務・総資産比率に与えている。これに対して、業績が悪い企業群を対象とした場合には、法人株主の増加および100%法人持ち株ダミーは、いずれも有意なプラスの影響を営業利潤率に与えている。

この結果は、法人筆頭株主の持ち株比率が高い企業では、業績が良いときには負債が少ない反面、業績が悪くなると負債が他企業より増加する傾向にあることを示している。業績が悪化した場合の負債が多いという結果は、親

会社からの救済融資が増加することによっても考えられる。しかし、別の見方をすれば、親会社の持ち株比率が高い企業では、業績が悪化したにも関わらず、負債の圧縮が十分になされず、中長期的に有益なリストラも十分ではない可能性を示唆しているとも言える。

一方、個人筆頭株主によるガバナンス構造の影響は、企業業績の良し悪しに関わらず、有意な正の符号をとっている。ただし、その係数値は業績が良い企業群に比べて悪い企業群の方がはるかに大きい。すなわち、個人大株主の持ち株比率が高い企業では、業績の良し悪しに関わらず他企業より負債は多いが、業績が悪くなった場合に負債がより増加する傾向にあることを示している。個人大株主の持ち株比率が高い企業でも、業績が悪化したにも関わらず、負債の圧縮が十分ではない可能性があると言える。

7. 株式の間接所有を通じた影響

これまでの節では、ガバナンス構造の変数として各上場企業の大株主の持ち株比率を直接用いて、それが非上場企業のパフォーマンスに与える影響を考察してきた。しかし、La Porta, Lopez-De-Silanes, and Shleifer (1999)らが指摘したように、OECD 諸国の上場企業でさえ、子会社や関連会社を通じた間接的株式所有が幅広く観察されている。このような間接所有が存在する場合、大株主が企業の意思決定に影響を与えることができる権利(voting rights)が、配当を受ける権利など単純な持ち株比率に対応した権利(cash-flow rights)を上回る。したがって、ガバナンス構造が企業パフォーマンスに与える影響を考察する上では、直接の大株主の持ち株比率を見るだけでは不十分であり、間接所有を考慮した究極的な大株主の持ち株比率を説明変数として用いることがより適切となる。

われわれの分析対象としている非上場企業でも、いくつかの企業で、典型的な間接所有が観察される。たとえば、図2は、「A社」の所有構造を図示したものである。A社の直接の大株主は、a社、b社、c社の3つの法人で、各法人の持ち株比率は23%、17%、13%となっている。しかし、筆頭株主のa社は同族会社で、筆頭株主のX氏が38%の株式を保有すると同時に、全体の過半数を超える株式をそのファミリー(Y氏、Z氏、W氏)で所有している。また、A社の第2、第3の大株主であるb社およびc社も、a社が筆頭株主となっているだけでなく、X氏自身も大株主となっている。このため、A社の事実上の筆頭株主はX氏およびそのファミリーと考えることができる。前節までの分析では、A社は法人筆頭持ち株比率の高いガバナンス構造を持つ企

業として取り扱ってきたが、厳密には、個人筆頭持ち株比率の高いガバナンス構造を持つ企業として取り扱うほうが適切な例といえる。

また、図3は、「B社」の所有構造を図示したものである。B社の直接の大株主は、「f社」で、その持ち株比率は24%となっている。しかし、親会社のf社はC社の準子会社で、C社がその株式の17%を保有している。したがって、B社は実質的にはC社の孫会社に近いといえる。なお、B社については、h社と株式の持合をしているなど、その他にも興味深い特徴がある。また、h社は、従業員持ち株比率が高い会社であることも図3からわかる。

もっとも、子会社や関連会社を通じた間接的株式所有が株式を20%以上保有することで可能になると仮定した場合、われわれの分析対象としている非上場企業では間接所有の存在はそれほど多くない。実際、各非上場企業の法人筆頭株主に対する所有構造を調べてみると、特定の個人あるいは法人が孫会社を間接所有しているケースは、全サンプルの4%程度に過ぎなかった。

以下では、われわれが分析対象としている企業(x)の親会社(y)が特定の株主(z)によって集中的に支配されている場合、その株主(z)が分析対象の企業(x)を「間接所有」としていると考えことにする。推計に際しては、親会社(y)の筆頭株主(z)が20%以上のy社株を保有しているサンプルについて、その株主(z)を分析対象の企業(x)の株主として親会社(y)と置き換えることで、間接所有を考慮したデータを作成した。また、分析対象の企業(x)の株主にすでに株主(z)が記載されている場合は、親会社(y)と置き換えた分の持ち株比率に直接保有分の持ち株比率を合わせた持ち株比率を株主(z)が保有しているものとした。

間接所有の存在を考慮した場合の推計結果は、表5にまとめられている。結果は、基本系列(a)を用いた場合も参考系列を用いた場合(b)も、おおむね基本推計の結果である表2と同じである。特に、法人筆頭株主および個人筆頭株主によるガバナンス構造に関する各指標は、企業業績の良し悪しに依存して、全く正反対の符号をとっている。間接所有の存在を考慮した場合でも、親会社や個人大株主によるガバナンスの良い側面は企業業績が良い場合に顕在化する傾向にある反面、業績が悪化した場合には逆に悪い側面が顕在化する傾向にあることがサポートされる。

8. 業績の絶対的な基準で企業を分類したケース

われわれの分析の大きな特徴は、ガバナンス構造の影響を見る際に、企業を(A)業績の良い企業、(B)業績が普通の企業、(C)業績の悪い企業、の

3つのグループに分類していることである。これまでの節では、企業の分類に際しては、業績の「良い」、「普通」、「悪い」は、前期の営業利潤率に対応して、上位3分の1、中位3分の1、下位3分の1という基準を用いてきた。この基準を用いると、年によって特定の企業群の数が増減しないため、安定した推計結果が得られやすいというメリットがある。利潤率の絶対的な水準で分類すると、好況期に(A)の数が極端に増え、不況期に(C)の数が極端に増加するため、タイムダミーを入れたわれわれの推計では結果が不安定になりやすい。また、株主や経営者のガバナンス構造を考察する際に、絶対的な業績ではなく、他の企業との相対的な業績で判断を行うことは、企業パフォーマンスを他社との比較でとらえるという観点に立てば理論的にも意味付けを行うことは可能である。しかし、われわれの結果が頑健であるためには、企業の分類方法によって結果が大きく変わることがないことが必要である。

そこで以下では、分析対象とした企業を、営業利潤率の絶対的な水準をベースとして3つに分類し、結果の頑健性をチェックすることにする。具体的には、まず全期間・全サンプルの営業利潤率を、上位20%を「良い」、下位20%を「悪い」、それ以外を「普通」として絶対的な基準を作成し、前期の営業利潤率がどの基準を満たすかで、年毎に企業を業績の「良い」、「普通」、「悪い」に分類して、(1)式を推計することとした⁶。推計結果は、表6にまとめられている。結果は、業績が悪い企業群における個人株主の推計値の統計的な有意性が若干低下するものの、基本系列を用いた場合も参考系列を用いた場合も、おおむね基本推計の結果である表2と同じである。特に、法人筆頭株主および個人筆頭株主によるガバナンス構造に関する各指標は、企業業績の良し悪しに依存して、全く正反対の符号をとっている。絶対的な基準で企業を分類した場合でも、親会社や個人大株主によるガバナンスの良い側面は企業業績が良い場合に顕在化する傾向にある反面、業績が悪化した場合には逆に悪い側面が顕在化する傾向にあることを示している。

9. おわりに

本稿では、デフレ下の日本経済における非上場企業のパフォーマンスの決定要因を、ガバナンス構造に注目して考察した。非上場企業のトービンの q （営業利益の割引現在価値）の決定要因を推計した場合、非上場企業の所有

⁶ この基準を用いると、営業利益率による分割の閾値は、[良い] > 0.59 > [普通] > 0.04 > [悪い]、となる。

構造は、財務データなど標準的な財務変数に加えて、各非上場企業のパフォーマンスに対して有意な影響を及ぼすことが明らかになった。ただし、その影響は、企業の業績が良い場合と悪い場合で、全く異なっていた。特に、特定の個人株主や親会社の持ち株比率の上昇は、業績が良い企業ではプラスに働いた反面、業績が悪化した企業では逆にマイナスに働いていた。

