

企業パフォーマンスとガバナンス構造の相互関係

京都大学大学院 阿萬弘行

近年、企業金融論では、コーポレートガバナンス面からの議論が盛んである。企業の資金調達行動に伴い、複数の経済主体が企業の生産活動とその成果の配分に対して利害関係を持つことになり、これがコーポレートガバナンスの重要性を発生させる。1980年代における日本企業の優れたパフォーマンスと一転して、1990年初頭から現在に至る長期の経済停滞に関して、その主たる要因を企業組織の有り様に求める考え方もその一つである。たとえば、メインバンク制度や株式の相互持合などの企業間の緊密な関係は同時に、企業と債権者、企業と株主との特殊な関係を意味する。この日本特有のガバナンス構造が、企業の経営効率性に対して重要な含意を持つとされている。

理論的には、企業の効率性に対して、コーポレートガバナンスの構造が重大な影響を与える可能性が、最近の金融契約理論によって示唆されている。基本的には、企業組織においては、株主・債権者・経営者という利害の異なる経済主体が存在するため、その利害関係の齟齬が企業経営の効率性を損ない、企業価値を低下させてしまうというものである。このとき、株主から経営者への、債権者から経営者（株主）への規律付けの重要性が強調される。

本報告は、以上の事柄について実証分析を行う。実際の計量的な手続きとして、二つのアプローチを試みる。

まず、第一に、この分野におけるこれまでの実証研究は、専ら、企業の資金調達行動に規定される資本構成・所有構造が、いかにそのパフォーマンスに影響を与えるかという問題に注目してきた。しかし実際には、その関係が単純に一方向的であると見なすことはできない。銀行や株主などの資金提供者は、生産性や安定性といった企業パフォーマンスの特性をシグナルとしてファイナンスを行うと考えられ、逆に、これらの特性がガバナンス構造を変化させる可能性は大きい。よって、本報告では、企業パフォーマンスとガバナンス構造の因果関係を明らかにするために、この二つを時系列データにより VAR モデルで検討する。

次に、費用関数ならびに利潤関数の推定を通じて、経営効率性の分析を行う。Farell の研究は、経営効率性・非効率性の計測についての接近方法を提供している。この方法では、所与の要素投入に対して最大の生産量を実現する生産関数フロンティアを想定し、最も効率的な企業は、この生産フロンティア上で生産活動を行っているとする。非効率性は、当該企業のフロンティアからの乖離の程度を計測することを通じて推定される。この非効率性が、企業のガバナンス構造によってどのように説明されるかをパネル分析する。