

審査報告

1. 論文の主題と構成

本論文は、資金調達方法の違いを中心とする企業のガバナンス構造が、雇用調整や研究開発といった企業行動にどのような影響を与えているか、また 1980 年代以降進展した金融自由化や経済のグローバル化といった環境変化により日本の企業行動がどのように変化したのかを、実証的に分析している。企業レベルや労働者レベルのマイクロデータを用いて緻密な実証分析を行っている点が特長である。

論文の構成は次のとおりである。

まず序章では問題意識が提示されている。

第 1 章ではコーポレート・ガバナンスに関する先行研究をサーベイし、その中でこの論文の位置付けが述べられている。

第 2 章では日本企業のガバナンス構造に関する特徴と雇用に関する特徴が互いに補完関係にあるという、いわゆる制度的補完性の問題について検証が行なわれている。

第 3 章では企業のガバナンス構造が研究開発にどのような影響を与えるかが推定されている。

第 4 章では頭取の交代時期のデータを利用して天下りを含めた銀行のガバナンス構造を実証分析している。

第 5 章では男女間や産業間での賃金格差の実態と時間を通じた変化に関する先行研究がサーベイされている。

第 6 章では情報技術の浸透や経済のグローバル化によって、スキル間賃金格差がどのような影響を受けたかが検証されている。

第 7 章では男女雇用機会均等法施行の前後で、男女間賃金格差がどのように変化したかが労働者レベルの個票データによって実証分析されている。

最後に終章では、得られた結果が要約され、今後に残された課題が述べられている。

2. 各章の内容

第1章「コーポレート・ガバナンスに関する理論的説明及び先行研究」では、コーポレート・ガバナンスに関する研究を概観し、式見氏の論文の位置付けをしている。本章はサーベイの部分であり式見氏自身の貢献がある部分ではないので、その要点を簡単に説明するに止める。

企業では一般に所有と経営が分離しており、株主は経営者及び労働者に対して、いかに適切なインセンティブを与えることが出来るかということが問題となる。このような問題に対して企業経営のコントロール権分配やインセンティブ・メカニズム・デザインに注目するのがコーポレート・ガバナンスのアプローチである。

コーポレート・ガバナンスの研究は様々な方向から進められているが、本論文との関係では資金調達方法の違いが企業の投資行動や雇用調整にどのような影響を与えるかということが焦点となる。サーベイを通して式見氏は、(1)資本市場、労働市場、財市場の制度的補完性を実証した研究が不在であること、(2)社債の規制緩和が長期投資に与える効果についての研究も不十分であること、(3)銀行に対するガバナンス構造の分析は少ないこと、(4)規制緩和がもたらすインセンティブの変化と経営効率に関する分析が少ないことを指摘し、本論文では上述の問題点に対して実証的な貢献を意図している旨が述べられている。

第2章「企業のガバナンス構造と雇用調整」ではメインバンク制と長期雇用に関する雇用調整モデルを推計し、制度的補完性を実証している。雇用調整の速度に関する検証仮説として以下の3点を挙げている。(1)メインバンク関係の強い企業では調整速度は遅く、財務危機の際にもその傾向は変わらないはずである、(2)人的資本が豊富な場合には、メインバンク関係の強い企業の調整速度は遅い、またその逆も成り立つはずである、(3)メインバンクの救済インセンティブが低下した場合、あるいは終身雇用制の維持コストが増大した場合には、人的資本が豊富であっても雇用は不安定になる。

実証上のガバナンス変数として式見氏が取り上げたのは、メインバンクの持株比率、メインバンク借入比率、メインバンク役員派遣ダミー、系列内持株比率、系列外持株比率、負債・総資産比率、銀行借入・負債比率、社債・負債比率などである。人的資本の代理変数として、期末従業員数の男性比率0.8以上と以下でデータを分けている。対象期間は1980-96年、対象企業は金融・保険以外の上場企業約640社で、期間中に合併した企業は除いてある。

