



Waseda University
Institute of Finance

Working Paper Series

WIF-02-001

1990年代日本企業の統治構造と生産性

—統治構造の変容は経営効率改善に寄与したか—

宮島 英昭, 新田 敬祐, 齊藤 直, 尾身 祐介

早稲田大学
ファイナンス総合研究所

<http://www.waseda.jp/wnfs/nif/index.html>

1990年代日本企業の統治構造と生産性

統治構造の変容は経営効率改善に寄与したか¹

宮島英昭（早稲田大学商学部・財務省財務総合政策研究所）

新田敬祐（ニッセイ基礎研究所）

齊藤 直（早稲田大学商学部）

尾身祐介（早稲田大学大学院）

First Draft 2002年5月

¹ 本稿は『転換期日本経済とコーポレートガバナンス』（仮題、近刊）の一部として執筆された。

1 はじめに

1990年代に入って日本経済の長期低迷が明らかになる中で、日本企業の効率性の低下が問題とされている。90年代における産業別労働生産性の推移を示した表1によれば、相対的に経済環境の影響を受けにくいと考えられる電気・ガス、運輸・通信を別とすれば、製造業の生産性が、バブル崩壊後の一時的な低迷を除き、堅実な上昇を示している点が目を引く。逆に、電気・ガス、運輸・通信以外の非製造業に目を転じれば、建設業を筆頭に、とりわけここ数年における生産性の低下が窺われる。

---表1 about here---

他方、表2によれば、1990年代、特にその後半以降、日本企業の統治構造は大きな変容を示している。所有構造では株式持合の解消が進み、それに対応するように外国人株主を含む機関投資家の比率が上昇している。また、注目されることは少ないものの、浮動株比率の上昇が株主分散化を示唆している。企業金融においてはメインバンクの役割低下に対応して、資本市場の地位が上昇し、社債格付けの影響力が高まった。また、1990年代後半には、負債比率の企業間の分散が拡大している。加えて、1990年代後半になると、執行役員制や社外取締役の導入、取締役会規模の縮小、ストックオプションの採用といったトップマネジメント改革の試みも開始された。この動きは、外部株主の直接の要請によるよりも、経営陣の自発的な決定に基づいている点が重要であり、その意味で、市場の圧力上昇に対する企業の自律的対応と考えることができる。このように90年代後半、わが国企業の統治構造の変化はテンポを速めており、その企業間における差異は明確な拡大傾向にある。

---表2 about here---

本稿の課題は、以上の1990年代における統治構造の変容と企業の経営効率の関係を実証的に分析する点にある。90年代に増加した外国人株主は、企業の効率性の上昇に本当に寄与しているのか。これまで、日本企業の経営の規律に重要な役割を演じていたと見られる負債、あるいはメインバンクは本当にその役割を失ったのか。持合解消にともなう小株主・浮動株の増大は、エージェンシー問題を深刻化させているのではないかと、長期雇用・内部昇進を特徴とする日本企業は、自律的ガバナンスを内在させている可能性があり、これが効率性の上昇に寄与しているのではないかと。本稿では、こうした問題に解答を提示することが目指される。

ところで、有効な企業統治の作用を確認するために、これまで幾つかの方法が採用されてきた。例えば、Hoshi, McMillan and Schaefer (1997) は、トービンQを指標として、企業の統治構造の差がその水準に影響を与えるかを検討した。また、業績が悪化した際に、経営者がシステマティックに交代するメカニズムがあるか否かも、日本企業の統治構造の主要なテーマとしてしばしば分析され、筆者の内の1人も、別の機会にこの点の解明を試みた(宮島・青木 2002a)。しかし、ここでは、直接的な企業の効率性指標として、全要素生産性(生産要素投入に対する産出量の比率)に着目する。企業レベルの生産関数を推計し、

その残差を、生産要素投入量の変化では把握できない、経営努力や技術進歩等に伴う生産性の上昇をあらわす部分であると捉え、この全要素生産性（以下、TFP と記す）あるいは TFP 変化率を各企業の統治構造を示す諸変数に回帰することによって、統治構造上の特性が生産性に対していかなる影響を与えるのかを分析する。

こうした生産関数の推計によって、日本企業における企業統治構造と効率性との関係を実証分析した先行研究として、Lightenberg and Pushner(1994)、米澤・宮崎(1996)、堀内花崎(2000)がある。Lightenberg and Pushner(1994)は、1979-89 年の製造業 1241 社を対象とし、所有構造と生産性の関係を分析した。他方、米澤・宮崎(1996)は、1984-93 年の機械・電気機械産業 479 社を対象に、生産性に対する所有構造、メインバンク関係、企業集団の効果を検討した。さらに、近年の成果である堀内・花崎(2000)は、1957-96 年の製造業 1661 社を対象とし、ガバナンス変数に関しても、所有構造、メインバンク関係に加え、生産物市場の競争による規律等の変数を導入した。

本稿は、これらの先行研究に対して、次の諸点で拡張をはかる。第一に、技術的には、先行研究が、貸借対照表上の総資産の値をそのまま用いるか、または簡便な方法で推計しているのに対して²、本稿では可能な限り精緻な資本ストックの推計を試みる。また、これまでの研究では、推計にあたって資本の稼働率が考慮されておらず、それが結果にバイアスを与える可能性が否定できなかった。本稿では、稼働率を考慮した推計で補完することによって、結果の頑強性を担保する。また、生産関数の推計においては、Lightenberg and Pushner(1994)、米澤・宮崎(1996)が水準に、堀内・花崎(2000)が変化率に注目している。推計方法上いずれが適切か一義的に決定できないが、水準による推計の方が同時性の問題に直面する可能性が高い。そこで、本稿では、変化率に焦点を合わせながら、水準による推計で補完し、統治構造と生産性との関係の総合的な把握を試みる。

第二に、分析対象としては、先行研究が製造業のみをサンプルとしているのに対し、本稿では、近年、生産性低下が問題視される非製造業へも対象の拡大をはかる。また、先行研究は、最新の堀内・花崎(2000)でも、計測期間は 1996 年までにとどまっているが、本稿では、1999 年度までの計測を試みる。この計測期間の拡大によって、経済成長の低迷が度を深め、企業統治構造が大幅な変容を示した 1990 年代後半に、企業統治構造の企業効率性に対する影響が変化したのか否かを解明することが可能となろう。

第三に、着目する統治構造としては、これまでの研究で注目された変数に加えて企業組織内部からの自律的ガバナンスを示す変数を推計に導入することによって拡張をはかる。これまで研究は、主として株式所有構造、系列帰属、メインバンク関係に注目してきた。Lightenberg and Pushner(1994)は、所有構造と系列に注目し、金融機関、経営者、外国人

² Lightenberg and Pushner(1994)、米澤・宮崎(1996)が貸借対照表上の総資産の値を、堀内・花崎(2000)が簡便な方法で資本ストックを時価換算している。

の株式保有が生産性上昇に寄与し、事業法人、個人、10大株主の株式保有は生産性を低下させる点を指摘した。また、米澤・宮崎(1996)は同様に外国人の正の効果を追認する一方、企業集団、メインバンク関係については、生産性に有意な影響を与えていないことを示した。他方、堀内・花崎(2000)は、Nickell(1997)で指摘された企業統治における市場競争の重要性に注目し、所有構造、負債比率、メインバンク関係に加えて市場の競争水準を示す変数を推計に導入した。その主張のエッセンスは、企業の効率性維持には、輸出入比率に示される競争水準が重要な意味をもつこと、負債は経営の規律効果をもつ反面、安定的関係の有無で定義されたメインバンク関係は、効率性に有意な影響を与えていないという点にあった。

本稿では、推計モデルの設計にあたって、堀内・花崎(2000)の手法を、直接投資の影響を明示的に考慮しつつ踏襲する一方、企業の効率性に影響を与える企業統治上の変数として、企業内部の自律的ガバナンスの作用を現す変数を導入することで拡張を図る。長期雇用・内部昇進を特徴とする日本企業の場合、内部従業員は、企業が危機に直面した場合、別の企業に移動するExitより、社内にとどまって企業を改革することに強いインセンティブをもつ。もし日本企業にこうした自律的ガバナンスが内在しているとするれば、従業員のコミットの強い企業ほど企業効率が上昇することが期待されよう。本稿では、いまだ不十分であるが、この企業の自律的ガバナンスを示す変数の開発を試み、それが効率性に寄与するか否かを検討する。