本稿の結果は、企業が右肩上がり成長している限り、非上場企業における株式所有の集中は、むしろ好ましい効果をもたらすことを示している。しかし、ひとたび企業経営がつまづき始めると、それまでうまく機能していた日本の非上場企業のゆがんだガバナンス構造が、その業績をさらに低迷させる方向に働く可能性が高い。デフレ下の日本経済で企業業績が悪化した後、ガバナンス構造がその業績をさらに低迷させる方向に機能してしまった可能性を示唆するものである。

もちろん、紙面に限りのある本稿において、非上場企業のコーポレート・ガバナンスに関する議論を網羅することには限界があることはいうまでもない。今回の分析では、非上場企業が分析の多くが依然として対象外となっていることである。データの制約上、分析を規模の小さい非上場企業まで含めて拡張することは容易ではない。しかし、規模の小さい非上場企業のデータを用いることができれば、コーポレート・ガバナンスの役割をさらに幅広く検証できると考えられる。

参考文献

- 伊藤秀史・菊谷達弥・林田修、(2003)、「親子会社間の多面的関係と子会社のガバナンス」花崎正晴・寺西重郎編『コーポレート・ガバナンスの経済分析』東京大学出版会、pp.51-80。
- 小佐野広、(2001)、『コーポレート・ガバナンスの経済学』日本経済新聞社。
- 木村福成・清田構造、(2003)、「日本企業における外資比率と企業経営」花崎正晴・寺西重郎編『コーポレート・ガバナンスの経済分析』東京大学出版会、pp.159-181。
- 小宮隆太郎、(1993)、「日本企業の構造的・行動的特徴」伊丹敬之・加護野忠男・伊藤元重編『日本の企業システム - 第1巻 企業とは何か』第10章、有斐閣。
- 花崎正晴・寺西重郎編、(2003)『コーポレート・ガバナンスの経済分析』、東京大学出版会。
- 福田慎一・粕谷宗久・赤司健太郎、(2004)「デフレ下における非上場企業のデフォルト分析」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、04-J-14。
- 福田慎一・粕谷宗久・中島上智、(2005)、「非上場企業の設備投資の決定要因：金融機関の健全性および過剰債務問題の影響」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、05-J-2。
- Abel, A.B. and O.J. Blanchard, (1986), "The Present Value of Profits and Cyclical Movements in Investment," Econometrica, 54-2, pp249-272.
- Aoki, M., (1984), "Aspects of the Japanese Firm," in M. Aoki ed., The Economic Analysis of the Japanese Firm, North-Holland, Chapter 1, pp.3-43.
- Blanchard, O.J., C. Rhee, and L. Summers, (1990), "The Stock Market, Profit, and Investment," NBER Working Papers 3370.
- Hayashi, F., and T. Inoue, (1991), "The Relation between Firm Growth and Q with Multiple Capital Goods: Theory and Evidence from Panel Data on Japanese Firms," Econometrica, 59, pp213-224.
- Kang, J.-K., and A. Shivdasani, (1995), "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan" Journal of Financial Economics 38, pp.29-58.
- Kang, J.-K., and A. Shivdasani, (1997), "Corporate Restructuring during Performance Declines in Japan," Journal of Financial Economics 46, pp.29-65.

- Kaplan, S.N., and B.A. Minton, (1994), "Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers," Journal of Financial Economics 36, pp.225-258.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer, (1999), "Corporate Ownership around the World," Journal of Finance, Vol. 54, pp. 471– 517.
- Lichtenberg, F.R., and G.P. Pushner, (1994), "Ownership Structure and Corporate Performance in Japan," Japan and the World Economy 6, pp.239-261.
- Morck, R., M. Nakamura, and A. Shivdasani, (2000), "Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan," Journal of Business 73, pp.539-567.
- Ofek, E., (1993), "Capital Structure and Firm Response to Poor Performance," Journal of Financial Economics 34, pp.3-30.
- Rajan, R.G., (1992)"Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arm's-Length Debt." Journal of Finance, 47(7), pp.1367-1400.
- Sharpe, S., (1990) "Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships." Journal of Finance, 45(4), pp.1069-1087.

(補論1) トービンのqの算出

トービンのqは、将来利益の割引現在価値を資本ストックの再取得価格で除することによって算出される。トービンのqの分母にあたる「資本ストック」に関しては、(補論2)で算出される実質資本ストック(除く土地)の前期末分を用いた。

一方、トービンのqの分子にあたる「将来利益の割引現在価値」に関しては、通常、その価値を近似的に反映するとされる株価が用いられるが、本稿が分析対象とする非上場企業では公開市場での株価が存在せず、このアプローチは適用できない。そこで、各企業の将来利益(税引き後利益)の流れを推計し、それを使って各企業の将来利益の割引現在価値を近似した。

π_t を t 期の実質利益、r を実質利子率とすると、「将来利益の割引現在価値」は、

$$V_t = \sum_{i=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r} \right)^i E_{t+i}$$

と定義される。本稿の基本系列では、階差をとった実質利益の流れが p 次の階差自己回帰(AR)モデル

$$\pi_t = \sum_{i=1}^p \rho_i \pi_{t-i} + \varepsilon_t$$

(ただし、 ε_t はホワイト・ノイズ)に従うと仮定し、割引現在価値 V_t を

$$V_t = \pi_{t-1}/r + E \sum_{i=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r} \right)^i \sum_{j=0}^i \Delta \pi_{t+j}$$

と近似する。具体的には、実質利益 (π_t) を

実質利益 = (税引き後利益 + 減価償却率 + 支払利息) / 物価(産業別 CGPI)

税引き後利益 = 経常利益 - (税引き後当期利益 - 税引き前当期利益)

として計算し、各企業の実質利益の階差数列 $\{\pi_t\}$ に対して、AR モデルを個別に推計した。モデルの次数は $p = 3$ から 5 まで増やしていき、ダービン・ワトソンの系列相関検定および非定常となる単位根検定をクリアする最も小さい次数を選択した。 $p = 5$ まで増やしてもこの2つのいずれかをクリアできない

企業はサンプルからはずした。また、将来利益の予測をするため、実質利益の通期平均がマイナスとなる企業もサンプルから除外している。

こうして推計された AR モデルに基づく将来利益の予測値から、割引現在価値 V_t を算出した。ただし、近似式の和の部分に関して T は十分に大きい値が望ましいので、加える項が十分に小さく無視できる将来時点 T までの和を計算している。なお、 V_t の算出に用いた実質利子率 r は、鈴木(2001)に従い、各企業の「支払利息 / (短期借入金 + 長期借入金 + その他の固定負債 + 割引手形)」の平均をとることによって求めた。⁷

一方、本稿の参考系列では、実質利益の流来がランダム・ウォークに従うと仮定し、割引現在価値 V_t を $V_t = V_{t-1}/r$ と近似した。基本系列と同様に、 V_t の算出に用いた実質利子率 r は、各企業の「支払利息 / (短期借入金 + 長期借入金 + その他の固定負債 + 割引手形)」の平均をとることによって求め、実質利益の通期平均がマイナスとなる企業はサンプルから除外した。ただし、参考系列では、基本系列のように系列相関検定および単位根検定をクリアできない企業をサンプルからはずすことをしないため、対象となった企業数は、基本系列よりも多くなっている。

(補論 2) 実質資本ストック (再取得価格) の算出

- 本稿では、東京商工リサーチのデータベースに収録された 1984 年以降の財務データを使って、恒久棚卸法によって資産別に資本ストックの再取得価格を計算し、それを集計することによって有形固定資産の再取得価格の総額を作成した。計算方法は、Hayashi-Inoue(1991)にもとづいており、具体的な作成プロセスは、以下の通りである。

< 資産別設備投資 (除く土地) >

- 資産別名目設備投資額は、以下の定式化にもとづいて算出される。

⁷ 理論上は、平均をとらず各期の値を用いることによって可変的な割引率を用いることによって計算することも可能である。しかし、このようにして求めた可変的な割引率は計測誤差が大きいと考えられるので、本稿では採用しなかった。

$$\text{当期名目設備投資額} = \text{当期末有形固定資産簿価} - \text{前期末有形固定資産簿価} \\ + \text{当期減価償却額}$$

