

日本企業のガバナンス構造と経営効率性

-実証研究-

慶應義塾大学 岡部光明

慶應義塾大学 藤井 恵

< 報告概要 >

本研究は、日本企業のガバナンス構造は企業経営の効率性とどう関連しているか、近年のガバナンス構造の変化はどう評価できるか、について一つの計量経済学的な分析結果を取りまとめたものである。

この観点からなされた先行研究としては、広田(1996)、佐々木・米澤(2000)、西崎・倉澤(2002)、大村・増子(2003)などがあるが、これらにおいては(a)計測対象時点がやや古い、(b)株式保有面だけしか考慮されていない、(c)対象企業数が少ない、(d)時系列的な変化が不明確、(e)企業類型別の差異が不明確、などのうちいずれかまたは幾つかの問題点が指摘できる。

そこで本研究では(1)規律付けの3要因(負債、株式、メインバンク)を同時に考慮する、(2)2時点(1989年、1999年)の状況を明示的に対比する、(3)企業の状態による差異(好調企業、不振企業の場合)を明示的に対比する、(4)株式持合の動機についても検討する、などを意図して大企業約500社の財務データを用いて一連の計量経済学的分析を行った。

その結果(1)負債による資金調達に企業経営を規律付ける上で強い影響力を持つが、近年(1999年)では資本市場からの圧力(とくに外国人投資家および株式を保有する金融機関による経営規律付け)がむしろ重要化している、(2)企業類型別の推計を行うことによって、こうした結論は一層補強される、(3)企業と銀行のメインバンク関係は、企業経営を規律付けるよりもむしろ過剰な融資(追貸し等)を通じて従来から企業経営を非効率化してきた可能性が大きい、(4)株式持合も経営効率性を阻害している可能性が大きい、などが判明した。また株式持合の要因に関する分析を通して(5)中小企業ないし業績不振企業、あるいは従来からメインバンク関係を維持している企業は、株式持合を解消する傾向が乏しい、(6)これらの企業は資本市場による規律付けから距離を隔てた存在となっており、その結果、非効率性の発生 資本市場へのアクセス困難 株式持合の継続、という一種の悪循環に陥っている、(7)これら企業への対応が日本経済の再生ないし効率化にとって課題である、などを指摘した。

したがって、公共政策としては、日本企業の効率性向上にとって資本市場の機能を高めるための制度整備(情報公開のための会計制度改善、機関投資家による企業ガバナンス関与増大、長期保有株主の権限拡大等)が課題であることを主張した。なお、上記計量分析には、残された技術的課題があることも併せて指摘した(とくに要因間の相関関係だけでなく因果関係を立証する必要

性)。

本報告は、岡部・藤井(2004a)を基礎とするものであるが、その推計部分については再推計した結果である岡部・藤井(2004b)に基づいている。いずれもインターネット上から全文をダウンロードできる。

- [1] 岡部光明・藤井 恵(2004a)「日本企業のガバナンス構造と経営効率性:実証研究」慶應義塾大学大学院 21 世紀 COE プログラム、総合政策学ワーキングペーパーシリーズ第 34 号、4 月。<<http://coe21-policy.sfc.keio.ac.jp/ja/wp/>>
- [2] 岡部光明・藤井 恵(2004b)「再推計に伴って変更された図表および再推計結果」9 月。<http://web.sfc.keio.ac.jp/~okabe/book/report_governance.html>

< 討論者コメント >

同志社大学 鹿野嘉昭

1. そもそも論として、トービンの q がなぜガバナンス構造や経営効率性の判断指標となるのですか。 q は資本提供者からみた企業の再取得価値と企業の時価総額とを比較したものであり、企業のガバナンス構造とは本来的に関係がないのではないのでしょうか。

2. トービンの q の計測に際し論文では「時価総額 + 有利子負債」÷「株式の簿価 + 有利子負債」と定義されていますが、この捉え方では、単純に株式の時価簿価比率の一種にとどまるのではないのでしょうか。

3. クロスセクションデータにもかかわらず、決定係数が 0.99、ほとんどすべてのパラメータの推計値が有意にゼロでないという、すごい推計結果がなぜ得られたのでしょうか。その背景としては、次の 2 点が指摘できるのではないのでしょうか。

(1) 報告された推計式のいずれとも、被説明変数と説明変数との間の相関関係を示すにとどまり、両者間の因果関係は検証の対象とはなっていない。たとえば、株価が高ければ外国人比率は高くなりますが、本報告のように q を定義すると、そうした相関関係がピックアップされます。

(2) 分散の均一性が満たされていないため、 t -統計量の信頼性が劣る。問題克服のためにはたとえば、業種別ダミーを挿入するのも一案です。

4. 検定結果からはパラメータの有意性が議論されるだけです。そこからさらに進んで、経営の効率性や政策的な含意まで議論することは可能なのでしょうか。

5. やや技術的な論点

(1)メインバンク比率の定義(= 融資第1位銀行残高 ÷ 負債)はこれでいいのでしょうか。分母を負債とすれば、買掛金や引当金も含まれるため、メインバンク比率は過少に計算されるし、実際、そうになっています。むしろ、分母は銀行借入にすべきではないでしょうか。

