

経営者、統治構造、雇用調整

野田 知彦*

大阪府立大学

本稿では、電気機器、機械の各産業に属する上場企業の 1991-2000 年度のパネルデータに基づき、各企業のガバナンス構造を特徴づける要素である経営者の出自や株式所有構造、メインバンク制の雇用調整に及ぼす影響を検討した。

経営者の出自別に分けて雇用調整速度を計測すれば、株式所有構造やメインバンクが調整速度に与える影響が、経営者の出自によって異なることが明らかとなった。特にメインバンクの効果については、内部昇進企業ではメインバンクへの依存度が高くかつ役員を受け入れている企業では赤字になるまではリストラを回避しているが、オーナー企業ではそのような状態は発生せずに、メインバンクは雇用調整を速めている。内部昇進企業ではオーナー企業に比べて解雇、雇用調整のコストが高く、メインバンクの救済に頼って雇用調整を遅らせている可能性がある。

1. はじめに

日本経済はバブル崩壊後の「失われた 10 年」を体験し、企業の業績は回復している。この 10 年の間、バブル崩壊後の日本経済の長期低迷の中で、企業効率の低さが問題視されるようになり、経営効率の悪化の背後には、企業経営に対する規律の欠如、いわゆる、コーポレート・ガバナンスの問題が潜むと考えられてきた。具体的には、1990 年代後半から、設備、雇用、債務のいわゆる「3つの過剰」が注目されるようになり、バブル期の過剰投資やその後の不良債権処理の先送りなどと、日本型のコーポレート・ガバナンスとの関連が指摘されるにいたった。最近では企業の雇用調整は一段落し、逆に労働力の不足感が出ているが、1990 年代において企業内のガバナンス構造と雇用調整の関係はどのようになっていたのだろうか。

Aoki(1994)によれば、日本の長期的な雇用慣行と長期的な企業経営を可能にするメインバ

本稿は、日本経済学会、関西労働研究会で報告された。阿部正浩（獨協大学）、大竹文雄（大阪大学）、大田聡一（慶應義塾大学）、久本憲夫（京都大学）、馬駿（富山大学）の各氏から頂いた詳細なコメントに感謝し上げる。さらに、本誌レフェリーからも的確なコメントを頂いたことを記して感謝したい。言うまでもないことであるが、残る誤りは筆者のものである。

* 大阪府立大学経済学部 E-mail: t.noda@eco.osakafu-u.ac.jp

バンク制度や株式の持ち合い、更には、一般の従業員の中から内部昇進してきた経営者などは相互に制度的な補完性があると考えられている。そして、このような制度的な補完性は企業特殊的な人的資本の蓄積を可能にしたと考えられてきたが、1990年代の長期不況を背景に日本的な企業システム転換の必要性が主張される中で、メインバンク機能の低下、株式持合の崩壊や外国人株主などの増加に見られるように日本の企業システムは大きく変容している。このような変化の中で、雇用システムとガバナンス構造の制度的な補完関係はどのように変化してきたのであろうか。本稿では、1990年代を通して企業の雇用調整とガバナンス構造の関連を分析することを通してこの問題を検討したい。その際に、雇用調整とガバナンス構造に関する既存の研究ではほとんど取り扱われることがなかった経営者の出自を考慮に入れた分析を行う。

従業員から内部昇進してきた経営者は日本企業のガバナンス構造を特徴づけるものと考えられているが、日本企業のコーポレート・ガバナンスを考える場合に注意を要するのは日本の大企業が一様ではないということである。典型的な日本モデルのコーポレート・ガバナンスが妥当する企業として通常想定されるのは、大企業のなかでも日本を代表するような巨大企業であるが、たとえば、いわゆるオーナー経営を行っている会社が存在する。これらの企業では大株主であるオーナー、またはオーナー一族が経営に対して特別に強い発言権を持ち、社長の任免権を握るなどしていることから、株主の経営に対する不関与と従業員の性格の強い経営者による自立的統治を特徴とするいわゆる「日本型モデル」とはコーポレート・ガバナンスのあり方が大きく異なると考えられる。

本稿では、経営者の出自の違いを意識して、株式所有構造、メインバンクの雇用調整に与える影響について分析を行う。構成は次のとおりである。最初に、雇用調整にコーポレート・ガバナンスの視点を明示的に取り入れた先行研究に言及しながら、本稿における問題意識を明らかにする。次に、使用したモデルおよびデータについて説明し、推定結果を考察する。最後に、今後の課題について触れる。

2. 問題意識と作業仮説

2.1 経営者の出自

阿部(1999)、富山(2001)、松浦(2001)などの先行研究は、分析対象が雇用削減と雇用調整速度という違い、あるいは分析対象期間や産業の若干の違いはあるものの、ガバナンス構造上の関心事は、メインバンクシステムであり、系列取引であり、株式持合制度である点で

非常に似通っている。つまり、ステークホルダーで言えば、株主、債権者、取引先のあり方に関心が集中していることは否めない。しかしながら、雇用調整を実施するか否かを最終的に決定する主体である経営者(manager)のあり方に関する情報は、この種の分析ではあまり扱われていないようである。

雇用調整と経営者の出自については、浦坂・野田(2001)において以下のような仮説を提示している。一般に、オーナー(株主)が経営者である、すなわち所有と経営がある部分で一致している企業(オーナー企業)であれば、その経営者は株主(債権者)側のエージェントなどではなく、株主そのものとして利潤を追求するか、少なくとも「株主(債権者)寄り」の立場をとる(株主(債権者)側にウェイトをおく)ことになるだろう。オーナー経営者は、その性格上、利潤最大化のための最適雇用量への調整をすばやく行うインセンティブを持っている。そして、オーナー経営者の権力が強大であれば、従業員側の交渉力は相対的に弱まるため、解雇、雇用調整に関する交渉費用が低下し、雇用調整を容易にする。