- こうして算出した資産別名目設備投資額を、資産別投資財価格でデフレートすることで資産別実質設備投資額を求めている。なお、資産別の投資財デフレーターは、建物・構築物については卸売物価指数の建設材料を、機械装置、車両・運搬具、工具・備品については同指数の資本財を用いている。
- 本稿の分析に用いた東京商工リサーチのデータベースには、減価償却額が記録されていないので、各期の有形固定資産残高に、業種別・資産別・期別の償却率をかけた値を減価償却額とした。償却率に関しては、日本政策投資銀行の「企業財務データバンク」に収録されている財務データから次のように計算した。資本金1億円以上10億円未満の企業について、資産別有形固定資産残高と減価償却額について業種別・決算年度別に平均をとり、「償却率 = 減価償却費 / 有形固定資産残高」とした後で、算出した償却率に移動平均 MA(3) をかけ、短期的変動を除去したものをを用いている。なお、資本金1億円以上10億円未満ではデータが存在しない業種や、算出された償却率が0となる資産・期が4割を超える業種については、同業種で資本金10億円以上の企業を使って計算した値を代わりに用いた。

< 資産別実質資本ストック（除く土地） >

- 先行研究に倣って、恒久棚卸法(Perpetual-Inventory-Method)に基づき先程の資産別実質設備投資額と、資本ストックの物的償却率を用いて、以下の計算式に従い作成している。なお、資本ストックの物的償却率 (δ) については、Hayashi-Inoue が用いた資産別の数値（建物：4.7%、構築物：5.64%、機械装置：9.489%、船舶・車両・運搬設備：14.70%、工具・備品：8.838%）を利用している。

$$K_{jt} = (1 - \delta)K_{jt-1} + I_{jt}$$

K_{jt} : 企業 j の t 期における資産別実質資本ストック

I_{jt} : 企業 j の t 期における資産別実質設備投資額

δ : 資産別物的償却率

表 1. 財務変数サンプル属性

(a) 基本系列におけるサンプル (n=6,709)

変数	平均	標準偏差	最小値	中央値	最大値
トービンの q (基本系列)	1.929	2.580	-19.736	1.405	19.872
営業利潤率	0.412	1.128	-16.680	0.202	19.859
債務・総資産比率	0.311	0.229	0.000	0.292	1.832
投資比率	0.061	0.521	-0.939	-0.009	19.059

(b) 参考系列におけるサンプル (n=7,479)

変数	平均	標準偏差	最小値	中央値	最大値
トービンの q (基本系列)	2.061	3.049	-19.882	1.432	19.825
営業利潤率	0.428	1.164	-16.680	0.207	19.859
債務・総資産比率	0.302	0.228	0.000	0.282	1.928
投資比率	0.063	0.511	-0.977	-0.008	19.059

表2. 基本モデルの推計結果(被説明変数:トービンのq)

(a) 基本系列

被説明変数(t): サンプル	トービンのq(基本系列)		
	(A)業績[良]	(B)業績[中]	(C)業績[悪]
説明変数(t-1)	Coefficient (S.E.)	Coefficient (S.E.)	Coefficient (S.E.)
営業利潤率	0.6170 (0.1150) ***	0.7947 (0.3370) **	0.8005 (0.3204) **
債務・総資産比率	0.4077 (0.3838)	-0.2583 (0.1963)	-0.7325 (0.2113) ***
持ち株比率			
法人・筆頭株主			
(100%持株ダミー)	0.0211 (0.0035) ***	0.0021 (0.0013)	-0.0067 (0.0026) **
(それ以外)	0.0161 (0.0035) ***	0.0018 (0.0015)	-0.0103 (0.0022) ***
個人・筆頭株主	0.0164 (0.0054) ***	-0.0022 (0.0017)	-0.0057 (0.0022) **
メイン・バンク	0.1111 (0.0587) *	-0.0214 (0.0233)	-0.1574 (0.0453) ***
メイン・バンク以外の金融機関	0.0507 (0.0082) ***	-0.0104 (0.0080)	0.0270 (0.0303)
外資	0.0528 (0.0186) ***	0.0109 (0.0044) **	0.0050 (0.0099)
政府・公団	-0.0082 (0.0140)	-0.0139 (0.0111)	0.0003 (0.0042)
従業員持ち株会	0.0223 (0.0089) **	0.0042 (0.0032)	-0.0063 (0.0043)
タイムダミー			
1998年	-0.1647 (0.0873) *		
1999年	-0.0223 (0.0869)		
2000年	0.2605 (0.0917) ***		
2001年	0.4871 (0.0953) ***		
2002年	0.4670 (0.0946) ***		
産業ダミー			
農業	-0.1009 (0.1243)		
鉱業	-0.0573 (0.4391)		
建設	0.1461 (0.1218)		
卸売	0.4494 (0.1143) ***		
不動産	-0.0102 (0.2428)		
運輸・通信	-0.3383 (0.1601) **		
サービス	1.2084 (0.2257) ***		
定数項	1.1078 (0.1381) ***		
企業数	1,589		
サンプル数	6,706		

注1)「***」、「**」、「*」はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

注2)「筆頭株主」は株主の中で最大の持ち株比率で、かつ20%を超えているサンプルを示す。

注3)「業績」は年度別・業種別の営業利益(率)でサンプルを3等分割し、係数ダミーとして1本の式で推計している。

(b) 参考系列

被説明変数(t): サンプル	トービンのq(参考系列)		
	(A)業績[良]	(B)業績[中]	(C)業績[悪]
説明変数(t-1)	Coefficient (S.E.)	Coefficient (S.E.)	Coefficient (S.E.)
営業利潤率	0.8693 (0.1321) ***	1.1082 (0.3279) ***	1.4265 (0.3853) ***
債務・総資産比率	0.9034 (0.4356) **	-0.0557 (0.1740)	-0.8951 (0.2033) ***
持ち株比率			
法人・筆頭株主			
(100%持株ダミー)	0.0250 (0.0034) ***	0.0018 (0.0010) *	-0.0070 (0.0021) ***
(それ以外)	0.0183 (0.0035) ***	0.0017 (0.0013)	-0.0092 (0.0020) ***
個人・筆頭株主	0.0170 (0.0058) ***	-0.0020 (0.0018)	-0.0035 (0.0024)
メイン・バンク	0.0753 (0.0562)	-0.0103 (0.0229)	-0.1778 (0.0421) ***
メイン・バンク以外の金融機関	0.0273 (0.0093) ***	-0.0116 (0.0094)	0.0317 (0.0321)
外資	0.0667 (0.0162) ***	0.0067 (0.0026) **	-0.0057 (0.0163)
政府・公団	-0.0019 (0.0116)	-0.0099 (0.0109)	0.0047 (0.0047)
従業員持ち株会	0.0150 (0.0080) *	-0.0003 (0.0027)	-0.0054 (0.0042)
タイムダミー			
1998年	-0.0931 (0.0913)		
1999年	-0.1231 (0.0839)		
2000年	0.2592 (0.0922) ***		
2001年	0.7043 (0.0960) ***		
2002年	0.4183 (0.0983) ***		
産業ダミー			
農業	-0.3338 (0.1421) **		
鉱業	-0.3148 (0.4572)		
建設	0.0395 (0.1174)		
卸売	0.2847 (0.1053) ***		
不動産	-0.3172 (0.2101)		
運輸・通信	-0.5567 (0.1517) ***		
サービス	1.2034 (0.2257) ***		
定数項	1.1145 (0.1282) ***		
企業数	1,785		
サンプル数	7,479		

注1)「***」、「**」、「*」はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

注2)「筆頭株主」は株主の中で最大の持ち株比率で、かつ20%を超えているサンプルを示す。

注3)「業績」は年度別・業種別の営業利益(率)でサンプルを3等分割し、係数ダミーとして1本の式で推計している。

表3. モデルの推計結果(被説明変数:営業利潤率)

