

TCER Working Paper Series

日本型コーポレート・ガバナンスの制度的補完性と進化

Japanese corporate governance: Institutional complementarity and evolution

内田交謹  
Konari Uchida

2022年 9月

Working Paper J-20  
<https://www.tcer.or.jp/wp/pdf/j20.pdf>



公益財団法人東京経済研究センター  
〒102-0072 東京都千代田区飯田橋1-7-10-703

©2022 by Konari Uchida.

All rights reserved. Short sections of text, not to exceed two paragraphs, may be quoted without explicit permission provided that full credit, including ©notice, is given to the source.

## 概要

本稿では、1980年代前半の銀行借入依存度、金融機関持株比率を用いて、金融面で伝統的な日本のコーポレート・ガバナンスの特徴を有したタイプJ企業を特定し、バブル経済期以降の資本構成・株主構成および経営者のキャリアを分析した。タイプJ企業の経営者は、相反する特徴を有したタイプN企業の経営者と比べて、入社から取締役あるいは経営者に就任するまでの期間が有意に長い。タイプJ企業はまた内部昇進型の経営者を選任する確率が高く、経営者を外部招聘する確率が低い。これらの結果は2010年代にも観察され、金融面での日本型ガバナンスが長期の昇進トーナメントを特徴とする内部管理面での日本型ガバナンスと制度的補完性を持っていたことを示唆している。一方、タイプJ企業は時間とともに借入金比率、負債比率、金融機関持株比率を大幅に低下させ、金融面での日本型ガバナンスの特徴は大きく弱まった。借入金比率の高い企業は昇進トーナメントの期間が有意に短く、金融面での日本型ガバナンスの特徴のうち銀行借入依存は、内部面での日本型ガバナンスを維持する上で必要不可欠なものではなかったといえる。ただし近年においても、金融機関持株比率の高い企業ほど長期昇進トーナメントを実施する傾向が観察される。

内田交謹  
東京経済研究センター (TCER) 及び  
九州大学  
経済学研究院  
福岡市西区元岡744  
uchida.konari.344@m.kyushu-u.ac.jp

## Abstract

This paper investigates capital structure, ownership structure, and managers' career of type J companies which we identify as having features of traditional Japanese corporate governance by using the bank debt ratio and financial institutions' ownership in the early 1980s. Managers of type J firms spend significantly longer time to be appointed to the position since they join the firm than those of type N firms, which show opposite characteristics to the type J in the early 1980s. Type J firms also tend to appoint managers who are promoted from the employee position, and are less likely to appoint outsiders to the manager position. These patterns are observed in the 2010s, suggesting that the financial governance of Japanese companies has institutional complementarity with their insider governance, which is characterized with long-term promotion tournament. Meanwhile, type J firms decrease bank debt ratio, leverage, and financial institutions' ownership significantly over time. As such, the financial governance has significantly weakened. We find a negative relation between the bank debt ratio and the length of promotion tournament, suggesting that bank reliance is not essential to keep the Japanese insider governance. Even in recent years, however, we find a positive relationship between the financial institutions' ownership and the length of tournament.

Konari Uchida  
TCER  
and  
Kyushu University  
Faculty of Economics  
744 Motooka, Nishiku, Fukuoka  
uchida.konari.344@m.kyushu-u.ac.jp

要旨

本稿では、1980年代前半の銀行借入依存度、金融機関持株比率を用いて、金融面で伝統的な日本のコーポレート・ガバナンスの特徴を有したタイプJ企業を特定し、バブル経済期以降の資本構成・株主構成および経営者のキャリアを分析した。タイプJ企業の経営者は、相反する特徴を有したタイプN企業の経営者と比べて、入社から取締役あるいは経営者に就任するまでの期間が有意に長い。タイプJ企業はまた内部昇進型の経営者を選任する確率が高く、経営者を外部招聘する確率が低い。これらの結果は2010年代にも観察され、金融面での日本型ガバナンスが長期の昇進トーナメントを特徴とする内部管理面での日本型ガバナンスと制度的補完性を持っていたことを示唆している。一方、タイプJ企業は時間とともに借入金比率、負債比率、金融機関持株比率を大幅に低下させ、金融面での日本型ガバナンスの特徴は大きく弱まった。借入金比率の高い企業は昇進トーナメントの期間が有意に短く、金融面での日本型ガバナンスの特徴のうち銀行借入依存は、内部面での日本型ガバナンスを維持する上で必要不可欠なものではなかったといえる。ただし近年においても、金融機関持株比率の高い企業ほど長期昇進トーナメントを実施する傾向が観察される。

## 1. はじめに

日本のコーポレート・ガバナンス（以下、ガバナンス）の特徴として、メインバンクを中心とする銀行借入への依存と株式持ち合いが指摘されてきた。高度経済成長期の日本企業は、社債市場へのアクセスが限られたこともあり、資金調達の大部分を銀行借入に依存せざるを得ず、メインバンクと長期的取引関係を構築した。また、敵対的企業買収に対する防御策として株式持ち合いが形成されたことで、日本の経営者は株主からのプレッシャーから解放され、大きな裁量権を持つことができた。以下では、これら金融面のガバナンス構造を金融ガバナンスと呼ぶ。

一方、企業の内部管理における日本のガバナンス（以下、内部ガバナンス）の特徴として、内部者中心の取締役会が指摘されてきた（宮島（2011））。終身雇用・年功序列制が採用され、外部労働市場が十分に発達していない状況において、企業内で従業員間の長期にわたる昇進トーナメントが行われ、取締役や経営者のポジションはその勝者に対する Prize として機能してきた。この結果、従業員は企業業績への貢献とコーディネーション能力など企業特長的な技能への投資を行うインセンティブを持ったと考えられる。

また、かねてより日本のコーポレート・ガバナンスについては、金融ガバナンスと内部ガバナンスが制度補完性を持つと指摘されてきた（Aoki, Patrick, and Sheard (1994)）。しかしながら、バブル経済の崩壊以降、日本企業の ROE（Return on Equity）が低いことが指摘され、ガバナンス改革の必要性が主張されることが多くなった。株式持ち合いやメインバンク関係の解消、取締役会改革等のガバナンス改革が進んだ現在、伝統的な日本のガバナンスの特徴は大幅に弱まったように思える。

本稿では日本のガバナンスについて、①金融・内部両面におけるガバナンスの特徴が制度的補完性を持ったのか、②その補完性は長期にわたって継続しているのかを検証する。「日本型ガバナンス」という表現は、日本企業のコーポレート・ガバナンスが経営上不可欠の制度として機能し、長期にわたって持続したことを物語っている。この時、金融ガバナンスの特徴が内部ガバナンスと制度的補完性を持つために不可欠かつ継続したのか、あるいは金融ガバナンスは内部ガバナンスとは独立に継続あるいは解消したのかを検証することは、日本のガバナンスの特徴を理解するとともに、近年の変化や今後の適切なガバナンス構造を考察する上で重要な示唆を与えるはずである。

本稿ではこれらの点を分析するために、1984 年度時点における借入金比率（借入／総資産）と金融機関持株比率（信託勘定持株比率を除く）を用いて、金融面で日本型ガバナンスの特徴を持った企業を特定する（タイプ J 企業）。また、同じ 1984 年度に反対の特徴を持った企業をタイプ N 企業と定義し、バブル経済期以降のタイプ J、タイプ N 企業の比較を行

うことで、日本型ガバナンスの制度的補完性とその進化を明らかにする。内部ガバナンスは長期の昇進トーナメントを前提としているため、ひとたび開始すれば一定期間継続する慣性が働くはずである<sup>1</sup>。したがって金融・内部面のガバナンスが制度的補完性を持つのであれば、1984年度の金融面の特徴から特定したタイプJ企業は、その後の時期においても日本的な内部ガバナンスの特徴を示すはずである。一方金融ガバナンスは、企業が高い収益をあげることで内部資金のアベイラビリティが増加し、また代替的資金調達手段がアクセス可能になれば容易に解消することが可能である。しかしながら銀行借入依存と金融機関による安定株主構成が日本型の内部ガバナンスの継続にとって不可欠なものであれば、タイプJ企業はその後の時期においても、長期の昇進トーナメントを継続するとともに、高い借入依存度と金融機関持株比率を維持するはずである。

本章の構成は次のとおりである。2節では、日本型コーポレート・ガバナンスの制度的補完性について概観する。3節では、サンプルとデータについて説明する。4節では実証結果を提示する。5節では、本稿の分析と先行研究の関係について議論し、日本のコーポレート・ガバナンスの将来について展望を提示する。6節で要約と結論が提示される。

## 2. 日本型コーポレート・ガバナンスの特徴と制度的補完性

伝統的な日本企業論では、日本企業は米国企業に比べて従業員の専門化の程度が低く、従業員間の情報共有やコーディネーションが競争力を生み出していると指摘されてきた（青木(1992)）。このため従業員に対してコーディネーション能力の向上など企業特殊投資を奨励する必要があり、後払い賃金を特徴とする終身雇用・年功序列制がそのインセンティブを提供したとされる（小佐野(2005)）。このインセンティブ・スキームは、日本企業の取締役会が内部者中心であるとの事実とも整合する。一般に企業の取締役は株主の利害を守るために経営者をモニターすることが期待されるが、日本型内部ガバナンスにおける取締役・経営者のポジションは昇進トーナメントのゴール (Prize) として機能し(Coles and Uchida, 2018)、従業員に対して企業業績への貢献と企業特殊投資を行うインセンティブを与えたと考えられる。

一方金融面では、1970年代まで厳しい適債基準が適用され、時価発行増資も定着していなかったため、多くの日本企業にとって社債や新株発行は現実的な資金調達手段ではなかった。内部資金に比べて設備投資需要が旺盛であった日本企業が成長資金を調達するには銀行借入に依存する必要があった（内田(2003)）<sup>2</sup>。日本企業は資金のアベイラビリティを確保しつつ倒産リスクを軽減する必要があり、複数の銀行から借入を行いながら長期関係に

<sup>1</sup> 橋本他 (2011) によれば、第二次大戦後の財界追放により戦前の経営者の多くが追放され、新たに大株主となった持株会社整理委員会の承認を受けた現場出身者の内部昇進者が経営者として選任された。これ以降、内部昇進者が経営者となる慣行が成立したと考えられる。

<sup>2</sup> 経済白書平成10年版によれば、1970年代初頭の日本の主要企業（製造業）の総資産に占める負債の割合は80%を超えていた。

あるメインバンクから最大額を借り入れるメインバンク制を維持した<sup>3</sup>。メインバンクは委託されたモニターとして機能し (Aoki, 1994) <sup>4</sup>, 財務破綻時には金融支援を提供して企業の倒産コストを低下させたと指摘されている (Sheard (1994)) <sup>5</sup>。また Hoshi, Kashap, and Scherfstein (1990) は, 系列企業が独立系企業に比べて, 財務的困難に陥った場合の投資・売上をそれほど低下させていないことを報告している。