推計方法としてはパネル分析を用い、固定効果モデルが検定の結果採択されている。ガバナンス構造以外で調整速度の違いをもたらす要因を除去するため、産業ダミー、企業規模ダミー、女性比率と1期前の雇用量の交差項も入れてある。推計結果としては、

メインバンク持株比率はほとんどの産業で雇用調整を遅らせており、総じてメインバンク関係が強い企業で調整が遅いこと(仮説(1)の支持)が明らかにされている。また、2期連続赤字企業や比較的人的資本が少ないと想定できる産業においても同様の結果が出ている(仮説(1)の支持)。企業が財務危機に陥った際には、人的資本の多寡に関わらず、メインバンクが救済に入って雇用を安定化させてきたことを示唆しており(仮説(2)の否定)、雇用調整の違いは、制度的補完性よりもメインバンクの流動性供給に依存しているのではないかというのが式見氏の結論である。仮説(3)については、データの制約上明確な結論を導くには至っていない。

この分析の貢献は雇用調整の問題をコーポレート・ガバナンスの視点から分析し、メインバンクの雇用安定化機能について明確な実証結果を導いたことにある。しかし、この分析の解釈で注意すべき点もいくつか残されている。まず、人的資本の代理変数として、ここでは男性比率を用いているが、当然ながらこれは人的資本の蓄積を直接表すものではない。また、メインバンク以外のガバナンス構造については、ほとんど議論されていないが、株価や社債格付など市場評価を通したガバナンス構造についても考慮すべきであろう。さらに計量経済学の問題点も残されている。すなわち、本章では、パネル分析の手法によって推計したモデルの係数の有意性のみを問題としているが、厳密にはモデル全体の関数形の特定化やそのための統計検定の精緻化などが必要であるし、雇用調整に関してはよりダイナミックなモデルのGMM推計なども試みるべきであろう。モデル全体を見た場合、係数の有意性だけではなく、そのインパクトの解釈が重要であるが、現実的な雇用調整について考えると、ここで示唆されたメインバンクの効果はかなり小さなものであり、その点については留意すべきであるということも指摘しておきたい。

第3章「企業のガバナンス構造と研究開発」では、機械産業に属する企業のガバナンス構造が研究開発に及ぼす影響を実証的に分析している。ガバナンス構造としては、株式持合いの程度、メインバンク変数、負債比率、社債と銀行借入れという負債の内訳、企業系列に属するか否か、同族企業か否か、に着目している。推定作業からは、(1)株式持合いが80年代には研究開発を促進したこと、(2)適債基準をクリアーしている企業では、負債に占める銀行借入れの比率は研究開発に対して有意にプラスの関係を示しているものの、適債基準を満たしていない企業ではその関係が逆になっていること、などの発見が得られている。

本章はガバナンスと研究開発の関係を企業のマイクロデータを用いて分析するという意欲的な試みであり、その意義は認められる。ただし結果の解釈にはやや難点もある。第1に、計測モデルからして外部資金調達チャネルの相違が研究開発に及ぼしている影響を分析しているように思われるが、そもそも研究開発を外部資金に依存することが一般的であったといえるか否かを確認する必要がある。第2に、上の(2)に関しては、Rajan(1992)に基づいて研究開発資金の調達に関して適債基準を満たしていない企業

では、銀行融資に依存するためにホールドアップ問題により研究開発が過少になっていると説明されている。しかしながら、Rajan 自身が指摘しているように、outside banks が存在する場合には inside bank の交渉力が弱まり、ホールドアップ問題は生じにくいと言える。事実本章で分析対象とされている 80 年代から 90 年代にかけては、基本的には金融は緩和基調で推移しており、資金調達を特定の銀行のみに依存するような状況ではなかったと考えるほうが自然ではないか、との疑問が残る。第 3 に、実証結果から明らかにされたことは、適債基準を満たさない企業の研究開発が、負債に占める銀行借り入れの割合と負の関係を持っているという事実だが、このことは研究開発が過少であることを必ずしも意味しない。

