

&lt; 論 文 &gt;

## コーポレート・ガバナンスと経済効率性（２）

社会システム研究所 佐々木 隆文

### 要 約

今月号ではコーポレート・ガバナンスと企業活動の経済効率性との関係を生産関数の推計により検証する。先月号で論じたように、コーポレート・ガバナンスは株主、従業員の相対的な交渉力にも影響するが、そのような分配の変化がサープラス（従業員の労働負担、株主のリスク負担以上の利益）がどちらに行くかという問題であれば、生産性には影響しない。なぜなら、各主体の行動に影響するのは、企業への貢献負担を上回る便益があるか否かであり、それが満たされる限り、それ以上の配分は企業行動に影響しないからである（コースの定理）。株主重視経営にしる、従業員重視経営にしる、長期的な視点から意思決定を行うのであれば、この条件は成立する。しかし、短期的な視点から株主重視、或いは従業員重視に経営が片寄りすぎる場合には、分配問題が各々の貢献の対価にまで及ぶ可能性（外部効果が生じる可能性）があり、結果として労働、或いは資本が過少となり、企業の経済効率性は低下する可能性がある。本稿は、過度の従業員重視経営が行われていた可能性がある、1990年代の日本企業を対象とした実証分析により、この点を検証する。

分析の結果、従業員の交渉力にプラスの影響を及ぼすと考えられる従業員持ち株比率、メインバンク持ち株比率に関しては、生産性に対しマイナスの影響が認められた。他方、株主の交渉力にプラスの影響を及ぼすと考えられる外国人持ち株比率、年金持ち株比率に関しては生産性に対しプラスの影響が認められた。サンプルにおける労働分配率は、生産の労働弾力性（労働が1%増えた場合の付加価値の増加率）に比べ必ずしも高くなく、全体として労働分配率が高すぎたとは言えない。しかし、従業員の交渉力に関する変数が労働分配率とプラスの相関をもっており、一部の企業では短期的な視野からの従業員重視経営が外部効果に繋がる分配問題となり、物的資本に関する過少投資に繋がっていた可能性が示唆される。

### 目 次

1. はじめに
2. 分配問題と生産性
3. 分析方法
4. 分析結果
5. おわりに

## 1. はじめに

今月号では、先月の理論的考察を踏まえ、コーポレート・ガバナンスが分配問題を通じて企業経営に及ぼす影響を実証的に検証する。コーポレート・ガバナンスに関する先行研究では、ガバナンス構造が(株主のエージェントと位置づけられる)経営者の行動に与える影響が焦点とされるが、伝統的に従業員を重視する経営を行ってきた日本企業においては、ガバナンス構造が従業員、株主の相対的な影響力に与える影響も重要と思われる。分析は1990年代の日本企業の財務データとガバナンスデータを対象に行う。なぜなら、1990年代に日本企業は長期低迷期にあったが、この背景には経営者のエージェンシー問題のみでなく、過度の従業員重視経営による分配問題に起因する過少投資が長期低迷の一因であった可能性があるからである。つまり、ガバナンスが分配問題を通じて及ぼす影響が1990年代に具現化した可能性がある。このような問題意識に立ち、本稿ではガバナンスが株主、従業員のパワーバランスが企業経営に及ぼす影響を検証する。

## 2. 分配問題と生産性

ミクロ経済学によれば、最適な企業活動は、等価した資本から得られる収益と資本のための費用との差額を最大化することである。そして、そのような状況は、資本の限界生産性が限界収益に等しくなる資本投下量によりもたらされる。そのような活動が企業の付加価値を最大化する。Vを企業が生み出す付加価値、Kを資本ストック、Lを労働、r(K)を投資家が要求する資本費用、c(L)を各従業員の労力負担を金額に換算したものとすると、企業の目的関数は以下ようになる。

$$\text{Max} : S = V(K, L) - p(K) - c(L) \quad (1)$$

付加価値 V について、コブ・ダグラス型生産関数を前提とすると、上式は以下のようになる。

$$\text{Max} : S = AK^\alpha L^{1-\alpha} - p(K) - c(L) \quad (2)$$

ここで、Aは全要素生産性、 $\alpha$ は生産の資本弾力性、 $1-\alpha$ は生産の労働弾力性である<sup>1</sup>。これをK、Lそれぞれについて微分すると、

$$p'(K) = \alpha (V/K) \quad (3)$$

$$c'(L) = (1-\alpha) (V/L) \quad (4)$$

となる。つまり、資本、労働の限界費用(左辺)が各々の限界生産性(右辺)に等しくなるようにK、Lを選択することになる。単純化のために  $p(K) = rK$ 、 $c(L) = wL$  とおくと(r