メインバンクをはじめとする金融機関は企業の株式も保有し, 株式持ち合いの中核として機能した。株式持ち合いは, 特に 1960 年代に資本取引が自由化された際に, 外国資本による敵対的買収を防止するために増大したと言われている。従来, 保険会社や銀行が多くの企業の主要株主となっていたが, これらの持ち合い株主は物言わぬ安定株主として存在しており, 日本企業の経営者は株主の規律や敵対的買収の脅威から解放され, 大きな自由裁量を有したと言われている。

これらの金融ガバナンスは内部ガバナンス, すなわち長期昇進トーナメントによるインセンティブ付与を有効にする上で重要な役割を果たしたと考えられる。従業員にとって, 将来倒産や企業買収, 株主からの要求によってトーナメントのルール変更が予想される状況であれば, 将来の Prize 獲得を目標に努力するインセンティブが失われるからである。この結果, 昇進トーナメントのルール変更を抑止する金融ガバナンスは内部ガバナンスと制度的補完性を持つことになる (Aoki, Patrick, and Sheard (1994)) <sup>6</sup>。

内部ガバナンスが長期にわたる競争という特性から一定期間継続する慣性が生じるのに対し, 金融ガバナンスは環境によって容易に解消し得るはずである。高度経済成長期においては, 代替的資金調達手段の欠如から多くの企業が銀行借入に依存せざるを得なかったのに対し, 1980 年代には外為法改正によって海外での社債発行が可能になったことから, 社債発行能力のある大企業を中心に銀行借入依存度は低下した (宮島 (2011))。1980 年代には企業が金融ガバナンスを解消することが可能になったことになるが, 仮に金融ガバナンスの特徴が内部ガバナンスを維持する上で不可欠なものであれば, 企業が長期昇進トーナメントを維持する限り, 金融ガバナンスの特徴も維持するはずである。あるいは, 1990 年代後半のリストラクチャリング実施等を契機に日本企業が長期昇進トーナメントを継続しな

---

<sup>3</sup> 橋本他 (2011) によれば, 1944 年 11 月に実施された軍需会社指定金融機関制度によって, 指定軍需企業に対して資金供給を集中的に取り扱う金融機関が指定されたことが, 企業・銀行間の長期関係の出発点になった。また戦後の企業再建整備の過程で, 旧指定金融機関が企業の再建計画に関与したことで銀行が企業の内部情報を蓄積し, メインバンク制の原型が形成された。

<sup>4</sup> メインバンク制は銀行サイドにとっても, 貸出を分散させつつ, モニタリングの重複を避けるメリットがあったと指摘されている。

<sup>5</sup> 米国においても, 負債に占める銀行借入が多い場合は, 財務破綻企業が倒産ではなく銀行との交渉で負債リストラクチャリングを実施する傾向にあることが示されている (Gilson, John, and Lang, 1990)

<sup>6</sup> Abe (2002) は安定株主を有する日本企業は雇用の調整速度が低いことを示している。Abe and Hoshi (2007) は, 外国人持株比率の高い企業では, 長期勤続表彰を実施する確率が低いことを示している。

かったのであれば、日本型の金融ガバナンスは継続の必要性を失ったことになる。

次節では、日本型ガバナンスにおける金融・内部管理面の補完性と持続性について、1980年代後半以降のデータを用いて検証する。その際、日本型ガバナンスの継続に影響を与え得る大きな環境変化が生じたことに注意を要する。1980年代後半はバブル経済が発生し、エクイティ・ファイナンスによって大量の資金を調達することが可能になった。この環境の下、日本企業は借入依存度と金融機関持株比率を低下させることが可能だったと考えられる。その後バブル経済が崩壊し、1990年代後半には銀行の不良債権問題が深刻になった結果、倒産リスクを回避するメカニズムとしてのメインバンク制の信頼が低下した可能性がある。1990年代後半にはまた、日本企業がリストラクチャリングを実施し、年功序列制の下での後払い賃金が十分に支払われなかったケースが生じたことから、長期にわたる昇進トーナメントの信頼性も低下した可能性がある<sup>7</sup>。また1999年にカルロス・ゴーンが日産自動車の経営者に就任したことは、経営者の外部招聘という長期昇進トーナメントのルール違反が起こり得ることを示した。さらに1990年代後半から銀行が持ち合い株を放出し、2001年の銀行等株式保有制限法によりその傾向が加速したことは、金融ガバナンスの特徴を大きく弱めたと考えられる。また、2009年に東京証券取引所が上場企業に対して独立役員の選任を義務化して以来、2015年に策定・公開されたコーポレートガバナンス・コードなど取締役会のモニタリング機能を強化するガバナンス改革が実施されるようになった。これらの環境変化をふまえ、以下ではバブル経済期（1987～1989年度）、バブル経済崩壊後（1991～1996年度）、銀行危機時（1997～2003年度）、2000年代中盤（2004～2007年度）、リーマン・ショック以降（2009～2018年度）に分けて分析を行う。

### 3. サンプルとデータ

本研究では、Nikkei NEEDS FinancialQuest より、1984～2018年度の上場企業の単独決算データを収集した。株価データはNikkei NPM データから収集し、財務データと結合した。主要な財務変数と株主構成変数、株価は1984年度からデータを入手できるが、経営者就任年月日、取締役就任年月日、取締役数等のコーポレート・ガバナンス変数は、2002年度以降のデータをNikkei NEEDS Cges および東洋経済役員データから入手した。

本章では、金融面での日本型ガバナンスの特徴を銀行借入依存と金融機関による安定株主保有とし、1984年度の借入金比率（借入金／総資産）、金融機関持株比率（信託勘定の持株比率を除く）がいずれも中央値よりも高い企業をタイプ J 企業と定義する。宮島（2011）は2002年12月に財務省財務総合研究所が実施したアンケート調査結果を用いて、クラス

---

<sup>7</sup> 日経テレコンで日本経済新聞を対象に「リストラ」をキーワードに検索を行うと、1997～2002年には14,593件の記事がヒットするのに対し、1991～1996年では8112件、2003年～2008年では7,030件にとどまった。たとえば東芝は2001年8月27日に、国内約25社のグループ会社を削減し、17,000人規模の人員整理を発表した。日本経済新聞2001年8月28日朝刊。



ター分析によって日本企業のガバナンス構造の類型化を行っている。これに対して本研究では、金融面での日本型ガバナンスを象徴する二変数で分類を行い、その後の変化と長期昇進トーナメントとの補完性を分析する。これにより、金融面・内部管理面の日本型ガバナンスの継続性を分けて分析するとともに、日本型内部ガバナンスを補完する金融ガバナンスの構成要素を特定する。

高度経済成長期ではなく、1980年代前半のデータを用いてタイプJ企業を特定するのは次の理由による。企業の投資意欲が旺盛であった一方、多くの企業にとって社債発行が難しかった高度経済成長期には、企業は資金調達の大部分を銀行借入に依存せざるを得なかったと考えられる。これに対し、1980年の外為法改正によって代替的な資金調達手段がアクセス可能になり、企業の銀行離れが指摘されるようになった1980年代前半は、いわば企業が金融面での日本型ガバナンスの継続・解消を選択できた時期と考えられる。したがってこの時期に銀行借入に依存し、高い金融機関持株比率を有していた企業は、内部ガバナンスを維持する等の目的で主体的に日本型金融ガバナンスを採用していた可能性が高く、その持続性と制度補完性を分析する上で適切と考えられる。タイプJ企業の例として、東京電力、三菱商事、新日本製鐵（現日本製鐵）、三菱重工業などがある。また借入金比率、金融機関持株比率がいずれも中央値よりも低い企業をタイプN企業とする。タイプNの例として、ソニー、日立金属、ファナック、日本電気硝子などがある。なお、トヨタ自動車、キャノン、花王等は、金融機関持株比率は中央値よりも高かった一方で借入金比率が中央値よりも低かったため、タイプJ、Nのいずれにも分類されなかった。以下では、タイプJ、タイプN企業のみをサンプルとして分析を行う。

表1のパネルAは、1984年度におけるタイプJ、タイプN企業の特徴を示したものである。分類基準から自明であるが、タイプJ企業はタイプNに比べて、借入金比率が大幅に高い（約38% vs. 8%）。1980年代前半においては、普通社債発行はそれほど一般的ではなかったものの、社債比率（社債／総資産）についてもタイプJ企業の方が有意に高くなっている。この結果、タイプJ企業はタイプNに比べて負債比率（負債／総資産）がかなり高くなっている（約81% vs. 58%）。高い負債比率は倒産リスクを上昇させ、長期にわたる昇進トーナメントのインセンティブ効果を弱める可能性があるが、総負債の約半分が再交渉可能な銀行借入であることで、従業員はPrizeの期待を維持できたと解釈できる。またタイプJ企業は資産規模が平均値で約7倍と大きい点も倒産コストを低くしたと考えられる。

[この近辺に表1を挿入]

同様に分類基準から自明であるが、タイプJ企業は金融機関持株比率が大幅に高い（約38% vs. 約14%）。金融機関は物言わぬ安定株主であり、株主構成の変更による昇進トーナメント体制の変更を回避できたと考えられる<sup>8</sup>。逆に、非金融法人持株比率はタイプN企業の方が高い値を示している。一つの理由は、日立金属などの上場子会社がタイプNに分類

---

<sup>8</sup> 高度経済成長期の新株発行の多くが株主割当を採用していたことも株主構成の変更回避と整合的である。

されていることである。バブル経済崩壊以降、日本の株式市場における外国人投資家のプレゼンスが大きくなったことが知られているが、1984年度時点では、中央値で見ると両タイプとも外国人持株比率は1%前後と低い。

タイプJ企業は、分類を行った1984年時点において、タイプN企業に比べてROAが大幅に低い(約4% vs. 約7.5%)。株式市場における企業評価を示すTobin's QもタイプJ企業の値は有意に低くなっている(約1.3 vs. 1.7)。日本型の内部ガバナンスでは、従業員の昇進トーナメントによるインセンティブ付与を機能させるため一定以上のPrizeを準備する必要があるため、規模拡大志向が高まり、資産効率が低くなるという考え方と整合的である。またROAの低い企業は内部資金に乏しいため借入金比率と負債比率が高くなると考えることもできる。

長期にわたるデータでは、倒産や合併・買収等によってデータから退出する企業が少なくない。表1のパネルBには各分析時期の最終年度における生存企業数が示されており、サンプル期間全体で見れば、企業タイプにかかわらず3分の1以上の企業がデータから退出していることが分かる(両タイプ間で生存割合に有意差はない)。タイプJ企業は負債依存度が高く、収益性が低かったことを考慮すると、企業規模の大きさやメインバンクとの長期関係、株式持ち合いなどが倒産リスクを低下させていた可能性がある。

#### 4. 実証分析

本節では、日本型コーポレート・ガバナンスの特徴と制度的補完性、進化について考察するため、バブル経済期以降におけるタイプJ企業の資本・株主構成、経営者のキャリア等を分析する。

##### 4.1 金融ガバナンス

###### (1) 借入金比率と負債比率

高い借入金比率と金融機関持株比率に特徴づけられる金融面のガバナンスは、2つの理由で持続する可能性がある。一般に企業と投資家の間には情報の非対称性が存在するが、銀行は長期的な取引関係により企業の情報生産活動を低コストで行うため、いったん成立した企業・銀行間関係は長期的に継続するといわれている。しかしながら1980年代後半にはバブル経済が発生し、日本企業は好業績をあげるとともに、エクイティ・ファイナンスによって大量の資金を調達できた。銀行との長期関係は企業にとってコストを生む面もあるため(Rajan, 1992; Weinstein and Yafeh, 1998)、バブル経済期にはタイプJ企業が金融面での日本型ガバナンスの特性を弱めた可能性がある。