反面、内部昇進者が経営者である、すなわち所有と経営が分離している企業(内部昇進企業)の場合、直ちにその経営者は「従業員寄り」の立場をとる(従業員側にウェイトをおく)とは言い切れない部分を持つ。しかしながら宮崎(1995)が指摘するように、①経営者が企業キャリアの頂点に立つトップの従業員という意味合いを持っており、(従業員集団の代表として従業員を軽視できない)、経営者は仕事や報酬の面でも従業員の性格を有している。②日本企業では経営者が安定株主工作やメインバンクシステムによってTOB(株式公開買い付け)レイダーから守られてきた、などの理由から、オーナー企業の経営者よりも従業員集団の利益を優先することが、まずは想定されよう。したがって、利潤最大化のための最適雇用量に調整するインセンティブがオーナー経営者より弱くなり、解雇、雇用調整の交渉費用も高くなるので、雇用調整速度もより遅くなることが予想される。

そして、上場企業206社の8時点にわたるパネルデータを用いて実証分析を行った結果、部分雇用調整モデルにおいて、比較的規模の小さいオーナー企業の雇用調整速度が内部昇進企業と比べて有意に速いことが分かった。これは、特に不況期に顕著であり、オーナー企業の場合、経営者としての意思決定が「株主(債権者)寄り」になり、逆に内部昇進企業の場合、それが「従業員寄り」になるという経営者のルーツによるものと考えられる。

この場合にオーナー経営者は、内部昇進者と比べれば迅速に利潤最大化行動するという想定であり、経営者である以上、従業員や他のステークホルダーの利害も考慮して行動しなければならず、彼らの利害が個人投資家や機関投資家の利害と完全に一致することはないが、内部昇進経営者よりも従業員の雇用保障に置くウェイトが小さくなると考えても差し支えないだろう。調整費用の観点からいえば、オーナー企業では経営者の支配力が強いので解雇、

雇用調整に関する交渉費用が低下し、内部昇進企業ではオーナー企業と比較して交渉費用が高いということになる。

このように、経営者の出自の雇用調整に与える影響に関してはこのように内部昇進企業とオーナー企業で異なっているために、経営者の出自を考慮に入れた分析を行う必要がある¹。

2.2 日本企業の統治構造

しかしながら、企業の統治構造を考えた場合、先行研究で行われているように雇用調整に影響を与えるのは経営者の出自だけではない。そこで、本稿では経営者の出自だけでなく、株式所有構造やメインバンク制度を考慮に入れることによって、コーポレート・ガバナンスと企業の雇用調整行動との関連を総合的に掘り下げて分析する。内部昇進型の企業とオーナー企業の雇用調整パターンの相違をさらに一層掘り下げるだけでなく、ガバナンス構造と雇用システムの制度的な関係をさらに掘り下げて分析する。

戦後、日本企業における内部統治構造は、財務省財務総合政策研究所（2003）によれば、①銀行派遣・親会社派遣役員を例外としてはほぼ全員が内部昇進者からなる取締役会の構成、②取締役と経営執行者との未分離、③大規模な取締役会、④相対的に低くパフォーマンスに非感応な役員報酬などによって特徴づけられる。

このような日本企業における取締役会の特徴は、従業員重視の経営、長期雇用や年功制といった雇用システムでの特徴、安定株主化の進展した株式所有構造、資金調達におけるメインバンクへの依存、メインバンクの企業統治における重要な役割などの企業特性と相互に補完的であった。そして、従業員重視の経営や従業員の雇用保障を可能にしたような特徴が経営者を代表とする企業の従業員集団によるインサイダーコントロールの温床となり、過剰投資の誘発あるいは必要とされる事業再組織化の遅れを深刻化させ、1990年代の長期停滞の一因ともなっていたとの批判が強まる一方で、これらの日本企業のシステムは90年代に大きく変化したといわれている。内部昇進者によって占められる取締役会の特徴は、株式持合によって特徴づけられた株式所有構造によって支えられてきた。銀行や親会社からの派遣社員と一部企業の官公庁出向者を除けば、そのほとんどが内部昇進者で占められるという取締役会は、株主が広範囲に分散した上で安定化されているという日本企業の所有構造によって持続可能であった。しかし、1990年代に入ってから株式所有構造の変化は大きい。

財務省財務総合政策研究所（2003）によれば、第1に、安定株主比率（金融機関＋事業会社）の低下が著しい。内訳を見ると金融機関の保有比率の低下が著しい。事業法人の変化は

¹ 今回の分析では社長が親会社や銀行など外部から来ている企業は除外し、内部昇進企業とオーナー企業を対象を絞る。

わずかな減少にとどまっているが、金融機関の保有比率の変化は大きい。1990年代前半の変化は相対的に小さいが、94年から99年では6.9%ポイント低下と90年代後半では大きく低下している。その結果、安定保有の比率の低下は著しく、1999年の安定保有は大きく後退した。

第2に、この安定保有の低下と平行して、外国人を中心とする機関投資家が増大している。外国人保有の平均値は1989年の4.6%から、99年には9.4%にまで上昇している。

第3にメインバンク制については、社債市場における起債条件に関する規制緩和が1990年代に入ってほぼ完成し、優良企業の銀行離れが生じたことや、バブル崩壊の結果、銀行が大量に不良債権を抱えることとなり、それに伴って、非効率な企業に追加的融資を行って過剰な救済を行うことなどが指摘されるようになり、メインバンクのモニタリング機能の低下、変質が問題となった。

このような株式所有構造やメインバンク制度の変化は企業の雇用調整に対してどのような変化を与えたのであろうか。先行研究を見れば、阿部（1999）では、大株主や金融機関がいくつかの産業で通常の場合に雇用調整を遅らせ、赤字の場合に促進するという関係を見出し、富山（2001）はメインバンクについて同様の結果を見出している。また、松浦（2001）ではガバナンス構造はリストラ（雇用削減）を促進せず、企業は赤字という追い詰められた状態になって始めてリストラを行ったという結果である。

このように従来の研究によれば株式所有構造とメインバンク制度は雇用調整を促進するよりはむしろそれを遅らせ雇用を安定化させており、赤字期には雇用調整を促進しているようである。これらの分析結果を前提にすれば、安定保有構造が崩れたことや、メインバンクの影響力の低下、外国人を中心とする機関投資家の増加は、長期的な視野に立った企業経営を難しくするために、雇用を流動化させ、企業の従業員に対する雇用保障を弱めるように作用すると予想される。そこで、株式所有構造やメインバンク制の変化が企業の雇用調整にどのような違いをもたらしたのか、そして、その効果は経営者の出自によって違うのか、という点を分析する。