<sup>1</sup> 「弾力性」については『今月の用語』参照。

は資本コスト、 $w$  は必要賃金)、合理的な資本提供者、従業員は、それぞれ  $r$  を上回る投資リターン  $R$ 、 $w$  を上回る賃金  $W$  を受け取れる場合に、最適な企業行動に必要な貢献を行う。この条件を加味すると、上記の条件は、

$$= RK/V \quad (5)$$

$$= WL/V \quad (6)$$

となる。つまり、資本分配率 ( $RK/V$ ) が生産の資本弾力性 ( )、労働分配率 ( $WL/V$ ) が生産の労働弾力性 ( ) にそれぞれ等しくなることが必要となる。

以上は社会にとっての最適化条件であるが、このような望ましい状況が実現されるためには、契約や市場メカニズムにより各利害関係者の利害が適切に担保されることが必要になってくる<sup>2</sup>。しかし、現実には株主などの資本提供者や従業員の権利に関する契約は不完備であり、その場合には、貢献の対価が保証されない不安が各主体の貢献を低下させるという問題が生じてくる<sup>3</sup>。そのような場合では、誰が事前に契約により決められていない企業行動を決定するかが重要になってくるし、ガバナンス構造が資金提供者、従業員の相対的な交渉力を通じて企業の経済効率性に影響しうる。仮に、株主の影響力が強すぎる場合、或いは従業員の交渉力が強すぎる場合には、上記の議論はどのようになるであろうか。資本提供者、従業員の影響力が強い企業では、それぞれ以下のような目的関数となろう<sup>4</sup>。

$$\text{資本提供者の影響力が強い企業} \quad \text{Max} : S = AK - L - rK - WL \quad (7)$$

$$\text{従業員の影響力が強い企業} \quad \text{Max} : S = AK - L - RK - wL \quad (8)$$

ここで、 $r$ 、 $w$  は外生的に与えられる変数であり、 $W$  (賃金)、 $R$  (実現されるリターン) は企業が決定できる変数である。しかし、この場合でも各々が長期的な観点から意思決定を行う場合には、前者では(6)を満たすように  $W$  を決定し、後者では(5)を満たす  $R$  を選択することで最適な状態が達成できる。仮に  $S$  (余剰) がプラスであったとしても、資本提供者、従業員それぞれの最適な行動の条件は、最適な  $V$  (限界費用と限界収益が等しくなる点) での限界収益により決まってくるため、そのようなサープラスをどちらが保有するかは効率性に影響しないことになる (コースの定理)<sup>5</sup>。長期的な視野から企業行動を考える場合には、将来の(7)、(8)式も考慮して意思決定を行うため、このよう

<sup>2</sup> 先月号で論じたように、各主体の行動に非対称情報が存在していても、完備契約が可能であり、各主体がリスク中立的であれば、社会的に最も望ましい状態 (ファーストベスト) は達成できる。また、リスク回避的である場合にも次善的に望ましい状況 (セカンドベスト) は達成可能である。

<sup>3</sup> この場合、合理的な株主は当該企業から退出し、他の企業に投資を行うであろう。また、合理的な従業員を想定すれば、汎用的スキルを持つ従業員は他の企業での就労を望むであろうし、企業特殊のスキルの蓄積が可能な従業員はそのような貢献を見送ると考えられる (ホールドアップ問題)。

<sup>4</sup> ここで、経営者は株主、従業員の双方を主権者として、両者の相対的な交渉力により分配を決定すると仮定する。

<sup>5</sup> 必要な賃金  $w$  や資本コスト  $r$  が一定だったとしても、収穫逡減 ( $+ < 1$ ) である場合にはプラスのサープラス  $S$  が存在しうる。

な条件を満たす分配を行うと考えられる。換言すれば、株主など資本提供者の影響力が強い場合でも、従業員の影響力が強い場合でも、それぞれが長期的な観点から影響力を及ぼす場合には、経済効率性に影響しない。つまり、それぞれの影響力に影響を及ぼすガバナンス変数と生産性との間に明確な関係は見られないことになる。