(a)基本系列

被説明変数(t): サンプル	営業利潤率		
	(A)業績[良]	(B)業績[中]	(C)業績[悪]
説明変数(t-1)	Coefficient (S.E.)	Coefficient (S.E.)	Coefficient (S.E.)
トービンのq (基本系列)	0.1444 (0.0220) ***	0.0011 (0.0236)	0.0793 (0.0348) **
債務・総資産比率	0.0226 (0.1720)	-0.0446 (0.0675)	-0.2011 (0.0995) **
持ち株比率			
法人・筆頭株主			
(100%持株ダミー)	0.0042 (0.0016) ***	-0.0003 (0.0003)	-0.0026 (0.0014) *
(それ以外)	0.0055 (0.0020) ***	0.0001 (0.0004)	-0.0017 (0.0008) **
個人・筆頭株主	0.0092 (0.0025) ***	0.0005 (0.0006)	-0.0027 (0.0009) ***
メイン・バンク	-0.0053 (0.0282)	-0.0009 (0.0060)	-0.0285 (0.0122) **
メイン・バンク以外の金融機関	-0.0099 (0.0026) ***	0.0002 (0.0017)	-0.0055 (0.0023) **
外資	-0.0030 (0.0020)	0.0000 (0.0015)	-0.0033 (0.0013) **
政府・公団	0.0031 (0.0029)	0.0037 (0.0015) **	0.0001 (0.0011)
従業員持ち株会	0.0032 (0.0036)	-0.0008 (0.0008)	-0.0058 (0.0018) ***
タイムダミー			
1998年	-0.0571 (0.0551)		
1999年	0.1554 (0.0553) ***		
2000年	0.1909 (0.0529) ***		
2001年	-0.0332 (0.0515)		
2002年	0.0890 (0.0574)		
産業ダミー			
農業	-0.0517 (0.0674)		
鉱業	-0.2041 (0.1085) *		
建設	0.2644 (0.0558) ***		
卸売	0.3790 (0.0543) ***		
不動産	0.2051 (0.1182) *		
運輸・通信	-0.0729 (0.0295) **		
サービス	0.0958 (0.0526) *		
定数項	0.0120 (0.0692)		
企業数	1,589		
サンプル数	6,706		

注1)「***」、「**」、「*」はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

注2)「筆頭株主」は株主の中で最大の持ち株比率で、かつ20%を超えているサンプルを示す。

注3)「業績」は前年度の年度別・業種別の営業利益(率)でサンプルを3等分割し、係数ダミーとして1本の式で推計している。

(b) 参考系列

被説明変数(t): サンプル	営業利潤率		
	(A)業績[良]	(B)業績[中]	(C)業績[悪]
説明変数(t-1)	Coefficient (S.E.)	Coefficient (S.E.)	Coefficient (S.E.)
トービンのq (参考系列)	0.1283 (0.0152) ***	0.0113 (0.0131)	-0.0247 (0.0326)
債務・総資産比率	-0.0370 (0.1801)	-0.1369 (0.0567) **	-0.1870 (0.0921) **
持ち株比率			
法人・筆頭株主			
(100%持株ダミー)	0.0037 (0.0014) ***	-0.0008 (0.0003) **	-0.0029 (0.0011) **
(それ以外)	0.0049 (0.0016) ***	-0.0004 (0.0004)	-0.0017 (0.0009) *
個人・筆頭株主	0.0097 (0.0024) ***	-0.0001 (0.0006)	-0.0026 (0.0009) ***
メイン・バンク	-0.0207 (0.0251)	-0.0071 (0.0055)	-0.0376 (0.0134) ***
メイン・バンク以外の金融機関	-0.0059 (0.0026) **	-0.0008 (0.0018)	-0.0011 (0.0038)
外資	-0.0019 (0.0021)	-0.0005 (0.0013)	-0.0070 (0.0044)
政府・公団	0.0010 (0.0023)	0.0016 (0.0011)	0.0002 (0.0012)
従業員持ち株会	0.0053 (0.0033)	-0.0017 (0.0008) **	-0.0056 (0.0020) ***
タイムダミー			
1998年	-0.0797 (0.0502)		
1999年	0.1346 (0.0510) ***		
2000年	0.1760 (0.0491) ***		
2001年	-0.0739 (0.0502)		
2002年	0.0698 (0.0526)		
産業ダミー			
農業	-0.0083 (0.0700)		
鉱業	-0.1647 (0.1044)		
建設	0.2791 (0.0603) ***		
卸売	0.4168 (0.0547) ***		
不動産	0.2420 (0.1182) **		
運輸・通信	-0.0624 (0.0311) **		
サービス	0.1392 (0.0479) ***		
定数項	0.0774 (0.0641)		
企業数	1,785		
サンプル数	7,479		

注1)「***」、「**」、「*」はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

注2)「筆頭株主」は株主の中で最大の持ち株比率で、かつ20%を超えているサンプルを示す。

注3)「業績」は前年度の年度別・業種別の営業利益(率)でサンプルを3等分割し、係数ダミーとして1本の式で推計している。

表4. モデルの推計結果(被説明変数:負債・総資産比率)

(a) 基本系列

被説明変数(t):		負債・総資産比率		
サンプル	(A)業績[良]	(B)業績[中]	(C)業績[悪]	
説明変数(t-1)	Coefficient (S.E.)	Coefficient (S.E.)	Coefficient (S.E.)	
トービンのq (基本系列)	-0.0091 (0.0020) ***	0.0022 (0.0041)	0.0086 (0.0030) ***	
持ち株比率				
法人・筆頭株主				
(100%持株ダミー)	-0.0004 (0.0002) *	0.0000 (0.0001)	0.0005 (0.0002) ***	
(それ以外)	-0.0010 (0.0002) ***	-0.0001 (0.0002)	0.0008 (0.0002) ***	
個人・筆頭株主				
メイン・バンク	0.0011 (0.0004) **	0.0023 (0.0004) ***	0.0039 (0.0004) ***	
メイン・バンク以外の金融機関	0.0020 (0.0020)	0.0024 (0.0022)	0.0041 (0.0018) **	
外資	-0.0006 (0.0010)	0.0003 (0.0010)	-0.0003 (0.0009)	
政府・公団	-0.0053 (0.0022) **	-0.0035 (0.0012) ***	0.0025 (0.0014) *	
従業員持ち株会	-0.0012 (0.0007)	0.0011 (0.0004) ***	-0.0006 (0.0006)	
タイムダミー				
1998年	0.0129 (0.0256)			
1999年	0.3188 (0.0133) ***			
2000年	0.0004 (0.0051)			
2001年	-0.0046 (0.0068)			
2002年	-0.0003 (0.0071)			
産業ダミー				
農業	-0.0031 (0.0076)			
鉱業	-0.0020 (0.0077)			
建設	0.2154 (0.0102) ***			
卸売	-0.0192 (0.1196)			
不動産	-0.0903 (0.0139) ***			
運輸・通信	-0.0527 (0.0121) ***			
サービス	0.1623 (0.0364) ***			
定数項	0.1458 (0.0332) ***			
企業数	1,589			
サンプル数	6,706			

注1)「***」、「**」、「*」はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

注2)「筆頭株主」は株主の中で最大の持ち株比率で、かつ20%を超えているサンプルを示す。

注3)「業績」は前年度の年度別・業種別の営業利益(率)でサンプルを3等分割し、係数ダミーとして1本の式で推計している。

(b) 参考系列

被説明変数(t):		負債・総資産比率		
サンプル	(A)業績[良]	(B)業績[中]	(C)業績[悪]	
説明変数(t-1)	Coefficient (S.E.)	Coefficient (S.E.)	Coefficient (S.E.)	
トービンのq (参考系列)	-0.0062 (0.0016) ***	0.0022 (0.0037)	0.0043 (0.0020) **	
持ち株比率				
法人・筆頭株主				
(100%持株ダミー)	-0.0007 (0.0001) ***	-0.0001 (0.0001)	0.0005 (0.0001) **	
(それ以外)	-0.0010 (0.0002) ***	-0.0003 (0.0002)	0.0008 (0.0002) ***	
個人・筆頭株主	0.0011 (0.0004) **	0.0024 (0.0003) ***	0.0041 (0.0004) ***	
メイン・バンク	0.0003 (0.0069)	-0.0043 (0.0048)	0.0217 (0.0060) ***	
メイン・バンク以外の金融機関	0.0022 (0.0016)	0.0027 (0.0022)	0.0047 (0.0017) ***	
外資	-0.0002 (0.0008)	0.0000 (0.0009)	-0.0004 (0.0008)	
政府・公団	-0.0052 (0.0018) ***	-0.0029 (0.0009) ***	0.0028 (0.0014) **	
従業員持ち株会	-0.0017 (0.0006) ***	0.0005 (0.0005)	-0.0007 (0.0006)	
タイムダミー				
1998年	-0.0073 (0.0225)			
1999年	0.3100 (0.0124) ***			
2000年	0.0015 (0.0045)			
2001年	-0.0034 (0.0062)			
2002年	0.0014 (0.0065)			
産業ダミー				
農業	-0.0029 (0.0070)			
鉱業	-0.0032 (0.0071)			
建設	0.2231 (0.0094) ***			
卸売	-0.0063 (0.1145)			
不動産	-0.0797 (0.0127) ***			
運輸・通信	-0.0425 (0.0112) ***			
サービス	0.1671 (0.0333) ***			
定数項	0.1317 (0.0308) ***			
企業数	1,785			
サンプル数	7,479			

