

日本企業におけるガバナンス構造と 経営効率

野田 知彦*

大阪府立大学経済学部

市橋 勝*

広島大学国際協力研究科

本稿では、2001-2004年度の企業のパネルデータを用いて、経営者や労働組合の有無、教育訓練制度を考慮に入れて企業の経営効率に対する銀行、株式所有、役員の効果进行分析する。分析の結果、銀行依存度や労働組合の経営効率に与える影響が、経営者の出自、属性によって異なることが明らかになった。銀行に対する依存度が高く、資本市場からのプレッシャーが弱く、また労働組合があり、経営者が内部出身者というような従来考えられてきた典型的な日本型の企業では、そのような性質を持たない企業に比べて経営効率が低くなる傾向があるということが確認された。そしてその背後には、非創業者型企业、特に内部昇進型企业では雇用調整が行いにくいという特質があると考えられる。

1. はじめに

失われた10年といわれた日本経済の長期停滞の背景には、「雇用」、「債務」、「設備」の3つの過剰を生み出したとされる日本企業のガバナンス構造の存在が指摘されていた（平成13年版経済財政白書）。この間、日本企業はこぞってコーポレートガバナンスの改革に努めてきたが、改革が進められている日本企業のガバナンス構造は経営効率にどのような影響を与えたのであろうか。

通説的な理解によれば、かつて日本企業のコーポレートガバナンスを特徴付けたものは、メインバンク制を中心とした日本の企業金融のあり方であり、それはメインバンク

本稿の元になった論文は日本経済学会2007年度春季大会で報告されたものである。この際にコメントを頂いた浦坂純子（同志社大学）、久保克行の各先生、および2名のレフリーに期して感謝致します。もちろんありうべき誤りは筆者のものであります。

*（連絡先）野田：〒599-8531 大阪府堺市中央区学園町1-1 大阪府立大学 経済学部
noda@eco.osakafu-u.ac.jp
市橋：〒739-8521 広島県東広島市鏡山1-7-1 広島大学 総合科学部
ichi@hiroshima-u.ac.jp

が長期的な結び付きを通して企業の経営をモニタリングし、規律付けることによって、効率的な企業経営の実現を可能にしたとされた。このような銀行と企業との関係は、資本市場による企業経営の規律付けを中心とするいわゆるアメリカ型のコーポレートガバナンスに欠けている長期的な視野を持った経営を可能にし、経営危機に陥った企業を救済、再編する上でも有効な機能を果たしたとされている。しかしながら、特にバブル崩壊以後、不良債権問題などで日本の銀行部門が深刻な危機に直面するに及んで、そのあり方に疑問が投げかけられてきた。企業の銀行離れが進む中で、業績の悪い企業は買収の危険性にさらされるようになり、アメリカ型の規律付けシステムが機能し始めたようにも思える。このような中で、銀行システムは企業の効率性にどのような影響を与えたのであろうか。

本稿では、銀行システムが企業の経営効率性に与えた影響の分析を中心的な課題として、企業と銀行との関係を中心に見ていくが、その際に、従来の研究ではあまり注意が払われなかった経営者の出自、属性や労働組合の経営効率に与える影響も考慮に入れて分析を進める。その理由は以下の通りである。上述のように、日本型のコーポレートガバナンスのあり方が「過剰雇用」をもたらし、それによって経営効率が低下したとすれば、従業員主権と言われたような正社員の雇用保障を重視する雇用慣行が人員整理を遅らせ、効率的な資源配分を阻害することにより、経営効率を低下させたということになる。事実、野田（2002、2006）の研究では労働組合のある企業や、その経営参加が進んでいる企業が経常赤字になるまで大規模な雇用調整を行わないこと、また野田（2008）では、経営者が内部昇進者の企業のうちメインバンクとの関係が強い企業では雇用調整が遅れることが明らかにされており、企業金融のあり方や経営者の属性、そして労使関係が雇用維持する慣行をサポートしていることが明らかにされているが、雇用維持がもし過剰雇用を生み出す非効率なものであれば、それを維持する要因は企業の効率性にはマイナスの影響を与えていると思われる。従って、銀行システムが企業の経営効率に与える影響を見る際には、経営者の属性の違いや労働組合の有無と企業金融との相互補完的な効果を考慮に入れた分析が必要となる。

また、本稿では教育訓練制度と金融システムの補完関係を考慮に入れた分析を行う。日本企業のパフォーマンスの高さの背景には、長期雇用制と企業内部での企業特殊的な訓練とそれによる人的資本の蓄積があったことはよく知られている。本稿では、このような企業における教育訓練制度の違いが企業の経営効率にどのような影響を与えているのかについても分析を行う。Aoki（1994）によれば、日本企業においてみられる長期

雇用制の下での人的資本蓄積と企業の金融制度との間には制度的な補完関係があるとされている。メインバンク制の議論については、Aoki (1994)、Abe and Hoshi (2004)によれば、企業特種的な人的資本の形成を支える長期雇用制と金融制度との間には制度的な補完関係があるとされる。教育訓練制度が金融制度と相まって生産性を上昇させているかもしれない。本稿ではこのような論点についても検討する。

本稿では、2001-2004年度の企業のパネルデータを用いて、経営者や労働組合の有無、教育訓練制度を考慮に入れ企業の経営効率に対する銀行、株式所有、役員の効果进行分析する。分析の結果、銀行依存度や労働組合の経営効率に与える影響が経営者の出自、属性によって異なることが明らかになった。銀行に対する依存度が高く、資本市場からのプレッシャーが弱く、また労働組合があり、経営者が内部出身者というような従来考えられてきた典型的な日本型の企業では、そのような性質を持たない企業に比べて経営効率が低くなる傾向がある。日本型の企業統治が経営効率を低下させていたが、その背後には、非創業者型企業では雇用調整が行いにくいという特質があると考えられる。