(2)メインバンク比率と金融機関の持ち株比率との符号が異なるのはなぜでしょうか。議決権行使に際し、金融機関はメインバンクと同一歩調を取ります。それゆえ、理論的には同じ符号を取るはずですが。

< 報告者リプライ >

慶應義塾大学 岡部光明

詳細なコメントをいただき、ありがとうございました。とくに統計処理に関する問題を今次大会に先だって指摘して下さったことに感謝いたします。ご指摘をうけて再推計した結果(岡部・藤井 2004b)を今回報告できたのは幸いです(それでも問題は残存していますが)。

1. 確かにトービンの q はご指摘の比率を意味しており、それはもっぱら企業の設備投資動向に関連づけられて議論される変数です。しかし、ここでトービンの q を「経営効率性を総合的に表わす変数(代理変数)」として用いたのは二つの理由からです。一つは、株価自体は「全ての利用可能な情報を含んだ企業評価の指標」と見ることができうえ、それをトービンの q という比率で考えるときには、株価水準自体ではなくいわば「基準化した株価」と解釈することができるので都合が良いと考えたからです。もう一つは、先行研究でも多くの場合、トービンの q を被説明変数としているので、それらとの対比をするうえで便利だからです。

むしろ、トービンの q が理論的にベストとは断定できません。企業経営の効率性を測るうえでは、それよりもむしろ ROE(株主資本利益率)あるいは ROA(総資産利益率)などの方が優れている、という議論も十分できるので、これらの変数を用いて計測をすることが今後の課題といえます。(ただ、これらの指標といえども、いずれも事後的な計数に過ぎないので、企業リスクとのかねあいを反映していない、という問題は依然として残る点に留意しておく必要があります。)

2. 確かに、ここで利用した統計はそのような性格を帯びた統計になっています。しかし、上記のよ

うに、株価(この比率における分子)は「全ての利用可能な情報を含んだ企業評価の指標」と見る
ことができるので、企業の効率性を評価するうえで基本的に問題があるわけではない、と考えま
す。

3. 当初の推計(岡部・藤井 2004a)では、確かに驚異的なフィットならびに変数の高い有意性が得
られました。そのことについて(今次学会発表のかなり前)にご指摘をいただいたので、(1)変数の
工夫をする、(2)分散の不均一に対応すべく推計方法を変更する(OLS から GLS へ)、(3)業種別
ダミーを入れる、などの対応を行い、全面的に再推計をした結果が今回発表したもの(岡部・藤井
2004b)です。再推計の結果、変数の異常ともいえる有意性が低下するなど、当初の統計的処理に
伴う問題 は多少改善したと考えます。

ただ、それにしてもご指摘のような「異常さ」はやはり残存しています。その原因をさらに詰める必
要を感じています。なお、相関関係 (correlation) と因果関係 (causality) ないし内生性
(endogeneity)の問題は大きな論点として認識しており、これに対するには、そのための適切な計
量手法を検討する必要があると考えています(今後の課題です)。

4. 計測結果にどの程度「解釈」を加えるかは、議論の余地がある点であり、また分析者の見識が問
われる点でもあると思います。最近では、計測結果につきパラメーターの符号の適否および推計値の
有意性に関する議論に止めよう(止めるべきである)というのが風潮であるように見えます。むろん、
無謀な憶測や論理は回避する必要はありますが、計測作業の結果が得られた場合、単にその統
計的意味の解釈に止まることなく、むしろ積極的に経済的にどのような解釈が可能なのか(あるい
は不可能なのか)を常に意識することが必要である、と私は考えます。そして、さらに進んで計測結
果の政策的含意までも常に考察する、という姿勢こそが経済学研究者にとって大切である、とい
うのが私の考え方です。極度の慎重主義は、敗北主義に陥りかねません。今回の発表で言及した各
種論点は、このような考え方に基づくものです。

5. やや技術的な論点

(1)メインバンク比率の定義(= 融資第1位銀行残高 ÷ 負債)の問題。ご指摘はもっともであり、そ
れを用いた再推計は今後の課題にしたいと考えます。

(2)「メインバンク比率と金融機関の持ち株比率との符号が異なる」とのご指摘ですが、その結果は
必ずしもロバストなものではありません。確かに1999年はそういう結果(異なる符号)になっていま
すが、1989年は有意に同一の符号であり(表7R)、また1999年の高収益企業の場合は、同一符号
であるものの非有意です(表8R)。なおご指摘のあった「議決権行使に際し金融機関はメインバン

クと同一歩調を取る」という理解は妥当だと思います。

以上