以上のような今後に残された課題はあるものの、本章は当該分野における先駆的研究として、価値があると判断できる。

第 4 章「銀行のガバナンス構造と役員交代」では、銀行のガバナンス問題を取り扱っている。銀行のガバナンス問題は、銀行業が規制産業であることや公共性を有する業種であることなどにより、一般企業のそれに比べてその取り扱いは必ずしも容易ではなく、また先行研究も乏しい。

式見氏は、頭取の交代という現象に着目し、それと業績、天下り、大株主からの役員派遣などとの関係を定量的に分析している。そのアプローチは、オリジナリティが高く評価できる。実証分析の主要な結果は、次の通りである。当期利益などの利益率で業績を評価すると、業績悪化時に頭取の交代は起こりやすい。しかし、天下りや大株主からの役員派遣がある場合にはその交代が生じにくい。したがって、式見氏は天下りや大株主からの役員派遣は、銀行に対する規律付け機能を阻害していると結論付けている。

論理展開は比較的のもっともらしく、興味深い。しかしながら、使用データについては十分留意すべき点がある。本章では利益率を銀行の業績を示す変数として用いているが、それは妥当な取り扱いであろうか。銀行決算においては、基本的には当局の暗黙の指導で長らく赤字は許されず、不良債権を抱えつづけることによって表面的に黒字決算が維持されてきた。赤字決算が事実上許容されるようになったのは 90 年代の中ごろからである。しかも、不良債権の償却を積極的に進めるとともに、低価法により有価証券の評価損を計上するようないわばバランスシートの健全化に前向きに取り組んだ銀行ほど、利益は赤字になる傾向があった。このような実態からすると、マイナスの利益率を銀行業績の悪化と解釈することは、必ずしも正しくないように思われる。また、説明変数として業績のラグを複数用いていることから、多重共線性の問題も懸念される。

表面的な利益率ではなく、各銀行の損益計算書や貸借対照表を注意深く分析することによって、より望ましい業績の代理変数を選択する努力が将来的には望まれよう。

第 5 章「賃金格差構造の変化と先行研究」は、1980 年代以降の賃金格差に関して日米の諸研究を包括的にサーベイしたものである。賃金格差の発生要因として貿易、技術進

歩、アウトソーシングなどの需要側の要因に着目した研究が多いが、この章は各要因をめぐる議論を詳細に紹介している。この作業を通して著者は、1980年代以降、アメリカを始めとする欧米諸国でスキルの違いによる賃金格差の拡大が顕著であるのに対して、日本では学歴別、性別、職種別にみた賃金格差に大きな変化は見られない点について、日米の間に労働市場の不完全性や雇用慣行、制度に大きな差があるという視点に立つ。

膨大な研究がよくまとめられ、サーベイとしての価値は十分に高い章であるが、著者の主張をもう少し丁寧に説明することが望まれる。特に、不完全市場のもとでは賃金の決定は労使の内部交渉を通じて行われるからであるとされるが、なぜ内部交渉が行われると賃金格差が拡大しにくいのだろうか。またグローバル化の進展や技術進歩などの需要ショックは日米で同じ傾向にあるとされるが、それは事実だろうか。さらに供給側の要因について議論されていないが、日米で海外からの労働者の移入に大きな差があり、それがスキル間賃金格差の動向に違いをもたらしているという議論もありうる。

第6章「賃金とコンピュータ化、グローバル化、制度的要因」では1980年代以降の日本において、情報技術の浸透や単純労働集約的な財の輸入の拡大によって、スキル間賃金格差がどのような影響を受けたかを実証分析している。推定は2段階で行われる。まず第1段階では賃金構造基本調査の個票データに基づき、労働属性を詳細にコントロールしたうえで20代と40代それぞれについてスキル間賃金格差の産業別・年次別データが推定される。第2段階では、賃金の産業プレミアムが、各産業のコンピュータ浸透の程度やアジアからの輸入の増加、企業の海外進出等にどのような影響を受けたかが推定される。分析の結果、コンピュータ化は日本においても特に若年層においてスキル間賃金格差を有意に拡大したこと、アジアからの輸入は影響を持たず、海外進出は40代においてスキル間賃金格差を拡大したとの結果を得ている。