本稿の構成は以下の通りである。2節では、コーポレートガバナンスに関するサーベイを行い、仮説を提示する。3節ではデータと分析方法について述べ、4節では推定結果について報告し、その結果について解釈と議論を行い、5節では議論をまとめる。

2. 企業統治と経営効率

これまでの研究で、企業のガバナンス構造を表す諸特性が企業価値や経営効率に影響を与えることが指摘されてきた。それらの中で企業のガバナンスの状態を示す変数として注目されてきたのが、株主構成、負債（銀行、メインバンク）そして取締役会の構成である。

株式の相互持合いを中心とした株式の安定保有構造は、戦後の日本型のコーポレートガバナンスを特徴付けるものとして考えられてきた。バブル経済崩壊以前は、それが日本企業のシステムに特徴的な、従業員主権、長期雇用制、メインバンク制度、企業系列などと相互補完的に作用し、戦後の成長を支えたと評価されていた。しかしバブル経済崩壊後には、安定保有構造は他の株主からの経営者に対する圧力を遮断、緩和し、経営者のエンタrenchメント¹を拡大させたと言われている。そしてこのような安定保有構造は、バブル崩壊以後に急速に崩れる一方で、機関投資家がガバナンスの主体となることに大きな期待が集まっている。本稿では、金融機関持株比率、外国人持株比率の経営効

¹ エンタrenchメント(entrenchment)とは、経営権の強固さであるが、株主による様々なコーポレートガバナンスやテイクオーバーなどの外部からのプレッシャーに対する経営者の抵抗力の強さをいう。

率に対する効果を分析することで、株主構成の経営効率に対する効果を分析したい。

日本の企業に関する分析では、Lichtenberg and Pushner (1994)は、金融機関の持株比率はモニタリングを通じて企業の業績を向上させるが、事業会社の持株比率は外部からの経営介入を抑止し、経営者の努力水準を低下させるので企業業績にはマイナスになるとしている。

米澤・宮崎 (1996) は、外国人持株比率が経営効率の向上に貢献したとしており、佐々木・米澤 (2000) は、役員持株比率と外国人持株比率が労働分配率の低下を通してトービンの q を高めるとしている。また、西崎・倉澤 (2003) は、金融機関、法人、外国人の3つを合計したブロックホルダー、そして個人株主の効果を分析して、ブロックホルダーが有意に正、とくに外国人の効果が大きく、金融機関はプラスの効果を持つが法人はマイナスであること、個人もマイナスの効果を持つことを示唆している。

負債については、企業の倒産を招かないように経営者の努力水準を一定に保つ、いわゆる負債の規律付け効果があるとされている。企業が倒産状態に陥った場合、経営権が債権者に移転し、債権者がその企業を清算するか再建するかを決定するが、再建が選択された場合でも、経営陣の入れ替えが行われ、経営者にとってその地位を失うことによる損失が大きければ、負債比率の増加は経営者の努力水準を高める効果を持つ。つまり、倒産確率の上昇に伴う企業の再組織化の脅威が経営者への規律付けとして作用する。このような負債による規律付け効果は日本企業についても当てはまることが、多くの研究で確認されている。

負債の効果については、負債の規律付け効果だけでなく、債権者の中でもとりわけ影響力が大きいと考えられる、銀行、メインバンクの効果を検討することも重要である。

メインバンクは、金融取引を通じて顧客企業と密接な関係を維持し、モニタリングを行う。このモニタリングが機能していれば経営効率が上昇すると考えられる。そして、メインバンクはステークホルダーに収益が分配されている間は経営に直接介入しないが、融資先企業の業績が悪化するにしたがって経営権がメインバンクに移転され、その主導の下で経営の再建が行われる。これがいわゆる「状態依存ガバナンス」といわれるものである。

メインバンクに関する最近の議論では、メインバンクによる救済が経営危機に瀕した企業に対して繰り返して行われる「ソフトバジェット問題」(いわゆる追い貸し)の存在が指摘されている。銀行のソフトバジェットによって、経営者は、収益悪化時のメインバンクの救済を織り込んで行動し、倒産回避のための経営努力を放棄してしまうとい

うような「モラルハザード」が発生していた可能性がある。このような事態が発生していれば、メインバンクのモニタリング機能は低下し、経営効率の低下をもたらしていることが考えられる。はたして、メインバンクは経営効率の低下をもたらしているのであろうか。本稿ではメインバンクが経営効率を低下させているのか、それとも上昇させているのかを検討する。

日本におけるメインバンクの効果について、堀内・花崎(2004)は、その効果が確認できないとしており、宮島ほか(2004)はメインバンクの規律付けは弱く、財務危機に直面した企業においてモラルハザードを誘発した可能性が高いとしている。このように、最近のメインバンクのモニタリング効果には懐疑的な研究が多い。

取締役会の構成については、近年、社外取締役の役割が重要視されるようになってきている。社外取締役は、従来と異なった視点からの経営判断をできる立場にあり、経営の意思決定の硬直性を緩和する役割があると考えられ、社外取締役がこのような機能を果たしていれば企業の経営効率は向上すると考えられる。一方で社外取締役には、社内の情報を十分に収集、利用できない可能性がある。このような場合に、社外取締役の割合が高まれば、取締役会の意思決定の能力が低下し、経営効率が悪化すると考えられる。本稿では、企業の外部出身の役員（生え抜きではない役員）の比率の経営効率に対する効果を分析する。

取締役会の効果について、中山(1999)は、電機産業に属する企業について生産関数を用いて技術非効率性を推計し、その結果、通信用・家庭用電機産業には、取締役数が多いほど技術非効率性が大きい傾向が見られたが、産業用電機産業では大きな効果が見られないことを明らかにしている。

また、宮島ほか(2004)は、取締役会規模に関して、組織規模の拡大に伴って意思決定能力が低下すること、社外取締役は生産性の向上に貢献しないが、それは情報の非対称性のためであるとしている。