本稿の分析から得られた主要な結論をあらかじめ要約しておけば、以下の通りである。第一に、これまで指摘されてきた外国人の経営効率に対する正の効果と、安定株主の負の効果はロバストに確認された。その上で、明らかとなったのは、個人株主・浮動株が効率性に対して負、大株主が正の効果を持つことであった。持合の解消で発生した個人株主の増大は、現在、エージェンシー(フリーライダー)問題を深刻化させるように作用し、他方、これまでも強調されていた親会社も含むブロックホルダーの存在は経営の規律面で役割を強めていると見ることができる。

第二に、負債による規律、さらにメインバンクによる規律も、1990年代に重要な役割を演じている。しかも、特にこの効果は、1997年以降強まったと見ることができる。現在、負債の役割に関しては、debt overhangなどの投資を制約する側面が指摘されているが、所与の経営資源の有効利用という点からみる限り、負債は経営の規律の側面を強めており、製造業に限定する限り、企業の銀行への高いコミットメントで定義される強いメインバンク関係も同様な効果を示している。

第三に、企業組織内部の自律的ガバナンスが重要な役割を演じはじめたという結果が得られた。変数の作成の仕方にいまだ改善の余地を残すものの、企業の内部者による自律的な革新を示す変数と、経営の効率性の変化率との間には、正の関係があり、しかも、この関係が、1997年以降強まっていることが確認できた。

最後に、製造業と非製造業を比較すれば、製造業で外国人投資家やメインバンクによる規律や、企業内部の自律的ガバナンスの効果が確認されるのに対し、非製造業ではそうした点は全く確認されない。この結果は、利害関係者に対する姿勢が、非製造業・製造業の経営者間で本質的に異なっていたことを示唆する。非製造業の経営者がステークホルダーの利害を無視し効率改善努力を怠ったことが、表1に見られる著しい生産性低下の一因である可能性が高い。これは、近年、とりわけ非製造業の統治構造が問題視されている事実と整合的であろう。

以下、本稿は次のように構成される。2節では、近年の日本企業を念頭に置きながら、企業統治構造が生産性に対して影響を与える経路を解説し、推計モデルの背後にある仮説を示す。3節では、推計に用いられるモデルを示すとともに、変数の作成法を説明する。4-7節では推計結果が報告される。4節では、1990年代に関する生産関数（TFP水準・TFP変化率）の推計結果が報告され、TFP水準およびTFP変化率に対する各ガバナンス変数の効果が要約される。5節では、さらに、サンプルを製造業・非製造業に分割した場合の推計結果が、また6節では、1997年以降の変化に関する推計結果が報告される。7節は、本稿の注目する内部者による規律と株主・負債による規律の補完・代替関係に関する暫定的な結果を報告する。最終節では、経営者の交代から企業統治に接近した分析結果（宮島・青木 2002b）と対比しながら、本稿の分析結果を要約し、今後の検討課題を提示する。

2 企業統治構造の影響

企業を構成するステークホルダーが企業経営者を規律付ける経路は複雑である。以下では、表2に要約した1990年代の日本企業の所有構造・資本構成の変化を念頭に置きながら、その経路を整理した図1を利用して、本稿の推計モデルの背後にある仮説を示しておこう。ここでの作業仮説の特徴は、企業経営者を中心に置き、各ステークホルダーからの規律付けの経路を可能な限り識別する試みにある。さらに、ステークホルダーとしてこれまで注目されてきた、(1)株主、債権者による外部からの規律と、(2)生産物市場における競争に加えて、(3)従業員をはじめとする企業組織内部からの規律を明示的に考慮する。

------

株主による規律 企業統治の枠組みのなかで伝統的に注目されてきたのは株主による規律である。もっとも、従来、日本企業の所有構造における特徴とされてきたのは、株式持合に代表される安定株主の存在であった。安定株主は経営に対して Voice を行使せず、かつ Exit しないことが暗黙の契約となっているため、経営者は資本市場のプレッシャーから隔離され、経営者に対して規律を与えることが困難になる可能性がある。そのため、これまで安定株主による経営者のモラルハザードの有無が注目されてきた。

他方、近年、株式持合の解消³に代表されるように、安定株主比率は低下し、それに代わって、外国人を中心とする機関投資家が比重を増している。外国人投資家の比重は、90年の4.2%から99年には8.2%まで上昇し、大企業に限定するとこの上昇がさらに著しい。投資収益率の最大化を目指す外国株主や投資信託などの機関投資家は、企業経営のモニターに強いインセンティブを持ち、また、経営環境や業績動向など、企業分析を行う専門組織を保有しているため、一般の投資家と比較して情報の収集能力も分析能力も高い。現在まで、機関投資家が、取締役会・株主総会で人事権を行使した事例は見られないものの、低パフォーマンス企業の株式の売却や、経営者の説明要求などの圧力を強めつつある。こうした行動が、経営の規律づけとして作用しているとすれば、企業の生産性は上昇するであろう。以上の効率性に対する安定株主のマイナスの効果と、外国人を中心とする機関投資家のプラス効果は、既述の通り米沢・宮崎（1996）が指摘しており、以下では、こうした関係が90年代を通じてロバストに確認できるかがテストされる。

他方、これまで必ずしも注目されていないが、90年代における株式所有構造の大きな変化は、持合解消と並行して、個人株主・浮動株の比率が急速に上昇したことである。個人保有株は、1990年の21%から、99年度末には29%まで上昇し、浮動株比率も21%から25%まで上昇した。個人投資家などの小口投資家はその持分が小さいため、経営をモニターするインセンティブを持たない。一方、視点を変えれば、浮動株の増加は、株主分散化の進展を意味する。これにより、モニタリング効率が悪化し、経営者の怠慢や非効率な経営が許容されると考えられる。すなわち、浮動株の増大は、エージェンシー問題を深刻化すると考えられる。

株主分散化に伴うエージェンシー問題を緩和する主体として期待されているのが大株主である（Shleifer and Vishny 1986）。親会社による株式保有、あるいは上位株主の集中度が高い所有構造は、経営者に対する相対的な影響力の大きさという観点から規律付けの役割を果たす可能性がある。ところで、上位3大株主の累積集中度で図った大株主の保有比率は90年の12%から99年の19%へ顕著に上昇している⁴。親会社は、メインバンクとともにこれまで日本企業の企業統治において中心的な役割を果たしてきたとされるが（シェアード 1997）、現在、親会社を含む大株主がそうした経営の規律を果たしているか否かに以下注目する。

債権者による規律 企業経営者に規律を与える存在として、株主と並んで注目されてきたのは、負債による規律である。利払い不能状態に陥った場合、経営権が内部者（経営者・株主）から、債権者に移転し、債権者が、その企業の清算か再建かを定める負債契約のもとで

³ ニッセイ基礎研究所の調査によれば、時価ベースの持合比率は1994年以降急激に低下し、2001年には10.10%となっている。

⁴ ここで用いているのは、持合、生保、経営者を除く上位3大株主の保有比率であり、変数に対応する。

は、企業の内部者は常にデフォルト状態に陥ることがないように経営の効率性を維持することが強制される。このデフォルト、ないし再組織化の脅威が経営者に規律を与えるというわけである。Jensen (1986) によって提起されたこの経路は、以降、企業統治構造の分析のひとつの基点を形成することとなり、日本企業の実証研究でも指向されてきた(広田1996)。その結果としては、これまで概ね正の効果が得られており、近年の堀内・花崎(2000)でも、1990年代における負債の規律付け作用が確認されている。

日本においては、さらに負債水準ではなく、メインバンクが経営の規律面で独自の役割を演ずることが指摘されてきた。取引先企業と、融資だけではなく、株式所有、社債の受託、役員派遣といった多面的・長期相対的な関係を持つメインバンクは、委託された監視者として、取引先企業をモニターすることが可能であり(Aoki and Patrick 1994)、取引先企業の業績が中程度に悪い場合も監視を強め、こうした銀行の監視が、企業経営に対して適切な規律を与えると考えられてきたのである(Aoki 1988)。

もっとも、こうした効果に関しては近年疑問が提示されており、Weinstein and Yafeh (1998)は費用関数の推計から、また既述の堀内・花崎(2000)は生産関数の推計を通じて、強いメインバンク関係が必ずしも顧客企業の効率性改善効果をもたないと主張している。この結果は、経営者が業績悪化時のメインバンクによる救済の可能性を織り込んで放漫な経営を行うというモラルハザードが発生したという解釈と整合的であろう⁵。ところで、顧客企業の銀行への依存度をメインバンク関係の程度を示す一つの指標と捉えれば、1990年代に入ってメインバンク関係はむしろ強まっている。そこで、90年代に一部で強化されているメインバンク関係が、どのような機能を果たすかが以下の分析の一つの焦点となる。

