

コーポレートガバナンス が企業価値に及ぼす影響

慶應義塾大学経済学部4年 長倉大輔研究会 佐藤優樹

要旨

中長期的な企業価値を高めるためには財務指標のみならず、非財務要因についても考慮しなければならない。非財務要因の中でもとりわけ環境、社会、ガバナンスの観点を持ち社会的責任を果たすことが重要であるとされている。その中でも近年、企業の不祥事が取りざたされていることから、ガバナンスが果たすべき役割は大きいと考える。そこで本稿はコーポレートガバナンスが企業価値に及ぼす影響についてパネルデータ分析を用いて、検証を行った。

1.はじめに

近年、機関投資家は長期的な投資成果を求めため、財務情報に加えて、非財務情報も勘案して企業価値を判断している。代表的な手法として環境、社会、ガバナンスの視点を組み込む ESG 投資があげられる。これは国連が 2006 年に発表した責任投資原則において、3 つの要因を組み込むことを提唱したことが始まりである。

このうち企業のガバナンス、つまりコーポレートガバナンスは企業統治と訳されるが、厳密に定義されているものではない。例えば、日本経済団体連合会(2006)が取りまとめた「我が国におけるコーポレート・ガバナンス制度のあり方について」によれば「企業の不正行為の防止ならびに競争力・収益力の向上という 2 つの視点を総合的に捉え、長期的な企業価値の増大に向けた企業経営の仕組み」と定義している。また、東京証券取引所(2015)が定めたコーポレートガバナンスコードにおいては「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組み」と定義している。いずれにおいても企業経営の効率性と適法性を両立させる仕組みを指している。

いずれにせよ、投資家にとってコーポレートガバナンスは、投資先企業におけるリスクマネジメントととらえられており、それを強化していくことが望ましいとされている。その端緒として、コーポレートガバナンスの強化は経済成長戦略の施策の一つとして打ち出されている。2013 年に閣議決定された「日本再興戦略-JAPAN is BACK-」では「株主等が企業経営者の前向きな取組を積極的に後押しするようコーポレートガバナンスを見直し、日本企業を国際競争に勝てる体質に変革する」と掲げている。具体的な施策として会社法の改正による社外取締役の導入の促進による取締役会の監督機能も強化が挙げられる。コーポレートガバナンスには大きく分けて会社内部によるものと外部によるものの 2 つがあるが、本稿においては会社外部によるコーポレートガバナンスについて企業価値にどのような影響を及ぼすかを分析の対象とする。

コーポレートガバナンスの 1 要素として会社の機関設計がある。株式会社の所有者は株主であるから、業務執行の監督も本来株主が行うこととなる。しかし、株式会社の株主は多数かつ変動することから、株主に代わって業務執行者たる経営者の行動を統制する機関が求められる。そのため、公開会社においては取締役会の設置を義務付け、業務執行の監督をすることが求められた。ここで北地、北爪、松下(2016)によると、取締役会の構成員である取締役は業務執行をする立場にあることから自己監督となり期待できないと指摘されている。そこで、先述の社外取締役の導入を促進により、外部からの監督を強化し、もって効果的な取締役会の監督の実現を図っているのである。そのため、平成 26 年の会社法の改正により社外取締役の要件を厳格化するとともに、監査役会設置会社において社外取締役を置いていない場合、定時株主総会において社外取締役を置くことが相当でない理由を説明しなければならないこととなった。これには社会的に影響の大きな取締役会設置会社で社外取締役の設置を強く促す狙いがある。

次に株式保有によるコーポレートガバナンスが挙げられる。その1つとして安定株主による株式保有がある。そもそも安定株主とはある企業の株主のうち、その企業の業績や株価などに左右されず、長期にわたって株式を保有する株主のことを指す。一般的に、その企業の経営者や従業員持株会、金融機関が安定株主となる。鳥居(2017)によると、安定株主の株有比率が高ければ一般株主の議決権比率を抑えることになる。すると経営者の支配力が増大することや株主総会の円滑化につながり、買占めや敵対的買収の防止および経営権の安定を実現できるのである。加えて経営者や従業員が自社の株を保有することによって、業績拡大すれば自らが保有する株価が上昇するため、インセンティブが生まれることになる。そのため、経営者や従業員の経営判断や行動に対して一定の規律付けが可能となる。