しかし、短期的な視点から株主重視、従業員重視に経営が傾く場合には、結論が変わってくる。例えば、短期的な株主重視経営を行う場合には、(7)式の  $W$  を低くし、残ったサープラスを株主に配分することで短期的な利益を高めることができる。また、短期的な従業員重視経営を行う企業では、(8)式の  $R$  を低くし、残ったサープラスを従業員に配分することで短期的な従業員の便益を高めることができる。このような企業行動により、株主のリスク負担、あるいは従業員による人的資本の提供といった貢献に対する対価が受け取れないのであれば、合理的な株主、従業員は事前にそれを予想し、結果として、資本ストック、或いは労働が過少となる可能性があるからであるからである。そして、そのように  $L$ 、或いは  $K$  が過小となる企業では、新規の投資を行うことが難しくなり、生産性が低下する可能性がある。なぜなら、古いプロジェクトは他社の参入や消費者の需要の変化により時間とともに生産性は低下すると考えられ、新しいプロジェクトへの投資を行えない企業ではそのように採算性が低下した事業ポートフォリオのみとなる可能性があるからである。換言すれば、過少投資に陥っている企業では、投入した  $K$ 、 $L$  の水準に比して、 $V$  が小さくなると考えられる。

### 3. 分析方法

以下では以上のような観点から、株主、従業員の相対的な影響力が及ぼす影響に着目し、コーポレート・ガバナンスと生産性との関係を分析する。具体的には、株主の交渉力を外国人持ち株比率、持合株式、メインバンク関係などから、従業員の交渉力を従業員持株会持ち株比率から捉え、その影響を検証する。換言すれば、分配問題がサープラス配分のみの問題化、生産活動の外部効果に関する問題なのかを検討する。仮に、影響している場合には、株主の交渉力が強すぎる場合、従業員の交渉力が強すぎる場合のどちらがより問題であるかを検討する。

尚、上記のような変数は、株主、従業員の相対的な交渉力のみでなく、経営者のエージェンシー問題への影響を通じて生産性に影響しうる。エージェンシー問題は、株主、従業員双方にとって外部効果の源泉となりうるため、エージェンシー問題が深刻な場合には、 $K$ 、 $L$  とともに過小となる可能性がある。株主、従業員の相対的な影響力とエージェンシー問題の峻別に関しては、エージェンシー問題の直接的な代理変数である役員持ち株比率を生産関数に加えた分析や、各ガバナンス変数と労働分配率との関係から検討を行う。

推計は次式のようなコブ・ダグラス型の生産関数を推計することにより行う。

$$\ln(V_{i,t}) = \alpha + \beta_K \ln(K_{i,t}) + \beta_L \ln(L_{i,t}) + \beta_G \text{GOV}_{i,t-1} + \beta_Y \text{YEAR}_t + \epsilon_{i,t}$$

ここで GOV はガバナンス変数であり、表 1 に示す変数を用いている。同一の技術(同一の  $K$ 、 $L$ )を仮定すれば、前節で論じたような分配問題から過少投資となる場合には、全要素生産性 ( $V = AK^{\alpha}L^{1-\alpha}$  の  $A$ ) が低下すると考えられるが、この部分は上記推計式では  $K$  や  $L$  により説明されない残差として現れてくる。本稿では残差部分に現れてくる全要素生産性がガバナンス変数に受ける影響を計測することになる<sup>6</sup>。また、 $L$  の代理変数として従業員数を用いていることもあり、従業員の努力水準低下の直接的な影響も残差に現れてくると考えられる。

また、固定効果モデルによる生産関数の推計では、収穫逡減の傾向 ( $\alpha + \beta < 1$ ) となりやすいため、収穫一定を仮定した分析も行う<sup>7</sup>。

$$\ln(V_{i,t}/L_{i,t}) = \alpha + \beta \ln(K_{i,t}/L_{i,t}) + \gamma \text{GOV}_{i,t-1} + \delta \text{YEAR}_t + \epsilon_{i,t}$$

用いるガバナンス変数は表 1 の通りである。まず株主の交渉力の代理変数として、外国人持ち株比率(FOREIGN)、年金持ち株比率(PENSION)を用いる。これらの機関投資家の持ち株比率は他の株主に比べ、議決権行使等の株式行動に積極的と考えられ、残余の配分に関する株主の交渉力を強めると考えられる。他方、従業員の交渉力の代理変数として従業員持ち株比率(EMP)を用いた。従業員持ち株比率が高い企業では、議決権等を通じて従業員が意見を反映させやすくなるし、従業員による持ち株が企業内部での交渉力の源泉となる可能性もあろう。また、従業員持ち株比率が高い企業では外部株主の持ち株比率が低くなることを通じて従業員との交渉力を高めようと考えられる。他方、過去の日本企業のガバナンスに関する研究ではメインバンク関係について多くの研究が行われているが、メインバンクと密接な関係にある企業では株式市場からの資金調達的重要性を低下させることで、相対的に従業員の交渉力を強める可能性がある。このため、本稿では都銀、長銀、地銀のうち最大株主の銀行の持ち株比率(MB)も説明変数として用いる。