具体的には、先行研究にならって以下の変数をコーポレート・ガバナンスを特徴づける変数として取り扱い、それらの雇用調整に対する効果が内部昇進企業、オーナー企業との間でどのように異なるのか、あるいは同じかということ进行分析していくことにする。ここで取り扱う変数は、株式所有構造に関しては金融機関保有比率、事業会社保有比率、外国人保有比率、そしてメインバンク保有比率である。また、メインバンク制度に関する変数としては保有比率のほかメインバンク依存度や役員派遣も考慮に入れる。

これらのステークホルダーの雇用調整に与える影響は理論的に考えればそれほど明示的な

ものではない。Kang and Shivdasani(1997)によれば、業績が良好な段階でもメインバンクは雇用調整を促進することが明らかにされている。このことは、メインバンクが常に利潤最大化するようにモニタリングしているということである。金融機関、事業会社、メインバンクなどがモニタリングを行って経営者を利潤最大化行動に向かわせていたとすれば、これらのステークホルダーは雇用調整を促進する動きをすむと思われる。

一方、Aoki(1994)などのいうように日本の雇用システムとメインバンク制、株式持合などの制度的補完性が存在すれば、業績悪化時に企業を救済、再組織化するようなメインバンク制の存在により、企業は長期的な視野に立った経営を行うことが可能になり、雇用も安定化する。そして業績が良好な場合には、メインバンクや債権者は直接に経営に介入しないが、業績が悪化すれば、経営権がメインバンクや債権者に移転され、そのもとで経営の再建か清算かが選択される。この状態は「状態依存ガバナンス」と呼ばれている。このような補完関係が成り立っている場合には、安定株主、金融機関、メインバンクは雇用を安定化し、雇用調整を遅らせるように動くであろう。

また、シェアード(1996)などではメインバンクには取引先企業が財務危機に陥った場合に「支援」「救済」などを主導して行うという救済機能があるとされているが、典型的には、負債の元本の返済猶予、金利減免や流動性の供与が行われる。したがって、経営者は長期的な視野での経営が可能になり雇用が安定化する。また、経営危機が深刻な場合には、人員削減や資産整理などの再建計画が策定、実行されるが、救済レントがある場合には企業は存続する。

本稿の分析では、株式持合ないし安定株主の比率を示す変数として、金融機関保有比率と事業法人保有比率の効果を検討する。株式持合ないし安定株主の比率を示す直接的な指標の入手は困難であるため、阿部(1999)、松浦(2001)、財務省(2003)などの先行研究にならって金融機関保有比率と事業法人保有比率を持ち合いや安定株主の指標として取り上げる。また、阿部(1999)、松浦(2001)によれば、金融機関保有比率はメインバンクの効果を表すとも考えられている。本稿でもこの方法を踏襲しつつも、メインバンクの効果をより正確に捉えるために、メインバンク保有比率、さらにメインバンクからの役員派遣とメインバンクに対する依存度も考慮に入れた。役員についてはメインバンク出身の役員がいる場合に1、いない場合に0をとるダミー、依存度についてはメインバンクからの借入れ/総資産である²。

最後に、外国人保有比率については次のように考える。外国人株主は株式収益率に注目し

² 松浦(2003)では、金融機関保有比率と事業会社保有比率を株式持合の指標として企業業績への効果を分析している。メインバンクの定義は先行研究にしたがって『会社四季報』の主要取引銀行欄で最初に記載された銀行である。また、金融機関別借入金明細が1999年度以降有価証券報告書の付属明細表の対象外になったので、メインバンクへの依存度を入れた場合には98年度までのデータでの推定になる。

て企業価値最大化を目指し、経営効率を向上させることを目指していると考えられるので調整速度を速めると考えられる。

3. モデルおよびデータ

雇用調整速度の計測には部分調整モデルがよく使われるが、通常の部分調整モデルは、前期の雇用者数を L_{t-1} 、当期の雇用者数の実現値を L_t 、当期の最適な雇用量を L_t^* とおくと、

$$\ln L_t - \ln L_{t-1} = \lambda (\ln L_t^* - \ln L_{t-1}) \quad (1)$$

となり、 λ は調整速度である。 λ は調整費用によって規定されるが、これは具体的には企業特殊的な人的資本の蓄積や損失に伴うコスト、また、採用や解雇に伴うコストであり、会社の評判の低下、従業員のモラル低下、労働組合などとの交渉費用も含まれる。この調整費用が存在するために、最適雇用量に即座には到達できない。調整費用が大きくなるほど最適雇用量への調整速度が遅くなる。本稿では年次データを使用するので、 λ が 1 ならば最適雇用量への到達は 1 年であり、0.5 ならば 2 年かかることになる。

このような調整費用の観点から評価すれば、オーナー企業では経営者の力が強く、解雇の交渉費用が低下し、内部昇進企業ではオーナー企業より高くなる。したがって、オーナー企業では内部昇進企業よりも調整速度が速くなる。

株主やメインバンクの効果についてみると、これらステークホルダーが短期的視野で行動すれば経営が短期化するので人的資本投資が抑制される。また、リストラ要求が強ければ、経営者は株主寄りの意思決定を迫られるが、このことは従業員の交渉力を引き下げることになり解雇の交渉費用を低下させるであろう。これらの結果、調整費用が低下すれば調整速度は上昇する。この効果は自らも株主であるオーナー企業で強く表れると予想できる。

長期雇用とメインバンク、株式持合の間に制度的な補完関係が存在する場合やメインバンクの救済機能が存在すれば、企業特殊な人的資本の蓄積が促進される。また、短期的なリストラ圧力の影響が遮断されるので、経営者は従業員重視の意思決定を行い、解雇の交渉費用は低下しない。これらの結果、調整費用は高くなり、調整速度は遅くなる。この効果は内部昇進企業で強く表れると予想できる。

この調整速度がいま検討したようにガバナンス構造や、あるいは、駿河(1997)、小牧(1998)、野田(2002)などの「赤字調整モデル」で想定されているように経常利益が赤字か否かで変

化すると仮定すると、ガバナンス指標を CG_t , $Akaji_{t-1}$ を赤字ダミー（経常利益が赤字=1）とすれば、調整速度は

$$\lambda = \lambda_1 + \lambda_2 CG_t + \lambda_3 Akaji_{t-1} \quad (2)$$

となる。また、最適雇用者数は、 W_t と Y_t をいずれも t 期の平均賃金と売上高、 P を物価指数とすると、次式となる³。

$$\ln L_t^* = \alpha_1 + \alpha_2 \ln W_t / P_t + \alpha_3 \ln Y_t / P_t \quad (3)$$