この他にも機関投資家による株式保有がある。機関投資家とは、大量の資金を使って株式や債券で運用を行う大口投資家のことをいい、具体的には生命保険会社や損害保険会社、信託銀行などである。機関投資家は安定株主とは違い、受託した資金の運用を目的としているため、企業の利益獲得を働きかけ、統治する必要がある。加護野、砂川、吉村(2010)によれば、1980年代のアメリカでは投資先企業の経営に不満があれば株式を売却し、株式市場を通じて間接的に企業統治を実現していた。しかし、機関投資家の規模の拡大に伴い、分散投資を義務づけられるようになると長期保有することもあることから、株主総会で議決権を行使することで企業を直接統治するようになった。このように機関投資家による株式保有は、2つの側面からコーポレートガバナンスを実現できるのである。

また、負債による規律付けもコーポレートガバナンスの1要素である。藤田(2015)によれば、戦後の日本は直接金融が発達しなかったことから、メインバンクが融資し経営指導する立場にあった。また、企業の経営危機時には、メインバンクから経営者を送り込むなど人材面からもガバナンスに関与していた。

本稿では前に挙げたガバナンス要因が企業価値に対して影響を与えるものであるかについて、データを用いて分析を行っていく。

2.実証分析

2.1 データについて

本稿では「日経 NEEDS」のデータを用いた。これは日本経済新聞社が提供する日本国内の企業情報のデータサービスである。

分析対象は、財務データおよびコーポレートガバナンス要因のデータについて開示していることが前提であるため上場会社となる。その中でも、市場のサイズを統一した方が有意な結果を得ることができると考え、東証1部上場の企業のみとした。加えて、本稿では会社外部のコーポレートガバナンスについて検討を行うため、内部要因である会社の機関設計はなるべく統一したほうが望ましいと考えた。そのため、機関設計に関する法改正の影響を除くため、改正前である2017年以前の期における、委員会設置会社を除いた取締役会設置会社とした。委員会設置会社を除くのは、他の取締役会設置会社と異なり、社外

取締役の設置が義務付けられているためである。最終的に、2014年から2016年の3期を通して委員会設置会社でない取締役会設置会社で、かつデータに欠損のなかった556社を分析対象とした。

被説明変数には企業価値を示すトービンの q を用いた。トービンの q についていくつか算出方法があるが、日経NEEDSに従い、株式時価総額と負債合計の和を総資産で割った値とした。

説明変数には上記に挙げたコーポレートガバナンス要因を表すデータを4つ採用した。

1つ目は社外取締役比率である。社外取締役の導入による影響を分析するためである。これは、社外取締役人数/取締役会人数により求めた。ここでいう社外取締役とは会社法第2条15号16号に定める者を指す。

2つ目は安定株主の持株比率である。安定株主の株式保有による影響を分析するためである。ここでいう安定株主は日経NEEDSに従い、①相互保有関係にある会社、②生損保・銀行・信金（除く特別勘定、信託勘定）、③公開会社が保有する金融機関株式、④公開関連会社（親会社など）（ニッセイ基礎研がNEEDS(日経の総合経済データバンク)と東洋経済「大株主データ」から算出、判明分）、⑤役員、⑥従業員などの持株会、⑦自己株式、⑧法人が保有する大口株式(3%以上、含む外国会社、除く信託銀行等)を指す。

3つ目は機関投資家の持株比率である。これは外国人株式保有比率（除く外国法人・判明分）、信託勘定株式保有比率、生保特別勘定株式保有比率の合計値である。

4つ目はメインバンクに対する借入金依存度である。これはメインバンクからの借入金/借入金総額により求めた。

2.2 分析方法

本稿では、556社について、2014年から2016年の3年分のデータからパネルデータ分析を行った。パネルデータ分析ではPooledOLS(集計最小二乗法)、固定効果モデル(最小二乗ダミー変数推定、within回帰)および変量効果モデル(一般化最小二乗法)の3つのモデルを利用した。そしてこれら3つのモデルのうち、どれが最も望ましいか判定するために、F検定とハウスマン検定を行った。

パネルデータ分析を行うにあたり、1節で挙げた変数に基づきモデルを立式した。

$$q_{it} = \alpha + \beta_1 \text{Outside}_{it} + \beta_2 \text{Antei}_{it} + \beta_3 \text{Kikan}_{it} + \beta_4 \text{Mainbank}_{it} + \varepsilon_{it} \quad i = 1, \dots, 556 \quad t = 1, 2, 3$$