以上のようなサーベイを行ってきたが、本稿では、これまで分析されてきた株式所有構造、メインバンク、取締役会という3種類の変数の企業効率に与える影響を分析するだけでなく、以下のような独自の視点を付け加えて、各ステークホルダーが企業効率に与える相互補完的ともいべき効果を検討する。

第1には、経営者の出自、属性を考慮に入れたことである。日本企業の経営者を大きく分類した場合、内部昇進型企業（経営者が内部昇進者）、創業者型企業（オーナー経営者）、外部出身型企業（親会社、関連会社などから経営者が来ている企業）の3つの

パターンに分類される。従来の研究では、経営者の出自についてはほとんど考慮されなかったが、本稿において経営者の出自、属性に対して注意を払うのは以下のような理由による。

企業ガバナンス構造の雇用調整に対する効果を分析した浦坂・野田(2001)、野田(2006、2008)では、内部昇進型企業と創業者型企業を比較すると、雇用調整のパターンが異なることが明らかにされている。野田(2008)では、内部昇進型企業の方が雇用の調整速度が遅く、またメインバンクが内部昇進型企業においてのみ雇用調整を遅らせている。このことは、内部昇進型企業においてメインバンク制度が企業特殊な人的資本を保蔵し、非効率な解雇を避けることに貢献することにより経営効率の向上をもたらしているということなのか、それとも従業員の圧力によって過剰な雇用を維持するためにメインバンクが利用され、経営効率を引き下げているということなのであろうか。雇用調整行動は、企業の経営効率に影響を与えられとされるために、銀行が企業の経営効率に与える影響を分析するには、経営者の属性によってメインバンクが雇用調整に与える影響が異なっていることを考慮する必要がある。所有と経営が一致している創業者型企業と分離しているそれ以外の企業ではどちらの経営効率が高いのであろうか。本稿ではこの点を分析する。

所有と経営が完全には分離していない創業者型企業と、内部から昇進してきた従業員が経営者になっている企業(内部昇進型企業)とでは、人員整理を行う場合のインセンティブが異なることが考えられる。内部から昇進してきた経営者は、「従業員の代表」という性格を強く持っているために、従業員の雇用保障に大きなウエイトを置いて経営を行うと考えられるが、オーナー企業の経営者は自分の後継者(子孫)に資産と富、そして会社を引き継ごうという目的が強いと考えられ、人員整理を行うインセンティブが異なることが考えられる。

創業者型企業を分析した研究によると、Demsetz and Lehn(1985)では、所有と経営が分離しておらず株式が集中している企業では、エージェンシーコストが軽減でき、企業価値の最大化を目指すインセンティブが生じやすいとしており、James(1999)は、同族企業では、経営を子孫に受け継いでいくためにより長期的な視野で効率的に投資できることを理論的に提示している。これらの議論を人員整理の意思決定という観点からみれば、オーナー経営の場合には、人員整理が遅れて会社が経営危機になれば、倒産や創業者一族の求心力の低下から後継者に引き継がせるといった目的が達成されなくなる可能性が出てくる。また、オーナー経営者は自らの資産や組織的な威信を背景に経営者にな

っており、人員整理の引責辞任という問題は生じにくいと考えられる。従って、オーナー経営者は、より長期的に会社の継続、継承ということを重点において人員整理を行うことが考えられるが、内部昇進経営者は、現状の雇用維持、雇用保障というより短期的な視点から人員整理の意思決定を行うことが考えられる。内部昇進経営者の場合には会社を引退してしまえば、それでその企業との関係は終わってしまうために、会社の将来より人員整理の引責辞任の回避や自らの在任期間のことにのみを考慮して人員整理の意思決定を行うかもしれない。特に引退が迫った内部昇進経営者の場合、大規模な人員整理を行って自らの名声を損ねることを回避するために、人員整理を後回しにするということも考えられる。このようなことが人員整理に対するインセンティブの違いの背景にあり、内部昇進型企業においてはエージェンシーコストが大きくなっていると考えられる。そして過剰な雇用は、創業者型企業において削減がなされる傾向があると思われる。

創業者型企業のパフォーマンスに関する研究では、Anderson and Reeb (2003)などが米国企業を対象とした分析で、同族企業の方が高いパフォーマンスを達成していることを明らかにしている。このことは、オーナー経営、同族経営の企業の方が、より効率的な経営を行っていることを示しており、創業者型企業の方が過剰な労働力を抱えないことや削減しやすいことが、これらの要因の1つとして考えられる。このように、所有と経営が分離していない創業者型企業の方が、より利潤最大化行動を取る企業に近くなっており、内部昇進型企業は、創業者型企業よりも従業員を重視して行動していると考えられる。利益率を重視している創業者型企業では、内部昇進型企業ほどには規模の拡大を重視していないことが予想され、従って、過剰な資産や雇用を抱え込みにくいことが予想できる。このように、内部から昇進した従業員が経営者の場合には、オーナー経営者に比べれば人員削減が行いにくいと考えられるが、雇用の維持が過剰雇用につながっていれば経営効率を低下させるが、従業員のモラルダウンを防止していればそれを上昇させるとも考えられる。

逆に、創業者型企業や同族企業においては、所有と経営が分離していないという特性のために経営効率が低下しているとする議論もある。つまり、所有と経営との一致によりエントレンチメントが発生し企業のパフォーマンスが損なわれているという議論や、経営が世襲されることによって有能なものが排除されるために、パフォーマンスが低下するという議論である。