表 1 変数の定義

変数名	定義
V	付加価値
K	有形固定資産
L	従業員数
V/L	付加価値 ÷ 従業員数
V/K	付加価値 ÷ 有形固定資産
BUNP	労働分配率
MAN	経営者持ち株比率
FOREIGN	外国人持ち株比率
PENSION	年金持ち株比率
EMP	従業員持ち株比率
MB	メインバンク持ち株比率(都長銀、地銀で最大株主の銀行)

<sup>6</sup> 尚、ガバナンス変数は TFP のみでなく、技術 ( $\alpha$ 、 $\beta$  の相対的な比率、つまり MRT) にも影響を及ぼす可能性がある。この問題に対応するためには動学的な影響を考慮できるトランス・ログ型の生産関数による推計が必要と考えられる。

<sup>7</sup> 収穫逡減である場合には、過少投資企業の  $\alpha$ 、 $\beta$  推計値よりも大きく、ガバナンス変数のパラメータに影響する可能性がある。

サンプルは 1990 年度～1998 年度の所有データ、財務データを用い、必要なデータが揃う 503 社である。表 2 は年度別の平均値、表 3 は各変数の記述統計量とクロスセクションでの相関マトリックスを示したものである。表 2 によれば、外国人持ち株比率 (FOREIGN)、年金持ち株比率 (PENSION) が増加基調にあり、本サンプル期間においては株主の相対的な交渉力が高まる方向にガバナンス構造が変化していたことがうかがえる。また、表 3 では FOREIGN、役員持ち株比率 (MAN)、の標準偏差が大きいこと、各ガバナンス変数間の相関で FOREIGN と PENSION との相関が比較的強いことなどが注目される。

表 2 年度別平均値の推移

年度	V_L	V_K	BUNP	EMP	MB	FOREIGN	PENSION	MAN
1990	1499	1.38	0.521	0.009	0.041	0.040	0.009	0.024
1991	1454	1.21	0.555	0.009	0.042	0.042	0.011	0.022
1992	1348	1.05	0.600	0.009	0.042	0.048	0.012	0.020
1993	1294	0.99	0.640	0.010	0.042	0.049	0.013	0.020
1994	1313	1.00	0.621	0.010	0.042	0.060	0.016	0.018
1995	1385	1.03	0.617	0.010	0.042	0.067	0.019	0.017
1996	1443	1.04	0.603	0.010	0.042	0.076	0.021	0.017
1997	1443	1.00	0.631	0.010	0.042	0.079	0.027	0.016
1998	1307	0.86	0.873	0.011	0.042	0.076	0.033	0.015

表 3 記述統計量と相関行列

_TYPE_	_NAME_	V_L	V_K	BUNP	EMP	MB	FOREIGN	PENSION	MAN
MEAN		1387.4	1.062	0.629	0.010	0.042	0.060	0.018	0.019
STD		848.9	0.614	0.922	0.008	0.010	0.066	0.016	0.042
N		4527	4527	4527	4527	4527	4527	4527	4527
CORR	V_L	1.000	0.041	-0.145	-0.038	0.003	0.170	0.071	0.014
CORR	V_K	0.041	1.000	-0.050	0.080	-0.016	-0.009	-0.071	0.031
CORR	BUNP	-0.145	-0.050	1.000	0.019	0.013	-0.040	-0.018	-0.027
CORR	EMP1	-0.038	0.080	0.019	1.000	0.010	-0.007	0.035	0.236
CORR	MB	0.003	-0.016	0.013	0.010	1.000	-0.067	-0.004	-0.002
CORR	FOREIGN	0.170	-0.009	-0.040	-0.007	-0.067	1.000	0.333	-0.040
CORR	PENSION	0.071	-0.071	-0.018	0.035	-0.004	0.333	1.000	-0.042
CORR	MAN	0.014	0.031	-0.027	0.236	-0.002	-0.040	-0.042	1.000