被説明変数および説明変数は表1に整理する。

分析に先立ち、説明変数に対する各係数の符号について仮説を立てた。まず、社外取締役比率の係数は正になると考える。これは、社外取締役の導入状況については有価証券報告書に掲載されることから、市場関係者の目に触れることとなる。そのため、導入していれば市場関係者はコーポレートガバナンスの整備が進んでいると判断し、資金調達上有利になり企業価値に正の影響を及ぼすと考えられるからである。ただし、藤田(2015)では社外

取締役たりえる資質を持つ人材の不足、社外取締役の報酬および人事は社内で決定されることから、社外取締役の監督機能については限界があるとされている。そのため他の変数に比べれば大きな正の値をとらないと考える。

表 1：モデルの被説明変数・説明変数

データ名	意味
Q	トービンの q
Outside	社外取締役比率
Antei	安定株主の持株比率
Kikan	機関投資家の持株比率
Mainbank	メインバンクに対する借入金依存度

次に、持株比率の係数であるが、安定株主についてはどちらとも考えられる。安定株主が株式を保有することで市場に流通する株式数が減り、株主総会で経営者の意向を反映しやすくなり会社内部のガバナンス機能を発揮できるようになる。その反面、安定株主の持株比率が高くなるほど他の株主の意向が反映されにくくなり、会社外部からのガバナンス機能が弱まることが考えられる。また、機関投資家については正になると考える。機関投資家の投資比率が高まれば、前述の株式売却や議決権行使によって会社外部からのガバナンス機能が強化されるためである。

最後にメインバンクに対する借入金依存度の係数であるが、正になると考える。依存度が大きいほど、メインバンクが企業に与える影響が大きくなり、ガバナンス機能を発揮もしくは強化できると考えられるからである。

3.分析結果

PooledOLS を用いて分析したところ、表 2 に示す推定結果が得られた。また、固定効果モデルによる分析を行ったところ、表 3 の推定結果を得た。ここで個別効果があるかどうかについて検証するため、F 検定を行った。その結果、p 値は 2.2×10^{-16} と非常に小さいため、帰無仮説である「全ての個別効果が同じ値である」は棄却された。従って個別効果はあると結論付けた。そして変量効果モデルによる分析を行ったところ、表 4 の推定結果を得た。ここで、推定量が一致性を持つためには、個別効果と説明変数に相関があるかどうかについて確かめる必要があるため、ハウスマン検定を行った。その結果、p 値は 0.01262 で小さいといえるため、帰無仮説「個別効果と説明変数に相関はない」は棄却さ

れる。従って、これまでの F 検定・ハウスマン検定の結果から、前出の 3 つのモデルのうち、固定効果モデルを分析に使用するのが適当であると考えられる。

表 2：PooledOLS による推定結果

	推定値	標準偏差	t 値	p 値	有意水準
切片	0.518773	0.070023	7.4086	2.021×10^{-13}	0.1%
Outside	0.756973	0.135657	5.5800	2.803×10^{-8}	0.1%
Antei	0.266290	0.116521	2.2853	0.02242	5%
Kikan	0.836166	0.121686	6.8715	8.952×10^{-12}	0.1%
Mainbank	0.692072	0.088526	7.8177	9.473×10^{-15}	0.1%
決定係数	0.087125				
自由度調整済み決定係数	0.08493				

表 3：固定効果モデルによる推定結果

	推定値	標準偏差	t 値	p 値	有意水準
Outside	0.122090	0.096863	1.2604	0.20778	
Antei	0.439593	0.194618	2.2587	0.02409	5%
Kikan	1.347130	0.180685	7.4557	1.798×10^{-13}	0.1%
Mainbank	0.548126	0.103202	5.3112	5.3112×10^{-7}	0.1%
決定係数	0.083137				
自由度調整済み決定係数	-0.37943				

表 4：変量効果モデルによる推定結果

	推定値	標準偏差	t 値	p 値	有意水準
切片	0.519368	0.076426	6.7957	1.497×10^{-11}	0.1%
Outside	0.241566	0.090234	2.6771	0.007499	1%
Antei	0.395329	0.136557	2.8950	0.003841	1%
Kikan	1.121633	0.134959	8.3109	2.2×10^{-16}	0.1%
Mainbank	0.603933	0.085911	7.0297	3.009×10^{-12}	0.1%
決定係数	0.079522				
自由度調整済み決定係数	0.077308				