独自の視点の第2は、第1の点とも関連するが、従業員集団、労働組合の効果を考慮に入れ、経営者の属性、出自によってその効果に変化があるかどうかを検討したことで

ある。労働組合や労使協議制の経済変数に対する効果について言えば、Freeman and Medoff (1984) の手段的発言メカニズムや Freeman and Lazear (1994) などの Work Council の議論が有名であるが、これらの議論によれば、①離職率の低下、②企業経営に関する情報の共有を通じて参加意識とインセンティブを高める、③生産現場や労働者の選考に関する情報が経営者に伝えられ、より効率的な経営が行える、などの効果により、労働組合の存在は経営効率の向上をもたらすと考えられる。日本では、野田 (1997) において未上場企業のデータを用いて労働組合の生産性に対する効果が分析され、労働組合の存在が企業の生産性を高めていることが明らかにされている。また Kato and Morishima (2002) では、労使協議制や従業員参加の労働生産性に対する効果を分析しており、プラスの効果を見出している。本稿では労働組合の経営効率に対する効果を分析するだけでなく、経営者が従業員出身である企業（内部昇進型企業）とそうでない企業とにおいて、労働組合の効果は異なるのかどうかを検討する。先にも述べたように、内部昇進経営者は「従業員の代表」という性格から、従業員の意見に耳を傾けねばならず、経営の裁量に制限を加えられやすいかもしれない。またその反面、従業員しか持ち得ない情報を得やすいことも考えられる。

第3に、経営者の属性や労働組合の有無によって、メインバンク制という企業金融や株式所有構造の経営効率に与える影響が異なることが考えられる。先に述べたように、企業ガバナンス構造の雇用調整に対する効果を分析した浦坂・野田 (2001)、野田 (2006、2008) では、内部昇進型企業と創業者型企業とを比較すると、雇用調整のパターンが異なることが明らかにされている。内部昇進型企業の方が雇用の調整速度が遅く、またメインバンクが内部昇進型企業においてのみ雇用調整を遅らせているが、このことは内部昇進型企業において従業員の圧力によって過剰な雇用を維持するためにメインバンクが利用され、経営効率を引き下げているという可能性がある。雇用調整の遅れは、企業内での不採算部門、あるいはゾンビ企業 (Hoshi, 2006) といわれるような非効率的な企業を温存させることによって企業内、あるいは社会全体でも生産性を低下させることにつながる。Hoshi, Kashyap, and Scharfstein (1990) が明らかにしているようなメインバンクによる救済があれば、企業は雇用維持を可能にする。労働組合の雇用維持の圧力が強ければ、経営者は雇用を維持するためにメインバンクに救済を依頼するかもしれないし、また救済を見込んで人員整理が遅れることによって企業の経営効率を引き下げられるかもしれない。このように雇用調整行動は、企業の経営効率に影響を与えらるるために、銀行が企業の経営効率に与える影響を分析するには、経営者の属性によつ

てメインバンクが雇用調整に与える影響が異なっていることを考慮する必要がある。所有と経営が一致している創業者型企业と分離している内部昇進型企业ではどちらの経営効率が高いのであろうか。本稿ではこの点を分析する。

第4に、教育訓練制度の効果を考慮に入れた分析も行う。日本企業のパフォーマンスの高さの背景には、長期雇用制と企業内部での企業特種的な訓練とそれによる人的資本の蓄積があったことはよく知られている。本稿では、このような企業における教育訓練制度の違いが企業の経営効率にどのような影響を与えているのかについて分析を行う。

Aoki (1994)によれば、日本企業においてみられる長期雇用制の下での人的資本蓄積と企業の金融制度との間には制度的な補完関係があるとされている。先に見たように、企業とメインバンクとの関係が強ければ、企業は長期的な視野に立つことができるために、長期的な雇用契約が結ばれやすくなり、企業特種的な人的資本投資が促進される。企業内の教育訓練制度が金融制度と相まって生産性を上昇させているかもしれない。本稿ではこのような論点についても検討する。

3. データと分析方法

本稿の分析において使用するデータは、労働政策研究・研修機構（JILPT）が2005年10月に行った「企業のコーポレートガバナンス・CSRと人事戦略に関する調査」であり、このデータに財務データを接合して分析を進める。「企業のコーポレートガバナンス・CSRと人事戦略に関する調査」は2005年10月に全上場企業2531社に対して行われ、回収率は17.8%で、450社から回答を得た。このアンケートでは、企業における教育訓練制度や人員整理の内容について詳しく聞いている。

使用した財務データは、有価証券報告書を基にして作成された日経NEEDSである。これらのデータで2001-2004年度の4年間について分析を行なう。内部昇進型企业187社、創業者型企业88社、外部出身型企业67社の計342社のパネルデータを作成し、分析を行った。

経営効率の指標としては、TFP（総要素生産性、すなわち付加価値の成長率から資本と労働の貢献部分を引いた、いわゆる「ソロー残差」）の成長率を用いた。TFPの成長率を被説明変数として回帰分析を行う。TFPはコブ=ダグラス型生産関数を想定して、

$$TFP = Y / (L^{\alpha} K^{\beta} M^{\gamma})$$

により求めた。 Y は売上高、 L は従業員数、 K は資本ストック、 M は中間投入（製造原価）。

α は労働のシェア、 β は資本のシェア、 γ は中間投入のシェアである。

ここで、資本ストック K は次のような恒久棚卸法によって計算した。まず貸借対照表上にある有形固定資産額に、減価償却費実施額を加え²、名目資本ストックとした。

名目資本ストック額 $K =$ 有形固定資産額 + 減価償却実施額 (販売費・一般管理費におけるものを含む)

さらに償却対象資産を償却対象外のものと区別して、以下の計算を行って償却対象外資産を求めた。

償却対象資産額 $K_2 =$ 償却対象有形固定資産 + 減価償却実施額 (販売費・一般管理費、その他付属項目)

償却対象外資産 $K_3 = K - K_2$

これより次式の恒久棚卸法によって資本ストックを求めた。

$$K = (1 - \delta) K_2 + K_3 + I$$

$$I = \Delta K_2$$

ここで δ は減価償却率であるが、この値は Hayashi and Inoue (1991) の資産別償却率 δ の平均値を求め、8.67% として与えている。更にこの資本ストックの値を、固定資本形成の年次³デフレーターで除すことで実質資本ストックとした。