生産物市場における競争 経営者に規律を与える役割を担うのは資本市場だけではない。企業は生産物市場において、何らかの競争に直面している。激しい競争下において、経営効率の低位は倒産の可能性が高いことを意味するため、生産物市場の競争は、経営者による自律的な経営効率改善の追求をもたらす効果が期待できる。これまで企業統治に関する文献で指摘されるのみにとどまったこの生産物市場の役割は、近年、理論的にも、実証的にも注目を集めている(Allen and Gale 2001)。日本企業の分析では、既述の通り Hoshi McMillan and Schaede (1997) および堀内・花崎 (2000) が実証分析に明示的に導入し、特に後者は、製造業の高パフォーマンスの要因を、通説的なメインバンクによる規律ではなく、海外からの競争圧力を通じた生産物市場における競争の規律に求める議論を展開した。

ところで、1990年代における一つの重要な変化は、内外での競争が激化すると並行して、

⁵ Dewatripont and Maskin(1995)が示す通り、メインバンクのように1社に対して多額の資金を融資する金融機関が存在する場合、取引先企業が危機に陥った場合に清算することから被るコストは大きくなる。したがって、その企業を救済する可能性が高くなるが、仮に経営者が金融機関による救済の可能性を織り込んで行動するとすれば、非効率な経営がもたらされる可能性もある。

直接投資が進展し、これが非貿易財である非製造業の経営の効率性に対して影響を与える可能性が生じたことである。そこで本稿では、これまでの注目されてきた、生産物市場での競争圧力に加えて、直接投資の効果も明示的に分析に加え、生産物市場の競争が企業の効率性に与える影響を検討する⁶。

組織内部からの自律的ガバナンス 長期雇用制度を採用してきた日本企業においては、企業内部者が重要なステークホルダーである(Aoki 1988, 河村・広田 2002)。長期雇用を前提として企業特殊の熟練を形成した従業員は、そうした熟練への投資が sunk cost としての性格を持つため、企業の業績が悪化した場合、他社に移動するよりも、自社の改革を通じて業績を回復させることが有利である。ここから長期雇用下の従業員は企業経営に対して規律を与える強いインセンティブを有すると想定され、こうしたインセンティブは、労働市場が非流動的であるほど強い。したがって、従業員の内部規律のメカニズムは、従業員のコミットメントの程度に依存することになるが、この程度を定量的に把握することは困難である⁷。

そこで、本稿では、取締役会の構造を企業内部の自律的な規律のメカニズムの代理変数と考える。近年、取締役会規模の縮小、執行役員制やストックオプションの導入、社外取締役の増加といった一連のトップマネジメント改革への取り組みが本格化しつつある。例えば、上場企業における執行役員性の導入は、1997年のソニーを嚆矢に、98年に6社が、99年には47社が導入している⁸。また、この執行役員制の導入と並行して、外部役員を自発的に受け入れる事例も増加している。ところで、日本企業における取締役会の構造に関する決定は、取締役会や株主総会における外部株主のイニシアティブによってなされているわけではなく、経営者が自発的に決定している。こうした考え方に従い、以下では、取締役会構造を企業内部における規律の代理変数と捉え、その効率性に対する影響をテストする。

3 推計モデル

基本モデル 本稿で推計するコブ＝ダグラス型生産関数は次式のように定式化される。

$$Y = AK^{\alpha}L^{\beta} \quad (1)$$

⁶ なお、競争が経営効率の向上とレントの減少という相異なる効果を持つことは、先行研究では明示的に意識されていない。寡占には、レントの獲得を可能にする面と非効率な経営を許容する面の二面性があり、両者の識別は困難である。こうした議論を踏まえ、1990年代の日本企業において、競争の規律が確認されるのか否かをより精緻にテストすることも本稿の副次的な目的の一つである。

⁷ 次善的には、従業員の勤続年数や年齢等を用いることも考えられるが、それらが必ずしもコミットメントの度合いを示していないことについては註17を参照。

⁸ 東洋経済新報社『役員四季報』による。

なお、 Y は産出量、 K は資本ストック、 L は労働投入、 A は全要素生産性（TFP）を表す。ここで、(1)式において両辺の自然対数をとると次式が得られる。

$$\ln Y = \ln A + \alpha \ln K + \beta \ln L \quad (2)$$

さらに、(2)式を時間微分すると次式が得られる。

$$\frac{d \ln Y}{dt} = \frac{d \ln A}{dt} + \alpha \frac{d \ln K}{dt} + \beta \frac{d \ln L}{dt} \quad (3)$$

(2)、(3)式は、資本と労働で説明できない残差が $d \ln A$ 、 $d \ln A / dt$ となることを示している。すなわち、この残差は本来の全要素生産性と誤差項の和を意味することになる。厳密には、これを生産性の指標と捉えることはできないが、残差を全要素生産性部分と誤差項部分に分解することは不可能であるため、本稿では上記の残差を広義の全要素生産性(TFP)と定義し、企業の生産性指標と捉えることとする⁹。

さらに、(2)式および(3)式の残差を各企業の統治構造の特性を示す変数に回帰することによって、企業統治構造が生産性に与える影響を把握する。したがって、具体的な推計式は以下ようになる。

$$TFP = \alpha + \beta_1 Gov_1 + \beta_2 Gov_2 + \dots + \varepsilon \quad (4)$$

$$\frac{dTFP}{dt} = \alpha + \beta_1 Gov_1 + \beta_2 Gov_2 + \dots + \varepsilon \quad (5)$$

ここで、 TFP は言うまでもなく全要素生産性を意味し、 Gov は企業統治構造の特性を示す諸変数を示す。すなわち、(3)式は企業統治構造が TFP 水準に与える影響を、(4)式は TFP 変化率に与える影響を、それぞれ分析するモデルである。以下では、便宜上(2)、(4)式を水準モデル、(3)、(5)を変化率モデルと呼ぶ。また、ロバストネス・テストとの比較の都合上、生産関数において、付加価値を被説明変数に、資本ストックと労働投入量を説明変数にするモデルを VKL と呼ぶこととする。

稼働率を考慮した推計 上記の推計において、解明されるべき問題は、既存の経営資源（資本ストック・労働）を通じた生産に対して、果たして企業統治構造が影響を与えるのか否か

⁹ 先行研究においても、残差全体を TFP と捉えている。同様の把握法は Lightenberg and Pushner (1994)、堀内・花崎(2000)が採用している。

である。したがって、本来であれば K は投入量ベースで表示されている必要がある。これが十分にコントロールされない場合、先行する過剰投資の結果である過剰な資本ストックのために、TFP が低下することとなる。そのため、資本の稼働率を資本ストックに乗じる作業が必要となる。しかし、実際この操作は、(1)利用可能な稼働率は産業レベルにとどまり、企業レベルの稼働率が得られない、(2)そもそも非製造業においては産業レベルの稼働率データすら得られないという深刻な困難に直面する。そこで、本稿では、Basu(1996)に倣って、売上を被説明変数とし、説明変数に中間投入を加えた以下の推計で補完することによって、この問題の解決を図ることとする。

$$\ln S = \ln A + \alpha \ln K + \beta \ln L + \gamma \ln M \quad (6)$$

ここで、 S は売上を、 M は中間投入の水準を示している。以下、この推計方法を SKLM と略す。以下の分析では、VKL を中心に据え、SKLM の推計結果も適宜報告することで補完する。

変数の定義 生産関数の推計に用いる変数は以下の要領で作成されている。産出量の水準である Y としては付加価値を用いる。具体的には、各企業の財務データより、「製造原価明細書」および「販売費および一般管理費明細書」における人件費、減価償却費、特許使用料、租税公課に該当する項目の総和を求め、それに営業損益を加えた値を付加価値額とした。資本ストック K としては、有形固定資産の時価換算値を求めた。時価換算に際しては、1950 年代前半の資産再評価の影響で、資産の簿価と時価がほぼ一致していたと考えられる 56 年度の簿価データを起点とし¹⁰、建物、機械装置、車両運搬具といった細目ごとに換算を行うという方法を採用している¹¹。なお、具体的な時価換算の方法は煩雑であるため、補論として別掲した。一方、労働投入 L としては労働者数を用いた。本来であれば、労働者数 × 労働時間により実質的な労働投入水準を計算すべきであろうが、労働時間については産業レベルのデータしか得られないため、労働時間を用いることは断念した¹²。また、SKLM で用いられる中間投入量 M は売上高から付加価値部分を除いた値である。

競争水準 生産物市場における競争水準を示す変数としては次の 3 種類を用いる。第一は、

¹⁰ 1956 年度における時価 = 簿価を仮定して時価換算を行う方法は、宮島・蟻川・齊藤(2001)で採用されている。

¹¹ 有形固定資産を細目ごとに時価換算する手法を採用した先行研究として、浅子・國則・井上・村瀬 (1989)、鈴木 (2001)が挙げられる。これらの先行研究では、各細目の差分を用いて時価換算を行っているが、本稿では、各細目の増加分と減少分の双方に着目して時価換算を行っており、両研究よりも精緻な時価換算を行っているといえる。

