

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

早稲田大学 宮島英昭

ニッセイ基礎研究所 新田敬祐

早稲田大学大学院 齊藤 直

近年、日本型企业統治構造は大きな変容を示している。企業金融においてはメインバンクの役割が低下し、資本市場と社債格付けの影響力が上昇した。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。さらに、ストックオプション制度や執行役員制の導入、社外取締役の増加、取締役会規模の縮小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、その企業間の差異は明確な拡大傾向にある。では、こうした統治構造の変化および取締役会の改革は経営効率の改善に対して実質的な効果を持つのであろうか。この問いに解答を与えるために、統治構造が企業の生産性に与える影響を実証的に分析し、インプリケーションを得ることが本研究の課題である。

実証分析では、1990年代の東証1部上場の非金融企業全体(約1300社)を対象としたパネルデータを用いている。企業レベルのコブ=ダグラス型生産関数から推計される全要素生産性(以下、TFP)を、統治構造の特性を示すガバナンス変数に回帰し、その影響を分析する。これまでの研究に対する優位性は、対象産業の包括性、統治構造が著しく変化した直近を対象期間としている点に加え、資本ストックの厳密な推計に基づく生産関数の推計、所有構造、資本構成、メインバンク関係、雇用特性、取締役会構造といった包括的なガバナンス変数の構築、輸入浸透や直接投資など、生産物市場における競争要因の詳細な分析、の3点に求められる。さらに、バブル期との比較により、90年代の特徴的な統治メカニズムの抽出を試み、製造業・非製造業の比較を通じて、生産性低下が指摘される非製造業における統治構造上の問題点を指摘する。

現段階での暫定的な結果は以下の通りである。第一に、花崎・堀内(2000)と同様に、輸入浸透度が一貫して生産性に正の影響を与える一方、直接投資の圧力は生産性の向上をもたらしていない。第二に、安定株主が生産性を低下させる傾向がロバストに確認され、メインバンクは生産性に効果を与えていない。経済成長期には効率的とされてきた日本型統治も、90年代にはむしろその弊害が目立つようになったと考えられる。第三に、外国人を含む機関投資家が生産性を上昇させ、一方で進行する株式分散化は効率性の低下をもたらす。第四に、経営効率改善への処方箋として期待される取締役会の改革については、生産性を

上昇させる明確な結果は確認されない。