#### 4. 分析結果

まず表 4 は、収穫一定の制約を課さないコブ・ダグラス型生産関数の推計結果である。上半分は固定効果モデルによる推計結果であり、下半分はランダム効果モデルによる推計結果である。これによれば、従業員の交渉力の代理変数である、EMP、MB についてはいずれもパラメータが有意にマイナスである。また、前述の表 3 によれば、これらの変数と労働分配率との間にはプラスの相関関係が認められる。このことは従業員の交渉力が相対的に強い企業では、分配問題が外部効果に繋がるほど深刻になり、生産性を低めている可能性を示唆

している。換言すれば、ガバナンス構造が従業員の相対的な交渉力を高めうる場合には、短期的な従業員重視経営から企業の経営効率が低下しうることを示唆している。他方、FOREIGNのパラメータは有意にプラスとなっており、株主の交渉力が強い企業では、分配問題の偏りにより生産性が低下しないことを示している。次に生産の労働弾力性について見ると、 $\ln(L)$ の係数は固定効果モデルでは0.7近辺の値となっている。他方、前述の表2における労働分配率を見ると、60%台で推移している年が多く、2節で論じた条件に鑑みれば、サンプル全体において、平均的に過剰な労働分配が行われていたとは言い難い。そうした中で、従業員の交渉力が強い企業では過剰な労働分配による過少投資が生産性を低めていた可能性が示唆される。

他方、MANについては生産性を高める効果が鮮明に見られ、エージェンシー問題と生産性との間に明確な関係があることが分かる。実際、FOREIGNやEMPは経営者への規律付け効果を通じても生産性に影響を与えうるが、エージェンシー問題の観点からはFOREIGNは経営者に対する規律づけ効果を示す一方、EMPについてはエンタレチメント効果に繋がっている可能性もある。このため、分配問題とエージェンシー問題を区別するためには両方の変数を同時に用いた分析が必要であろう。このため、表4では全てのガバナンス変数を用いた推計結果も示しているが、上記とほぼ同様の傾向が捉えられている。

表4 推計結果(コブ・ダグラス型生産関数)

_METHOD_	_MODEL_	_NAME_	Intercept	ln_K	ln_L	EMP	MB	FOREIGN	PENSION	MAN
Fixed	L01	PARMS	6.02	0.07	0.72		-4.35			
Fixed	L01	t_val	33.58	3.02	17.81		-3.34			
Fixed	L02	PARMS	6.14	0.07	0.73		-6.68			
Fixed	L02	t_val	33.75	3.20	17.97		-4.85			
Fixed	L03	PARMS	5.90	0.07	0.72			0.51		
Fixed	L03	t_val	33.07	3.24	17.70			4.48		
Fixed	L04	PARMS	5.90	0.07	0.70				0.96	
Fixed	L04	t_val	32.77	3.27	17.02				2.71	
Fixed	L05	PARMS	5.94	0.08	0.73					1.51
Fixed	L05	t_val	33.35	3.55	18.03					4.16
Fixed	L06	PARMS	6.06	0.06	0.71	-5.30	-5.67	0.43	0.86	1.93
Fixed	L06	t_val	33.05	2.72	17.26	-3.90	-4.12	3.75	2.44	5.14
Random	L01	PARMS	5.67	0.21	0.80	-1.24				
Random	L01	t_val	51.26	14.34	44.81	-1.27				
Random	L02	PARMS	5.75	0.21	0.80		-2.49			
Random	L02	t_val	50.46	14.60	45.16		-2.83			
Random	L03	PARMS	5.61	0.21	0.79			0.69		
Random	L03	t_val	52.87	14.61	45.82			6.89		
Random	L04	PARMS	5.62	0.21	0.79				0.81	
Random	L04	t_val	52.22	14.73	45.35				2.41	
Random	L05	PARMS	5.63	0.21	0.80					0.82
Random	L05	t_val	52.15	14.72	45.49					3.62
Random	L06	PARMS	5.71	0.20	0.80	-1.56	-1.89	0.64	0.58	0.90
Random	L06	t_val	50.12	14.29	45.00	-1.55	-2.18	6.33	1.75	3.87

尚、上記の結果は逆の因果関係によりもたらされている可能性もある。そこで、ガバナンス変数についてラグを一期とり、因果関係の問題にある程度対処した分析も行ったが、PENSION以外の変数については表4と同様の傾向が捉えられた(結果は掲載せず)。尚、PENSIONについてはラグをとった分析ではパラメータの符号が反転しており、表4における結果が逆の因果関係によりもたらされている可能性があることを示唆している。