一方、金融ガバナンスは内部ガバナンスとの補完性のために継続する可能性がある。長期の昇進トーナメントを維持するために銀行との長期関係や金融機関による安定株主保有が必要であれば、日本企業が内部管理面でのガバナンス特性を維持する限り、金融面でのガバ

ナンス特性も持続するはずである。この点を明らかにするため、1984年時点で高い銀行借入依存度と金融機関持株比率を有していたタイプJ企業がバブル経済期以降にも同様の特徴を有しているかを分析する。

表2 パネルAは、各分析期間における借入金比率の平均値を企業タイプ別に示している（一番右の列はサンプル期間全体の値を示す）。バブル経済期（1987～1989年度）の時点で、タイプJ企業の借入金比率平均は32.2%と、1984年度（38%）と比べると低下傾向にある。これは、バブル経済期の好業績による内部留保およびエクイティ・ファイナンスによって自己資本が増加し、借入金の返済が進んだためと考えられる。タイプJ企業の借入金比率は不良債権問題が深刻だった1997～2003年度には30%を超えているものの、2000年代中盤以降大幅に低下し、2009～2018年度には23.5%になっている。一方タイプN企業の借入金比率は一貫して10%前後で推移しており、すべての期間において両タイプ間の差は統計的に有意である。タイプJ企業の高借入金比率という特徴は持続しているものの、大幅に弱まっている。

[この近辺に表2を挿入]

企業の借入金比率は、企業規模や収益性、有形固定資産保有等に影響を受ける。平均値の比較は両タイプ間の企業特性の相違を考慮していないため、借入金比率の差を過大評価している可能性がある。企業特性を考慮してもなおタイプJ企業の借入金比率が高くなっているかを分析するために、借入金比率を従属変数とし、独立変数としてタイプJダミー（タイプJ企業に1、タイプN企業に0となるダミー変数）とコントロール変数を加えた回帰分析を実施した。ここではタイプJ企業が相対的に高い借入金比率を有しているかを明らかにするため、その分類基準である借入金比率、金融機関持株比率は独立変数に含めていない。また独立変数は1年ラグのデータを用いている。パネルA下部をみるとタイプJダミーの係数は一貫して有意に正であり、1980年代後半には、両タイプ間で約18%の差があったことが示されている。しかしながらタイプJダミーの係数は時間とともに小さくなり、2009年度以降では約9.6%となっている。企業特性をコントロールした場合も、タイプJの借入金比率の高さは持続しているものの、その特徴は大幅に弱まる傾向にある。

パネルBでは、金融機関持株比率を含む企業特性と借入金比率の関係を明らかにするため、タイプJダミーの代わりに金融機関持株比率を採用した回帰分析を実施している。各分析時期の推計では最小二乗法を（OLS）を採用しているが（列(1)～(5)）、分析期間全体の推計では時間的に変化しない企業特性の影響をコントロールするために企業固有効果モデル（Firm FE）を採用している（列(6)）。各時期のOLS推計では金融機関持株比率が有意に正の係数を有しており、金融機関持株比率が高い企業ほど借入金比率を高くする傾向にあることが示されている。日本型金融ガバナンスの構成要素間の補完性を示す結果であるが、固定効果モデルでは有意に負の係数となっており、金融機関持株比率を上昇させる時期には逆に借入金比率を低下させる傾向にあることが示されている。

コントロール変数の結果は、日本企業の借入金依存度の決定要因について重要な示唆を

提示している。まず ROA（営業利益／総資産）の係数が一貫して有意に負であり、収益性が高い企業は借入金比率を低くする傾向が示されている。資本構成の先行研究と整合的な結果であり（Rajan and Zingales, 1995）、内部資金のアベイラビリティが高い企業はペッキング・オーダーにしたがって借入金依存度を低下させることがわかる。また現金比率（現金・預金および等価物／総資産）の係数も一貫して有意に負であり、手元流動性を厚くする企業は借入金に依存しない傾向が示されている。1997～2003 年度以降 Tobin's Q の係数が有意に正となっており、近年では成長機会の豊富な企業が借入金を多く利用している可能性がある。

タイプ J 企業の借入金比率の低下は、表 3 に示されているように負債全体の減少も引き起こした。タイプ J 企業の負債比率平均は、1984 年度には 81.4%であったのに対し（タイプ N は 57.9%）、バブル経済期の 1987～1989 年度には内部資金の増加やエクイティ・ファイナンスを反映して 76.6%に低下し、メインバンクの倒産回避機能の信頼が低下したバブル崩壊後（2004～2007 年度）には 65.7%にまで低下した。バブル経済期以降のタイプ J 企業はメインバンクを中心とする銀行借入に依存する政策から、負債全体を低下させることで倒産コストを低下させる政策にシフトしたと解釈できる<sup>9</sup>。負債比率の回帰分析の結果を示したパネル B をみると、表 2 と同様に ROA の係数が一貫して有意に負となっており、内部資金に多くアクセスできる企業は負債比率を低くすることが示されている。また、ここでも現金比率の係数が有意に負であり、手元流動性を厚くする企業は負債・借入金に依存しない傾向が示されている。一方近年では、Tobin's Q が高い成長企業は負債比率を高める傾向にある。

[この近辺に表 3 を挿入]

## (2) 金融機関持株比率

次に、タイプ J 企業が高い金融機関持株比率を維持しているかを分析する。表 4・パネル A は各期間における金融機関持株比率平均を示している。1984 年度に平均 38.5%であった金融機関持株比率は、1987～1989 年度および 1991～1996 年度には 40%を超えている。バブル経済期に資金調達環境が改善し、大量のエクイティ・ファイナンスが行われたにもかかわらず、安定株主としての金融機関の重要性はむしろ増加したといえる。一方、バブル経済崩壊により株式持ち合いの継続が困難になったことから、1990 年代後半から銀行は持ち合い株の売却を開始した（宮島（2011））。表 4・パネル A をみても、タイプ J 企業の金融機関持株比率平均は 1990 年代後半から 2000 年代前半にかけて 34.5%に低下し、2009～2018 年度には 25.6%になっている。タイプ N 企業の金融機関持株比率も同様の傾向を示しつつ、15～21%の水準を推移している。両タイプ間の差は一貫して有意であり、タイプ J 企業の高金融機関持株比率という特徴は持続しているものの、両者の差は 1984 年度の約 24%から 2009

<sup>9</sup> ただしタイプ N 企業も負債比率を低下させているため、負債比率の回帰分析におけるタイプ J ダミーの係数はそれほど低下していない。負債は両タイプ企業にとって内部資金に比べればコストが高く、タイプ J 企業が相対的に高負債という特徴は継続している。

～2018 年度には約 10%程度にまで縮小しており、1990 年代後半以降その特徴は大きく弱まったと解釈できる。

[この近辺に表 4 を挿入]

企業特性をコントロールしたうえで同様の傾向が観察されるかを確認するため、現金比率や総資産自然対数などをコントロールした金融機関持株比率の回帰分析を行った（分類基準である借入金比率、金融機関持株比率は採用していない）。パネル A の下部をみると、タイプ J ダミーの係数はすべて有意に正となっており、高い金融機関持株比率というタイプ J 企業の特徴は持続していることがわかる。ただし、バブル経済期（1987～1989 年度）にはタイプ J 企業の金融機関持株比率がタイプ N に比べて約 17.7%高かったのに対し、1997～2003 年度にはその差が約 11.6%となり、2009～2018 年度には約 8.3%にまで縮小している。バブル経済の崩壊後、金融機関持株比率の面においても日本型ガバナンスの特徴は大きく弱まっているといえる。

どのような企業が高い金融機関持株比率を維持しているかを分析するために、タイプ J ダミーの代わりに借入金比率、社債比率（社債／総資産）を独立変数に採用した回帰分析を行った（表 4・パネル B）。OLS を採用した各期間の推定結果をみると、借入金比率の係数が有意に正であり、表 2 と同様に金融ガバナンスの構成要素間の補完性が観察される（列(1)～(5)）。ただし、固定効果モデルを採用した全期間の推定では係数が有意でない（列(6)）。一方、ROA の係数が一貫して有意に正となっている。表 2 で示したように、収益性の高い企業は多くの内部資金にアクセスできることから借入金依存度を低下させる傾向にあるが、株主構成の面では日本型の金融ガバナンスを継続する傾向にある。総資産対数の係数は有意に正であり、倒産リスクの低い大企業は金融機関持株比率と負債比率（表 3）を高くする傾向にある。

## 4.2 内部ガバナンス

### (1) 経営者のキャリア：入社後年数

前節の分析では、日本型金融ガバナンスの特徴が持続しつつも大きく弱まっていることを示した。ここでは 2002 年度以降のデータを用いて、タイプ J、N 企業間の内部ガバナンスを比較する。日本型内部ガバナンスは、取締役と経営者のポジションを長期にわたる昇進競争の Prize として位置づけるため、経営者は入社からより長い年月にわたるセレクションを経て取締役・経営者に就任するはずである。本章では、金融面での特徴（借入金比率と金融機関持株比率）を用いてタイプ J・タイプ N 企業を特定している。仮に日本型の金融ガバナンスと内部ガバナンスが補完性を持つのであれば、タイプ J 企業の経営者はタイプ N 企業に比べ、入社から取締役あるいは経営者就任までの期間が長くなるはずである。一方で、金融ガバナンスの特徴が弱まっていることを考慮すると、両者の差が縮小した可能性もある。

表 5 のパネル A は、各分析期間における現職経営者の入社から取締役あるいは経営者就

任までの年数を示したものである。個別役員データが 2002 年度以降から入手できるため、ここでは 2002～2007 年度と 2009～2018 年度を分析時期としている。2002～2007 年度におけるタイプ J 企業の経営者は、入社から約 18 年後に取締役役に就任したのに対し、タイプ N の経営者は 10 年未満で取締役役に就任している。2009～2018 年度の経営者にも同様の傾向が観察され、タイプ J の経営者は入社から 20 年以上かけて取締役役に就任しているのに対し、タイプ N の経営者は入社後約 13 年で取締役役に就任している。入社から経営者に就任する期間についても同様である。タイプ J の経営者が入社から経営者に就任するまでに 25～27 年を要しているのに対し、タイプ N では入社後 17～20 年後に経営者に就任する傾向にある。

[この近辺に表 5 を挿入]

