

日本企業の所有構造と業績との関係

1190416 岩崎 頼雄

高知工科大学 経済・マネジメント学群

第1章. 概要

現在日本では企業の不祥事が多発しており企業の統治に関して厳しく取り締まるべきであるという論調が高まっている（マナラボ，2018）。これを受けて社外取締役を複数選任する企業も年々増加しており、したがってガバナンスの独立性を高めることによって企業統治の質を高めようとする気運が高まっていると言える（図1参照）。

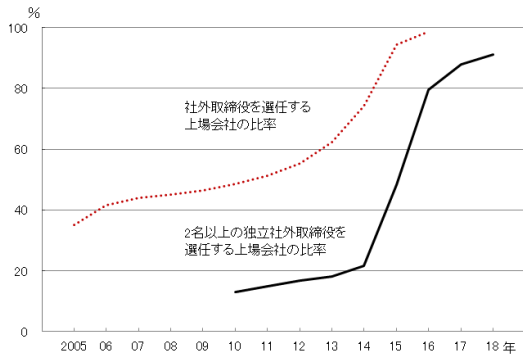


図1. (株式会社東京証券取引所「東証上場企業における独立社外取締役の選任状況、委員会の設置及び相談所・顧問等の開示状況」参照)

また安倍総理が2014年に掲げた「成長戦略」にも企業統治の在り方や行動パターンを変える取り組みの必要性が反映されている。このような状況に鑑み、本研究では企業の経営と所有の関係が業績に与える影響を明らかにし、有効な企業統治の在り方について検討する。

第2章. 背景

今現在日本では業界で売上規模が1位であるにもかかわらず、非上場の企業、例えば株式会社モンテローザフーズのような企業が存在する（図2参照）。競合他社の多くが上場しているのにも関わらず当該企業は上場していない。

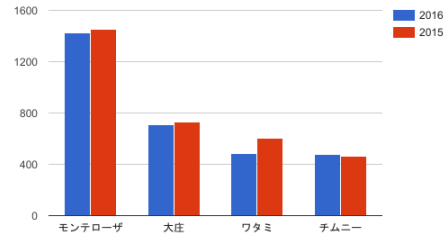


図2. (Synapse Diary 居酒屋業界_売上高より抜粋)

そもそも株式を公開し上場することのメリットは会社、株主、従業員によって異なっているとされている（Deloitte IPOのメリット・デメリット引用）。会社自体のメリットとして挙げられるのは、資金調達増大と多様化、知名度の向上とその効果、経営体質の強化、企業イメージ（社会的信用）の増大、役員や従業員へのインセンティブの付与によるモラルの向上などがある。また株主のメリットは、公正な株価の形成、株式の流動性の増大、株式の資産価値の増大、創業者利潤などがある。さらに従業員のメリットは、従業員の財産形成、社会的信用の増大、従業員としての満足感などがある。しかしこれらのメリットを享受せず非上場で経営を行うことの意義はなんだろうか。これが本研究の本質的な問題意識である。また近年会社の不祥事（例えば日産、東芝）が多発し、企業の統治問題が社会問題化している。この点も本研究がテーマとして「経営と所有」の問題を取り上げた動機である。

近年わが国の企業の所有者として外国人投資家が多く存在している。実際に1990年度の外国人株主の保有比率は6%であったが、2018年には30.3%まで増えている（図3参照）。

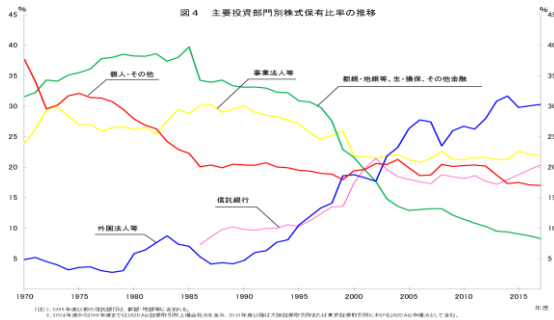


図3. 壺内 2015：JPX 日本取引所グループより抜粋

外国人投資家が増えることで株主寄りの経営になり、今までよりも株主の会社への圧力が高まり経営方針にも何らかの変化をもたらすと予測されている（壺内 2015）。これは、所有者によって企業の業績に対する圧力が異なることから生じるものと考えられる。