¹² 労働者数を労働投入の代理変数とする手法には、労働の質の差異が L の値に全く反映されないという問題が残る。そこで、代替的な方策として、労働の質が賃金に反映されると考え、企業が支払った人件費を労働投入の代理変数とする推計も行うことで、上記の問題の解決を図ることとする。その場合でも、本稿の結果は不変であった。

市場集中度 *SCON* である¹³。市場集中度の低さは競争が激しさを意味し、逆にこの数値が高ければ、寡占に伴うレントが発生していることを示唆する。具体的には、東証の分類における産業別の上位 3 社集中度を用いる。第二に、輸出比率 *EXT* を用いる。輸出はその企業の競争優位性を現しているものと考えられる。各企業の売上に対する輸出の比率と定義する。第三に、国内市場における外国企業との競争に着目する。他の条件を一定とすれば、外国企業の進出が進展した産業では、競争水準が高いと考えられる。具体的には、輸入浸透度 *IMP* を外国企業との競争の程度を示す変数と捉え、当該産業の輸入額を生産額で除した値と定義する¹⁴。しかし、輸入に着目した変数では、非製造業の競争水準を把握することはできない。非製造業は輸入が不可能なサービスを扱っており、海外進出は必然的に直接投資という方法によることになる。そこで、外資系企業浸透度 *FCAP* に着目する。ここでは、当該産業における生産額に占める外資系企業の売上の比率と定義する。推計では、*IMP* と *FCAP* の和を用いる。その和を海外からの競争圧力を示す変数と捉え、輸入圧力 *FIMP* と定義する¹⁵。以上の変数作成に用いたデータについては、産業別の生産額は『国民経済計算年報』から、輸入は『外国貿易概況』から、外資系浸透度は『外資系企業の動向』から、それぞれ得た。

所有構造 所有構造に関しては、以下の変数を用いる。まず、安定株主として株式持合¹⁶と金融機関の所有に着目し、それら所有比率を安定株主 *STABLE* と定義する。さらに、近年比重を増している外国人 *FRGN*、投資信託 *INVEST* を用いる。外国人については株主分布調査記載の数値を、投資信託については信託銀行名義の内、投資信託勘定分をそれぞれ採用した。また、近年個人株主が増加していることを考慮して、浮動株 *FLOAT* にも着目する。具体的には、1 単位以上 50 単位未満の株式を所有する株主(含む端株)の所有比率と定義する。さらに、大株主の存在が経営効率に与える影響を考慮するため、持合・生保・経営者を除外した上位三位株主と定義される大株主 を変数として採用する。なお、持合についてはニッセイ基礎研究所の「株式持ち合い状況調査」を、それ以外は東洋経済新報社の大株主データを利用した。

¹³ 集中度の効果にはじめて着目したのは Nickell, Wadhvani and Wall (1992) であり、日本企業の実証分析では Hoshi, McMillan and Schade (1997)、堀内・花崎 (2000) がこの要因を明示的に推計に導入した。

¹⁴ 輸入浸透度を競争の程度を示す変数として用いたのは Nickell, Wadhvani and Wall (1992) 及び Nickell (1996) であり、堀内・花崎 (2000) もそれを踏襲している。

¹⁵ 堀内・花崎 (2000) が用いたのは輸出入比率であり、この *FIMP* とは厳密には対応しない。しかし、非製造業を含めて、海外からの競争圧力を把握するためには、直接投資への配慮が不可欠であるため、ここでは *FIMP* を用いている。なお、*FIMP* に代えて輸入浸透度 *IMP* を用いても推計結果はほぼ同様であった。

¹⁶ 大株主データ(東洋経済新報社)、有価証券報告書により、2 社間で相互に保有されていることが確認された場合、それを持合と定義している。詳細は、ニッセイ基礎研究所「株式持ち合い状況調査」を参照。

負債・メインバンク 負債比率 *DAR* としては、社債と借入の和を総資本で除した値を用いた。さらに、債権者としてのメインバンクに着目し、メインバンク融資額を総資本で除した値をメインバンク依存度 *MBR* と定義する。また、直接的に融資額の水準を示すわけではないが、金融機関からの役員派遣が当該企業の取締役全体に占める比率 *ID_B* を債権者の利害関係を示す代理変数と捉える。以上の内、財務データについては日経財務データから、派遣役員のデータについては東洋経済新報社の役員データから得た。

内部者による自律的ガバナンス 企業内部者による規律の代理変数としては、上述の通り、本来であれば従業員のコミットメント水準の定量化を目指すべきであろう。しかし、その定量化は困難である¹⁷。そこで、本稿では、日本企業における取締役会改革の決定が、実質的には株主総会によって決定されるわけではなく、経営者ないし従業員集団の決定に依存しているという意味で、改革が企業内部の自律的ガバナンスの結果である点に着目して、取締役会改革を企業内部の規律の代理変数と捉える。具体的に採用する変数は、取締役会規模 *BSIZE*、社外取締役 *ID_0* である。*BSIZE* は取締役の人数を総資産の対数値で除して標準化した値であり、低い *BSIZE* はこれまでの日本企業の特徴（肥大化した取締役会）を自ら改革したことを示す。また、*ID_0* は社外取締役（銀行、親会社からの派遣を除く）の取締役総数に対する比率であり、高い *ID_0* は、内部昇進者から形成される取締役会という、これまでの日本企業の特徴を自ら改革したことを意味する。

なお、以上の変数の基本統計量については表 3 に、相関行列については表 4 に示されている。

---表 3,4 about here---

4 1990 年代におけるガバナンス効果

1990 年代全体を対象とした生産関数の推計結果は表 5 に示されている¹⁸。推計された資本分配率、労働分配率はそれぞれ、13%、87%程度となっている。やや、労働分配率が高い印象を受けるが、これはサンプル企業の約 3 分の 1 が非製造業であるためであろう。

---表 5 about here---

企業統治構造は生産性にいかなる影響を与えるのであろうか。それを確認するために、上記の生産関数の推計から得られた TFP 水準および変化率をそれぞれガバナンス変数に回帰する推計を行った。その結果は表 6 に示されている¹⁹。

¹⁷ 勤続年数は設立年次の影響を受ける可能性がある。また、年齢は単なる加齢による熟練の効果を、持株会保有金額もインセンティブ効果をそれぞれ含むため、経営者に対する規律の出し変数とはなり得ない。

¹⁸ 以下の推計は、全て固定効果モデル(Fixed Effects Model)を用いている。Hausman の²検定により、変数効果は全ての推計式において棄却された。なお、判断基準は 10%水準を採用している。

¹⁹ 各ガバナンス変数を個別に推計式に加える推計も行ったが、推計結果は同様であった。

---表6 about here---

競争要因の影響 まず、外部の競争環境から検討しよう *FINP*は、外国企業との競争圧力を示しており、これが高いことは国内企業のシェア縮小や利益喪失を意味し、TFPの低下要因となるはずである。しかし、競争水準が高まることにより、経営者が努力水準を高め、これが経営効率の向上に寄与するとすれば、TFPの上昇要因ともなりうる。分析結果は、後者が前者の効果を上回ることを示唆している。

次に、*SCON*は、市場の寡占状態を示す変数である。寡占市場ではレントを獲得できる一方で、レントが存在するが故に、経営者の怠慢を許容し経営効率を引き下げる可能性もある。*SCON*のプラス効果が弱いとの結果は、寡占企業の経営が、レントをかなり失う程度に非効率であった可能性を示唆する。

では、TFP変化率への影響はどうであろうか。ガバナンス効果を表すと考えられる *FINP*と *SCON*の係数は有意でない²⁰。上述したように、これらの指標は相反する2つの効果を同時に表すが、分析結果は両者の効果がほぼ相殺した可能性を示している。TFP変化率の分析結果は、外国企業との競争圧力が経営効率を引き上げ、市場の寡占が経営効率を引き下げたとするTFP水準の分析結果と相反するものではない。

所有構造の影響 TFP水準に関しては、外国人 *FRGN*の係数が有意に正との結果が得られた。この結果は、米澤・宮崎(1996)と同一であるが、外国人投資家を含む機関投資家が高生産性企業を選別投資する傾向を捉えている可能性も高い²¹。そこで、TFP変化率の分析結果から、この可能性の検討を試みる。変化率の分析で機関投資家がTFPの上昇要因となっていれば、モニタリングが有効に機能していたと考えてよいであろう²²。分析結果では、*FRGN*の係数が有意に正であり、堀内・花崎(2000)と同様、機関投資家が規律付け効果を持つ可能性が示されている。