経営者のキャリアも企業特性に影響される可能性がある。企業特性を考慮してもなお、タイプ J の経営者がより長い年月のセレクションを受けているかを分析するため、現職経営者の入社から取締役あるいは経営者就任までの年数に 1 を加えた値の自然対数を従属変数とし、タイプ J ダミーと企業特性を独立変数とした回帰分析を実施した。ここでは、タイプ J の分類基準である借入金比率・金融機関持株比率は独立変数に含めていない。パネル A の下部に示されているように、タイプ J ダミーの係数は一貫して有意に正であり、企業特性をコントロールしても、タイプ J の経営者がより長い年月のセレクションを受けたことが示されている。1990 年代後半以降、日本企業はリストラクチャリングを実施し、長期の昇進トーナメントに対する信認が低下した可能性がある。想定された後払い賃金を受け取ることができなかった従業員も存在したと考えられるが、社内に生き残った人材から経営者が選任されるという意味では、内部面での日本型ガバナンスは持続していると解釈できる。

1984 年度時点の金融面の特徴で定義した日本型ガバナンス企業（タイプ J）が、2000 年代以降において長期の昇進トーナメントを実施しているという事実は、日本型ガバナンスの金融・内部管理面が制度補完性を有していたことを示している。一方、前節で明らかにしたように金融面での日本型ガバナンスの特徴は弱まっているにもかかわらず、現職経営者の入社から取締役・経営者選任までの年数はむしろ長期化する傾向が示されている。平均差およびタイプ J ダミーの係数の変化から、両グループ間の差は縮小したと考えられるが、その要因はタイプ N 企業がより長い年月をかけて経営者を選任したことによると解釈できる。この事実は、高借入依存・高金融機関持株比率は、内部面での日本型ガバナンスを維持する上で必要不可欠ではなく、代替的な手段によって持続できることを意味している。

では、どのような企業が日本型の内部ガバナンスを維持しているのだろうか。この点を分析するため、独立変数としてタイプ J ダミーではなく、借入金比率、社債比率、金融機関持株比率を用いて回帰分析を行った。分析結果は表 5 のパネル B に示されている。借入金比率の係数は一貫して有意に負であり、かつて金融面での日本型ガバナンスの特徴と言われた借入依存は、近年では内部管理面での日本型ガバナンスと整合しないことが示されている。高度経済成長期のように企業が銀行借入に依存せざるを得ない環境では、メインバンク関係を維持することで倒産コストを低下させる必要があったが、金融自由化や内部資金

の蓄積によって負債比率を低下させることが可能な状況では、借入金を含めた負債を縮小することが日本型内部ガバナンスを持続させる上で重要になったと解釈できる。またメインバンクは財務破綻企業に役員を派遣し、リストラクチャリングの実施を促すことが知られている (Kang and Shivdasani, 1997)。メインバンクの経営介入は長期昇進トーナメントの勝者にとっては Prize の価値の減少あるいはルール変更を意味するため、日本型内部ガバナンスを採用する企業は借入金を減少させるインセンティブを持った可能性がある。ただしこの傾向はモニター不在の状況を生み出し、企業価値を高めるコーポレート・ガバナンスが機能しなくなった可能性もある。

一方社債比率については、2001～2007 年度においては日本型内部ガバナンスと正の関係にあり、日本型の内部ガバナンスを採用する企業が借入金を縮小する一方で社債を利用する傾向が観察された。しかしながらリーマン・ショック以降の 2009～2018 年度においては、有意な係数が得られなかった。

一方、大株主の変更による長期昇進トーナメントの変更を避けるためには、安定株主構成の維持が重要である。表 4 のパネル B では、金融機関持株比率の係数が一貫して有意に正であり、金融機関による株式保有と長期昇進トーナメントが補完的な関係にあることが示されている。1990 年代後半以降の持ち合い解消により金融機関持株比率は大きく低下したが、日本型内部ガバナンスを維持している企業は、今なお金融機関持株比率を高くしていると解釈できる。

コントロール変数の結果をみると、現金保有比率と総資産対数の係数が一貫して有意に正であり、手元流動性の高い大企業がより長期の昇進トーナメントの勝者を経営者として選任する傾向にある。この結果は、日本型内部ガバナンスを維持するためには倒産リスクを低くする必要があるとの見方と整合的である。一方、Tobin's Q の係数が有意に負である。成長性の高い企業や無形資産の価値の高い企業においては、長期の昇進トーナメントは有効でない可能性がある。また ROA の係数が有意に負であり、収益性の高い企業は長期の昇進トーナメントを実施しない傾向にある。

## (2) 内部出身経営者と外部招聘経営者

長期昇進トーナメントにおいては、ルール上経営者は内部者から選ばれるべきであり、外部からの経営者招聘は将来の経営者候補である従業員のモチベーションを保つうえで好ましくない (Kale, Reis, and Venkateswaran (2009))。タイプ J 企業の日本型内部ガバナンスをこの観点から分析するために、内部出身あるいは外部招聘の経営者を採用している割合をタイプごとに計算した。ここで内部出身経営者は入社から 20 年以上経過して経営者に就任した者であり、外部招聘経営者は入社から 10 年以内に経営者に就任した者と定義している。表 6 のパネル A をみると、タイプ J 企業は 66～70%が内部出身経営者を採用しているのに対し、タイプ N 企業はその割合が 41～51%となっており、両タイプの比率の差は統計的に有意である。同様に、タイプ J 企業で経営者を外部招聘しているのが 19～25%であるのに

対し、タイプ N 企業の割合は 33~42%と高くなっており、両タイプの差は統計的に有意である。

[この近辺に表 6 を挿入]

企業規模や収益性などの企業特性を考慮しても両タイプ企業の経営者のキャリアに有意差が存在するかを確認するため、内部出身経営者ダミー（内部出身経営者に 1、それ以外に 0 となるダミー変数）、外部招聘経営者ダミー（外部招聘経営者に 1、それ以外に 0 となるダミー変数）を従属変数とするロジット分析を実施した。ここでは、タイプ J ダミーおよびコントロール変数を独立変数とし、タイプ J の分類基準である資本構成・株主構成変数は採用しない。パネル A の下部に示されているように、タイプ J ダミーの係数は一貫して有意であり、企業特性をコントロールしても、タイプ J 企業はタイプ N に比べて内部出身経営者の採用確率が高く、経営者の外部招聘確率が低いことになる。表 5 の結果と同様に、1984 年度時点で日本型金融ガバナンスの特徴を持つ企業が近年でも日本型内部ガバナンスの特徴を維持していることになり、両者の間に制度補完性が存在することが示されている。

一方、二つの分析期間を比較すると、タイプ J 企業の内部出身経営者割合はわずかながら上昇し、外部招聘経営者割合は低下している。タイプ N 企業の内部出身経営者割合が約 10% 増加した結果、両タイプ間の差は縮小してはいるものの、タイプ J 企業は今なお経営者を内部者から選任する傾向にある。タイプ J 企業は金融面での日本型ガバナンスの特徴は弱めているにもかかわらず、内部ガバナンスの特徴は継続していることになる。

そこで、日本型内部ガバナンスを採用している企業の特徴を明らかにするため、タイプ J ダミーの代わりに借入金比率、社債比率、金融機関持株比率を独立変数として採用したロジット回帰分析を実施した。分析結果は表 6 のパネル B に示されている。2009~2018 年度の内部出身ダミーのロジット分析で借入金比率の係数が有意に負であり、外部招聘ダミーのロジット分析では、両分析期間において借入金比率の係数が有意に正となっている。表 5・パネル B の分析結果と同様に、2000 年代以降のデータでは、借入金比率の低い企業が日本型の内部ガバナンスを採用する傾向にあることになる。逆に社債比率は 2000~2007 年度において、日本型内部ガバナンスと正の関係が観察された。負債比率を低下させることで倒産リスクが低下した企業は、日本型内部ガバナンスを維持する上で借入金に依存する必要がなくなり、社債発行を利用したと解釈できる。

コントロール変数については、Tobin's Q が高い企業ほど内部出身経営者を採用する確率が有意に低くなり、外部招聘の確率が高くなることが示されている。表 5・パネル B の結果と同様に、成長性が高く、無形資産の重要性が高い企業においては、日本型の内部ガバナンスが有効でない可能性がある。一方、総資産対数、現金比率の係数は有意になることが多く、倒産リスクの低い企業が日本型の内部ガバナンスを採用していることがわかる。

#### 4.3 経営管理体制

これまで、タイプ J 企業が長期の昇進トーナメントの勝者を経営者として選任する傾向に



あることを示してきた。長期昇進トーナメントによって従業員を動機付けるには、従業員に一定以上の確率で Prize を手に入れられると期待させる必要がある (Kale et al., 2009)。このため、日本型の内部ガバナンスを採用する企業は、経営者・取締役ポジションを含めた Prize を多く準備する必要がある<sup>10</sup>。ここでは、取締役及び執行役員（以下、経営陣）を昇進トーナメントの Prize と定義し、その数を両タイプ間で比較する。従来の日本企業では取締役が昇進トーナメントの重要なゴールと考えられたが、1997年のソニーの取締役会改革を契機に多くの日本企業が取締役数を削減した。取締役会の縮小はモニタリング機能を強化した可能性があるが、昇進トーナメントの観点からみると Prize の減少を意味し、従業員のインセンティブが低下する可能性がある。これに対して、取締役会の縮小に合わせて執行役員制を導入すれば、Prize となるポジション数を維持することができる (Uchida, 2006)。そこで、執行役員制の導入割合についても、両タイプ間で比較を行うことにする。

表7のパネルAをみると、2002～2007年度における執行役員制の採用割合はタイプJが47.8%、タイプNが35.8%となっており、その差は統計的に有意である。2009～2018年度には両タイプとも執行役員制の採用が増えているが、タイプJの採用割合は70%を超えており、タイプNの59.35%を大きく上回っている。経営陣規模についても、両分析期間においてタイプJがタイプNを上回っている。

[この近辺に表7を挿入]

なお執行役員制の導入や経営陣規模も、企業規模等の影響を受けると考えられる。企業特性の影響をコントロールした上で両タイプ間に差が存在するかを分析するため、執行役員制ダミー（執行役員制採用企業に1、非採用企業に0となるダミー変数）、経営陣規模の自然対数を従属変数とする回帰分析を行った。両タイプ間に有意差があるかを明らかにするため、タイプJダミーとコントロール変数を独立変数として採用し、資本構成・株主構成変数は採用せずに推計を行った。パネルAの下部に示されているように、この推計におけるタイプJダミーの係数は有意に正であり、企業特性をコントロールしたうえで、タイプJはタイプNに比べて執行役員制を採用する確率が高く、経営陣規模を大きくする傾向にある。この結果は、金融・内部ガバナンスの制度的補完性の追加的な証拠となるとともに、執行役員制の採用が長期昇進トーナメントとの関連で決定された面があることを示唆している。

次に金融面のガバナンスのうち、借入金比率・金融機関持株比率のどちらが執行役員制や経営陣規模と関係しているのかを分析するために、タイプJダミーの代わりに借入金比率、社債比率、金融機関持株比率を独立変数として採用した回帰分析を行った。表7のパネルBを見ると、金融機関持株比率の係数が有意に正となっており、安定株主構成の企業が執行役員制を採用するとともに経営陣規模を大きくする傾向にあること示されている。金融機関持株比率は、長期昇進トーナメントによって従業員への動機づけを行う上で、今なお重要な役割を果たしていると考えられる。