4.考察

企業価値を推定する適当なモデルが、最小二乗ダミー変数推定(Within 推定)による固定効果モデルであることが分かったため、このモデルについて各係数の考察を行う。

いずれの説明変数に対する係数の符号は正であり、概ね予測と一致する。どちらの富豪にもなりうると予測した安定株主の株式保有についても正の係数が推定されたことから、経営権を安定させることによる統治が有効であることが考えられる。

機関投資家の持株比率、メインバンクの借入金依存度の係数の有意水準が 0.1%、安定株主の持株比率の係数の有意水準は 5%であったのに対し、社外取締役比率の係数の p 値は 0.2 で有意とは言い難いものであった。有意であった 3 つのコーポレートガバナンス要因は、株式を保有していること、あるいは融資していること自体が企業を統治するものであった。一方、社外取締役の導入については導入するだけでなく、任命された者が手腕を発揮することで初めて企業を統治することとなる。そのため、社外取締役に任命された者の経営能力や管理能力によって左右されることが考えられる。この能力や、能力を十全に発揮できる環境について各企業に差異が生じていること、前述の社外取締役の監督機能の限界から、社外取締役比率の係数のみ有意といえないこと、そして個別効果が生じたことが考えられる。

また、固定効果モデルだけではなく 3 つのモデルいずれにも共通して言えることだが、決定係数が小さい。これはコーポレートガバナンス要因が企業価値に与える影響は微小なものであることを示唆していると考えられる。また、企業価値は利益をはじめとした会計情報によって算出されるものであるが、コーポレートガバナンス要因は直接観測されるものは少なく、定量化できる要因も少ないことにも起因すると思われる。

5.結論

本稿ではコーポレートガバナンス要因が企業価値に及ぼす影響について分析を行った。その結果、機関投資家の持株比率、安定株主の持株比率、メインバンクの借入金依存度は企業価値に対し正の影響を及ぼすことが推定された。

今後の課題として、法改正により取締役会設置会社の中で監査等委員会設置会社という新しい機関設計の枠組みが制度化されたが、これにより他の機関設計を採用する企業は市場関係者からコーポレートガバナンスについてどのように判断されるかについて気に留めておきたい。また、本稿では被説明変数の企業価値をトービンの q と置いた。トービンの q は分母が総資産であることから、業種によっては尺度が異なることが考えられる。例えば工場など多額の固定資産を利用する必要のある製造業と、そうでない業種とでは総資産に対して得られる利益率も異なる。加えて業種が異なれば、競争環境や技術革新、為替や景気に対して受ける影響も異なってくる。そのため、業種による差異を排除するか、業種別に分析することで新しい結果が得られる可能性はある。説明変数については、安定株主を一括りにして分析した。しかし、安定株主のうち相互関係にある会社が保有することと、従業員や役員が保有することとは、後者であれば会社内部の統治の強化につながる

ため意味合いが異なってくる。よって安定株主の要素ごとにデータを集計でき、それを基に分析できれば、より適合したモデルを推定できる可能性がある。そして、コーポレートガバナンスが明確に企業価値に影響を及ぼす、定量化された要因を発見することが1番の課題である。

参考文献

加護野忠男、砂川伸幸、吉村典久(2010)「コーポレート・ガバナンスの経営学 -- 会社統治の新しいパラダイム」有斐閣、pp71-75

北地達明、北爪雅彦、松下欣親(2016)「最新コーポレートガバナンスのすべて」日本実業出版社、pp12-14、18-24、32-35

鳥居陽介(2016)「株式保有構造の変遷と経営財務」中央経済社、pp10-12、26-30

藤田勉(2015)「日本企業のためのコーポレートガバナンス講座」東洋経済新報社、pp36-38、227、228

東京証券取引所(2015)「コーポレートガバナンス・コード」

<<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/code.pdf>>2017年11月11日アクセス

日本経済再生本部(2013)「日本再興戦略-JAPAN is BACK」

<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf>2017年11月11日アクセス

日本経済団体連合会(2006)「我が国におけるコーポレート・ガバナンス制度のあり方について」<<https://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2006/040.html>>2017年11月11日アクセス