具体的な説明変数は以下の通りである。

- 1) 経営者の属性、出自については、リファレンスグループは外部出身型企业とし、内部昇進型企业ダミー、創業者型企业ダミーを作成した。本稿の分析では、アンケートに従って、経営者を 3 つのタイプに分類し分析を行う。アンケートでは、「貴社のトップは次のどれに当てはまりますか」という問いに対して、1. オーナー、2. 生え抜き、3. 親会社・関連会社、4. 金融機関、5. 天下り (官公庁)、6. その他の 6 つの選択肢があるが、1 に回答した企業を創業者型企业、2 に回答した企業を内部昇進型企业、3-6 までの回答をひとまとめにして外部出身型企业とした。なお、推定期間に経営者の属性が変化した企業はない。
- 2) 取締役会の構成としては、外部出身役員比率 (生え抜きでない役員数 / 役員総数) を使用する。データは東洋経済新報社『役員四季報』から得た。

² 販売費・一般管理費にある減価償却実施額も含めている。

³ 日経 NEEDS より作成。

- 3) 株主構成としては金融機関持株比率、外国人持株比率を使用する。
- 4) メインバンクと企業との関係を表すメインバンク変数については次のように考えた。この関係を表す指標としては、融資、役員派遣、株式保有などが考えられるが、本稿では、融資（メインバンク依存度）と役員派遣という2つの指標を使って分析を行う⁴。株式保有については、銀行の持株が5%に制限されているために、実際のデータでも5%の値を取っていることが多く、分析に使用することは適切ではないと考えられる。メインバンク依存度＝メインバンクからの借入額/総資産である。メインバンクからの借入は短期借入金＋長期借入金(1年以内)＋長期借入金(1年以上)である。データソースは、日本経済新聞社が独自に調査したデータファイルから使用した。なお、メインバンクの定義は、銀行の中での最大の貸し手として定義した。また、メインバンクからの役員派遣については、メインバンク出身の役員がその企業の取締役会にいる場合に1、いない場合を0としたダミー変数を使用する。データは、東洋経済新報社の『役員四季報』から得ている。
- 5) 従業員集団の特性に関する変数としては、労働組合ダミー(労働組合のある企業=1、ない企業=0)である。
- 6) 教育訓練制度については2つの変数を使用する。2つの質問項目についてのアンケートでの具体的な質問は、「貴社のホワイトカラーの研修政策の方針はAとBのどちらに近いですか。これまでの方針と今後の方針に分けて、それぞれについて該当する番号に丸をつけてください」であり、使用する質問は、「これまでは従業員に教育訓練を行うのは企業の責任か(A)、それとも個人が責任を持つべきか(B)」(教育訓練1)、「これまでは教育訓練にあたって重視するのはOJT(A)かOFF-JT(B)か」(教育訓練2)、の2つである。選択肢は「Aである、Aに近い、Bに近い、Bである」の4段階になっており、それぞれA、Aに近いを1、その他を0としたダミー変数を作成した。

なお創業者型企業については、企業の年齢が若いことが想定され（このデータでは大きな差はないが）、企業の年齢は付加価値の成長率に影響を与えると考えられるので、企業の年齢をコントロールして推定を行った。推定はGLSランダム効果モデルによる推定である。

⁴ Horiuchi and Okazaki(1992)は、メインバンク関係を融資、株式保有、役員派遣という3つの側面から検討し、融資を通じた関係が最も重要だとしている。本稿もその視点を踏襲した。

表 1 記述統計量

	内部昇進型 企業 187社		創業者型 企業 88社		外部出身型 企業 67社	
	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差
TFP成長率(%)	0.48	5.567	0.231	4.465	0.179	4.336
外部役員比率	0.313	0.195	0.372	0.192	0.537	0.235
平均従業員数	4042	8366	1049	1148	1665	4460
MB依存度	0.056	0.065	0.065	0.082	0.079	0.128
MB役員ダミー	0.622	0.485	0.528	0.499	0.286	0.452
外国人持株比率	0.091	0.096	0.065	0.084	0.031	0.048
金融機関持株比率	0.334	0.135	0.257	0.133	0.184	0.116
労働組合ダミー	0.844	0.362	0.636	0.481	0.699	0.459
高負債ダミー	0.355	0.478	0.215	0.411	0.234	0.423
資本労働比率	4.459	0.786	4.059	0.675	3.928	0.666
教育訓練1	0.764	0.424	0.705	0.456	0.788	0.409
教育訓練2	0.887	0.315	0.875	0.331	0.936	0.243

注) MB依存度はメインバンク依存度、MB役員ダミーはメインバンクからの役員の有無に関するダミーである。

また、経営効率が悪く低収益の企業は株式市場からの資金調達が行いにくく、そのような企業ほど銀行からの借入に依存しているという可能性がある。このような銀行依存度や株式所有比率などの説明変数の内生性を考慮して、説明変数については1期前の値を使用し、また、1期前のラグつきの変数と当期のラグのつかない変数での推定結果を比較することも行った。記述統計量は表1である。推定式は以下の通りである。

TFPの成長率= f(経営者ダミー、労働組合ダミー、各持株比率、メインバンク変数、負債比率、教育訓練制度ダミー、産業ダミー)

4. 推定結果とその解釈

推定に当たっては、経営者の属性別に推定を行うが、創業者型とそれ以外の企業の違いに焦点を当てるために、サンプルを2つに分割して推定を行った⁵。表2はメインバンク依存度を使用した推定の結果であるが、2つのタイプの企業で経営者の出自、属性によって、メインバンク、株式所有構造、そして労働組合の経営効率に対する効果が異なることがあげられる。

非創業者型の結果である表2-1の①では、メインバンク依存度はプラスで有意であり、メインバンク、銀行のモニタリングによって経営効率が上昇しており、一般的に言われ

⁵ 内部昇進型企業と外部出身型企業は良く似た推定結果であり、紙面の制限と議論を複雑にしないためにこの2つは同じグループとして推定した。

表 2-1 ガバナンス構造と経営効率(TFP) 非創業者型企业
(メインバンク変数にメインバンク依存度を使用)