注1)「***」、「**」、「*」はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

注2)「筆頭株主」は株主の中で最大の持ち株比率で、かつ20%を超えているサンプルを示す。

注3)「業績」は前年度の年度別・業種別の営業利益(率)でサンプルを3等分割し、係数ダミーとして1本の式で推計している。

表5. 間接所有を考慮したデータの推計結果

(a) 基本系列

被説明変数(t): サンプル	トービンのq(基本系列)		
	(A)業績[良]	(B)業績[中]	(C)業績[悪]
説明変数(t-1)	Coefficient (S.E.)	Coefficient (S.E.)	Coefficient (S.E.)
営業利潤率	0.6169 (0.1148) ***	0.8017 (0.3371) **	0.8002 (0.3203) **
債務・総資産比率	0.4275 (0.3833)	-0.2422 (0.1962)	-0.7148 (0.2105) ***
持ち株比率			
法人・筆頭株主			
(100%持株ダミー)	0.0212 (0.0035) ***	0.0022 (0.0013) *	-0.0066 (0.0026) **
(それ以外)	0.0159 (0.0035) ***	0.0019 (0.0015)	-0.0102 (0.0022) ***
個人・筆頭株主	0.0164 (0.0054) ***	-0.0021 (0.0017)	-0.0056 (0.0022) **
メイン・バンク	0.1031 (0.0586) *	-0.0215 (0.0232)	-0.1566 (0.0453) ***
メイン・バンク以外の金融機関	0.0504 (0.0083) ***	-0.0113 (0.0080)	0.0261 (0.0304)
外資	0.0522 (0.0178) ***	0.0107 (0.0042) **	0.0051 (0.0097)
政府・公団	0.0206 (0.0174)	-0.0063 (0.0062)	0.0009 (0.0041)
従業員持ち株会	0.0234 (0.0090) ***	0.0043 (0.0032)	-0.0061 (0.0042)
タイムダミー			
1998年	-0.1668 (0.0871) *		
1999年	-0.0245 (0.0870)		
2000年	0.2577 (0.0917) ***		
2001年	0.4839 (0.0953) ***		
2002年	0.4654 (0.0948) ***		
産業ダミー			
農業	-0.0960 (0.1241)		
鉱業	-0.2934 (0.3548)		
建設	0.1490 (0.1216)		
卸売	0.4542 (0.1141) ***		
不動産	-0.0091 (0.2427)		
運輸・通信	-0.3553 (0.161) **		
サービス	1.2025 (0.2243) ***		
定数項	1.0962 (0.1377) ***		
企業数	1,589		
サンプル数	6,706		

注1)「***」、「**」、「*」はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

注2)「筆頭株主」は株主の中で最大の持ち株比率で、かつ20%を超えているサンプルを示す。

注3)「業績」は年度別・業種別の営業利益(率)でサンプルを3等分割し、係数ダミーとして1本の式で推計している。

(b) 参考系列

被説明変数(t): サンプル	トービンのq(参考系列)		
	(A)業績[良]	(B)業績[中]	(C)業績[悪]
説明変数(t-1)	Coefficient (S.E.)	Coefficient (S.E.)	Coefficient (S.E.)
営業利潤率	0.8695 (0.1321) ***	1.1126 (0.3280) ***	1.4264 (0.3853) ***
債務・総資産比率	0.9200 (0.4349) **	-0.0469 (0.1737)	-0.8827 (0.2027) ***
持ち株比率			
法人・筆頭株主			
(100%持株ダミー)	0.0250 (0.0034) ***	0.0018 (0.0010) *	-0.0070 (0.0021) ***
(それ以外)	0.0182 (0.0035) ***	0.0018 (0.0013)	-0.0091 (0.0020) ***
個人・筆頭株主	0.0170 (0.0058) ***	-0.0020 (0.0018)	-0.0035 (0.0024)
メイン・バンク	0.0667 (0.0557)	-0.0108 (0.0228)	-0.1766 (0.0421) ***
メイン・バンク以外の金融機関	0.0275 (0.0093) ***	-0.0113 (0.0093)	0.0303 (0.0323)
外資	0.0660 (0.0156) ***	0.0064 (0.0024) ***	-0.0057 (0.0160)
政府・公団	0.0160 (0.0147)	-0.0061 (0.0065)	0.0050 (0.0045)
従業員持ち株会	0.0152 (0.0081) *	-0.0003 (0.0027)	-0.0056 (0.0042)
タイムダミー			
1998年	-0.0946 (0.0912)		
1999年	-0.1259 (0.0839)		
2000年	0.2564 (0.0920) ***		
2001年	0.7014 (0.0958) ***		
2002年	0.4174 (0.0983) ***		
産業ダミー			
農業	-0.3330 (0.1418) **		
鉱業	-0.4576 (0.4008)		
建設	0.0420 (0.1174)		
卸売	0.2888 (0.1052) ***		
不動産	-0.3154 (0.2098)		
運輸・通信	-0.5697 (0.1509) ***		
サービス	1.2014 (0.2249) ***		
定数項	1.1090 (0.1279) ***		
企業数	1,785		
サンプル数	7,479		

注1)「***」、「**」、「*」はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

注2)「筆頭株主」は株主の中で最大の持ち株比率で、かつ20%を超えているサンプルを示す。

注3)「業績」は年度別・業種別の営業利益(率)でサンプルを3等分割し、係数ダミーとして1本の式で推計している。

表6. モデルの推計結果(絶対的な基準で分類したケース)

(a) 基本系列

被説明変数(t): サンプル	トービンのq(基本系列)		
	(A)業績[良]	(B)業績[中]	(C)業績[悪]
説明変数(t-1)	Coefficient (S.E.)	Coefficient (S.E.)	Coefficient (S.E.)
営業利潤率	0.5295 (0.1106) ***	2.5278 (0.2461) ***	0.7047 (0.3093) **
債務・総資産比率	1.0077 (0.6381)	-0.2642 (0.1816)	-0.7361 (0.2486) ***
持ち株比率			
法人・筆頭株主			
(100%持株ダミー)	0.0319 (0.0048) ***	0.0006 (0.0012)	-0.0064 (0.0034) *
(それ以外)	0.0293 (0.0055) ***	-0.0007 (0.0013)	-0.0103 (0.0030) ***
個人・筆頭株主	0.0248 (0.0075) ***	-0.0030 (0.0016) *	-0.0019 (0.0029)
メイン・バンク	0.0827 (0.0810)	-0.0204 (0.0309)	-0.1567 (0.0578) ***
メイン・バンク以外の金融機関	0.0414 (0.0085) ***	0.0346 (0.0311)	-0.0115 (0.0163)
外資	0.0815 (0.0223) ***	0.0130 (0.0042) ***	-0.0068 (0.0129)
政府・公団	-0.0208 (0.0267)	-0.0159 (0.0071) **	0.0046 (0.0046)
従業員持ち株会	0.0538 (0.0168) ***	-0.0005 (0.0025)	-0.0018 (0.0069)
タイムダミー			
1998年	-0.0576 (0.0850)		
1999年	0.0719 (0.0861)		
2000年	0.2237 (0.0900) **		
2001年	0.3778 (0.0924) ***		
2002年	0.4512 (0.0931) ***		
産業ダミー			
農業	-0.1067 (0.1287)		
鉱業	0.5329 (0.2951) *		
建設	-0.2280 (0.1170) *		
卸売	0.1375 (0.1049)		
不動産	-0.1424 (0.2342)		
運輸・通信	-0.1473 (0.1524)		
サービス	0.9422 (0.2161) ***		
定数項	0.9986 (0.1420) ***		
企業数	1,589		
サンプル数	6,706		