(2)、(3)を(1)に代入して、

$$\ln L_t - \ln L_{t-1} = (\lambda_1 + \lambda_2 CG_t + \lambda_3 Akaji_{t-1}) (\ln L_t^* - \ln L_{t-1}) \quad (4)$$

変形すれば、

$$\begin{aligned} \ln L_t = & \alpha_1 \lambda_1 + \alpha_1 \lambda_2 CG_t + \alpha_1 \lambda_3 Akaji_{t-1} + \alpha_2 \lambda_1 \ln Y_t / P_t + \alpha_2 \lambda_2 CG_t \ln Y_t / P_t \\ & + \alpha_2 \lambda_3 Akaji_{t-1} \ln Y_t / P_t + \alpha_3 \lambda_1 \ln W_t / P_t + \alpha_3 \lambda_2 CG_t \ln W_t / P_t + \alpha_3 \lambda_3 Akaji_{t-1} \ln W_t / P_t \\ & + (1 - \lambda_1) \ln L_{t-1} - \lambda_2 CG_t \ln L_{t-1} - \lambda_3 Akaji_{t-1} \ln L_{t-1} \end{aligned} \quad (5)$$

$CG_t \ln L_t$ にかかる係数がマイナスならば λ_2 はプラスであり、ガバナンス変数は調整速度を速めることになり、 $Akaji_t \ln L_t$ にかかる係数がマイナスならば λ_3 はプラスであり、赤字期に調整速度が速くなる。

(5)式はパラメータ同士が積の形になっており非線形のモデルになっているが、ここでは線形と考慮して推定する⁴。このモデルは、説明変数に被説明変数の1期のラグが含まれるために、通常のパネルデータの推定では一致推定量が得られない。そこで、Arellano and Bond (1991) による2ステップのGMM（一般化モーメント法）推定により一致推定量を求める。前期の従業員数の操作変数はそれ以前の従業員数である。

本稿では、全国5証券取引所に上場されている企業の中で代表的な製造業である電気機器、

³ 推定では、経済企業活動別国内総生産（デフレーター）の一般機械および電気機器の数値を用いている。

⁴ $G^* \ln Y$ と $CG^* \ln W$ の相関が高いことが予想されるので、いずれかを除外して推定を行ったが、以下の分析結果は大きく変わらない。

機械の各産業に属する186社の10年間（1991-2000年度）を分析対象とし、日本経済新聞社の「NIKKEI NEEDS COMPANY（総合企業データバンク）」「会社年鑑」と「企業系列総覧」（東洋経済新報社）から必要なデータを得てパネルデータを構築している。

内部昇進企業とオーナー企業の判別は、代表権の有無にかかわらず、会長あるいは社長の経歴および大株主の構成状況から総合的に判断している。基本的には、Izumida（1998）が採用した、①経営者（本稿では会長あるいは社長）またはその家族が当該企業の10大株主である、②経営者またはその家族が当該企業の10大株主である別の企業のオーナーである、③経営者またはその家族が株式の保有を管理するために設立した財団や団体が当該企業の10大株主である、という基準のいずれかに該当する企業をオーナー企業（以下オーナー）とし、それ以外で、経営者が当該企業で5年以上のキャリアを持っている企業を内部昇進企業（以下内部昇進）としている⁵。推定では内部昇進、オーナーに分割しておこなった。その際、判断が困難な場合には分析対象から外した。この区分は、次のようにして行った。先ほどの定義に基づき内部昇進、オーナーの2つのダミーを作成し、推定期間において0.5以上の値をとる企業に属しているものと仮定した。推定に使用したデータの記述統計量は表1である。

4. 推定結果

まず株式所有構造の効果について見てみよう。調整速度の推定は3つのパターンについて行った⁶。調整速度の係数(5式の $(1-\lambda_1)$ 、 λ_2 、 λ_3 にあたる)と各変数が調整速度にどの程度の影響を与えるのかを報告しており、調整速度の計算ではガバナンス変数の平均値で評価した。

表2は電気産業についての推定結果である⁷。安定株主保有比率は金融機関保有比率と事業会社保有比率の合計である。金融機関保有比率と事業会社保有比率は内部昇進ではともに調

⁵ このような判断は、特に当該企業での経験年数等の点で若干恣意的である。さらに長期にわたる経験年数を条件として課すことを検討する必要があるだろう。ただし、Izumida（1998）、浦坂・野田（2001）では、この判断に基づく内部昇進企業とオーナー企業のカテゴリで一定の結果を得ており、それが本稿の分析における一つの前提となっている。また、経営者が10大株主に入っていないか、15位や20位までに入っているケースで「企業系列総覧」の特色欄に「オーナー色」「同族色」と記載してある企業をオーナー企業とするなどの定義でも分析したが、同様の結果が得られた。なお、期間中に経営者がオーナーから内部者に代わった例は少ない。

⁶ (5)式では変数が多いため、ガバナンス変数を多く入れると結果が不安定になる。いろいろなパターンで推定してみたが、ここで得られた結果に大きな変化はない。

⁷ 電気の場合には内部昇進とオーナー企業規模にかなりの格差があるため、推定結果が経営者の出自よりも企業規模の効果を表している可能性がある。この点を考慮して、平均従業員数が1万人の企業を除いて推定をおこなった。その場合には、内部昇進企業の従業員数の平均は2264人となり、オーナー企業と大きな差はなくなる。そして表2と同様の推定結果が得られている。以下の推定でも同様のことがいえる。

また、オーナー企業と内部昇進企業について企業の年齢（設立からの年数）を比較すると、オーナー企業のほうが若いために、企業内の企業特殊的人的資本の蓄積は少なく、また、急激な成長（あるいは衰退）をしており雇用の変動も激しいと想定される。紙面の関係で結果は割愛するが、このような企業の年齢の違いによる効果を除去するために1960年以後に設立された企業を除外して分析を行ったが、結果に大きな違いはなかった。

