

(年金運用)：コーポレート・ガバナンスと経営効率

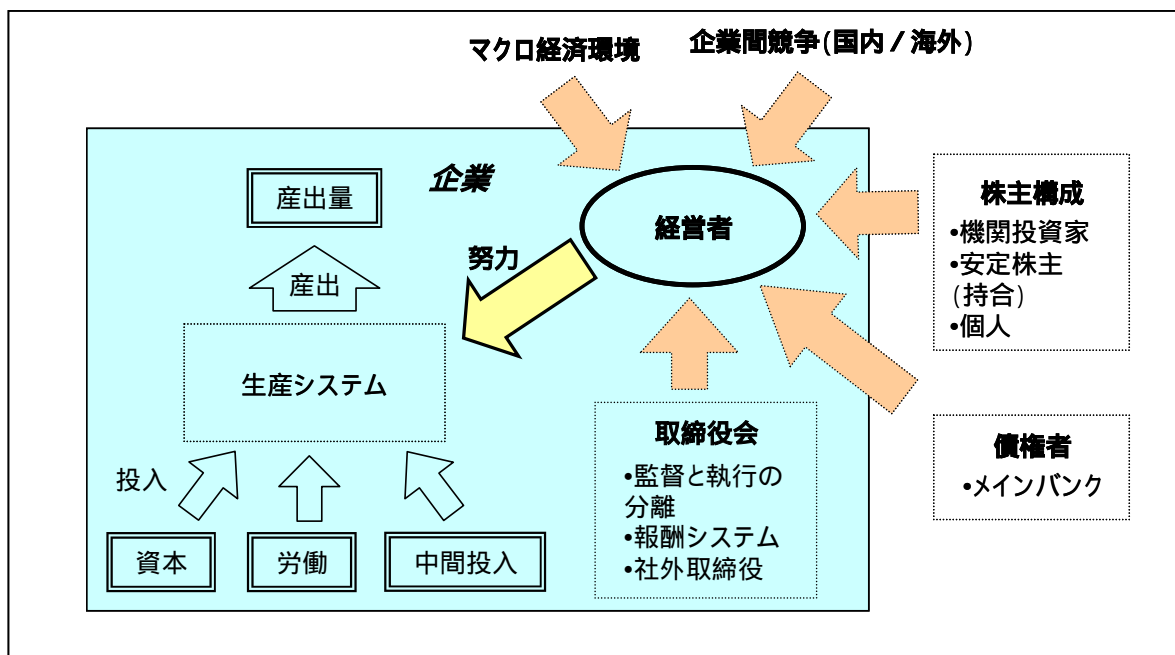
コーポレート・ガバナンスは、経済的な価値をもたらすのだろうか。この問いに直接的な回答を与えるのは難しいが、実証研究から一定のインプリケーションが得られる。特定のガバナンス構造が経営者の行動に影響を与え、経営効率を高める可能性があるのである。

株主総会が集中開催される6月が近づいてきた。今年は、年金資金を中心に議決権行使の活発化が予想されるが、運用機関によるこうした「規律付け行動」は、経済的価値を生み出すのだろうか。すでに、米国などで、株主行動の成果に関する実証研究がいくつか発表されているが、その結論はまちまちで、実際、「運用機関のガバナンス行動は株主価値を高めるか」との問いに対して直接的に回答するのは難しい。

回答するために分析を行うとすれば、まず、「株主の行動」と「株主価値」のデータを用意する必要がある。しかし、両者のデータを得るのは非常に困難である。第一に、「株主の行動」の観察には多大な費用がかかるからである。一般に、株主が何を目的にどのような行動をとったかを、外部から知ることはできない。第二に、「株主価値」は株価で評価するのが直接的だが、この評価尺度の作成が難しい。株価には、投資家のリスク選好や業界の将来動向など、経営者のコントロールが及ばない要素が多分に入り込むからである。

そこで、やや間接的となるものの、上の設問を「特定のガバナンス構造は経営効率を高めるか」と読み替えれば、実証分析は比較的簡単になる。この分析のフレームワークをイメージで示せば、図表1のようになろう。すなわち、「ガバナンス行動」を直接観察するのではなく、それに影響を与える「構造」で捉え、「ガバナンスの成果」を、株価の決定要因でもあり、経営者がかなりの程度コントロールできる「経営効率」の指標で捉えるのである。

図表1：分析フレームワークのイメージ



弊社発行の「所報」Vol.33（ガバナンス特集号、5月下旬発行予定）に所収の「企業統治と経営効率」は、このような観点から取り組んだ実証研究である。そこでは、経営効率の指標として、資本や労働、中間投入といったインプットと、アウトプットである産出量の比率を表す「全要素生産性」を企業毎に計算し、この変数の変化率を、株主・負債構成や取締役会構成などのガバナンス構造を表す特性で、どの程度説明できるかを統計的に検証している。

詳細は元論文を参照いただきたいが、ここでは分析結果から得られたインプリケーションを要約しておく。図表2に示す各ガバナンス特性の「全般的な効果」は、一般の予想や他の研究者による実証研究とほぼ整合的である。こうした事前の予想は、その背後に想定されるメカニズムに基づく推論であるが、分析結果は、この想定が実証的に支持されることを示唆する。すなわち、ガバナンス構造が、経営者やステークホルダーの行動に影響を与え、経営パフォーマンスを上昇、あるいは低下させる要因となるのである。この意味で、ガバナンスは経済的価値を生み出す可能性が高い。

もっとも、こうしたガバナンス効果は、すべての企業に均しく生じる訳ではない。図表2には、これが企業の成長ステージや競争環境の影響を受ける可能性が示されている。このような、ガバナンス効果の程度が、企業の置かれている経営環境に依存するとの見方が正しければ、ガバナンス面で株主価値の最大化を図るには、全般的な影響力を持つ制度の見直しに加えて、最適なガバナンスのしくみを、企業固有の経営環境を考慮しながら、個々企業毎に模索して行くことが重要となる。

図表2：実証結果の要約

ガバナンス特性	全般的な効果	成長性の影響	競争要因の影響
海外機関投資家の持株比率	持株比率が高い程、効率が上昇。	はっきりとした傾向なし。	高競争下で、効率上昇が顕著。
株式の安定保有比率（相互持合が中核）	安定保有比率が高い程、効率が低下。	高成長企業で、効率低下が顕著。	はっきりとした傾向なし。
総資産に占める負債の大きさ	負債比率が高い程、効率が上昇。	低成長企業で、効率上昇が顕著。	高競争下で、効率上昇が顕著。
うち、メインバンクへの依存度	効率上昇に寄与するが、過度な依存は逆効果。	-	-
うち、メインバンク以外の負債	上記以外の負債比率が高い程、効率が上昇。	-	-
取締役会の規模	組織規模が大きい程、効率が低下。	はっきりとした傾向なし。	はっきりとした傾向なし。
社外取締役	はっきりとした傾向なし。	はっきりとした傾向なし。	高競争下で、効率低下がみられる。

以上で検討したように、ガバナンスは経済的な価値をもたらすが、価値向上のための具体的な方策は、一般的に有効なものと、個々に模索されるべきものに分けられると考えられる。議決権行使をはじめとする運用機関のガバナンス行動は、主に後者の役割において、その効果の発揮が期待されるであろう。運用機関と経営者間の情報の非対称性を前提に考えれば、「企業との対話」が、その有効性の鍵を握ることになると思われる。（新田 敬祐）