注1)「***」、「**」、「*」はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

注2)「筆頭株主」は株主の中で最大の持ち株比率で、かつ20%を超えているサンプルを示す。

注3)「業績」は全サンプルを営業利益率で分割し、上側20%を[良]、下側20%を[悪]、それ以外を[中]とした。

(b) 参考系列

被説明変数(t):	トービンのq(参考系列)		
サンプル	(A)業績[良]	(B)業績[中]	(C)業績[悪]
説明変数(t-1)	Coefficient (S.E.)	Coefficient (S.E.)	Coefficient (S.E.)
営業利潤率	0.7412 (0.1246) ***	2.7136 (0.2190) ***	1.2878 (0.3771) ***
債務・総資産比率	2.0236 (0.7919) **	-0.2503 (0.1646)	-0.9043 (0.2333) ***
持ち株比率			
法人・筆頭株主			
(100%持株ダミー)	0.0362 (0.0046) ***	0.0020 (0.0010) *	-0.0101 (0.0031) ***
(それ以外)	0.0333 (0.0055) ***	-0.0002 (0.0011)	-0.0106 (0.0028) ***
個人・筆頭株主	0.0245 (0.0084) ***	-0.0016 (0.0016)	-0.0014 (0.0034)
メイン・バンク	0.0051 (0.0894)	-0.0088 (0.0287)	-0.2010 (0.0511) ***
メイン・バンク以外の金融機関	0.0043 (0.0101)	0.0397 (0.0329)	-0.0146 (0.0162)
外資	0.0954 (0.0165) ***	0.0086 (0.0037) **	-0.0183 (0.0249)
政府・公団	0.0002 (0.0598)	-0.0152 (0.0069) **	0.0098 (0.0048) **
従業員持ち株会	0.0500 (0.0171) ***	-0.0029 (0.0023)	-0.0019 (0.0070)
タイムダミー			
1998年	-0.0141 (0.0887)		
1999年	-0.0056 (0.0801)		
2000年	0.2317 (0.0886) ***		
2001年	0.6067 (0.0920) ***		
2002年	0.4231 (0.0955) ***		
産業ダミー			
農業	-0.1699 (0.1092)		
鉱業	0.3862 (0.2910)		
建設	-0.3703 (0.1094) ***		
卸売	-0.0523 (0.0966)		
不動産	-0.4528 (0.1882) **		
運輸・通信	-0.2559 (0.1375) *		
サービス	0.9211 (0.2161) ***		
定数項	1.0323 (0.1296) ***		
企業数	1,785		
サンプル数	7,479		

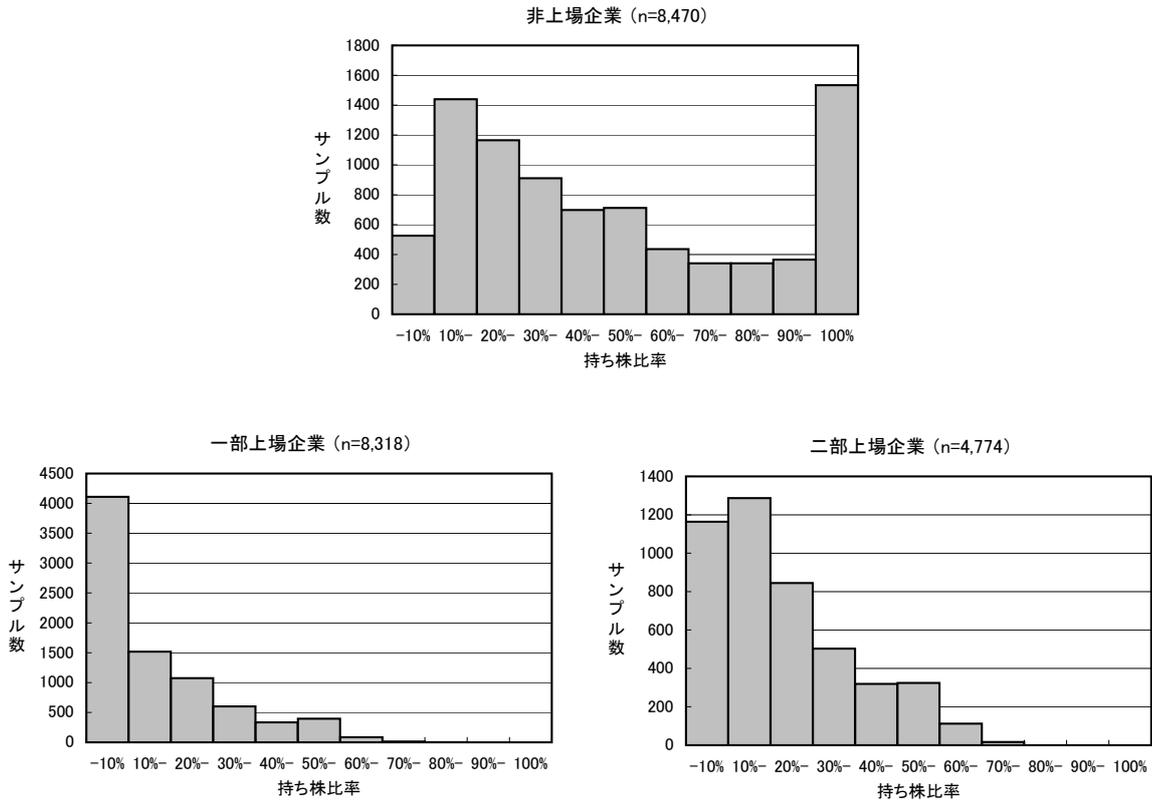
注1)「***」、「**」、「*」はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

注2)「筆頭株主」は株主の中で最大の持ち株比率で、かつ20%を超えているサンプルを示す。

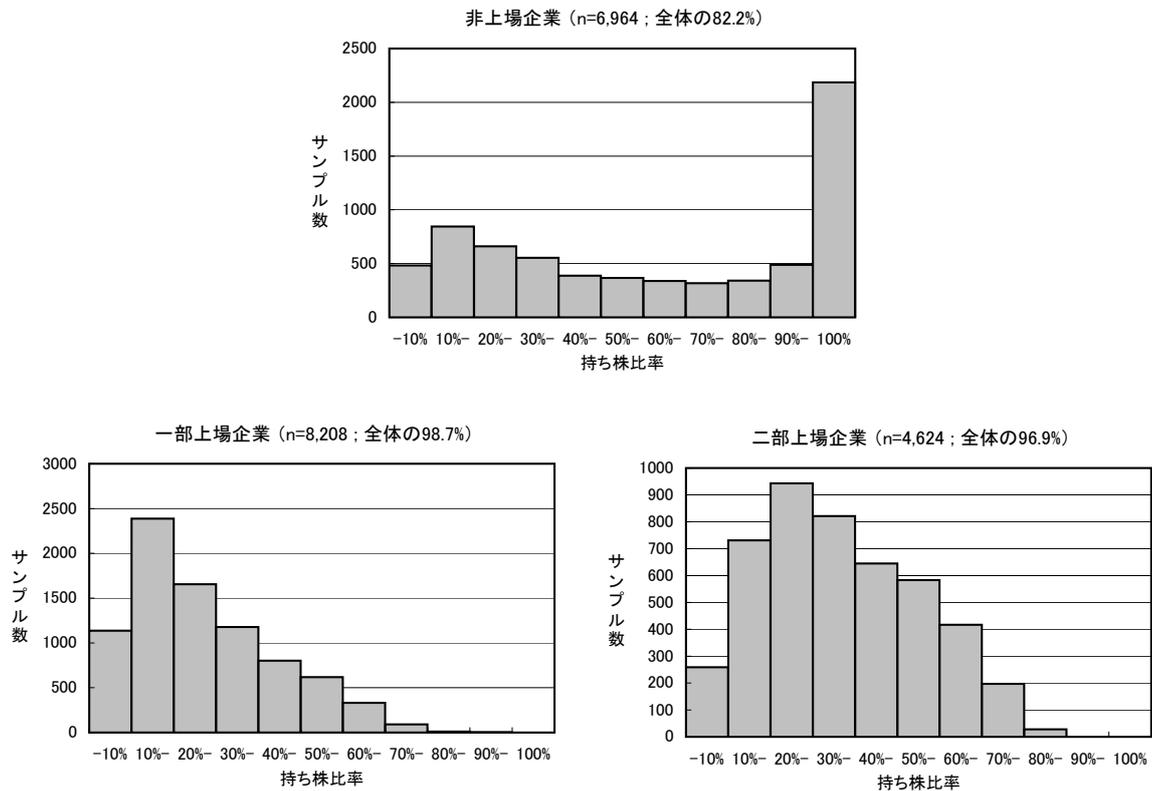
注3)「業績」は全サンプルを営業利益率で分割し、上側20%を[良]、下側20%を[悪]、それ以外を[中]とした。