一方、安定株主 *STABLE*の係数は、TFP水準・変化率ともに有意に負である。この結果は、外国人株主のものと対照的で、しかもより安定的である。安定株主は、自らモニタリングを放棄すると同時に、資本市場の圧力から企業経営を隔離すると考えられるが、これにより経営者の怠慢や非効率な経営が許容された可能性が高い。厳しい経営環境が長期にわたって継続した1990年代では、バブル期以前の経営スタイルを革新し、経営効率を高める不断の努力が必要だったと考えられる。株式の安定保有を背景にこうした努力を怠ったとす

²⁰ *EXT*の係数は有意に正となっているが、*EXT*が海外市場における自社商品の優位性を示していると解釈すれば、この結果は当然である。この場合、*EXT*は技術上の優位性を示しており、ガバナンス効果を直接反映していないと考えられる。

²¹ 説明変数は1期前の期末値であるが、この問題は解消されていない。また、機関投資家による高生産性企業を選別投資は、投資パフォーマンスが高いことを意味しない。高生産性企業の株価が割高であれば、投資パフォーマンスは悪化するであろう。このような現象は、ポートフォリオをより良く見せようとする機関投資家の銘柄選好バイアスと捉えている。

²² ただし、機関投資家が高度な予測能力を持つ可能性は排除できない。

れば、努力を重ねてきた企業との格差は、極めて大きなものになった可能性が高い。

また、浮動株 *FLOAT* の係数も、TFP 水準・変化率ともに有意に負である。小規模株主の増加は株主分散化の進展を意味し、モニタリング効率の悪化などを通じて、エージェンシー問題を深刻化させると考えられる。これにより、経営者の怠慢や非効率な経営が助長された可能性が高い。浮動株比率が高い中で株価が極端に低迷すれば、企業買収に伴う再組織化の危険性が高まるが、わが国の株式市場ではこのメカニズムがほとんど機能していない。したがって、浮動株は、企業経営に対し株式の安定保有とほぼ同様の効果を持つと考えられる²³。

それに対して、TFP 変化率は、 β_{TFP} に対して有意に正に感応していた。ブロックシェアホルダーに関する標準的な見方と整合的に、高い株式保有比率は、経営効率を引き上げるように作用している²⁴。1990 年代を通じて、親会社、10 大株主の株式保有比率の変動は大きくないが、取締役会・株主総会で人事権を直接行使できる親会社、あるいは、その売却が株価に対する影響の大きいブロックホルダーは、現在、その経営の規律における役割を高めていると見ることができよう。

負債・メインバンクの影響 TFP 水準を用いた分析結果を見ると、負債比率 *DAR*、メインバンク依存度 *MBR* の係数はともに有意に負である。もっとも、この結果は、低生産性の状態が長期にわたって継続した結果、負債比率が高いと解釈した方が自然である。実際、経営の悪化した企業は負債比率が高くなる傾向があるが、これは、経営不振の結果、株主資本が毀損することで発生する現象である。したがって、これを説明変数に加えると、経営状態の企業間格差、すなわち生産性格差がコントロールされてしまう可能性があり、他の主体のガバナンス効果をミスリードする可能性がある。

そこで、以下では、主として変化率モデルの推計結果に注目する。表 6 の通り、変化率モデルでは、*DAR* の係数が有意に正であった²⁵。負債比率が高いほど TFP が改善される程度が大きくなるというのは、負債による規律を意味し、堀内・花崎(2000)の推計結果とも一致する。近年、日本企業では、企業間で負債比率の格差が拡大しているが、負債比率そのものは、既存の経営資源の有効活用という点から見れば、経営効率を引き上げる効果をもっている点を確認できる。

一方、メインバンク依存度 *MBR* も TFP 変化率に対して有意に正の影響を与えているという結果が得られた。この結果は、*MBR* を銀行からの役員派遣 *ID_B* に代えた場合にも有意水

²³ 企業経営に影響を及ぼすメカニズムが、両者で同じであることを主張するものではない。ここでは、分析結果が同様の傾向を示すとの意味で、同様な効果との表現を用いている。

²⁴ この結果は、表掲されていないが β_{PARENT} を親会社 *PARENT* に代えても同様に支持される。

²⁵ *DAR* および *MBR* の係数が TFP 変化率に対して有意に正という関係はロバストであり、SKLM を用いた推計でも同様の結果が得られる。

準がやや低いものの同様である(P-value=0.106)²⁶。倒産リスクあるいは再組織化の脅威による経営の規律と並んで、銀行とのコミットメントの強い企業では、債権者の直接的な規律が作用していると考えられよう。しかも、*MBR*がTFP変化率に与えるインパクトは大きく、1標準偏差あたりの効果で比較すれば、*DAR*の約2倍である(2.23:1.14)。これは、メインバンクのモニタリングを通じた規律付けの有効性を強く示すものであろう。

組織内部からの自律的ガバナンスの影響 自律的ガバナンスを表す変数(取締役会規模 *BSIZE*、社外取締役比率 *ID_0*)はTFP水準を用いた推計では、ほとんど有意な効果を持たないことがわかる。しかし、より注目されるべきは、TFP変化率への影響である。

変化率モデルにおいては、取締役会規模 *BSIZE*の係数が有意に負、社外取締役比率 *ID_0*の係数が有意に正であった²⁷。この結果は、取締役会規模が小さいほど、あるいは社外取締役の比率が高いほど、TFP変化率が高くなることを示している。もっとも、本稿は、この結果から、「経営の執行と監視を分離する執行役員制の導入や、独立性の高い取締役としての社外取締役の存在が、企業経営を適切にモニターし、経営に対する規律を与えている」と主張しようとするわけではない。前述の通り、日本企業における取締役会改革の決定は、実質的には株主総会ではなく経営者自らが行っている。また、取締役数の減少をともなう執行役員制の導入が既存資源の有効活用という点での効率性改善につながるには時間を要する。むしろ、ここで重視しているのは、こうした取締役改革を実施した企業には、行わない企業に比べて強い自律的なガバナンスメカニズムを備えている可能性が高い点である。その視点から見れば、計測結果は、そうした改革を自発的に行う企業は、それを行ってない企業に比して生産性の上昇が高いという関係を示していると解釈できる。その意味で、この推計結果は、日本企業の少なくとも一部には自律的ガバナンスの仕組みが内包されており、それが効率性に寄与しているという見方と整合的である。

以上、要するに、1990年代に入って、内外のステークホルダーが経営の規律の役割を演じ始めた。80年代までの日本企業が比較的同質的な企業統治構造の下で、市場競争と負債(メインバンク)による規律によって特徴づけられるとすれば、近年の日本企業は、所有構造、負債構成に関して分散した構造の下で、多様なステークホルダーによる多元的な統治によって特徴づけられる。

5 製造業・非製造業間のガバナンスメカニズムの格差

バブル経済の崩壊後、1990年代の日本経済は長期的にわたる景気の停滞を経験し、その間

²⁶ このメインバンクに関する結果は、堀内・花崎(2000)と異なるが、その理由の一つは変数の作成法の相違にある。すなわち、堀内・花崎(2000)は、メインバンク関係の安定性に注目しているのに対して、本稿ではメインバンク依存度を変数としている。メインバンク関係の代理変数を企業の銀行への依存度、あるいは、銀行からの役員派遣に求めれば、メインバンクは90年代においてさえも経営者を有効に規律付けていると考えられるのである。

に企業の経営環境が大きく変容した。1990 年代の業績低迷は企業経営に深刻な影響を与えたが、とりわけ深刻なダメージを受けたのが、生産性の低下が指摘される建設・流通・不動産を中心とした非製造業であった。事実、前出の表 1 によれば、製造業に比べ、非製造業の生産性低下が著しいことが確認できる。はたして、非製造業の著しい生産性低下の一因が、近年主張されているように、ガバナンスメカニズムの機能不全に求められるのであろうか。そこで、製造業・非製造業間でガバナンスメカニズムに差があるか否かを把握するために、TFP 変化率を被説明変数とした推計を、サンプルを製造業・非製造業に分割して行った²⁸。その推計結果は表 7 に示されている。

---表 7 about here---

表 7 によれば、製造業・非製造業間における相違として次の点が明らかとなった²⁹。

第一に、輸入圧力 *FIMP* の係数は、非製造業では正であるものの有意ではなく、非製造業において注目された、直接投資の効率性改善効果は確認されない。実際、表 3 の通り、*FIMP* は、製造業 20% に対して、非製造業では、標準偏差は大きいものの平均 4% にとどまり、直接投資が経営の効率性に寄与するまでに至っていない。