---

<sup>10</sup> 1990年代半ばまで日本企業の取締役数が非常に多かったという事実も、Prize獲得確率を高めるためと説明可能である。

#### 4.4 モニタリング・ボード

日本型の内部ガバナンスは経営陣ポジションを長期昇進トーナメントの Prize と位置付ける。一方近年では、取締役会のモニタリング機能を強化する動きが顕著である。2009年に東京証券取引所が上場企業に対して最低1名の独立役員（独立取締役あるいは独立監査役）の選任を義務化し、2010年に設置された法務省「法制審議会 会社法部会」においては、会社法による社外取締役の選任義務付け案が検討された。そして2015年6月に策定・公開されたコーポレートガバナンス・コードでは、最低2名の独立取締役を選任することが原則とされたのである。

このモニタリング・ボードの要請に対して、タイプJ企業はどのような対応を取ったのであろうか。表7のパネルAは社外取締役選任企業の割合を提示している（列(5), (6)）。モニタリング・ボードの要請がそれほど強くなかった2002～2007年度において、タイプJ企業とタイプN企業はいずれも約30%が社外取締役を選任しており、この比率の差は統計的には有意でない（列(5)）。しかしながら、一般に複雑な組織構造を持つ大企業ほど社外取締役を選任する傾向にあることを考慮すると（Linck, Netter, and Yang, 2008）、この結果はタイプJ企業が社外取締役選任に消極的であったことを意味するのかもしれない。この点を分析するために、社外取締役ダミーを従属変数とし、タイプJダミーとコントロール変数を独立変数とするロジット分析を行った。パネルAの下部に示されているように、タイプJダミーの係数は有意に負であり、企業規模などの企業特性をコントロールすると、2000年代においてタイプJは社外取締役を選任する確率が低かったことになる。この結果は、タイプJ企業は長期昇進トーナメントにそぐわない社外取締役の選任を控えるという考え方と整合的である。また、タイプJダミーの代わりに資本構成変数・金融機関持株比率を独立変数に採用したロジット分析（パネルB）では、金融機関持株比率の係数が有意に負となっている。これまでの結果から金融機関持株比率の高い企業ほど長期昇進トーナメントの勝者を経営者に選任する傾向にあることをふまえると、この結果は金融機関が安定株主として長期昇進トーナメントの維持と社外取締役の非選任をサポートしたと解釈できる。

しかしながら、政府によるモニタリング・ボードの推奨が行われた2009～2018年度においては、タイプJ企業の社外取締役選任割合はわずかながらタイプNに比べて高くなっており、ロジット分析においてもタイプJダミーの係数は有意でなくなっている（列(6)）。また、取締役会のモニタリング機能のさらなる強化を目的として2016年に導入された監査等委員会設置会社の採用割合も、両タイプ間で有意な差は観察されない（列(7)）。近年では取締役会のモニタリング強化は企業にとって不可避の課題となっており、その採用は日本型ガバナンスの維持とは無関係に決定されていると考えられる。特にタイプJ企業においては、借入金の減少によりメインバンクによるモニタリング機能が弱まった可能性があり、代替的なモニタリング手段が必要である。タイプJ企業は執行役員制を活用して長期昇進トーナメントを維持する一方、取締役会にモニタリング・ボードの性格を加えることでコーポレ

ート・ガバナンスの再整備を行っている」と解釈できる。なお表7で経営陣規模が増加傾向にあるのは、取締役会の機能追加によると解釈できる。

#### 4.5 ROA と Tobin's Q

##### (1) ROA

これまで、金融面と内部管理面での日本型ガバナンスの補完性について分析してきた。では、日本型ガバナンスは企業の収益性にどのような影響を与えるのであろうか。これまでの分析で明らかのように、タイプJ企業は長期昇進トーナメントを実施しており、従業員の動機づけのために Prize を多く準備する必要がある。この体制を維持するには企業規模を拡大する必要があり、株主の要求リターンを下回る投資も実行するインセンティブが生じる。日本型の金融ガバナンスは株主からのプレッシャーを低下させることで、このような行動をサポートすると考えられる。Hoshi, Kashyap, and Scharfstein (1991) は、系列企業の投資が独立系企業のそれに比べてキャッシュフロー・感応度が低いことを示しており、メインバンクを有する企業が内部資金に乏しい状況においても投資を実施できたことを示している。Weinstein and Yafeh (1998) は、銀行との関係が強い企業は資本のアベイラビリティを高められる一方で、収益性は高くないことを示している。本章の表1でも、タイプJの1984年度のROAがタイプNに比べて大幅に低いことが示されている。

表8のパネルAは、各分析時期における両タイプ企業のROAを示している。バブル経済期(列(1))、1990～1996年度(列(2))においては、両タイプの平均ROAに1%以上の差が観察されている。日本企業がリストラクチャリングを実施した1997～2003年度においても、ROAの差は縮小したものの0.7%となっている(列(3))。企業特性の相違をコントロールした上でタイプJのROAが相対的に低くなっているかを分析するため、タイプJダミーと企業特性変数を独立変数とした回帰分析を実施しても、これらの時期におけるタイプJダミーの係数は有意に負であり、両タイプの間で1.1～1.4%のROAの差が観察される(パネルA下部)。これらの結果は、日本型内部ガバナンスは資産効率を低下させるとの予測と整合的である。

[この近辺に表8を挿入]

しかしながら、2004～2007年度、2009～2018年度においては、両タイプ間の平均ROAの差が0.2～0.4%程度にまで縮小している(列(4)、(5))。タイプJダミーを独立変数とする回帰分析においても、企業特性をコントロールすると2004～2007年度における両タイプの差は0.4%に縮小し、2009～2018年度においては有意でなくなっている(0.2%)。バブル経済崩壊によりリストラクチャリングが実施されるなど、資産効率の改善圧力が高まった現在、タイプJ企業の資産効率は相対的には低くなっている。

##### (2) Tobin's Q

タイプJ企業の株式市場における評価を分析するため、表8のパネルBは各分析時期に

における Tobin's Q の平均値を示している。バブル経済期とバブル崩壊後および全期間では、タイプ J 企業の平均 Tobin's Q がタイプ N 企業のそれよりも有意に低いことが示されている (列(1), (2), (6))。しかしながら企業特性をコントロールした Tobin's Q の回帰分析では、タイプ J ダミーの係数が有意に負になる期間はなく (パネル B 下部)、長期昇進トーナメントを実施するタイプ J 企業が株式市場で低く評価される傾向は観察されなかった。なおここでは ROA を独立変数に含めていないが、含めた場合も結果は変わらなかった。

#### 4.6 日本型金融ガバナンスの代替手段

##### (1) 現金保有

これまでの分析でタイプ J 企業は長期の昇進トーナメントを維持しながら借入金比率を大幅に低下させたことが明らかになった。メインバンクからの借入を減少させると財務破綻時に金融支援を受けられる可能性が低下するため、他の条件を一定にすると倒産リスクを高める可能性がある。一方表 3 で示したようにタイプ J 企業は負債比率も低下させることで倒産リスクを低下させている。ここでは、タイプ J 企業が現金保有を増やすことで倒産リスクを低下させているかを分析する。

表 9 のパネル A は各分析期間における現金比率 (現金・預金および等価物/総資産) の平均値を示している。タイプ J 企業はタイプ N に比べて一貫して現金比率が有意に低く、企業特性をコントロールした回帰分析においてもタイプ J ダミーの係数が有意に負となっている (パネル A 下部)。係数の推移をみる限り、タイプ J 企業が手元流動性を厚くしたという傾向は観察されなかった。

[この近辺に表 9 を挿入]

なお表には掲載していないが、回帰分析において借入金比率の係数が一貫して有意に負であった。社債比率の係数は有意に負にはならず、借入金を縮小する企業は倒産リスクを低下させる代替手段として現金保有を多くしていると解釈できる。また ROA の係数が一貫して有意に正であった。表 2, 3 で明らかにしたように、収益性の高い企業は借入金・負債への依存度を低下させる傾向にある。これらの企業は同時に手元流動性も厚くすることによって、倒産リスクを低下させていると解釈できる。

##### (2) 株主構成

これまでの分析で、タイプ J 企業は金融機関持株比率を大きく低下させたにもかかわらず、金融機関持株比率は今なお長期の昇進トーナメントを補完する役割を果たしていることが示された。では、タイプ J 企業は金融機関持株比率を低下させたにもかかわらず、なぜ日本型内部ガバナンスを維持できるのだろうか。

金融機関だけでなく、非金融法人株主も株式持ち合いを形成し、安定株主として機能することから、ここでは金融機関持株比率と非金融法人持株比率の合計 (安定株主持株比率) を分析する。表 9 のパネル B をみると、分析期間の初期においてタイプ J 企業はタイプ N 企

業よりも大幅に高い安定株主持株比率を示していたが、金融機関持株比率が大幅に低下したことから安定株主持株比率も低下し、1990年代後半以降ではタイプN企業とほぼ同水準になっている。安定株主比率の回帰分析におけるタイプJダミーの係数をみると、近年ではタイプJの安定株主持株比率はタイプNのそれとほぼ変わらないことが示されている（パネルB下部）。一方で、近年においてもタイプJ企業の安定株主持株比率は約50%あり、外国人持株比率の12.9%に比べれば大幅に高い（パネルC）。現状では、外国人株主が長期昇進トーナメントのルールを強制的に変更できるだけの支配権を有していないことになる。金融機関はタイプJ企業が長期昇進トーナメントを維持できる範囲で持ち合い株を売却した可能性がある。ただし近年では外国人持株比率が10%を超えており、日本型内部ガバナンスが十分な収益を生まないとい外国人投資家が判断して株式を売却すれば、大きな株価下落圧力が発生する。この退出の脅威は、メインバンク借入に代わる規律付け手段として機能する可能性がある（Admati and Pfleiderer (2009), Edmans (2009)）。

パネルCをみると、2000年代前半までタイプJ企業の外国人持株比率平均はタイプNのそれに比べて有意に低かった。企業特性をコントロールした回帰分析におけるタイプJダミーの係数をみても（パネルC下部）、2004～2007年度までタイプJ企業の外国人持株比率は有意に低いという結果が示されている。理由の一つとして、外国人投資家が借入金比率の低い企業に投資する傾向にあることを指摘できる（Kang and Stultz (1997)）<sup>11</sup>。高借入依存という伝統的な金融ガバナンスの特徴は、外国人持株比率を低下させるという意味でも、長期昇進トーナメントの維持を保管していたと解釈できる。ただし近年のタイプJ企業は借入金比率を低下させた結果、外国人持株比率も上昇する傾向にある。

## 5. 日本型ガバナンスの進化と展望

これまで、日本型ガバナンスの金融面と内部管理面の制度的補完性とその持続性について分析した。ここでは、本稿のタイプJ、タイプN企業と宮島 (2011) が提示した日本企業のガバナンス分類の関係を議論しつつ、日本のコーポレート・ガバナンスの進化を整理する。その上で、日本型コーポレート・ガバナンスの現在と今後の展望を提示する。