表1 記述統計量

	電気産業			
	内部昇進 平均	56 企業 標準偏差	オーナー 平均	34 企業 標準偏差
期末従業員	9,826	17,086	1,790	1,736
売上高	551,816	1,059,142	89,635	100,247
平均賃金	2.798	1.264	2.445	1.494
金融機関保有比率	0.399	0.142	0.381	0.129
事業会社保有比率	0.246	0.171	0.156	0.096
外国人保有比率	0.078	0.084	0.091	0.094
メインバンク保有比率	0.040	0.015	0.040	0.011
役員派遣ダミー	0.433	0.495	0.462	0.499
メインバンク依存度	0.028	0.040	0.027	0.041
赤字ダミー	0.083	0.284	0.057	0.233

	機械産業			
	内部昇進 平均	57 企業 標準偏差	オーナー 平均	39 企業 標準偏差
期末従業員	2,376	2,748	1,090	793
売上高	109,149	140,268	42,000	34,483
平均賃金	2.424	1.314	2.558	1.456
金融機関保有比率	0.411	0.144	0.353	0.131
事業会社保有比率	0.144	0.160	0.183	0.125
外国人保有比率	0.057	0.065	0.054	0.058
メインバンク保有比率	0.043	0.010	0.042	0.011
役員派遣ダミー	0.373	0.484	0.476	0.500
メインバンク依存度	0.049	0.068	0.037	0.050
赤字ダミー	0.137	0.344	0.111	0.314

注) 売上高と平均賃金の単位は100万円

整速度を遅くするような効果を持っており、平均値で評価すればそれぞれ0.151、0.045調整速度を遅くしているが、オーナーでは影響を与えていない。また、赤字期には内部昇進で調整速度が遅くなりオーナーでは速くなるが、金融機関、事業会社が内部昇進では調整速度を速め、オーナーでは遅くするために、結果的に内部昇進では調整速度が速くなり、オーナーでは遅くなっている。

外国人保有比率は、内部昇進では調整を速くしているが、オーナー企業では、③のケースで調整を速くしているが有意水準は低い。

また、メインバンク保有比率で見ると、内部昇進では、通常の場合には効果はなく、赤字の場合には速くしている。また、オーナーの場合には通常は効果がなく、赤字期には調整を

表2 株式所有構造の調整速度に対する効果 電気機器産業

	内部 ①	オーナー ①	内部 ②	オーナー ②	内部 ③	オーナー ③
L(-1)	0.370*** 0.630	0.420*** 0.580	0.654*** 0.346	0.407*** 0.593	0.687*** 0.323	0.474*** 0.526
金融	0.379*** -0.151	0.150 0.000				
事業	0.183*** -0.045	-0.115 0.000				
安定			-0.019 0.000	-0.039 0.000		
外国人			-0.428*** 0.003	0.128 0.000	-0.360*** 0.028	-0.455* 0.041
メインバンク					-1.156 0.000	5.029 0.000
金融*赤字	-1.731*** 0.690	1.029** -0.392				
事業*赤字	-1.297*** 0.319	2.082* -0.322				
安定*赤字			-0.459*** 0.296	0.835** -0.447		
外国人*赤字			-0.079*** 0.006	0.154 0.000	-0.081*** 0.006	2.365 0.000
メインバンク *赤字					-0.272*** 0.010	24.53*** -0.981
赤字ダミー	0.900*** -0.900	-0.580*** -0.580	0.373*** -0.373	-0.276*** 0.276	0.095*** -0.095	-0.850*** 0.850
調整速度	0.434	0.580	0.379	0.593	0.341	0.567
赤字期の変化	0.109	-0.134	0.070	-0.171	-0.077	0.131
Sargan Test	0.966	1.000	0.998	0.999	0.999	1.000
2次の自己相関	0.778	0.945	0.370	0.203	0.155	0.714

注) 上段は係数、下段は各変数の調整速度に与える効果の大きさである。調整速度の計算は次のようにした。内部昇進企業の①を例に取ると、通常の調整速度は1-L(-1)であり0.630。ガバナンス変数の効果を計算する場合、本文でも述べたように係数がプラスであれば調整速度を遅くする。金融機関の係数は0.379であり、金融機関保有比率の平均は0.399であるから、金融機関の保有比率は平均で0.379*0.399=0.151だけ調整速度を遅くする。事業会社の係数は0.183で、事業会社保有比率の平均は0.246なので0.183*0.246=0.045だけ調整速度を遅くする。したがって、調整速度は合計で1-0.370-0.151-0.045=0.434となる。赤字の場合には金融機関-1.731*0.379=-0.690、事業会社-1.297*0.246=-0.319であり、赤字ダミーの係数が0.900であるから、-0.690-0.319+0.900=-0.109であり、合計0.109だけ調整速度を速くする。***は1%、**は5%、*は10%でそれぞれ有意である。

遅らせている。

次に、表3は機械産業についての推定である。外国人保有比率が内部でもオーナーでもすべて調整速度を速めている点、メインバンク保有比率がオーナーで調整速度を速めている点を除けば、電気産業の推定結果と大きな違いは見られない。

表3 株式所有構造の調整速度に対する効果 機械産業

	内部	オーナー	内部	オーナー	内部	オーナー
	①	①	②	②	③	③
L(-1)	0.555***	0.632***	0.796***	0.740***	0.849***	0.936***
	0.445	0.368	0.204	0.260	0.151	0.064
金融	0.157***	0.005				
	-0.065	0.000				
事業	0.296*	-0.002				
	-0.075	0.000				
安定			-0.071	0.002		
			0.000	0.000		
外国人			-0.248***	-1.014***	-0.019***	-0.019**
			0.014	0.055	0.001	0.001
メインバンク					-1.305	-5.083***
					0.000	0.214
金融*赤字	-0.457***	0.033***				
	0.187	0.011				
事業*赤字	-0.413***	0.023*				
	0.104	0.004				
安定*赤字			-0.011***	0.143		
			0.007	0.000		
外国人*赤字			0.256	-0.555	-0.003	0.011
			0.000	0.000	0.000	0.000
メインバンク*赤字					-6.010***	0.555***
					0.258	-0.023
赤字ダミー	0.253***	-0.016***	-0.005	0.057	0.198**	-0.031**
	-0.253	0.016	0.000	0.000	-0.198	0.031
調整速度	0.305	0.368	0.218	0.315	0.152	0.278
赤字期の変化	0.038	0.0005	0.007	0.000	0.060	0.008
Sargan Test	0.887	1.000	0.937	1.000	1.000	1.000
2次の自己相関	0.194	0.524	0.144	0.253	0.704	0.754