	①	②	③
MB依存度	0.022* [0.012]	0.055*** [0.003]	0.036 [0.032]
労働組合ダミー	0.003 [0.003]	0.008** [0.004]	0.006* [0.004]
外部出身役員比率	-0.002 [0.008]	-0.003 [0.008]	-0.002 [0.007]
外国人持株比率	0.109** [0.052]	0.093** [0.004]	0.092* [0.051]
金融機関持株比率	0.005 [0.016]	0.008 [0.017]	-0.009 [0.017]
資本労働比率	0.003 [0.003]	0.001 [0.001]	0.003 [0.001]
労働組合×MB依存度		-0.060** [0.028]	-0.037 [0.032]
高負債企業×MB依存度			0.042 [0.028]
R ²	0.004	0.112	0.142

注) GLS ランダム効果モデルによる推定。* は10%、**は5%、***は1%で有意。[]は標準誤差。
MB 依存度はメインバンク依存度。メインバンク依存度＝メインバンクからの借入額/総資産。
産業ダミーの結果は省略している。

ているメインバンク、銀行のモニタリング機能の低下は確認できない。他の変数は統計的に有意になっていない。また、金融機関持株比率は有意ではないが、外国人持株比率がプラスで有意となっており、外国人株主が非創業者企業において経営効率を上昇させていることがわかる。なお、ラグが付かない変数による①式の推定結果は付表1で示しているが、ラグ付き変数の推定結果の方で標準誤差が低下しているのがわかる⁶。

②では、メインバンク依存度と労働組合ダミーとの交差項が入っており、メインバンク依存度はプラスで有意であるが、労働組合ダミーとメインバンク依存度との交差項はマイナスで有意であり、係数の値はこちらのほうが大きい。従って、労働組合がある場合には、メインバンク依存度の効果はマイナスになってしまう。非創業者型の企業では、メインバンク依存度の上昇は経営効率の低下をもたらしており、メインバンクに依存することにより経営効率の悪化が起こるというモラルハザードが生じている可能性がある。

内部昇進型や外部出身型の企業では、メインバンク依存度は経営効率に対してプラスの効果を与えているので、一般的に言われるような銀行の機能低下は確認できず、メインバンクのモニタリングが機能していることを示唆しているが、これらの企業に労働組合がある場合には、メインバンクの経営効率に対する効果がマイナスになっている。こ

⁶ 他の推定も同様の結果である。

の点については先にも述べたように、メインバンクの救済を計算に入れて、人員整理を遅らせ雇用維持しようとしたことが、TFP の低下をもたらしたという解釈が妥当であろう。労働組合による雇用維持が不採算部門の整理や事業の転換を遅らせることによって経営効率を低下させたということになる。そして、この様な解釈は、野田(2008)での分析結果と整合的なものである。

本稿の結果は、いわゆる「ソフトバジェット問題」が発生し、銀行、メインバンクの企業に対するモニタリング機能が低下しているとすれば、それは非創業者型においてのみ当てはまるということになる。もっとも本稿の結果からは、銀行、メインバンクが、金利減免によって生き残っている再生の可能性のない、いわゆる「ゾンビ企業」の存在を助けたといえるかどうかまでは明言できない。しかし内部昇進型企業では、経営者の出自から、創業者型企業よりも従業員の利益を重視しなければならないため、従業員の交渉力が強くなることは確かである。その結果、人員整理が行いにくくなり経営効率が低下しているということが、結果から予想される。

その一方で、労働組合ダミーはプラスで有意であり、非創業者型の企業において労働組合のTFP成長率に与えるプラスの効果が確認できる。労働組合は、Freeman and Medoff (1984)、Freeman and Lazear (1994)などと言われているように、労使間の意思疎通を円滑にする、情報の非対称性を緩和するなどの効果によって経営効率にプラスの効果も与えている。労働組合の存在は、経営効率に対してプラスとマイナスの両方の効果が見られるということである。内部昇進者や親会社出身者が経営者の場合、労使間の意思疎通、労使間の情報の共有が創業者に比べて円滑になっているために、経営効率が上昇しているからではないかと考えられる。つまり経営者がその企業の従業員出身である方が、労使間の意思疎通は上手く行くということであろう。非創業者、特に内部昇進者が経営者の場合、その「従業員の代表」という性格から、従業員の意見により耳を傾けねばならない。そのことが一方で、経営に制限を加えることになり、経営効率にマイナスの効果をもたらすが、他方では、労使の意思疎通を円滑にして経営効率を高めることにつながっていると考えられる。

③では宮島ほか(2004)にならって、負債比率70%を目安に高負債比率企業ダミーを作成し、財務状況が悪化した場合にメインバンク効果が強まるかどうか、つまり「状態依存ガバナンス」が存在するかどうかを検討している。高負債ダミーとメインバンク依存度との交差項はプラスであるが有意ではなく、財務状態が悪化している企業でも、メインバンクは経営効率を引き上げていない。

表 2-2 ガバナンス構造と経営効率(TFP) 創業者型企业
(メインバンク変数にメインバンク依存度を使用)

	①	②	③
MB依存度	0.071 [0.044]	0.020 [0.078]	0.028 [0.008]
労働組合ダミー	0.002 [0.004]	-0.001 [0.007]	-0.002 [0.007]
外部出身役員比率	0.008 [0.014]	0.007 [0.013]	0.006 [0.014]
外国人持株比率	0.018 [0.087]	-0.006 [0.081]	-0.009 [0.082]
金融機関持株比率	0.025 [0.026]	0.021 [0.025]	0.022 [0.025]
資本労働比率	0.002 [0.004]	0.002 [0.004]	0.002 [0.004]
労働組合×MB依存度		0.047 [0.089]	0.041 [0.089]
高負債企業×MB依存度			0.044 [0.110]
R ²	0.009	0.007	0.01