宮島 (2011) は 2002 年のデータを用いた主成分分析により、日本企業のガバナンス構造をタイプIハイブリッド、タイプIIハイブリッド、伝統的日本企業に分類した。伝統的日本企業は、金融と組織アーキテクチャ（本章でいう内部ガバナンスに相当）の両面で関係志向的な特徴を持つのに対し、2000年代以降、市場志向的な金融と関係志向的な組織アーキテクチャを組み合わせたタイプIハイブリッド企業がクラスターとして成立していると指摘している。このうち伝統的日本企業は、本章の分類では収益性の低いタイプJ企業に相当すると考えられる。これらの企業は収益性の低さから高い借入金比率を維持し、メインバンク

---

<sup>11</sup> タイプJダミーの代わりに資本構成変数・金融機関持株比率を独立変数とした外国人持株比率の回帰分析では、借入金比率の係数が一貫して有意に負であった。

の倒産リスク回避機能を利用しながら日本型内部ガバナンスを維持している。

一方、宮島 (2011) のタイプ I ハイブリッド企業は、本章の分類では収益性の高いタイプ J 企業にほぼ相当すると考えられる。タイプ J 企業の中でも収益性の高い企業は負債比率・借入金比率を低下させることで倒産リスクを軽減している。宮島 (2011) も「2003 年以降、伝統的企業とタイプ I ハイブリッド企業のパフォーマンスの差が、安定的、またはやや拡大している」と指摘している。本稿の分析で近年タイプ J 企業の ROA が相対的に低いという結果が提示されたのは、タイプ J がタイプ I ハイブリッド企業を含んでいるためと考えられる。その意味では、伝統的な日本のコーポレート・ガバナンス構造を持った企業が、近年二極化する傾向にあるといえる。なお、1984 年度時点で金融機関持株比率は高かったものの借入金依存度が低かったためにタイプ J、タイプ N のいずれにも分類されなかったトヨタ、キャノン、花王なども宮島 (2011) ではタイプ I ハイブリッドに分類される。その意味では、タイプ I ハイブリッドは、既に 1980 年代中盤にその原型を現わしていたといえる。

日本型ガバナンスに関する重要な論点として、ガバナンス改革が株主主権型モデルへの収斂を意味するのかという疑問がある。持ち合い解消による外国人株主の増大や機関株主の増加が資本市場からの収益圧力や退出の脅威を高め、経営者が従来よりも株主価値を重視するようになったことは疑いのない事実であろう。近年ではタイプ J 企業もモニタリング・ボードを採用しているという結果も、株主主権モデルが日本企業にある程度定着したことを示唆している。この事実はまた、借入金の減少によってモニタリング機能が低下したメインバンクを代替するガバナンス手段が採用されていることを意味している。

一方で本章の分析結果は、少なくとも 2010 年代においては長期昇進トーナメントを維持している企業が存在し、金融機関による安定株式保有がその体制を補完していることを示している。その意味では、現時点では日本のコーポレート・ガバナンスが株主主権型に移行したとは言えず、日本型内部ガバナンスを維持するための金融ガバナンスのあり方が多様化した状況と考えられる。日本企業が長期昇進トーナメントを維持する限りこの状況は継続すると考えられるが、現時点においても、Tobin's Q の高い企業は長期昇進トーナメントによって経営者を選任する傾向が弱い。また近年では従業員数の多い企業や正規雇用への転職が増加しており<sup>12</sup>、長期昇進トーナメントに参加しているという従業員サイドの意識が弱まっている可能性もある。今後、成長性が高く、無形資産の重要性の高い企業がプレゼンスを増し、転職市場が厚みを増せば、日本型の内部ガバナンスの特徴が弱まり、金融面でもより株主価値を重視するガバナンス構造が採用される可能性がある。

## 6. おわりに

本稿では 1984 年度の借入金比率、金融機関持株比率を用いて日本型の金融ガバナンスの特徴を有したタイプ J 企業を特定し、バブル経済期以降も高借入金比率・高金融機関持株比

<sup>12</sup> 総務省統計局 Web-site: <https://www.stat.go.jp/data/roudou/topics/topi1230.html>

率を維持しているか、また個別役員データが入手できる 2002 年度以降において長期昇進トーナメントの勝者を経営者として選任する傾向にあるかを分析した。分析の結果、タイプ J 企業の経営者は入社から取締役・経営者就任までの期間が有意に長く、内部出身者が経営者として選任される確率が有意に高い（外部招聘が行われる確率が有意に低い）こと、その特徴が 2010 年代後半においても観察されることが明らかになった。この結果は、日本型ガバナンスの金融面と内部管理面が制度補完性を持つこと、日本型内部ガバナンスは今なお持続していることを示唆している。

一方、タイプ J 企業の金融面の特徴は時間とともに大きく変化した。タイプ J 企業の借入金比率は大幅に低下し、2002 年以降のデータで分析する限り、経営者の入社から取締役・経営者就任までの期間と有意に負の関係を有している。この結果は、高い借入金比率は日本型の内部ガバナンスを維持する上で不可欠なものではなかったことを意味している。収益性の低いタイプ J 企業は借入金に依存し、銀行との関係を継続することで倒産リスクを低下させる必要があるが、金融自由化後は、一定数のタイプ J 企業が高収益によって内部資金の可用性を高めた結果、負債比率そのものを低下させることで倒産リスクを低下させる政策に転換したと考えられる。

1990 年代後半以降の持ち合い解消や銀行等株式保有制限法により、タイプ J 企業の金融機関持株比率も大きく低下した。ただし近年でも、金融機関持株比率の高い企業ほど現職経営者の入社から取締役・経営者就任までの期間が長い傾向にあり、安定株主として長期昇進トーナメントの継続をサポートする機能は今も維持されていると考えられる。伝統的な日本型ガバナンスを採用した企業は内部管理面での特徴を維持しつつ、長期昇進トーナメントを維持するための金融ガバナンスのあり方を多様化させている。また外国人株主の増大や取締役会改革は、モニタリング機能の低下したメインバンクに代わるガバナンス手段として機能することが期待される。

## 参考文献

- Abe, M., 2002. Corporate governance structure and employment adjustment in Japan. An empirical analysis using corporate finance data. *Industrial Relations* 41, 683-702.
- Abe, M., Hoshi, T., 2007. Corporate finance and human resource management in Japan. In Aoki, M., Jackson, G., Miyajima, H. (eds.) *Corporate Governance Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*. Oxford University Press, New York.
- Admati, A.R., Pfleiderer, P., 2009. The “Wall Street Walk” and shareholder activism: Exit as a form of voice. *Review of Financial Studies* 22, 2645-2685
- 青木昌彦著・永易浩一訳, 1992. 『日本経済の制度分析—情報・インセンティブ・交渉ゲーム』筑摩書房.
- Aoki, M., 1994. Monitoring characteristics of the main bank system: An analytical and development view. In Aoki, M., Patrick, H. (eds.) *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*. Oxford University Press, New York, 109-141.
- Aoki, M., Patrick, H., Sheard, P., 1994. The Japanese main bank system: An introductory overview. In Aoki, M., Patrick, H. (eds.) *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*. Oxford University Press, New York, 3-50.
- Coles, J., Uchida, K., 2018. Power of tournament incentives: Evidence from Japanese corporate boards. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3100444> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3100444>
- Edmans, A., 2009. Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia. *Journal of Finance* 64, 2481-2513
- Gilson, S., John, K., Lang, L.H.P., 1990. Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default. *Journal of Financial Economics* 27, 315-353.
- 橋本寿朗・長谷川信・宮島英昭・齋藤直, 2011. 『現代日本経済』有斐閣アルマ.
- Hoshi, T., Kashyap, A., Scherfstein, D., 1990. The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan. *Journal of Financial Economics* 27, 67-88.
- Hoshi, T., Kashyap, A., Scherfstein, D., 1991. Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups. *Quarterly Review of Economics* 106, 33-60.
- Kale, J. R., Reis, E., Venkateswaran, A., 2009. Rank-order tournament and incentive alignment: The effect on firm performance. *Journal of Finance* 64, 1479-1512.
- Kang, J-K., Stultz, R.M., 1997. Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan. *Journal of Financial Economics* 46, 3-28.
- Kang, J-K., Shivdasani, A., 1997. Corporate restructuring during performance declines in Japan. *Journal of Financial Economics* 46, 29-65.
- Linck, J.S., Netter, J.M., Yang, T., 2008. The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics* 87, 308-328.



- 宮島英昭, 2011. 「日本の企業統治の進化をいかにとらえるか：危機後の再設計に向けて」 宮島英昭編著『日本の企業統治』東洋経済新報社.
- 小佐野広, 2005. 『コーポレートガバナンスと人的資本：雇用関係からみた企業戦略』日本経済新聞社.
- Rajan, R. G., 1992. Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's Length Debt." *Journal of Finance* 47, pp.1367-1400.
- Rajan, R.G., Zingales, L., 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance* 50, 1421-1460.
- Sheard, P., 1994. Main banks and governance of financial distress. In Aoki, M., Patrick, H. (eds.) *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*. Oxford University Press, New York, 188-230.
- 内田交謹, 2003. 『企業財務の機能と変容 第二版』創成社.
- Weinstein, D.E., Yafeh. Y., 1998. On the costs of a bank centered financial system: Evidence from the changing main bank relations in Japan. *Journal of Finance* 53, 635-672.

表1 サンプル特性

パネル A: 1984 年度における財務的特性					
		タイプ J	タイプ N	差の検定(t/Z)	N
借入金／総資産	平均	0.382	0.083	44.85***	J: 452
	中央値	0.356	0.080	26.24***	N: 467
総負債／総資産	平均	0.815	0.580	23.25***	J: 452
	中央値	0.832	0.583	18.69***	N: 467
社債／総資産	平均	0.032	0.020	-3.58***	J: 452
	中央値	0.000	0.000	-6.83***	N: 467
金融機関持株比率	平均	0.385	0.142	-44.57***	J: 452
	中央値	0.369	0.146	-26.23***	N: 467
非金融法人持株比率	平均	0.239	0.372	11.33***	J: 452
	中央値	0.221	0.383	9.09***	N: 467
外国人持株比率	平均	0.030	0.041	2.52**	J: 452
	中央値	0.010	0.010	0.47	N: 467
現金／資産	平均	0.138	0.153	2.94***	J: 452
	中央値	0.131	0.137	1.53	N: 467
有形固定資産／資産	平均	0.258	0.230	2.63***	J: 452
	中央値	0.224	0.203	1.40	N: 467
ROA	平均	0.042	0.075	11.21***	J: 452
	中央値	0.043	0.069	10.22***	N: 467
Tobin's Q	平均	1.315	1.732	9.01***	J: 452
	中央値	1.215	1.442	7.67***	N: 467
資産(百万円)	平均	301218.8	40925.69	-7.29***	J: 452
	中央値	58652.5	19025	-14.14***	N: 467
パネル B: 生存企業数 (%)					
1989 年度		449 (99.3%)	460 (98.5%)	1.22	
1996 年度		437 (96.6%)	454 (97.2%)	-0.47	
2003 年度		381 (84.2%)	398 (85.2%)	-0.39	
2007 年度		356 (76.0%)	355 (77.3%)	0.99	
2018 年度		293 (64.8%)	286 (61.2%)	1.19	