注) 調整速度の計算は表2と同じである。

以上、2つの産業の推定から得られた結果は大きく異なっていない。特徴をまとめると、まず、第1に、通常の場合、金融機関、事業会社、メインバンクは内部昇進では雇用調整速度を遅くするように作用しているが、オーナーでは雇用調整速度に対して影響を与えてはいない。また、赤字期には内部昇進では調整速度が遅くなり、オーナーでは逆に速くなるが、株主の影響によって内部昇進では調整速度が速くなり、オーナーでは遅くなっている。赤字期の変化は各保有比率の平均値で評価すると特に機械で小さいが、内部昇進では速くなりオーナーでは遅くなっているようである。各株主の保有比率の大きさに赤字期の変化が依存している。

表4 メインバンクの調整速度に対する効果 電気機器産業

	内部	オーナー	内部	オーナー	内部	オーナー
	①	①	②	②	③	③
L(-1)	0.541***	0.471***	0.571***	0.530***	0.574***	0.476***
	0.459	0.529	0.429	0.470	0.426	0.524
役員	0.081***	-0.001			0.001	0.012
	-0.081	0.000			0.000	0.000
依存度			0.751***	-1.130***	-1.332***	-1.139**
			-0.022	0.030	0.039	0.031
役員*依存度					1.674**	0.128
					-0.050	0.000
役員*赤字	-0.065***	0.438**			0.023	-0.489***
	0.065	0.438			0.000	0.489
依存度*赤字			-1.455***	0.144	0.223	0.210
			0.043	0.000	0.000	0.000
役員*依存度 *赤字					-1.655*	10.60**
					0.049	-0.287
赤字ダミー	0.062***	-0.072***	0.062***	0.027	0.028***	-0.021
	-0.062	0.072	-0.062	0.000	-0.028	0.000
調整速度	0.378	0.529	0.407	0.500	0.415	0.555
赤字期の変化	0.003	-0.366	0.019	0.000	0.021	0.202
Sargan Test	0.831	1.000	0.294	0.816	0.299	0.970
2次の自己相関	0.474	0.273	0.320	0.291	0.297	0.612

注) 調整速度の計算は表2と同じである。依存度の平均と役員派遣=1を使用した。②③は1991-98年度の推定である。

第2に外国保有比率については、内部昇進、オーナーともに雇用調整速度を速めていることが多いことが確認できる。電気の内部昇進では通常期にも赤字期にも速くしているケースが見られる。

第3にすべてのケースで調整速度は内部昇進のほうが遅くなっており、浦坂・野田(2001)の結果がここでも確認できる。

次に、メインバンクの効果について、依存度や役員派遣をも考慮に入れてさらに詳しく見よう。表4、5はメインバンク効果の結果である。3種類の推定を行ったが役員、メインバンク依存度、そしてその交差項が入っている③について見てみよう。

電気、機械ともに同様の結果が見られる。注目すべき内部とオーナーの一番大きな違いは、内部の場合、依存度は調整を速めているが、依存度と役員の交差項は調整速度を遅くしており、交差項が遅くする効果のほうが大きいために、結果的にメインバンクは調整を遅くしているといえる。一方、オーナーでは依存度が調整速度を速くしているが、依存度と役員の交差項は有意ではない。つまり、内部昇進の場合、メインバンク依存度が高く役員を受け入れ

表5 メインバンクの調整速度に対する効果 機械産業

	内部	オーナー	内部	オーナー	内部	オーナー
	①	①	②	②	③	③
L(-1)	0.920***	0.729***	0.799***	0.767***	0.730***	0.700***
	0.080	0.271	0.201	0.233	0.270	0.300
役員	0.031***	0.011***			-0.017	0.001
	-0.031	0.000			0.000	0.000
依存度			-0.948***	-1.748***	-0.641***	-2.380***
			0.046	0.065	0.031	0.088
役員*依存度					1.150***	0.835
					-0.056	0.000
役員*赤字	-0.042	-0.018			-0.223***	0.153
	0.000	0.000			0.223	0.000
依存度*赤字			0.177***	0.666	0.293***	1.845*
			0.009	0.000	-0.014	-0.068
役員*依存度*赤字					2.386***	-3.594
					-0.117	0.000
赤字ダミー	-0.042***	0.011	-0.008***	-0.012***	-0.001	-0.156***
	0.042	0.000	0.008	0.012	0.000	0.156
調整速度	0.049	0.271	0.247	0.298	0.245	0.388
赤字期の変化	0.042	0.000	0.001	0.012	0.092	0.088
Sargan Test	0.915	0.999	0.312	0.754	0.487	0.979
2次の自己相関	0.232	0.661	0.367	0.163	0.320	0.597

注) 調整速度の計算は表2と同じである。依存度の平均と役員派遣=1を使用した。②③は1991-98年度の推定である。

ている企業では調整速度が遅くなるということであるが、オーナーではそのような効果はなく、依存度が調整を速めている。

また、赤字期には、役員、依存度、役員と依存度の交差項がさまざまな効果をもたらしているが、総合的に判断すれば、メインバンクは内部、オーナーともに調整速度を速めているといえよう。

5. 結果の解釈

以上の推定結果より、次のようなことがいえるだろう。まず、株式所有構造については、内部昇進企業では、金融機関、事業会社、メインバンクなどが通常の場合には雇用調整速度を遅らせており雇用を安定化させていた。これら安定株主は物言わぬ株主として雇用調整に際して経営者の従業員寄りの意思決定を黙認している。内部昇進企業では赤字期の雇用調整が遅れるが、これは労働組合との協議、希望退職の条件などの話し合い、交渉に時間が

かかるために遅れるものと考えられる。そして、内部昇進企業では、赤字になってからメインバンクや安定株主などの外部からの圧力、介入によってリストラが行われると考えられる。内部昇進企業ではリストラが遅れており、経営者が自発的に企業の再建を行う力が弱いという理解も可能である。