第二に、製造業においては、*FRGN* が TFP 変化率に有意に正の影響を与えているのに対し、非製造業ではむしろ、*FRGN* の係数が有意に負であった。これは、外国人株主による規律が製造業のみで機能していることを示している。しかも、製造業における *FRGN* の係数の絶対値は全サンプルを対象とした場合の 2 倍強であり、製造業における外国人投資家の規律付けの作用の大きさが確認できる。他方で、TFP 変化率に及ぼす *STABLE* と *FLOAT* の負の影響は、非製造業のみで観察できることが注目される。この結果は、有意性が高く安定的である。株式の安定保有や株主分散化に伴うモニタリングの欠如は、特に非製造業で生産性低下をもたらしてきたことがわかる。

第三に、負債比率 *DAR* も製造業のみで機能しており、再組織化の脅威が規律として機能したのは製造業のみであることが示された。また、メインバンク依存度 *MBR* については、製造業・非製造業の双方で TFP 変化率に対して有意に正の影響を与えているが、その有意性は製造業において高く、メインバンクによる規律は製造業で典型的に機能している。係数の絶対値についても、製造業では非製造業の約 4 倍に達しており、メインバンクによるガバナンスの効果の大きさが窺われよう。*DAR*、*MBR* の平均値、および標準偏差は、非製造業の方が高いにもかかわらず、このように負債による規律、メインバンクによる規律がワークしているのは基本的に製造業であり、非製造業では負債による規律は確認できない。この結果は、建設・不動産・流通業における金融機関の追加融資がモラルハザードを誘発した

²⁷ この推計結果は、SKLM を用いた推計でも支持される。

²⁸ 生産関数については、製造業と非製造業で同一のものを仮定している。

²⁹ 以下の、製造業・非製造業にサンプルを分割した場合の推計結果はロバストであり、SKLM を用いた推計でもほとんど不変である。

という、近年指摘される見方とも整合的である。非製造業の経営者は、債権者の利害を無視し、経営再建努力を怠った可能性が示唆されている。

第四に、自律的ガバナンスを示す変数は、製造業のみで、*BSIZE* は有意に負、*ID_0* は有意に正であり、非製造業では両変数ともに有意ではない。企業内部の規律が、非製造業では機能していないというこの結果は、企業特殊的熟練の重要度が、非製造業に比して、製造業において高いという一般に受け入れられている見方と整合的であろう。

以上、要するに、製造業と非製造業のガバナンスメカニズムを比較すれば、製造業では外国人投資家、あるいはメインバンクによる規律や、企業内部の自律的ガバナンスの効果が確認されるのに対し、非製造業ではメインバンク以外のガバナンス効果は全く確認されない。むしろ、非製造業では、モニタリングの欠如が生産性低下の要因となった可能性が示唆されている。言い換えれば、複数の主体による多元的な規律という近年の特徴は製造業のみに該当し、他方、非製造業においてガバナンスが有効に機能していなかった可能性が極めて高いと考えられる。

この結果は、利害関係者に対する姿勢が、製造業と非製造業の経営者間で本質的に異なっていたことを示唆する。非製造業の経営者は、ステークホルダーの利害を無視し、経営効率を改善する努力を怠ってきたのではないだろうか。1990年代は日本の経済構造が大きく転換した時期であり、バブル期以前の経営スタイルを革新し、経営効率を高める不断の努力が必要だったと考えられる。非製造業の方が厳しい経営環境に置かれていたことに着目すれば、ガバナンスメカニズムの機能不全が、非製造業の生産性を著しく低下させた一因であったと考えることができる。

6 1997年以降のガバナンスメカニズムの変容

1990年代後半以降、日本企業の統治構造は大きな変化を示した。またマクロ経済環境から見ても、1997年以降、日本経済は深刻な景気停滞に直面している。例えば、上場（店頭含む）企業の倒産は、90-96年の21件に対して、97-99年においては55件と急激な増加を示し³⁰、負債額による大型倒産のランキングを概観すれば、上位50位の内37件までが1997年以降に発生した倒産である。本節では、これまでの確認した効率性に対する企業統治構造の影響が、1997年以降変化したか否かを検討する。

この点を検討するために、1997-99年の観察値において1をとるダミー変数を作成し、統治構造が生産性に与える効果がこの時期にどのような変化を示したか分析することによって、97年以降の環境変化が企業統治に影響を与えるかを識別する。推計されたのは、以下のモデルである。

³⁰ 以下、倒産に関するデータは東京商工リサーチの調査による。

$$TFP = \alpha + \beta Gov + \gamma Gov * Dummy + \delta Dummy \quad (7)$$

ここで、*Dummy*は1997-99年の場合に1をとるダミー変数である。

交差項を加えた推計の結果は表8に示されている。1990年代前半と後半で大きな変化を示しているガバナンス変数が存在していることから、ガバナンスメカニズムが変容を示しているものと推察される。個々のガバナンス変数に着目してこの変容を要約すれば、以下のようなろう。

---表8 about here---

第一に、90年代後半には、外国人株主の役割が低下している。1997年以降の*FRGN*の係数は90-96年の約半分であり(0.176-0.089=0.087)、*FRGN*の標準偏差が2割程度上昇していることを考慮しても(表3)、外国人投資家がTFP変化率に与える効果は低下していると判断できよう。これは、90年代後半においては、外国人投資家による規律が経営効率の改善に与える効果が相対的に弱まったことを意味する。

そして、第二に、*DAR*とダミー変数の交差項は有意に正であり、1997年以降、負債の規律が強まったことを示唆している。*DAR*の係数は、97-99年においては90-96年に比較して約77%上昇しており、*DAR*の標準偏差も10%弱上昇していることを考慮すれば、97年以降における負債の規律の作用は極めて大きな水準に達していることが示されよう。倒産は強制的な企業の再組織化を意味するため、経営者は負債比率の高位を極めて大きな脅威と感じるはずであり、負債比率の高い企業の経営者は早急に経営効率を改善することにインセンティブを持つであろう。上記の*FRGN*に関する推計結果と併せ考えれば、株主による規律と負債による規律は代替的である可能性が示唆されよう³¹。すなわち、90年代後半には不況が深刻化し、企業の倒産確率が急激に上昇したため、倒産による再組織化を極端に恐れた経営者による、自律的な経営効率改善の効果が、外国人投資家の規律の作用を一時的に代替したと考えられる。

さらに、第三に、自律的ガバナンスについては、90年代後半には、*BSIZE*とダミー変数の交差項が有意に負であり、この時期に自律的ガバナンスの作用が強くなったこと示唆される。係数の絶対値は約37%の上昇を示しており、自律的ガバナンスの作用は相当程度強化されているものと判断できる。一方、社外取締役*ID_0*については、90年代全後半で有意な差こそ認められないものの、前半から一貫して有意に正となっている。この結果は、日本企業における自律的ガバナンスの有効性を示唆していると考えられる。とりわけ、取締役会規模の縮小が90年代後半においてTFP変化率への寄与を強めているという推計結果が、不況下の直近において、自律的ガバナンスが機能した日本企業が経営効率の改善に成功し

³¹分析の枠組みは異なるが、外国人投資家が負債の規律に代替するという結論は、蟻川・宮島・新田・齊藤(2002)で示されている。

たことを示していると考えられるのである。

7 自律的ガバナンス： 代替か補完か

本稿では、日本企業の統治構造における自律的ガバナンスの作用の可能性に注目してきた。残された問題は、この自律的ガバナンスは、株主や債権者といった他のガバナンス要因と代替関係にあるのか、補完関係にあるかである。つまり、自律的ガバナンス（内部者による規律）は、外国人や大株主による規律が機能しにくい企業においてこそ作用が大きいのか、それとも、株主による規律、負債による規律が作用する企業でこそ、自律的ガバナンスが作用するのかが以下の焦点である。本格的な検討は、今後に譲らざるを得ないが、以下では、経済環境が悪化し、負債による規律の作用が強くなり、また所有構造の変化が大きくなり、かつ企業が取締役改革に取り組みはじめた 1997 年以降をサンプルに、自律的ガバナンスを示す変数と、所有構造・負債構造を示す変数との交差項の推計を通して、この問題への第一次的接近を試みる。推計モデルは以下の通りである。

$$TFP = \alpha + \beta BSIZE + \gamma BSIZE * HDummy + \delta HDummy \quad (8)$$

$$TFP = \alpha + \beta BSIZE + \gamma BSIZE * LDummy + \delta LDummy \quad (9)$$

ここで、*LDummy* は外国人持株比率 *FRGN* ないし負債比率 *DAR* が第 1 四分位未満である場合（低い場合）に 1 をとるダミー変数であり、*HDummy* は同じく第 3 四分位以上である場合（高い場合）に 1 をとるダミー変数である。なお、推計期間は 1997-99 年であるため、*FRGN*、*DAR* の高低は、96 年度末の値を基準に識別した。基本的な考え方は、もし *LDummy* と、有効な規律付けとして負の符号が期待される *BSIZE* の交差項が負であれば、負債・株主の規律の作用の弱い企業群で、自律的ガバナンスの作用が強いという意味で代替的であり、逆に *HDummy* と *BSIZE* の交差項が負であれば、負債・株主の規律の作用の強い企業群で、自律的ガバナンスの作用が強いという意味で補完的である。以上の仮説をテストした計測結果は表 9 に示されている。