(注) 金融機関持株比率は信託勘定分を除く

ROA = 営業利益 / 総資産    Tobin's Q = (株式時価総額 + 負債) / 総資産

表2 借入金比率

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
期間	1987 – 1989 年度	1991 – 1996 年度	1997 – 2003 年度	2004 – 2007 年度	2009 – 2018 年度	1987 – 2018 年度
パネルA：タイプ間比較						
タイプJ平均	0.322	0.295	0.307	0.236	0.235	0.277
タイプN平均	0.094	0.105	0.124	0.093	0.103	0.107
平均差の検定(t 値)	43.34***	48.14***	44.17***	30.62***	39.27***	89.77***
タイプJダミー t値	0.183*** 20.01	0.151*** 15.02	0.156*** 15.11	0.121*** 13.76***	0.0966*** 10.74	0.138*** 19.20
パネルB：回帰分析						
推定	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	Firm FE
金融機関持株比率	0.421*** (0.0388)	0.260*** (0.0412)	0.0992** (0.0445)	0.183*** (0.0380)	0.271*** (0.0441)	-0.0587** (0.0288)
現金／総資産	-0.0926* (0.0488)	-0.451*** (0.0540)	-0.520*** (0.0578)	-0.400*** (0.0515)	-0.319*** (0.0524)	-0.206*** (0.0254)
有形固定資産／総 資産	0.0155 (0.0414)	-0.0716* (0.0407)	-0.0163 (0.0398)	0.0276 (0.0361)	0.0584* (0.0318)	0.0120 (0.0292)
Tobin's Q	-0.0102* (0.00552)	0.00457 (0.00802)	0.0277*** (0.00787)	0.0164* (0.00876)	0.0489*** (0.00884)	0.00610* (0.00335)
ROA	-1.343*** (0.101)	-1.321*** (0.114)	-1.629*** (0.117)	-0.785*** (0.116)	-0.909*** (0.0975)	-0.699*** (0.0447)
総資産対数	-0.00618 (0.00379)	-0.00508 (0.00372)	0.00166 (0.00441)	-0.00459 (0.00398)	-0.00272 (0.00355)	0.0441*** (0.00687)
定数項	0.318*** (0.0572)	0.390*** (0.0616)	0.300*** (0.0836)	0.316*** (0.0900)	0.188* (0.101)	-0.190** (0.0757)
サンプル数	2,650	5,340	5,821	2,855	6,096	22,762
決定係数	0.459	0.359	0.284	0.288	0.335	0.125
企業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No
企業固定効果	No	No	No	No	No	Yes
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

(注) パネルAは両タイプの借入金比率（借入金／総資産）の平均値および平均差の検定結果。タイプJダミーは借入金比率の回帰分析（資本構成変数・金融機関持株比率を独立変数に含めない）のタイプJダミー（タイプJ企業に1，タイプN企業にゼロ）の係数を示す。

パネルBは借入金比率の回帰分析の結果。カッコ内は標準誤差

\*\*\*: 1%水準で有意 \*\*: 5%水準で有意 \*: 10%水準で有意

表3 負債比率

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
期間	1987-1989 年度	1991-1996 年度	1997-2003 年度	2004-2007 年度	2009-2018 年度	1987-2018 年度
パネルA: タイプ間比較						
タイプJ平均	0.766	0.733	0.727	0.657	0.601	0.689
タイプN平均	0.555	0.527	0.504	0.454	0.418	0.486
平均差の検定(t 値)	34.54***	43.73***	44.12***	29.30***	38.97***	81.20***
タイプJダミー T値	0.149*** 14.36	0.133*** 11.69***	0.160*** 13.03	0.169*** 12.48	0.138*** 10.68	0.151*** 15.12
パネルB: 回帰分析						
推定	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	Firm FE
金融機関持株比率	0.310*** (0.0420)	0.191*** (0.0457)	0.0282 (0.0500)	0.208*** (0.0576)	0.275*** (0.0630)	-0.0951*** (0.0314)
現金/総資産	-0.485*** (0.0566)	-0.694*** (0.0591)	-0.802*** (0.0716)	-0.654*** (0.0846)	-0.485*** (0.0750)	-0.177*** (0.0289)
有形固定資産/総 資産	-0.162*** (0.0443)	-0.234*** (0.0463)	-0.113** (0.0459)	0.00339 (0.0540)	0.121*** (0.0443)	0.0919*** (0.0249)
Tobin's Q	-0.0113* (0.00610)	0.00326 (0.0105)	0.0417*** (0.0125)	0.0112 (0.0148)	0.0509*** (0.0134)	0.0165*** (0.00394)
ROA	-1.390*** (0.131)	-1.412*** (0.142)	-2.099*** (0.159)	-1.295*** (0.180)	-1.188*** (0.141)	-0.684*** (0.0519)
総資産対数	0.00706* (0.00402)	0.0165*** (0.00423)	0.0252*** (0.00484)	0.0110* (0.00581)	0.00523 (0.00509)	0.0225*** (0.00738)
定数項	0.716*** (0.0585)	0.596*** (0.0817)	0.440*** (0.102)	0.502*** (0.122)	0.449*** (0.143)	0.451*** (0.0798)
サンプル数	2,650	5,340	5,821	2,855	6,096	22,762
決定係数	0.468	0.430	0.386	0.314	0.331	0.260
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No
企業ダミー	No	No	No	No	No	Yes
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

(注) パネルAは両タイプの負債比率(総負債/総資産)の平均値および平均差の検定結果。タイプJダミーは、負債比率の回帰分析(資本構成変数・金融機関持株比率を独立変数に採用しない)のタイプJダミー(タイプJ企業に1, タイプN企業に0)の係数を示す。

パネルBは負債比率の回帰分析の結果。カッコ内は標準誤差

\*\*\*: 1%水準で有意 \*\* : 5%水準で有意 \* : 10%水準で有意

表4 金融機関持株比率

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
期間	1987-1989年 度	1991-1996年 度	1997-2003年 度	2004-2007年 度	2009-2018年 度	1987-2018 年度
パネルA: タイプ間比較						
タイプJ平均	0.410	0.406	0.345	0.294	0.256	0.336
タイプN平均	0.186	0.213	0.194	0.175	0.153	0.185
平均差の検定(t 値)	62.974***	72.02***	52.03***	30.43***	44.01***	100.00***
タイプJダミー t値	0.177*** 29.48	0.158*** 24.45	0.116*** 17.25	0.092*** 12.78	0.0835*** 12.20	0.125 22.26***
パネルB: 回帰分析						
推定	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	FirmFE
借入金/総資産	0.318*** (0.0247)	0.182*** (0.0263)	0.0570*** (0.0212)	0.111*** (0.0257)	0.135*** (0.0224)	-0.0124 (0.0116)
社債/総資産	0.303*** (0.0419)	0.253*** (0.0383)	0.218*** (0.0385)	0.204*** (0.0592)	0.0898* (0.0514)	0.0493*** (0.0189)
現金/総資産	-0.0260 (0.0350)	-0.0447 (0.0365)	-0.0325 (0.0424)	-0.108** (0.0426)	-0.00728 (0.0330)	0.00639 (0.0149)
有形固定資産/ 総資産	-0.0462 (0.0293)	-0.0255 (0.0289)	0.0289 (0.0259)	-0.0159 (0.0262)	-0.0204 (0.0226)	-0.0123 (0.0123)
Tobin's Q	0.00470 (0.00424)	0.00250 (0.00725)	0.000359 (0.00448)	-0.00477 (0.00558)	-0.00337 (0.00520)	0.00291 (0.00213)
ROA	0.205** (0.0817)	0.197** (0.0910)	0.292*** (0.0790)	0.388*** (0.0897)	0.179*** (0.0647)	0.106*** (0.0282)
総資産対数	0.0447*** (0.00271)	0.0440*** (0.00294)	0.0433*** (0.00289)	0.0341*** (0.00303)	0.0297*** (0.00241)	0.0445*** (0.00489)
定数項	-0.261*** (0.0481)	-0.194*** (0.0515)	-0.203*** (0.0434)	-0.166*** (0.0378)	-0.140*** (0.0319)	-0.186*** (0.0526)
サンプル数	2,650	5,340	5,810	2,846	6,090	22,736
決定係数	0.545	0.439	0.394	0.344	0.363	0.447
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No
企業ダミー	No	No	No	No	No	Yes
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

(注) パネルAは両タイプの金融機関持株比率(信託勘定除く)の平均値および平均差の検定結果。タイプJダミーは、金融機関持株比率の回帰分析(資本構成変数・金融機関持株比率を独立変数に採用しない)のタイプJダミー(タイプJ企業に1,タイプN企業に0)の係数を示す。

パネルBは金融機関持株比率の回帰分析の結果(業種ダミー,年次ダミーを含めた推計)。カッコ内は標準誤差

\*\*\*: 1%水準で有意 \*\* : 5%水準で有意 \* : 10%水準で有意

表5 経営者のキャリア：入社後年数

キャリア 期間	(1)	(2)	(3)	(4)
	入社－取締役年数		入社－経営者年数	
	FY2002－2007	FY2009－ 20018	FY2002－ 2007	FY2009－20018
パネルA: タイプ間比較				
タイプJ平均	18.59	21.372	25.758	27.440
タイプN平均	9.67	13.056	17.448	20.345
平均差の検定(t値)	22.61***	23.74***	17.61***	18.615***
タイプJダミー	0.620	0.504	0.412	0.293
t値	5.52***	4.71***	4.05***	3.23***
パネルB: 回帰分析				
従属変数	Ln(1+入社－取締役年数)		Ln(1+入社－経営者年数)	
推定方法	OLS	OLS	OLS	OLS
借入金／総資産	-0.362** (0.149)	-0.532*** (0.122)	-0.409*** (0.151)	-0.548*** (0.121)
社債／総資産	0.824*** (0.304)	-0.179 (0.318)	0.790*** (0.295)	-0.379 (0.305)
金融機関持株比率	3.028*** (0.211)	3.937*** (0.243)	2.830*** (0.195)	3.102*** (0.223)
現金／総資産	0.523** (0.218)	0.241* (0.129)	0.809*** (0.216)	0.240* (0.132)
有形固定資産／総資産	0.159 (0.137)	0.356*** (0.118)	0.276* (0.142)	0.567*** (0.117)
Tobin's Q	-0.153*** (0.0279)	-0.122*** (0.0129)	-0.195*** (0.0307)	-0.141*** (0.0138)
ROA	-0.910** (0.354)	-0.443** (0.183)	-0.592 (0.382)	-0.260 (0.211)
総資産対数	0.146*** (0.0206)	0.126*** (0.0161)	0.0933*** (0.0201)	0.122*** (0.0150)
定数項	0.0217 (0.407)	0.0338 (0.319)	1.465*** (0.300)	1.117*** (0.228)
サンプル数	17,306	31,506	17,296	31,506
決定係数	0.213	0.275	0.171	0.240
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes

(注) パネル A は両タイプの現職経営者の入社から取締役あるいは経営者就任までの年数の平均値および平均差の検定結果。タイプ J ダミーは、該当年数に 1 を加えた値の自然対数の回帰分析（資本構成変数・金融機関持株比率を含めない）におけるタイプ J ダミー（タイプ J 企業に 1、タイプ N 企業に 0）の係数を示す。