注) GLS ランダム効果モデルによる推定。* は10%、**は5%、***は1%で有意。[]は標準誤差。
MB 依存度はメインバンク依存度。メインバンク依存度＝メインバンクからの借入額/総資産。
産業ダミーの結果は省略している。

表 2-2 での創業者型企业に関する結果からは、メインバンク依存度、株式所有構造、そして労働組合は経営効率に影響を与えていないことがわかる。創業者型の企業では、非創業者型の企業と比べて雇用調整速度が速く、人員整理を遅らせて過剰な雇用を維持することが少ないことや、経営者に従業員の代表という性格が弱く、経営者の決定権が強いこと、また、経営者が大株主であるために、外国人株主のような外からの圧力がなくても経営効率の改善に取り組むことがこれらの結果の背景にあると思われる。このように、メインバンクや株式所有構造、そして労働組合が経営効率に与える効果は経営者の属性や労働組合の有無によって異なる。

表 3 は、メインバンクと企業との関係を表す変数に、メインバンクから派遣された役員が取締役会にいるかどうかというダミー変数を使用している。得られた推定結果は、メインバンク依存度を使用した先の結果と同様である。メインバンク変数、株式所有構造と労働組合の効果が経営者の属性によって異なるという結果はロバストなものであることがわかる。

表3 ガバナンス構造と経営効率(TFP) 創業者型企業と非創業者型企業
(メインバンク変数にメインバンクからの役員派遣を使用)

	非創業者型企業			創業者型企業		
	①	②	③	①	②	③
MB役員ダミー	0.006** [0.003]	0.009** [0.045]	0.008* [0.005]	0.001 [0.005]	-0.005 [0.009]	-0.007 [0.010]
労働組合ダミー	0.006* [0.003]	0.007* [0.004]	0.008* [0.004]	0.001 [0.006]	-0.005 [0.009]	-0.006 [0.009]
外部出身役員比率	-0.002 [0.008]	-0.007 [0.008]	-0.007 [0.007]	0.004 [0.013]	0.005 [0.013]	0.006 [0.015]
外国人持株比率	0.118** [0.051]	0.081** [0.041]	0.084* [0.050]	-0.053 [0.079]	-0.056 [0.079]	-0.061 [0.082]
金融機関持株比率	0.001 [0.016]	0.008 [0.016]	-0.005 [0.016]	0.009 [0.022]	0.006 [0.025]	0.007 [0.028]
資本労働比率	0.001 [0.010]	0.002 [0.002]	0.002 [0.002]	0.001 [0.004]	0.001 [0.004]	0.001 [0.005]
労働組合×MB役員ダミー		-0.011** [0.005]	-0.015** [0.006]		0.009 [0.012]	0.01 [0.015]
高負債企業×MB役員ダミー			0.007 [0.006]			0.005 [0.006]
R ²	0.027	0.044	0.053	0.045	0.051	0.055

注) GLS ランダム効果モデルによる推定。* は10%、**は5%、***は1%で有意。[]は標準誤差。

MB役員ダミーはメインバンクからの役員がいる場合に1、いない場合に0をとるダミー変数。

産業ダミーの結果は省略している。

次に表4では、メインバンク依存度を使用して教育訓練の効果を見ている。非創業者型企業では、教育訓練ダミーとメインバンクとの交差項がプラスで有意であるが、創業者型企業では教育訓練変数とその交差項は有意ではない。非創業者型企業においては、教育訓練制度単独では経営効率を上昇させていないが、メインバンク依存度が高くなれば、教育訓練制度は経営効率を上昇させている。このことは、教育訓練制度と企業金融の間に制度的な補完関係があることを示しており、メインバンクと関係の強い企業では、人的資本投資が経営効率の向上につながっている。銀行と企業との関係が強いことは、制度的な補完関係の議論で言われているように、人的資本投資を支えてTFPを向上させる一方で、非創業者型企業のうち組合のある企業でTFPを低下させるという効果を持っている。

表4 ガバナンス構造と経営効率（制度的な補完関係を考慮）
（メインバンク変数にメインバンク依存度を使用）

	非創業者型企业	創業者型企业
MB依存度	0.064** [0.031]	0.316 [0.226]
労働組合ダミー	0.014* [0.007]	0.02 [0.021]
外部出身役員比率	-0.003 [0.008]	0.009 [0.014]
外国人持株比率	0.090** [0.046]	0.027 [0.039]
金融機関持株比率	0.002 [0.017]	0.021 [0.025]
資本労働比率比率	0.001 [0.001]	0.002 [0.004]
労働組合×MB依存度	-0.051* [0.033]	0.024 [0.100]
教育訓練1	-0.004 [0.008]	0.026 [0.031]
教育訓練2	0.002 [0.009]	0.019 [0.015]
教育訓練1×MB依存度	-0.007 [0.023]	-0.143 [0.098]
教育訓練2×MB依存度	0.042* [0.023]	-0.156 [0.209]
R ²	0.223	0.278

注) GLS ランダム効果モデルによる推定。* は10%、**は5%、***は1%で有意。[]は標準誤差。
産業ダミーの結果は省略している。

5. まとめにかえて

本稿では、2001-2004年度の企業のパネルデータを用いて、企業の経営効率に対する銀行、株式所有、役員の効果を経営者や労働組合の有無、教育訓練制度を考慮に入れて分析を行った。本稿の結果をまとめれば、銀行依存度や労働組合の経営効率に与える影響が経営者の出自、属性によって異なることが明らかになった。銀行に対する依存度が高く、資本市場からのプレッシャーが弱く、また労働組合があり、経営者が内部出身者というような従来考えられてきた典型的な日本型の企業では、そのような性質を持たない企業に比べて経営効率が低くなる傾向があり、日本型の企業統治が経営効率を低下させていたといえる。その背景として、非創業者型企业、特に内部昇進型企业では雇用調整が行いにくいという特質があると考えられる。