---表 9 about here---

モデル および から、*FRGN*、*DAR* が低い場合に、*BSIZE* の負の係数が大きくなること
がわかる。これは、外国人株主や負債による規律が機能しにくい企業において、自律的ガ
バナンスの作用が大きいことを示している。言い換えれば、企業統治における内部者によ
る規律は、負債、株主による規律が作用しない限りワークしないのではなく、むしろそ
うした規律が弱い企業において、生産性の成長を実現した面が強いと推測される。この意味
で、この計測結果は、企業の内部者による自律的ガバナンスが、負債や外国人株主の影響
に代わりうる独自の役割を持っているとの可能性が示唆されたということができる。

8 結びに代えて： 経営者交代分析との比較

以上、TFP に焦点を合わせて、企業の効率性に対する企業統治構造の影響を追跡してきた。最後に、以上の推計から得られた結果を、本稿と同一のサンプルを対象に、経営者交代と企業パフォーマンスの関係を推計した宮島・青木(2002b)の分析結果と対比しつつ要約しておこう。宮島・青木(2002b)は、企業収益が悪化した際、企業の経営者を交代させ、より適切な経営者によってとって代わられるメカニズムが備わっているか否かという視角から日本企業の統治構造の問題に接近し、その分析にあたって、“標準的な経営者交代確率からの乖離”という概念を利用した。ここで、標準的な経営者交代確率とは、企業のパフォーマンス要因と年功ルール要因（現職経営者の在職年数）から求められる交代確率の理論値であり、この標準的な経営者の交代確率と、現実の経営者交代（交代がなかった場合）との乖離を確定し、この乖離（残差）を企業のガバナンス特性に回帰するという分析手法をとった。企業統治の観点からは、この標準的な経営者交代確率からの乖離を減少させる仕組みが有効な企業統治の仕組み（良いガバナンス）と仮定し、本稿とほぼ同一の変数、すなわち、企業の所有構造・負債構成・従業員コミットメントなどがこの乖離を縮小させるか否かをテストした。結果は、表 10 に要約されている。

第一に、本稿の TFP の推計結果によれば、これまでも指摘されてきた外国人の経営効率に対する正の効果と、安定株主の負の効果がロバストに確認された。ここでは、ガバナンスメカニズムにおけるモニタリングの重要性が改めて確認されたと考えられよう。その上で、明らかとなったのは、個人株主・浮動株が効率性に対して負、大株主が正の効果を持つことであった。持合の解消で発生した個人株主の増大は、現在、モニタリング効率の低下を通じてエージェンシー(フリーライダー)問題を深刻化させるように作用している。他方、これまでも強調されていた親会社も含むブロックホルダーの存在は、経営の規律面で役割を強めているが、この現象は、負債による規律と同様に再組織化の脅威を通じた規律付けと見ることができる。

以上の結果は、経営者交代に関する推計結果ともほぼ一致する。表 10 の通り、外国人保有、ブロックホルダー保有比率は、標準的な経営者交代確率からの乖離を縮小するように作用し、逆に、安定株主、個人株主、浮動株は、標準的な経営者交代確率からの乖離を拡大する（パフォーマンス低下時の経営者交代を遅らせる）傾向を示した。以上のように、外国人株主を含む機関投資家、および親会社を含む大株主は、明らかに生産性の維持と業績悪化時における経営者の交代促進の 2 点で重要な役割を演じている。反面、持合の解消が進展する中で、現在、解消が遅れているか、あるいは、旧持合株が浮動株に転じた企業では、深刻なエージェンシー問題に直面している可能性が強い。

第二に、負債による規律、さらにメインバンクによる規律も、1990 年代に経営の規律において重要な役割を演じている。特にこの役割は、1997 年以降強まったと見ることができる。現在、負債の役割に関しては、debt overhang などの投資を制約する側面が指摘されて

いるが、所与の経営資源の有効利用という点からみる限り、負債は経営の規律の側面を強めている。他方、生産性の水準で見れば、負債あるいはメインバンクへの依存度が高い企業は経営効率が悪い。負債の規律付け効果は経営悪化企業で顕著であり、再組織化の脅威を通じたものと見るができる。この場合、負債による規律は、企業が経営破綻に陥る確率を引き下げる効果を有するものの、高い生産性を維持する機能は持たないと考えられる。また、非製造業に関する分析結果が示唆するように、業績悪化時に経営者が債権者の利害を無視するか、あるいは、債権者が追加融資を通じて、ソフトな予算制約しか課さないとすれば、その再組織化機能も大きく低下する可能性がある。

もっとも、以上の結果は一見、経営者交代分析の結果とは対照的である。表 10 の通り、負債比率やメインバンク依存度は、標準的な経営者交代確率からの乖離を拡大させる方向に作用していたからである。しかし、この経営者交代の分析結果は、負債・メインバンクが、TFP の水準とは負の相関を示したという本稿の分析結果と、結び付けて解釈すべきであろう。様々な実証結果から総合的に判断すれば、負債、あるいは、メインバンクによる規律は、金融危機に直面し、企業再組織化が不可欠となる局面では、経営の規律付けとしての役割を維持していると考えられる³²。

第三に、本稿の分析では、少なくとも日本企業の一部では、自律的ガバナンスが重要な役割を演じはじめたという結果が得られた。変数の作成方法にまだ改善の余地を残すものの、企業の内部者による自律的な革新を示す変数と経営効率の改善との間には正の関係があり、さらに、この関係が、1997 年以降強まっていることが確認される一方、株主・負債による規律に代替する独自の役割を演じている可能性が示唆された。

この結果は、経営者交代分析の結果ともほぼ一致する。宮島・青木(2002b)は、従業員のコミットの代理変数として、従業員の平均勤続年数、従業員持ち株を採用しているが、この変数で示される従業員のコミットが高ければ高いほど、実際の経営者交代が、標準的な経営者の交代確率から乖離する程度が少ないという結果を報告している。以上の結果は、現在の日本企業では、経営者の選任に関しても、また企業の効率性の維持に関しても、従業員のコミットメントが重要な役割を演じている可能性が高いことを示唆している。

第四に、製造業と非製造業を比較すれば、製造業で外国人投資家やメインバンクによる規律、企業内部の自律的ガバナンスの効果が確認されるのに対し、非製造業ではそうした点は全く確認されない。この結果は、第一に、利害関係者への姿勢が、非製造業・製造業の経営者間で異なっていたことを示唆する。同じ機関投資家の圧力に直面しても、非製造業の経営者の方が効率改善努力を怠った可能性が高い。第二に、債権者の関与が製造業と非製造業で異なる。非製造業では、業績悪化時に予算制約をソフトにした可能性がある。第

³² 実際、宮島・青木(2002a)は、企業パフォーマンスと外部者による経営者の交代との間には、きわめて強い負の相関があることを報告している。

三に、企業の内部者のコミットメントが、製造業と非製造業では異なる可能性がある。企業に特殊な熟練の程度が低く、業績悪化時に従業員が退出によって対応する可能性の高い非製造業では、自律的ガバナンスの作用が、製造業に比べて弱い。以上の要因のために、非製造業の企業統治は有効性を欠き、これが非製造業と製造業の生産性格差を拡大させた一因である可能性が高い。

最後に、本稿では扱えなかった論点を指摘することによって結びに代えよう。今後の重要な課題のひとつは、競争の規律と、ガバナンスメカニズムの関係が、代替的であるか補完的であるかという問題である³³。生産物市場における激しい競争が、ステークホルダーの代わりに経営者を規律付ける(=代替的)可能性がある一方、競争が激しい場合にこそ、ステークホルダーの規律付けが有効に機能する(=補完的)という可能性も高い。本稿の推計では、技術上の問題から、他のガバナンス変数と並列的に生産物市場における競争水準を示す変数を用いたが、この扱いは、上記の補完・代替関係を考慮すれば十分でない。そこで、(1)競争水準とガバナンス変数の交差項を加えた推計、あるいは、(2)競争水準の高低に着目してサンプルを二分し、両サブサンプルの推計結果の比較から、代替か補完かを判断する必要がある。

