

生産性とコーポレート・ガバナンス -企業規模間での比較分析-

京都大学大学院 宮崎 浩伸

< 報告要旨 >

60年代以降のわが国の製造業のGDP成長の要因分析を行なうと、全要素生産性（以下ではTFPと略称）による寄与が大きいことがわかる。この間、わが国の企業を取り巻く金融市場の環境は大きく変化してきたが、このような変化は、企業の生産性と何らかの関係があるのだろうか。このような問題意識の下、産業間、企業規模間での違いを考慮した資本ストック、技術知識ストックのデータを作成し、これらを用いて、金融・財務要因（銀行借入、社債、株式）がTFPに及ぼす影響について、企業規模間での比較分析を行なった。

特に、本稿では、産業別、企業規模別に投資財の中身の違いまで考慮したデフレーターを用いて、実質値の資本ストックデータを作成していること、TFPの計測では、景気循環要因を取り除いたケースを含め、3通りの方法により計測するなど、精緻なデータを作成している点に特徴がある。

従来わが国を対象とした研究では、金融・財務要因が生産性の上昇に及ぼす影響については、未だ意見の一致には至っていないのが現状であるが、金融・財務要因以外に、技術知識ストック、市場競争力要因まで考慮したモデルを用いることにより、新たな興味深い結果を得ることができた。主な分析結果は以下の通りである。

- ・銀行によるガバナンス機能は、金融自由化以前では、中小企業、中堅企業でプラス、大企業ではマイナスの影響を及ぼしていた。また、自由化以後では、中小企業、中堅企業でみられたプラスの影響は弱まり、またはマイナスの影響を及ぼすように転じており、大企業でみられたマイナスの影響はより強まっている結果が得られた。

- ・社債を通じたガバナンス機能は規模を問わず、また自由化の進展にかかわらず、有意な影響を及ぼしていないことが明らかになった。

- ・株式によるガバナンス機能は、自由化以前では、大企業でのみプラスの影響を及ぼしていたが、自由化以後では、大企業だけでなく、中堅企業でもプラスの影響を及ぼしていることがわかった。この結果からも、大企業では、既に70年代から株式によるガバナンス機能が有効に働いていたことがわかる。

- ・技術知識ストックの産出弾力性は中小企業より大企業で大きいことが明らかになった。

- ・貿易を通じた国際競争力、各産業に存在する超過利潤も生産性の上昇に寄与していることも明らかになった。

以上の実証結果から、80年代から進められたわが国の金融自由化の動きは、銀行からのガバナンス機能を弱め、これが、企業の生産性に対して及ぼすマイナスの力を強くすると

同時に、株主によるガバナンス機能を強化するという変化をもたらしたといえる。

< 討論者からのコメント >

早稲田大学 広田真一

この論文は、企業の金融・財務面が生産性に与える影響を考察するという、ある意味で近年のコーポレートガバナンスのオーソドックスな実証研究といえる。そんな中で、この論文は、銀行ガバナンスにおける金融自由化の影響を考慮していること、規模別の推定が行われていること、より精緻なデータ作成がなされていること、などの点が、他の先行研究と異なっている。

コメントは主に2つある。1つは、この論文の貢献に関するものである。ここ10年来、コーポレートガバナンスの膨大な実証研究が行われてきた中で、この論文はどのような追加的貢献をしていると考えられるか？確かに、上に述べられているようないくつかの新しい点があるものの、現段階の原稿からは何に焦点を当てた分析であるのかが実感をもって伝わってこなかった。著者は金融自由化の効果を考察したいのか、それとも規模別のガバナンスメカニズムの差異を吟味したいのか、それともまた別のことを調べたいのか？論文の目的をもう少し特定化すると、チャーミングな研究になるのではないかという印象を受けた。

もう1つは、実証結果の信憑性と斬新性についてである。銀行ガバナンスの効果については、推計結果が逆の因果関係（生産性の高い企業ほど銀行から借りない）を反映している可能性がある。また、資本金の大きなところほど生産性が高いという推計結果でもって、株主によるガバナンスが有効であるとみなすのには違和感をもった。最後に、競争の生産性への正の効果については、すでに堀内・花崎両氏の研究で報告されていることであり、本論文独自の発見とはいえないであろう。

以上まとめると、論文の目的の再考と分析の精緻化を通じて、他の論文にはない独自性を探求する必要があるのではないかというのが、本研究に対する感想である。

< 討論者からのコメントに対するリプライ >

コメント1に対して

最も分析したかった点は、規模間でのガバナンスメカニズムの差異についてである。論文の記述において、焦点が明確になるように修正したい。

コメント2に対して

ご指摘の通り、生産性の回帰分析では、常に逆の因果関係が成立している可能性は否定できないと思われる。この点に関する改善策として、説明変数の内生性を考慮した GMM

推定を行うなど、推定方法を工夫して、対処したい。

また、資本金が充実することにより、生産性が高まるという点については、誤解が生じやすいと思われる。ここでは、資本金が充実することにより、株主が増加し、広い意味で、ガバナンス機能が働くということを考えている。確かに、株式所有の分散化は、フリーライダー問題を招き、生産性の上昇に寄与しないという指摘からすると、ここでの解釈は粗く、厳密性に欠ける点は否定できない。この点に関しては、財務データを用いた場合のように、株式所有形態のデータを用いて分析を行いたかったのだが、本稿では『法人企業統計』を用いていることもあり、データ上の制約があった。この実証結果からは、脚注 14 でふれているが、むしろ、自己資本が充実し、財務リスクが低下したことにより、企業経営の安定性が高まることから、生産性が上昇していると解釈した方が適切であったかもしれない。いずれにしても、解釈については再検討したい。