パネル B は該当年数に 1 を加えた値の自然対数の回帰分析の結果。カッコ内は標準誤差  
 \*\*\*: 1%水準で有意 \*\*: 5%水準で有意 \*: 10%水準で有意

表6 経営者のキャリア：内部昇進型と外部招聘型

	(1)	(2)	(3)	(4)
	内部出身経営者		外部招聘経営者	
	FY2002 – 2007	FY2009 – 20018	FY2002 – 2007	FY2009 – 20018
パネルA: タイプ間比較				
タイプJ割合	0.667	0.700	0.248	0.196
タイプN割合	0.413	0.517	0.420	0.337
比率差の検定(Z値)	11.78***	11.09***	-6.56***	-6.10***
タイプJダミー	0.816	0.497	-0.662	-0.519
Z値	4.70***	2.70***	-3.58***	-2.62***
パネルB: 回帰分析				
従属変数	内部出身ダミー		外部招聘ダミー	
推定方法	ロジット	ロジット	ロジット	ロジット
借入金／総資産	-0.358 (0.261)	-1.117*** (0.249)	0.839*** (0.252)	0.926*** (0.227)
社債／総資産	1.655*** (0.541)	-0.0504 (0.590)	-1.840*** (0.581)	-0.228 (0.621)
金融機関持株比率	4.010*** (0.361)	5.181*** (0.431)	-4.227*** (0.397)	-5.237*** (0.477)
現金／総資産	1.234*** (0.385)	0.228 (0.277)	-1.429*** (0.382)	-0.842*** (0.247)
有形固定資産／総資産	0.342 (0.247)	0.869*** (0.220)	-0.264 (0.243)	-1.038*** (0.217)
Tobin's Q	-0.345*** (0.0643)	-0.289*** (0.0506)	0.320*** (0.0615)	0.250*** (0.0336)
ROA	-1.373** (0.689)	-0.679 (0.441)	0.563 (0.662)	0.00566 (0.398)
総資産対数	0.242*** (0.0355)	0.238*** (0.0299)	-0.138*** (0.0368)	-0.171*** (0.0295)
定数項	-2.741*** (0.615)	-2.718*** (0.619)	0.784 (0.610)	1.001 (0.630)
サンプル数	17,297	31,486	17,297	31,486
決定係数				
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes

(注) パネルAは両タイプ企業の該当経営者を持つ割合と比率差の検定結果。タイプJダミーは、該当経営者を持つ企業に1、そうでない企業にゼロとなるダミー変数のロジット分析（資本構成変数・金融機関持株比率を含めない）におけるタイプJダミー（タイプJ企業に1、タイプN企業に0）の係数を示す。

パネルBは該当経営者を持つ企業に1、そうでない企業にゼロとなるダミー変数のロジット分析の結果。カッコ内は標準誤差

\*\*\*: 1%水準で有意 \*\*: 5%水準で有意 \*: 10%水準で有意

表7 経営管理体制

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	執行役員 制	執行役員 制	経営陣規模	経営陣規模	社外取締 役採用	社外取締役 採用	監査等委員 会設置会社
期間	FY2002- 2007	FY2009- 2018	FY2012- 2007	FY2009- 2018	FY2012- 2007	FY2009- 2018	FY2009- 2018
パネルA: タイプ間比較							
タイプJ平均/ 割合	0.478	0.730	8.284	12.699	0.318	0.771	0.205
タイプN平均/ 割合	0.358	0.593	5.429	8.761	0.331	0.738	0.205
平均差・比率差の 検定(t値/Z値)	5.10***	9.11***	9.87***	14.75***	0.50	2.58***	0.00
タイプJダミー t値/Z値	0.345 1.74*	0.577 3.09***	0.088 1.56	0.091 2.10**	-0.429 -2.10**	-0.212 -1.31	0.320 1.33
パネルB: 回帰分析							
従属変数	執行役員 制ダミー	執行役員 制ダミー	Ln(経営陣 規模)	Ln(経営陣 規模)	社外取締 役ダミー	社外取締役 ダミー	監査等委員 会設置会社 ダミー
推定	ロジット	ロジット	OLS	OLS	ロジット	ロジット	ロジット
借入金/総資産	0.516* (0.275)	0.0744 (0.215)	0.0805 (0.0800)	-0.0731 (0.0560)	-0.436 (0.295)	-0.332 (0.215)	0.0450 (0.275)
社債/総資産	0.325 (0.640)	-1.015* (0.616)	-0.371** (0.180)	-0.374** (0.154)	0.766 (0.643)	0.541 (0.626)	-0.275 (0.840)
金融機関持株比率	0.717* (0.379)	1.791*** (0.397)	0.359*** (0.111)	0.427*** (0.0966)	-1.507*** (0.427)	-0.406 (0.355)	0.0791 (0.500)
現金/総資産	0.0467 (0.439)	-0.510** (0.233)	0.0396 (0.123)	-0.0848 (0.0661)	-1.798*** (0.491)	-0.959*** (0.270)	-0.709** (0.284)
有形固定資産/総資産	-1.301*** (0.296)	-0.725*** (0.199)	-0.0315 (0.0816)	-0.0455 (0.0518)	-0.434 (0.292)	-0.833*** (0.199)	-0.0899 (0.244)
Tobin's Q	-0.0228 (0.0879)	-0.0465* (0.0258)	-0.0468** (0.0214)	-0.00916 (0.00824)	0.259*** (0.0816)	0.220*** (0.0556)	-0.0133 (0.0295)
ROA	0.482 (0.888)	-0.672* (0.373)	0.296 (0.216)	0.210* (0.112)	-0.665 (0.838)	-1.225*** (0.408)	1.019* (0.575)
総資産対数	0.356*** (0.0417)	0.374*** (0.0305)	0.186*** (0.0111)	0.165*** (0.00811)	0.256*** (0.0422)	0.309*** (0.0284)	-0.192*** (0.0343)
定数項	-4.191*** (0.452)	-4.880*** (0.645)	0.502*** (0.136)	0.668*** (0.146)	-5.231*** (1.202)	-3.524*** (0.722)	-1.204 (1.058)
サンプル数	5,745	32,914	7,047	24,653	5,769	32,914	13,025
決定係数			0.301	0.328			
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

(注) パネル A は両タイプ企業で該当する特性を持つ企業の割合および比率差の検定結果。ただし(3), (4)の経営陣規模は、取締役数と執行役員数の合計(兼任を控除)の平均値および平均差の検定結果を示す。タイプJダミーは、該当する特性を持つ企業に1となるダミー変数のロジット分析(資本構成変数・金融機関持株比率を含めない)におけるタイプJダミー(タイプJ企業に1, タイプN企業にゼロ)の係数。ただし(3), (4)の経営陣規模については、取締役数と執行役員数の合計の自然対数の回帰分析におけるタイプJダミーの係数。

パネル B は該当する特性を持つ企業に1となるダミー変数のロジット分析の結果。ただし(3), (4)の経営陣規模については、取締役数と執行役員数の合計の自然対数の回帰分析の結果。カッコ内は標準誤差

\*\*\*: 1%水準で有意 \*\* : 5%水準で有意 \* : 10%水準で有意



表8 ROA と Tobin's Q

期間	(1) 1987 - 1989年 度	(2) 1991 - 1996年 度	(3) 1997 - 2003年 度	(4) 2004 - 2007年 度	(5) 2009 - 2018 年度	(6) 1987 - 2018 年度
<b>パネルA: ROA</b>						
タイプJ平均	0.039	0.024	0.020	0.034	0.025	0.026
タイプN平均	0.057	0.038	0.027	0.036	0.029	0.035
平均差の検定(t値)	12.62***	14.24***	6.77***	1.31	4.07***	16.27***
タイプJダミー	-0.014	-0.013	-0.011	-0.004	-0.002	-0.008***
t値	-6.04***	-7.27***	-5.31***	-1.74*	-0.91	-5.92
<b>パネルB: Tobin's Q</b>						
タイプJ平均	1.970	1.346	1.054	1.234	1.101	1.266
タイプN平均	2.165	1.407	1.070	1.244	1.095	1.307
平均差の検定(t値)	-5.81***	-5.33***	1.18	0.49	0.42	-4.78***
タイプJダミー	-0.022	0.026	-0.019	0.020	0.031	0.017
t値	-0.46	1.09	-0.65	0.64	0.76	0.78

(注) 各パネル上部は両タイプの ROA (営業利益/総資産), Tobin's Q の平均値および平均差の検定結果。タイプJダミーは, ROA, Tobin's Q の回帰分析 (資本構成変数・金融機関持株比率を含めない) におけるタイプJダミー (タイプJ企業に1, タイプN企業にゼロ) の係数。パネルAではROA, パネルBではROAとTobin's Qを独立変数から外している。

\*\*\*: 1%水準で有意 \*\* : 5%水準で有意 \* : 10%水準で有意

表9 現金保有と株主構成

期間	(1) 1987-1989 年度	(2) 1991-1996年 度	(3) 1997-2003年 度	(4) 2004-2007年 度	(5) 2009-2018年 度	(6) 1987-2018 年度
<b>パネルA: 現金比率 (現金・預金および等価物/総資産)</b>						
タイプJ平均	0.136	0.083	0.067	0.063	0.124	0.082
タイプN平均	0.179	0.135	0.114	0.104	0.080	0.128
平均差の検定(t値)	12.23***	21.81***	22.39***	14.04***	19.15***	39.55***
タイプJダミー	-0.021***	-0.035***	-0.026***	-0.022***	-0.018***	-0.023***
t値	-3.67	-6.27	-5.21	-3.95	-2.86	-5.73
<b>パネルB: 安定株主比率 (金融機関持株比率+非金融法人持株比率)</b>						
タイプJ平均	0.661	0.648	0.579	0.518	0.483	0.571
タイプN平均	0.572	0.600	0.564	0.515	0.483	0.546
平均差の検定(t値)	15.56***	13.21***	3.97***	0.59	0.07	11.91***
タイプJダミー	0.0419***	0.0254***	-0.00654	-0.0233**	-0.0191	0.002
t値	3.99	2.66	-0.65	-2.02	-1.52	0.26
<b>パネルC: 外国人持株比率</b>						
タイプJ平均	0.026	0.041	0.047	0.104	0.129	0.073
タイプN平均	0.032	0.047	0.051	0.099	0.110	0.069
平均差の検定(t値)	-3.48***	-3.63***	-1.98**	1.18	5.97***	2.67***
タイプJダミー	-0.011	-0.016	-0.018	-0.019	-0.010	-0.018
t値	-3.74***	-5.02***	-4.62***	-3.05***	-1.55	-4.87***

(注) 各パネル上部は現金比率 (現金および等価物/総資産), 安定株主持株比率 (金融機関持株比率+非金融法人持株比率), 外国人持株比率の平均値および平均差の検定結果。タイプJ係数は, 当該変数の回帰分析 (資本構成変数・金融機関持株比率を含めない) におけるタイプJダミー (タイプJ企業に1, タイプN企業にゼロ) の係数。パネルAでは現金比率を独立変数から外している。

\*\*\*: 1%水準で有意 \*\* : 5%水準で有意 \* : 10%水準で有意