この研究の最大の長所は、賃金構造基本調査の個票データを利用することにより、労働者の詳細な属性をコントロールしている点であろう。研究の先行している米国においても、個票データを用いた実証研究はまだ限られている。また、コンピュータ化および海外進出が日本においてもスキル間賃金格差を有意に拡大し、しかも年齢階層によりその影響に違いがあるという、興味深い発見をしている点も評価できる。

ただし、改善すべき点もいくつか残されている。論文では年齢階層別に異なった影響が観察されているが、この違いについて理論モデルを構築し仮説を提示するといった作業が行われていない。また、個票データの目的外利用に関する制約のため、推定を2段階に分けることを強いられている。個票データをそのまま使ってコンピュータ化や海外進出の影響を分析すればより明確な結果が得られたはずである。

1986年に施行され、1999年に改正された男女雇用機会均等法は、今日、企業の募集・採用、配置・昇進、教育訓練などについて女性に対する差別を禁止している。第7章「労

働の法・制度の変化と男女間賃金格差」は、この法律がどのような効果を男女間の賃金格差にもたらしたかを分析している。分析の方法は、全体の効果を学歴や勤続など数量の差の変化による数量効果とそれらに対するプレミアムの差の変化による価格効果とに分けて、それぞれがどのように変化したかをみるものである。

重要な結論は、近年、男女間の賃金格差は縮小しているが、その要因として第一に、男子の勤続プレミアムが低下したことが最も大きな要因であり、第二に、20歳代の若い女子については学歴の上昇効果が、中高年齢層については勤続長期化の効果が強く影響した、というものである。このうち、第二の要因はすでに多くの研究者によって主張されているが、第一の要因は注目すべき発見である。なぜならば、勤続の賃金に対する効果について男女間の差を縮小するというのは、まさに均等法が狙うところだからである。ただし、一つ留意したい点は、価格効果の計測について結果が説明変数の変換から独立ではないということが知られていることである。したがって、解釈には注意したい。

3. 評価

本論文は、日本の企業システムについて実証分析を行い、企業のガバナンス構造が雇用調整や研究開発活動にどのような影響を与えているか、天下りを含めた銀行のガバナンス構造が銀行経営者をいかに規律付けているか、情報技術の浸透や経済のグローバル化がスキル間賃金格差にどのような影響を与えているか、男女間賃金格差はどのように変化したか、といったそれぞれ興味深い問題について先行研究について幅広く検討した上で綿密な実証分析を行っており、各章が相当レベルの高い研究となっている。

特に評価できるのは、企業レベルや労働者レベルの膨大なマイクロ・データを用いることにより、これまで議論されることは多くても、信頼できる実証分析は少なかった日本の企業システムに関する諸問題について、緻密な実証分析を行っている点であろう。各実証分析は、銀行への天下りと頭取交代に関するデータベースの作成、賃金センサス個票データの整理、全上場企業間での株式持合いマトリックスの作成、等の綿密で膨大な作業によって支えられている。得られた結果も、メインバンク関係が強い企業で雇用調整が遅い、天下りや大株主からの役員派遣がある銀行では業績が悪化しても頭取の交代が生じにくい、情報技術の浸透はスキル間賃金格差を拡大した、等興味深い。

やや残念なのは、実証分析の理論的基礎となるモデルが提示されることが少なく、また推定結果の解釈についても理論的には多くの可能性が存在するにもかかわらず比較的安易に結論が導かれている点である。また企業のガバナンス構造に関する前半の分析と賃金格差に関する後半の分析の間に連関が薄いことが惜しまれる。企業のガバナンス構造が賃金関数の形状や柔軟性に与える影響は、興味深い研究テーマであろう。

しかしながら以上の点は、今後の研究方向への示唆を与えるものであり、この研究の学会への貢献を否定するものではない。改善すべき余地は残されてはいるものの、本論文は全体として博士論文にふさわしい水準に達していると考えられる。

以上より審査員一同は、式見（富山）雅代氏が一橋大学博士（経済学）として十分な資格を有していると判断する。

平成13年2月14日

寺西重郎

大橋勇雄

北村行伸

花崎正晴

深尾京司