一方、オーナー企業では内部昇進企業と比較すれば通常の場合これらの株主は調整速度にあまり影響を与えていないといえよう。これらの株主は内部昇進の経営者に比べて速く雇用調整したいオーナーに対して介入していないが、これはオーナー経営者やその一族が外部からのコントロールを嫌うからかもしれない。また、安定株主が多くても少なくともオーナーの意向がとおりやすいとも理解できる。オーナー企業で赤字期に調整速度が速くなっているのも、オーナー経営者が自らの資産の価値を守るために迅速に調整を行いたいためであろう。

外国人株主は、オーナー企業でも調整を速くしているが、これらの株主はオーナー経営者よりも迅速に雇用調整をしたがるということであろう。電気産業では有意な結果が少ないのは、この産業のオーナー経営者と外国人の雇用削減に関する利害が一致しているからかもしれない。

また、オーナー企業では安定株主、メインバンクは赤字期には調整速度を低下させている。オーナー企業では、経営者は自らの資産を守るために、あるいは株主としての意思決定を行うために、赤字期にも調整速度を引き上げているが、メインバンクや安定株主が調整を遅らせる。これらの株主は長期的なレント確保の観点からオーナー経営者の雇用調整を遅らせると解釈できよう。

制度的な補完性の議論によれば、内部昇進企業では安定株主と長期雇用、人的資本投資に補完関係があり、オーナー企業では補完関係がないという解釈もできるが、経営者の出自からのみ考えれば、内部昇進企業では、解雇、雇用調達の交渉費用が高いもとの、安定株主の存在によって他の株主のリストラ要求が遮断されるので、リストラが先送りされているとの理解も可能である。

メインバンクの効果については、メインバンクに対する依存度と役員派遣を考慮に入れて分析すると、内部昇進企業とオーナー企業との間で大きな差が確認できた。依存度と役員派遣を同時に考慮に入れれば、内部昇進企業でもオーナー企業でもいずれの場合においてもメインバンクからの依存度が高ければ雇用調整を速めており、モニタリングが機能しているようである。しかし、内部昇進企業では、役員派遣がある企業では依存度が大きいと雇用調整を遅らせる効果が大きくなるが、オーナー企業ではそのような効果は確認できない。制度的な補完性の議論に基づけば、役員派遣を受け入れている内部昇進企業ではメインバンクの存在が非効率な雇用調整を回避させ人的資本の保蔵に貢献しているという解釈ができる。一方、

オーナー企業では、メインバンクの存在と人的資本の蓄積があまり関係ないのかもしれない。

経営者の出自の違いから解釈すればどのような解釈が可能であろうか。たとえば、Kaplan and Minton (1994)、Morck and Nakamura (1999) で分析されているように、メインバンクからの役員派遣が業績の悪化や財務危機とリンクしていたとすれば次のような解釈も可能である。つまり、業績が悪化して役員が派遣されている内部昇進企業では、経営者が従業員の雇用保障を重視するために、業績が悪化しているにもかかわらずメインバンクの救済を頼りにしてリストラを遅らせているが、オーナー企業では、業績が悪化して役員派遣されているような状況においては、経営者にはメインバンクの救済をあてにしてまでリストラを遅らせ従業員の雇用を保障するインセンティブがないという解釈である。このような解釈は、浦坂・野田 (2001) で確認された経営者の出自の違いによって雇用調整速度に違いが出るという結果と整合的である。このような解釈の場合、内部昇進企業で雇用調整が遅れるのは、経営者が従業員の雇用保障を重視せねばならず、解雇、雇用調整の交渉費用が高いことがその要因として挙げられる⁸。そして内部昇進企業では、メインバンクの救済機能の存在は雇用維持のコストを引き下げていると考えられる。

また、メインバンクは赤字になれば内部昇進企業でも調整速度を速くしており、業績悪化に伴ってリストラを促進しているので、「状態依存ガバナンス」が存在しているともいえるが、赤字になるまで介入しないということは、経営者がメインバンクの救済を織り込んで行動し、倒産回避の経営努力（すなわちリストラ）を放棄することによってモラルハザードが起きている可能性も示唆している。オーナー企業では内部昇進企業よりも解雇の交渉費用が低く、またメインバンクの介入を嫌うことも予想され、雇用調整を遅らせないと考えられる。

過剰で非効率な雇用を抱え込んでいるのか、人的資本を保蔵して生産性を高めることに貢献しているかは、本稿の分析だけでは判断できないが、いずれにせよ、内部昇進企業で安定株主やメインバンクが赤字になるまで雇用調整を遅らせるのは、経営者が従業員の雇用保障を重視せねばならないことが関連していると思われる。内部昇進企業では、解雇の交渉費用が高いことにより、安定株主の存在やメインバンクの救済に頼ってリストラを先送りしている可能性があり⁹、赤字になって初めて、メインバンクなどの介入によってリストラが促進

⁸ もっとも、宮島・近藤・山本 (2001) によれば、バブル崩壊後、パフォーマンスの悪化にもかかわらず銀行が介入しない傾向や、パフォーマンスとは無関係に銀行が役員派遣する傾向が強まっている。これらの点の検討は今後の課題としたい。

⁹ 本稿の結果が経営者の出自によるものではなく、企業特長的な人的資本の蓄積の違いを表している可能性は完全には排除できない。オーナー企業で解雇の交渉費用が低ければ、従業員は企業特長的な人的資本に投資するインセンティブを持たないかもしれず、内部昇進企業との間に人的資本蓄積の格差が発生しているかもしれない。注7で述べたように、推定でも企業の年齢からくる人的資本の違いをコントロールしての推定は行っているが、人的資本を完全に捕捉するのは困難であり、今後の課題として残る。

また、Hanazaki and Horiuchi (2000) では、金融機関の株式保有比率が全要素生産性 (TFP) 成長率に貢献していな

される。

このように、経営者の出自別に分けて雇用調整速度を計測すれば、株式所有構造やメインバンクが調整速度に与える影響が、経営者の出自によって異なることが明らかとなった。従来の研究では、経営者の出自を考慮していないためにこのような違いを検出することができなかった。

日本企業における従業員重視の経営、長期雇用という雇用システムでの特徴と安定株主化の進展した株式所有構造、資金調達におけるメインバンクへの依存、メインバンクの企業統治における重要な役割などのガバナンス面、金融面における制度的な補完関係は内部昇進企業で強く見られる特徴であり、オーナー企業ではあまり確認できない。オーナー企業では内部企業に比べて雇用調整速度も速く、これらの制度が与える影響は弱い。