次に、表5は収穫一定を仮定して同様の分析を行ったもの。表4では収穫逡減の傾向が見られるが、このことは過少投資に陥っている企業では推計から得られた、K、Lのパラメータ

よりも限界生産性が高く、これによりガバナンス変数のパラメータ推計が偏っている可能性がある。表5はこの問題に対処して推計を行ったものであるが、表4とほぼ同じ傾向が捉えられる。

表5 推計結果（コブ・ダグラス型生産関数、収穫一定を仮定）

METHOD	MODEL	NAME	Intercept	ln_K_L	EMP	MB	FOREIGN	PENSION	MAN
Fixed	L01	PARMS	6.32	0.08	-3.69				
Fixed	L01	t_val	36.66	3.70	-2.83				
Fixed	L02	PARMS	6.43	0.08		-6.61			
Fixed	L02	t_val	36.86	3.81		-4.78			
Fixed	L03	PARMS	6.22	0.09			0.47		
Fixed	L03	t_val	36.40	3.89			4.08		
Fixed	L04	PARMS	6.24	0.09				0.46	
Fixed	L04	t_val	36.45	3.98				1.31	
Fixed	L05	PARMS	6.23	0.09					1.63
Fixed	L05	t_val	36.46	4.14					4.50
Fixed	L06	PARMS	6.42	0.08	-4.86	-5.63	0.40	0.36	2.03
Fixed	L06	t_val	36.52	3.50	-3.57	-4.07	3.45	1.03	5.38
Random	L01	PARMS	5.66	0.21	-1.13				
Random	L01	t_val	51.75	14.38	-1.16				
Random	L02	PARMS	5.74	0.21		-2.50			
Random	L02	t_val	50.75	14.62		-2.84			
Random	L03	PARMS	5.61	0.21			0.68		
Random	L03	t_val	53.52	14.75			6.95		
Random	L04	PARMS	5.61	0.21				0.83	
Random	L04	t_val	52.76	14.81				2.51	
Random	L05	PARMS	5.61	0.21					0.77
Random	L05	t_val	52.37	14.68					3.46
Random	L06	PARMS	5.70	0.20	-1.51	-1.87	0.65	0.59	0.88
Random	L06	t_val	50.77	14.42	-1.53	-2.17	6.50	1.79	3.92

以上のように、本稿の分析結果は、株主の交渉力が高い企業においては生産性が高まる一方、従業員の交渉力が強い企業では生産性が低くなる傾向を示すものとなった。この結果は株主の相対的な交渉力が強い場合には、外部効果が生じるほどに分配問題が偏らない一方、従業員の相対的な交渉力が強い場合には外部効果が生じるほどに分配問題が深刻となることを示唆している。

## 5. おわりに

以上で見てきたように、本稿の分析では、1990年代の日本企業では従業員の相対的な交渉力が強く、株主の交渉力が弱いようなガバナンス構造となっている企業において、短期的な従業員重視経営が過少投資に繋がり、生産性を低めていた可能性が示唆された。エージェンシー問題との峻別、技術への影響の考慮、因果関係の問題など残された研究課題はあるが、本稿の結果はガバナンス構造が経営者のエージェンシー問題のみでなく、分配問題（その背後にある残余をめぐる交渉力）への影響を通じて企業の経営効率に影響していることを示している。

他方、2節で論じたように、長期的な観点から意思決定を行うのであれば、株主重視か従業員重視かという問題はサープラス配分の問題に過ぎず、企業経営の経済効率性に影響しない<sup>8</sup>。これは長期的な株主価値最大化経営も、長期的なステイクホルダー重視経営も本質的に変わらないという議論にも通じる。しかし本稿が示したように、実際の企業経営は必

<sup>8</sup> 本稿では従業員の効用が賃金のみで決まると仮定しているが、実際の従業員の効用はもっと多様である。他方、株主の効用は同一と考えられ、このような効用の同一性が株主主権の根拠の一つともなっている。

ずしも長期的な視点で行われている保証はなく、ガバナンス構造による分配の変化が企業経営の効率性に影響しうる。リストラの反動と、昨今の景気拡大、労働市場の逼迫を背景に、今後は従業員の待遇を見直す動きが強まると考えられるが、従業員、株主双方の貢献に見合った付加価値の分配が望まれるところである。