第3章. 日本の会社の統治の歴史

ここでわが国の企業における所有と経営について、史的に概観する。

戦前、日本ではその場主義経営といった株主中心の経営がなされてきた（伊丹 2000）。これは、一時的に大きな収入があったとしても将来のために設備投資や借金の返済などに使わず全てを株主の配当に回すという考え方である。これにより日本の会社の長期継続ではなく短期的な業績を重視する会社ばかりになり、この結果として、衰退する企業が現れるようになった。その後、その場主義の短期志向の株主による経営への介入を防ぎ、経営の自立性を高めることが企業を存続させるために必要だという考えが広まり、所有と経営の分離がスローガンとなった（伊丹 2000）。この株主主権の否定から戦後までの間に人々の会社の主権に対する考え方が株主から経営者、さらに従業員へと移行していった。

戦後になると GHQ により財閥の解体が進められた。また公職追放令により経営の中核にあった人は経営の世界から退くこととなり、中間層が責任者となっていった。そのころに従業員による激しい労使紛争が頻発し、営業ができない状況になることがあった。これを契機に経営者は、初めて従業員との関係性が重要であることに気づき従業員の存在がクローズアップされた（伊丹 2000）。以降、日本では従業員中心の経営、すなわち従業員主権の経営が重視されるようになった（伊丹 2000）。

現在、日本では「建前は株主主権、本音は従業員主権」と言われる経営が行われていると言われている（伊丹 2000）。しかし、近年ではグローバル経営の進展に伴い米国型の統治構造、すなわち再度株主を重視すべきという主張が強まっている（門脇 2002）。

第4章. 研究課題

第3章で示したように株主重視の経営は多くの問題を含んでいる。例えば、短期的な業績を捻出することへの圧力、従業員軽視の経営などが挙げられる。このことを踏まえ、本研究では、業績との関係から株主重視の経営の有効性について検証し、これにより今まで論じられてきた「株主主権のほうが〜」あるいは「従業員主権のほうが〜」といったそれぞれの主張に対して一定の解を見出す。

第5章. 研究方法

日経会社情報に掲載されている会社の内、業種別に外国人投資家比率の高い会社、低い会社をそれぞれ 10 社ずつ抽出し、これらで構成されるサンプルを用いて検証する（計 180 社で構成されるサンプル）。

会社の業績を測定する指標は、ROA、ROE、売上成長率であり、会社の所有構造を測定する指標は、外国人投資家比率である。ここでは外国人投資家比率の高さは、株主重視の高さを表していると仮定している。ここで、外国人投資家比率の高い会社と低い会社のグループとに分類し（業種別の上位、下位それぞれ 10 社をグループとしている）、それぞれのグループの ROA、ROE、売上成長率の平均値の差について検定する。ここで得られた結果に基づき株主重視の経営の有効性について検討する。

壺内（2015）は、損失を発生させた企業が配当削減を優先（従業員重視）するのか、雇用削減を優先（株主重視）するのかについて検証している。この研究の結果によれば、外国人投資家比率の高い上位 25% の企業群と外国人投資家比率の低い下位 25% の企業群を比較した場合、下位 25% の企業群では「損失の共有」、すなわち株主と従業員が共に当該損失から生じる不利益を被る。しかし上位 25% の企業では配当を削減しない一方で、雇用と給与を削減する。これは二期連続赤字という厳しい状況において、外国人株主の比率が高いほど、配当の削減率は小さく、雇用と給与の削減率が大きいことを示しており、従って、外国人投資家比率は、株主重視の代理変数としてみるができる。

第6章. 分析

表1は、サンプルを外国人投資家比率の高い会社と低い会社のグループとに分類し、それぞれのグループのROA、ROE、売上成長率の記述統計量および平均値の差の検定結果を示している（黄色のほうが高外国人投資家比率の高い会社）。表1は、これらの結果をまとめたものである。

表1

	外国人投資家比率の高い会社			外国人投資家比率の低い会社			t or χ^2
	Average	Median	Std. Dev.	Average	Median	Std. Dev.	
ROA	0.086	0.062	0.140	0.040	0.025	0.061	2.829**
ROE	13.350	10.500	12.013	8.468	7.350	6.274	3.583**
Sales Growth	0.067	0.032	0.198	0.061	0.037	0.180	0.195
				p<0.1	**p<0.05	*p<0.01	