図1. 持ち株比率の分布

(a) 筆頭株主の持ち株比率

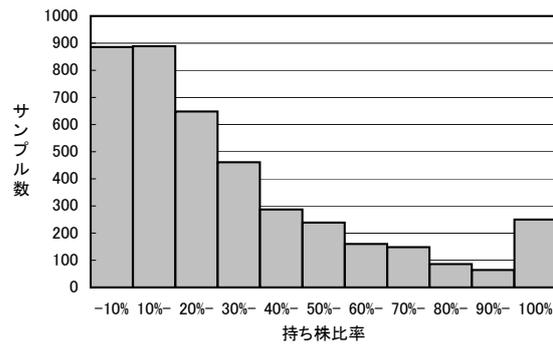


(b) 法人の持ち株比率

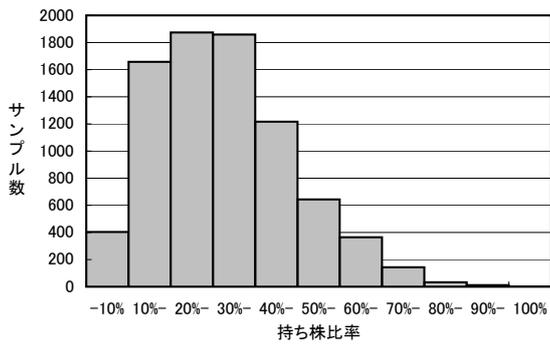


(c) 個人の持ち株比率

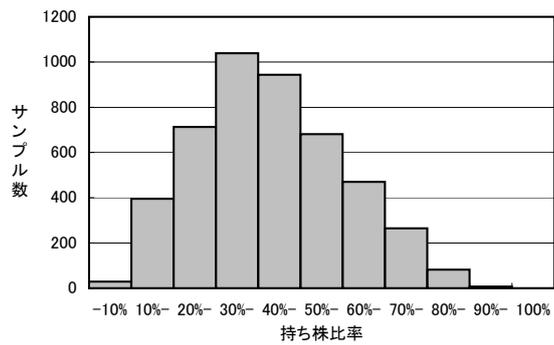
非上場企業 (n=4,118 ; 全体の48.6%)



一部上場企業 (n=8,208 ; 全体の98.7%)

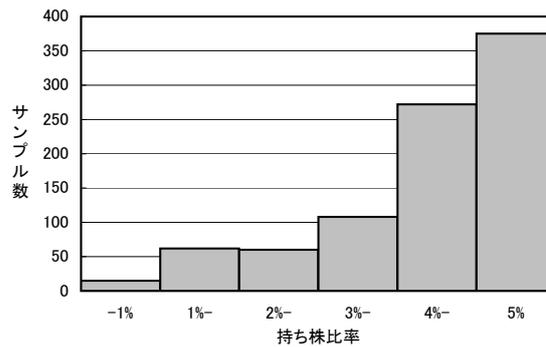


二部上場企業 (n=4,625 ; 全体の96.9%)



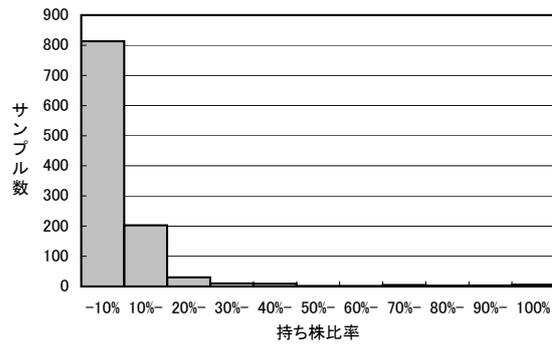
(d) メイン・バンクの持ち株比率

非上場企業 (n=892 ; 全体の10.5%)

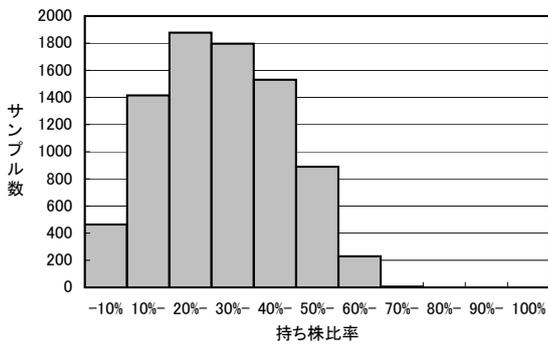


(e) 金融機関(メイン・バンクを含む)の持ち株比率

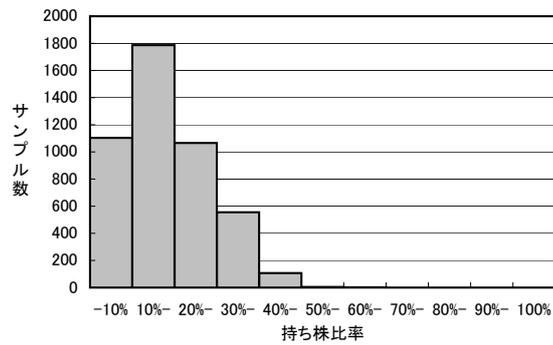
非上場企業 (n=1,083 ; 全体の12.8%)



一部上場企業 (n=8,208 ; 全体の98.7%)

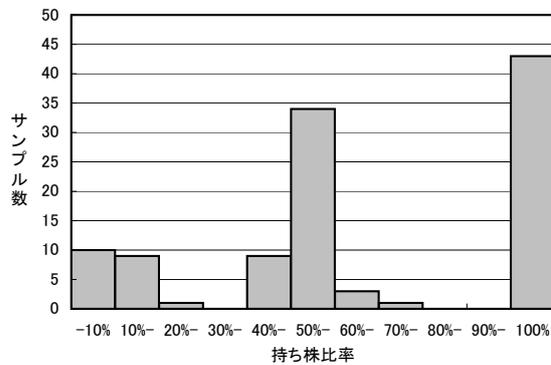


二部上場企業 (n=4,625 ; 全体の96.9%)

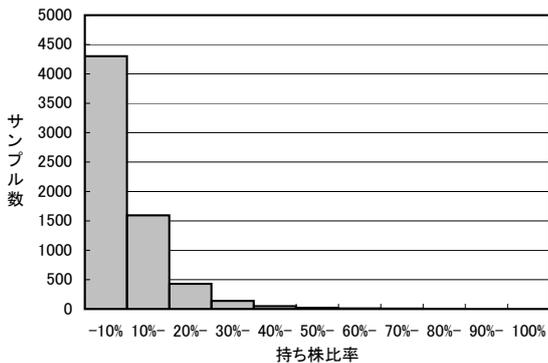


(f) 外資の持ち株比率

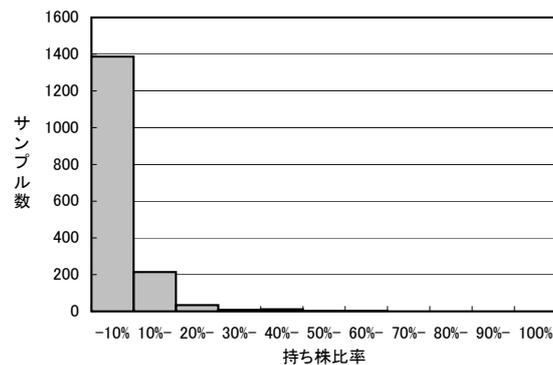
非上場企業 (n=110 ; 全体の1.3%)