もっともこのようなシステムが、過去から永きに渡って経営効率性を引き下げていたとは言えない。長期雇用に基づいて人的資本を蓄積し、従業員のモチベーションを向上させるというシステムは、高度成長期などの経済が成長している場合には経営効率を高めていた可能性もあるが、経済停滞の局面や構造転換期では、人員整理を行いにくくす

るなどのマイナスの側面が現れたと理解するのが妥当なのではないだろうか。

最後に今後の課題について触れておきたい。本稿の分析は、2001-2004年度と極めて短期間のものであるため、分析期間を拡大してより長期間の分析を行い、本稿で得られた結果が得られるかどうかを確認する必要がある。また経営者の属性についても、その内生性を考慮した推定を行っていないので、その点を考慮した推定は今後の課題である。

付表1 ガバナンス構造と経営効率(TFP)ラグなし変数による推定結果
(メインバンク変数にメインバンク依存度を使用)

	非創業者型企业		創業者型企业	
	①	②	①	②
MB依存度	0.022 [0.016]	0.053* [0.029]	0.063 [0.051]	0.019 [0.081]
労働組合ダミー	0.002 [0.005]	0.008 [0.006]	0.002 [0.005]	-0.001 [0.009]
外部出身役員比率	0.002 [0.009]	-0.003 [0.011]	0.009 [0.016]	0.007 [0.014]
外国人持株比率	0.063 [0.057]	0.094** [0.007]	0.008 [0.091]	-0.005 [0.090]
金融機関持株比率	0.063 [0.057]	0.009 [0.022]	0.028 [0.031]	0.02 [0.029]
資本労働比率	0.003 [0.003]	0.001 [0.001]	0.001 [0.005]	0.002 [0.006]
労働組合×MB依存度		-0.063* [0.035]		0.054 [0.091]
R ²	0.042	0.101	0.007	0.006

注) GLS ランダム効果モデルによる推定。表2-1、2-2の①と②に対応している。

* は10%、**は5%、***は1%で有意。[]は標準誤差。

MB依存度はメインバンク依存度。メインバンク依存度＝メインバンクからの借入額/総資産。
産業ダミーの結果は省略している。

参考文献

- 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』, 第488号, pp. 53-63.
- 佐々木隆文・米澤康弘 (2000) 「コーポレート・ガバナンスと企業価値」『証券アナリストジャーナル』, Vol. 38, No. 9, pp. 28-46.
- 中山徳良 (1999) 「日本企業の生産性と役員数」『日本経済研究』第38号, pp. 48-61.
- 西崎健司・倉澤資成 (2003) 「株式保有構成と企業価値：コーポレート・ガバナンスに関する一考察」『金融研究』, 第22巻, pp. 161-199.
- 野田知彦 (1997) 「労働組合と生産性—企業パネルデータによる分析—」『日本労働研究雑誌』, 第485号, pp. 38-48.
- 野田知彦 (2002) 「労使関係と赤字調整モデル」, 一橋大学経済研究所『経済研究』, 第53巻, 第1号, pp. 40-52.
- 野田知彦 (2006) 「解雇と労使協議、経営参加」『日本労働研究雑誌』, 第556号, pp. 40-52.
- 野田知彦 (2008) 「メインバンクは雇用調整を促進するのか」『経済分析』内閣府経済社会総合研究所, 180号, pp. 36-62.
- 堀内昭義・花崎正晴 (2004) 「日本企業のガバナンス構造—所有構造、メインバンク、市場競争—」『経済経営研究』Vol. 24-1, 日本政策投資銀行設備投資研究所.
- 宮島英昭・新田敬祐・斉藤直・尾身祐介 (2004) 「企業統治と経営効率—企業統治の効果と経路、及び企業特性の影響—」『ニッセイ基礎研究所報』Vol. 33.
- 米澤康弘・宮崎政治 (1996) 「日本企業のコーポレート・ガバナンスと生産性」橋本俊詔・筒井義郎編『日本の資本市場』日本評論社, pp. 222-246.
- Abe, M., and T. Hoshi (2004) “Corporate Finance and Human Resource Management,” RIETI Discussion Paper Series 04-E-027.
- Anderson, R. C., and D. M. Reeb (2003) “Founding Family Ownership and Performance. Evidence from The S&P 500,” *Journal of Finance*, 58, pp. 1301-1327.
- Aoki, M. (1994) “The Contingent Governance of Teams: Analysis of Institutional Complementarity,” *International Economic Review*, Vol. 35, No. 3, pp. 657-676.
- Demsetz, H., and Lehn, K. (1985) The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy* 93, pp. 1155-1177.
- Freeman, R. B., and E. P. Lazear (1994) “An Economic Analysis of Work Councils,” NBER Working

Paper No. W4918.

Freeman, R. B., and J. L. Medoff (1984) *What Do Unions Do?*, New York: Basic books.

Hayashi, F., and Inoue T. (1991) "The Relation between Firm Growth and Q with Multiple Capital Goods: Theory and Evidence from Panel Data on Japanese Firms," *Econometrica*, 59, pp. 731-753.

Horiuchi, A., and R. Okazaki (1992) "Capital Markets and the Banking Sector: The Efficiency of Japanese Banks in Reducing Agency Costs," University of Tokyo Faculty of Economics Discussion Paper, 92-F-6.

Hoshi, T. (2006) *Economics of Zombies*, Current Trends in Economics, Toyo Keizai Shimpo Sha (in Japanese).

Hoshi, T., A. K. Kashyap, and D. Scharfstein (1990) "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 67-88.

James, H., (1999) Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm, *International Journal of the Economics of Business* 6, pp. 41-56.

Kato, T., and M. Morishima (2002) "The Productivity Effects of Participatory Employment Practices: Evidence from New Japanese Panel Data," *Industrial Relations*, Vol. 41(4), pp. 487-520.

Lichtenberg, F. R., and G. M. Pushner (1994) "Ownership Structure and Corporate Performance in Japan," *Japan and the World Economy*, 6, pp. 239-261.