第7章. 分析結果

分析した結果 ROA と ROE で平均に有意な差がみられた（1%の水準で有意）。すなわち外国人投資家比率の高い企業グループは低い企業グループよりも短期的な業績指標を重視していると思われる。一方売上成長率については統計的に有意な差はなかった。

これらの結果は、外国人投資家は ROA、ROE といった短期的な業績指標に対する圧力が高い一方で、売上成長率のような長期的な業績指標に対してはそうではないことを示唆している。つまり外国人投資家比率の高い会社では外国人株主から四半期ごとに売上を上げるよう圧力をかけられ ROA、ROE という数値を良くしようとする動機が生じる。しかし短期的な利益をもとめるが故に長期的なビジョンが見えにくい経営となっている可能性がある。

第8章. 分析結果のまとめ&考察

本研究の分析結果から、外国人投資家比率の高い企業は外国人投資家比率の低い企業に比べて短期的な業績に関する指標が高いことが理解される。また長期的な成長指標については、重視されない可能性があることが示された。

先行研究にもあるように外国人投資家が増えると雇用調整速度が加速すること（富山 2001、野田 2008 など）、また株主の利益を重視し経営が悪化している状況でも配当の削減は行わず、

雇用や賃金の削減を優先することが示されている（佐々木・花枝 2012）。これらの先行研究と本研究の結果を合わせると、外国人投資家比率の高い会社では「株主からの短期業績への圧力」が強いということが理解できる。業績が高くても上場していない企業はこのような圧力を回避しているのではないだろうか。また上場している会社でも建前は株主主権、本音は従業員主権といわれるように本当は従業員重視の経営を標榜しているのではないだろうか。最近多発している企業の不祥事も「株主からの圧力」により業績をよく見せないといけないという圧力が背景にあるのではないだろうか。

株主重視の経営を行うことで効率の悪い資産、生産性の低い従業員はリストラの対象とすべきという意見は確かに正論である。しかし今の日本の現状を考える限りそれは会社にとっていいことばかりではないのかもしれない。

参考文献

<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/01.html> (JPX 日本取引所グループ)

http://www.sess.jp/publish/annual_sv/pdf/sv50/m83_05.pdf

『証券経済学会年報』第50号別冊第83回春季全国大会学会報告論文 壺内 慎二 (2015)

https://www.recruit-ms.co.jp/research/study_report/000000283/ (RECRUIT 外国人株主は日本企業にどのような影響を与えているのか)

http://www.ritsumei.ac.jp/ss/sansharonshu/assets/file/2011/47-2_02-08.pdf (「わが国会社主権のあり方に関する一考察」 西村 毅)

<https://docoic.com/45262> (マナラボ コーポレート・ガバナンスの必要性と目的・強化方法を解説)

「日経会社情報 2017 新春号」

「コーポレート・ガバナンスの経営学」加護野忠男、砂川伸幸、吉村典久

<http://www.biwako.shiga-u.ac.jp/eml/Ronso/334/334kadowaki.PDF>

「日本のコーポレート・ガバナンスと従業員主権：伊丹敬之氏の所説を中心に（富田光彦教授退官記念論文集）」彦根論叢 334, 75-90, 2002-01 門脇 延行

https://synapse-diary.com/?attachment_id=4729

(Synapse Diary 居酒屋業界__売上高)

<https://www.jil.go.jp/kokunai/statistics/timeseries/html/g0704.html>

(株式会社東京証券取引所「東証上場企業における独立社外取締役の選任状況、委員会の設置及び相談所・顧問等の開示状況」)

「日本型コーポレートガバナンス 従業員主権企業の論理と改革」 伊丹 敬之 (2000)

「メインバンク制と企業の雇用調整」『日本労働研究雑誌』488号 40-51 ページ 富山雅代 (2001)

「メインバンクはリストラを促進するのか」『経済分析』180号 36-62 ページ 野田 智彦 (2008)

「人的資本と雇用政策-賃金・雇用調整が配当政策に与える影響-」日本経営財務 研究会、第36回全国大会報告論文 佐々木寿記・花枝英樹 (2012)