内部昇進した経営者では自発的なリストラが行いにくいとすれば、日本企業のガバナンス構造を特徴づけている要因が過剰雇用をもたらしていたともいえる。また、メインバンクや安定株主は確かに赤字になればリストラを促進しており「状態依存ガバナンス」が機能していたともいえるが、内部昇進企業ではメインバンクの救済をあてにしてリストラを回避していたが、赤字になったので渋々リストラをせざるを得なかったという解釈も可能である。後者の解釈が妥当ならメインバンク制の機能が低下、あるいは変質したともいうことができるし、内部昇進企業では、コーポレート・ガバナンスは経営再建機能を持っていなかったということになる。

2000年までは安定株主やメインバンク、そして外国人株主などが雇用調整速度に影響を与えていた。内部昇進企業では、これらの株式持合変数が雇用の安定化をもたらしていた一方で、赤字期には調整を促進するという、つまりリストラを遅らせるというパターンがあったが、金融機関や事業法人の比率の低下、外国人の比率の上昇は雇用の流動化を促進する可能性がある。また、オーナー企業でも、外国人株主のように経営者以上に速い調整を望む株主が増加すれば雇用の流動化が起きると考えられる。

メインバンク制度については、その存在によって内部昇進企業において雇用調整の回避によって過剰な雇用を抱え込んでいるという状態が起きている可能性があるものの、雇用の安定化をもたらしていたので、その影響力の低下は雇用の流動化をもたらすと考えられる。本稿は2000年までの推定であるが、株式所有構造やメインバンク関係の変化が雇用システムにそのような変化をもたらすのかについては、今後も更なる検討が必要とされよう。

いとしている。メインバンクの存在が企業の効率の向上をもたらさずに、雇用調整を遅らせていたとすれば、過剰な雇用の確保が効率性に影響していない、または非効率をもたらしていた可能性がある。

6. 結びにかえて

本稿では、電気機器、機械の各産業に属する上場企業の186社の1991-2000年度のパネルデータに基づき、各企業のガバナンス構造を特徴づける要素である経営者の出自や株式所有構造、メインバンク制の雇用調整に及ぼす影響を検討した。

経営者の出自別に分けて雇用調整速度を計測すれば、株式所有構造やメインバンクが調整速度に与える影響が、経営者の出自によって異なることが明らかとなった。特にメインバンクの効果については、内部昇進企業ではメインバンクへの依存度が高くかつ役員を受け入れている企業では赤字になるまでリストラを回避しているが、オーナー企業ではそのような状態は発生せずに、メインバンクは雇用調整を速めている。この違いは、浦坂・野田(2001)での内部昇進経営者とオーナー経営者の雇用保障に対する態度の違いから来るものと考えられる。

今後は、分析をバブル崩壊以前に拡大することやガバナンス構造、経営者の出自の生産性、企業効率に対する効果の検討を課題としたい。

参考文献

- 阿部正浩(1999)「企業ガバナンス構造と雇用削減意思決定—企業財務データを利用した実証分析—」
中村二郎・中村恵編著『日本経済の構造調整と労働市場』 日本評論社 pp.75-102.
- 浦坂純子・野田知彦(2001)「企業統治と雇用調整—企業パネルデータによる実証分析—」 日本労働研究雑誌 No.488, pp.53-63.
- 小牧義弘(1998)「わが国雇用調整行動における不連続性について」 『日本銀行調査統計月報』 11月号 pp.45-74.
- 財務省財務総合政策研究所(2003)「進展するコーポレート・ガバナンス改革と日本企業の再生」
- ポール・シェアード(1996)「メインバンクと財務危機管理」青木昌彦・ヒュー・パトリック編『日本のメインバンク・システム』 東洋経済新報社 第6章.
- 駿河輝和(1997)「日本企業の雇用調整—企業利益と解雇—」中馬宏之・駿河輝和編『雇用慣行の変化と女性労働』 東京大学出版会 pp.13-46.
- 富山雅代(2001)「メインバンク制と企業の雇用調整」『日本労働研究雑誌』 No.488, pp.40-51.
- 野田知彦(2002)「労使関係と赤字調整モデル」—橋大学経済研究所『経済研究』 Vol.53, No.1, pp.40-52.

- 松浦克己 (2001) 「雇用削減と減配・無配の関係—企業利潤、企業財務、コーポレート・ガバナンスからの視点—」 『フィナンシャル・レビュー』 財務省財務総合政策研究所 60号 pp.106-138.
- 松浦克己 (2003) 「企業金融・株式所有構造の変遷と企業業績への効果」 花崎正晴・寺西重郎編『コーポレート・ガバナンスの経済分析』 東京大学出版会 第8章.
- 宮崎元 (1995) 「現代日本経済システムの分析と応用ミクロ経済学」 『経済学論集』 Vol.60, No.4, pp.83-102.
- 宮島英昭・近藤康之・山本克也 (2001) 「企業統治・外部役員・企業パフォーマンス—日本企業システムの形成と変容」 『日本経済研究』 No.43, pp.18-45.
- Allerano, M. and S. Bond. (1991) "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations," *Review of Economic Studies*, Vol.58, pp.277-297.
- Aoki, M. (1994) "The Contingent Governance of Team Production: An Analysis of Systematic Effects," *International Economic Review*, Vol.35, No.3, pp.657-676.
- Hanazaki, M. and A. Horiuchi (2000) "Is Japan's Financial System Efficient?" *Oxford Review of Economic Policy*, Vol.16, No.2, pp.61-73.
- Izumida, S. (1998) "Management Rights and Distribution structure in Japanese firms," *Japan and the World Economy*, Vol.10, pp.135-156.
- Kang, J. K. and A. Shivdasani (1997) "Corporate Restructuring During Performance declines in Japan," *Journal of Financial Economics*, Vol.46, pp.29-65.
- Kaplan, S. N. and B. A. Minton (1994) "Appointments of Outsiders to Japanese Corporate Boards: Determinants and Implications for Managers," *Journal of Financial Economics*, Vol.36, pp.225-258.
- Morck, R. and M. Nakamura (1999) "Banks and Corporate Control in Japan," *Journal of Finance*, Vol.54, pp.319-339.