同様の問題は、本稿で注目した、自律的ガバナンス(内部者による規律)と、株主による規律、負債による規律との関係にも妥当する。本稿の分析は、負債による規律と、株主による規律が、経営環境によっては代替関係になる可能性を示した。また、自律的ガバナンス(内部者による規律)は、外国人や大株主による規律、あるいは負債による規律と代替的なのか、つまり、それが機能しにくい企業において、自律的ガバナンスの作用が大きいのか、逆に補完的、すなわち、株主による規律、負債による規律が作用する企業でこそ、自律的ガバナンスが作用するのかという問題についても、暫定的であるが代替的という見方を提示した、しかし、分析はいまだ第一次的接近にとどまり、今後、自律的ガバナンスを示す変数の開発を含めて、さらに立ち入った検討が必要である。

補論 資本ストックの推計法

生産要素となる資本ストックは、貸借対照表の有形固定資産のうち土地と建設仮勘定を除いた部分であると考えられるが、生産関数の推計には、生産時点の投入量の数値が必要となるため、取得時点以降の価格変動や償却による生産能力の変化を考慮して時価換算を行う必要がある。なお、本稿における資本ストックの推計法は、(1)資産の簿価と時価がほぼ一致していたと考えられる1956年度の簿価のデータにまで遡って推計した点³⁴、(2)資産

³³ この点は、Hoshi, McMillan and Schaefer (1997)が、明示的に導入を試みている。

³⁴ 1954年成立の「企業資産充実のための資産再評価等の特別措置法」により、再評価額(時

の増減を差分で把握するのではなく、増加分と減少分の双方に分解して時価換算を試みた点、(3)有形固定資産を()建物、()構築物、()機械装置、()船舶、()車両運搬具、()工具器具備品、()その他償却資産、の7項目に細分化し、それぞれ別のデフレーターを用いて時価換算を行なった点、の3点に特徴がある。

日本政策投資銀行の「企業財務データ」において、有形固定資産明細書が利用可能になるのが1977年度からであり、それ以前は従来の研究と同様に、有形固定資産残高の差分を用いて各項目の時価を推計する。具体的には、1956年度ないし上場初年度においては簿価=時価を仮定し³⁵、次年度以降は、差分が正の場合には以下の(a1)式を、差分が負の場合には(a2)式を用いることで、76年度までの時価換算を行った。なお、 K は有形固定資産の各項目の時価を、 ΔK は当該項目(簿価)の差分を、 X は当該項目の時価・簿価比率を、 p は当該項目の価格水準を、添字 t は時間をそれぞれ表す。

$$K_t = K_{t-1} \times p_t / p_{t-1} + \Delta K \quad (a1)$$

$$K_t = K_{t-1} \times p_t / p_{t-1} + \Delta K \times X_{t-1} \times p_t / p_{t-1} \quad (a2)$$

一方、有形固定資産明細書記載のデータが利用可能になる1977年度以降は、次式を用いて時価換算を行う。なお、 $K_{(+)}$ は各項目の増加分を、 $K_{(-)}$ は減少分を示している。

$$K_t = K_{t-1} \times p_t / p_{t-1} + \Delta K_{(+)} - \Delta K_{(-)} \times X_{t-1} \times p_t / p_{t-1} \quad (a3)$$

なお、本稿における価格指数は原則として日本銀行の公表する総合卸売物価指数に依拠しており、実際に用いた数値系列は以下の通りである。「建物」、「構築物」については戦前基準指数の「建設用材料」を、「その他償却資産」については「資本財」をそれぞれ用いた。また、「機械装置」、「工具器具備品」については「一般機器」を、「船舶」、「車両運搬具」については「輸送用機器」をそれぞれ用いたが、これらの価格指数は1961年度以降し得られないため、56-60年度については戦前基準指数の「資本財」の系列で代用した。

価)の80%以上の再評価が強制され、実施率(再評価額/再評価限度額)は90%を超えた。なお、資産再評価の詳細は宮島(1999)を参照。

³⁵ 三菱自動車のような、スピンオフによる新規上場のケースでは、上場時点における簿価=時価が成立しない可能性が高く、その意味では推計に多少のノイズが含まれる可能性は否定できない。厳密な推計のためには、スピンオフによる上場のケースを特定し、上場時点においては母体となる企業の当該項目の時価・簿価比率を用いるという方法を採用するべきであるが、スピンオフによる上場を確実に特定するのは多大な困難が伴うため、断念した。

参考文献

- Allen, F and Gale (2001), "Corporate Governance and Competition", Vives, Xavier (eds.), *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge University Press.
- Aoki, M (1988), *Information, Incentives, and Bargaining in the Japanese Economy*, Cambridge University Press.
- Aoki, M. and H. Patrick eds. (1994), *The Japanese Main Bank System: Its Relevancy for Developing and Transforming Economics*, Oxford University Press
- Basu, S. (1996), "Procyclical Productivity: Increasing Returns or Cyclical Utilization?", *Quarterly Journal of Economics*, 111, pp.719-751
- Dewatripont, M., and E.Maskin. (1995), "Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies", *Review of Economic Studies*, 62(4), pp.541-575.
- Hoshi, T., J. McMillan and U. Schaede (1997), "Competition and Financial Structure in Japanese Firms", Working Paper.
- Jensen, M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, 76(2), pp.323-329.
- Jensen, M. C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, 48, pp.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360
- Lightenberg, F. R. and G. M. Pushner (1994), "Ownership Structure and Corporate Performance in Japan", *Japan and World Economy*, 6, pp.239-261.
- Nickell, S. J. (1996), "Competition and Corporate Performance", *Journal of Political Economy*, 104(4), pp.
- Nickell, S. J., D. Nicolitsas and N. Dryden (1997), "What makes Firms Perform Well?", *European Economic Review*, 41, pp.783-796.
- Nickell, S. J., S. Wadhvani and M. Wall (1992), "Productivity Growth in U.K. Companies, 1975-1986", *European Economic Review*, 36, pp.1055-1091.
- Palia, D and F. R. Lightenberg (1999), "Managerial Ownership and Firm Performance: A Re-examination Using Productivity Measurement", *Journal of Corporate Finance*, 5, pp.323-339
- Shleifer, A and R. W. Vishny (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 94(3), pp.461-488.

- Stulz, R (1990), "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", *Journal of Financial Economics*, 26, pp.3-27.
- Weinstein and Yafeh (1998), "On the Costs of Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan", *Journal of Finance*, 53, pp.635-672.
- 浅子和美・國則守生・井上徹・村瀬英彰 (1989)「土地評価とトービンの q Multiple q の計測」『経済経営研究』(日本開発銀行設備投資研究所) 10-3.
- 蟻川靖浩・宮島英昭・新田敬祐・齊藤直 (2002)「1990年代の投資行動と企業統治 負債による規律 vs. Debt Overhang」mimeo
- 河村耕平・広田真一 (2002)「株主によるガバナンスは必要か？」伊藤秀史編『日本企業 変革期の選択：ガバナンス、戦略、イノベーション』東洋経済新報社(近刊)。
- シェアード, P. (1997)『メインバンク資本主義の危機』東洋経済新報社。
- 広田真一 (1996)「日本の金融・証券市場とコーポレート・ガバナンス」橋木俊詔・筒井義郎編『日本の資本市場』日本評論社。
- 堀内昭義・花崎正晴 (2000)「メインバンク関係は企業経営の効率化に貢献したか - 製造業に関する実証分析 -」『経済経営研究(日本政策投資銀行設備投資研究所)』。
- 宮島英昭 (1999)「日本企業システム形成の一側面 1950年代前半の資産再評価問題」『証券経済研究』(証券経済研究所) 19。
- 宮島英昭・青木英孝 (2002a)「日本企業における自律的ガバナンスの可能性：経営者選任の分析」伊藤秀史編『日本企業変革期の選択：ガバナンス・戦略・イノベーション』東洋経済新報社(近刊)。
- 宮島英昭・青木英孝 (2002b)「経営者の選任と企業統治：標準的な経営者交代確率からの接近」2002年度日本ファイナンス学会報告論文。
- 宮島英昭・蟻川靖浩・齊藤直 (2001)「日本型企業統治と「過剰」投資 石油ショック前後とバブル経済期の比較分析」『フィナンシャル・レビュー』(財務省財務総合政策研究所) 60。
- 鈴木和志 (2001)『設備投資と金融市場 情報の非対称性と不確実性』東京大学出版会。
- 米澤康博・宮崎政治 (1996)「日本企業のコーポレート・ガバナンスと生産性」橋木俊詔・筒井義郎編『日本の資本市場』日本評論社。

図1 本稿で採用するガバナンスメカニズムの捉え方