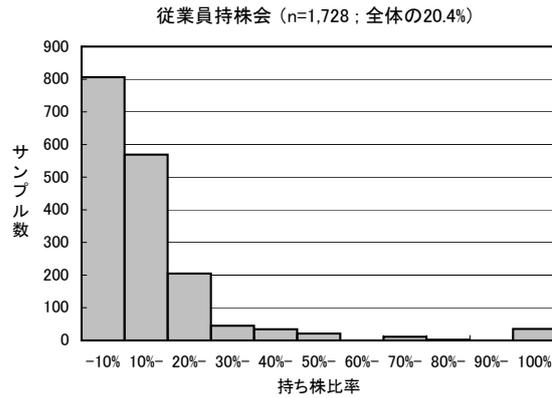
一部上場企業 (n=6,558 ; 全体の78.8%)



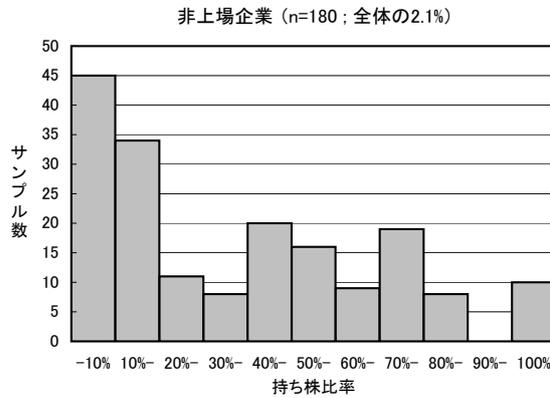
二部上場企業 (n=1,658 ; 全体の34.7%)



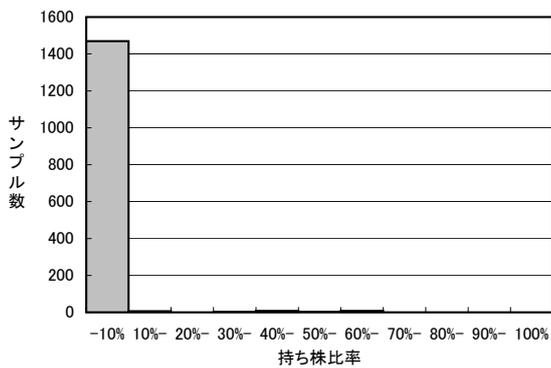
(g) 従業員持ち株会の持ち株比率



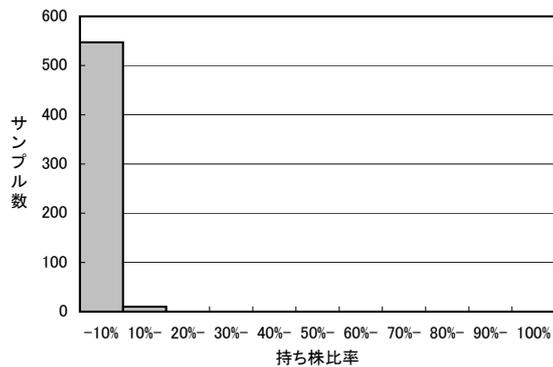
(h) 政府・公団の持ち株比率



一部上場企業 (n=1,494 ; 全体の18.0%)



二部上場企業 (n=557 ; 全体の11.7%)



注1) 上場企業は「日本政策投資銀行」の『開銀データベース』で株主情報の掲載されたデータ。
 注2) 非上場企業で判明した大株主情報を用いたデータ。
 注3) ヒストグラムは左端の値を含み、右端の値を含まない(0%も含まない)。
 注4) 各項目で該当株主が記載されているサンプルに限っている。
 注5) 上場企業データで、(c)個人には「個人その他」のデータを使用した。
 注6) 上場企業データで、「海外法人等」を(f)外資に、「政府・地方公共団体」を(h)政府・公団とした。
 注7) 各タイトルの後の()内のnはサンプル数。
 注8) 各タイトルの後の()内の%は、当該持ち株比率の値が正であった企業の比率。

図2. 間接所有の例 (A社のケース)

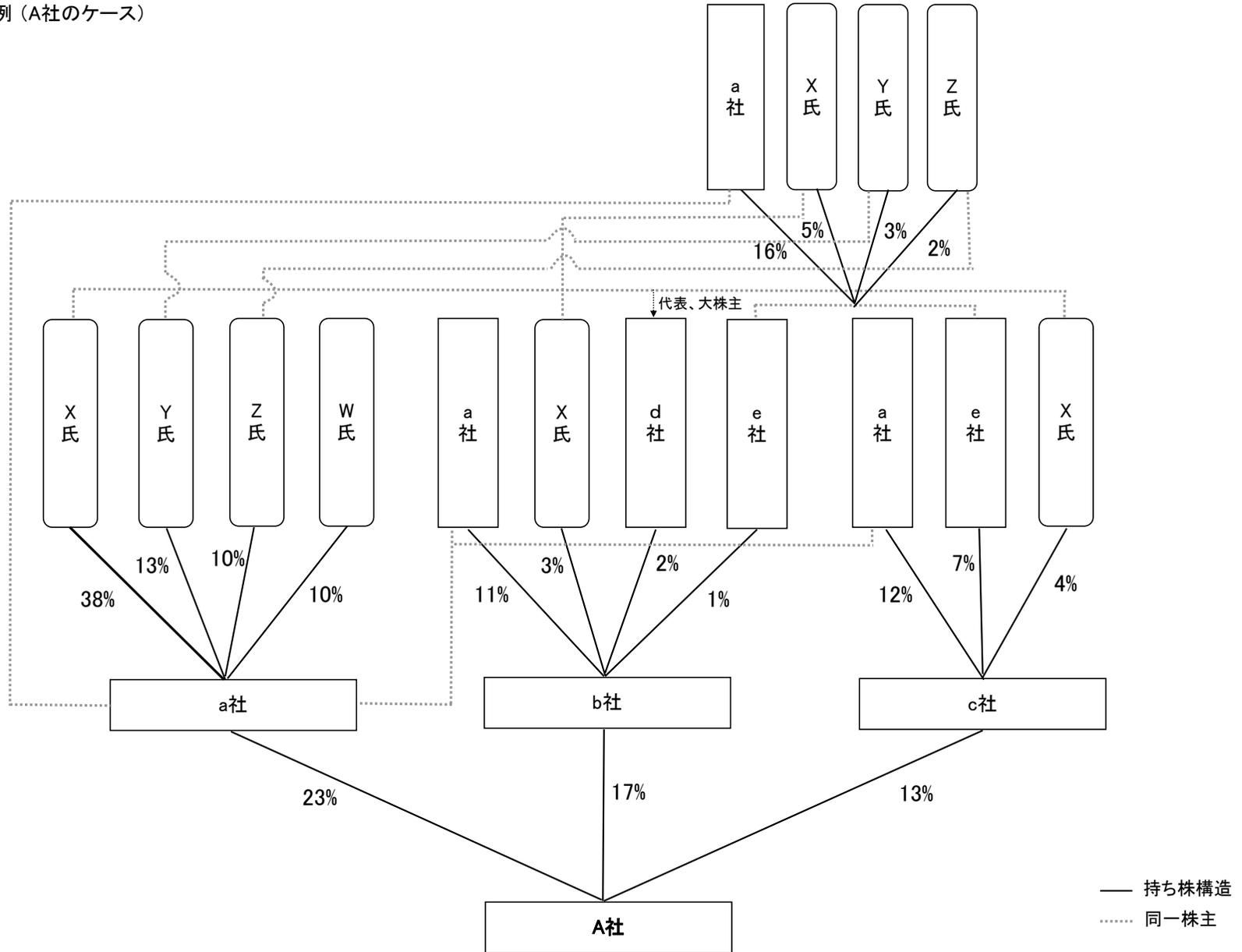


図3. 間接所有の例 (B社のケース)

