

委員会設置会社導入の有無と 企業の現金等保有高の関係分析

— スチュワードシップ理論は日本企業の状況を適切に説明できるか —

Relationship Analysis between the Existence of Company with Committees and the Amount of Corporate Cash Holdings : Whether or not Stewardship Theory can properly Explain the Situation of Japanese Firms

青山学院大学大学院博士後期課程 林 順一

Graduate School of Aoyama Gakuin University
Junichi HAYASHI

要旨

米国では、心理学と社会学にルーツを持ち、経営者は自己実現を図るために合理的に行動する組織人であるとするスチュワードシップ理論が、コーポレート・ガバナンス研究に一定の影響を及ぼしている。本稿では、委員会設置会社導入の有無と企業の現金等保有高の関係分析という文脈において、スチュワードシップ理論に基づく仮説を検証することを通じて、スチュワードシップ理論が日本企業の状況を適切に説明できるか否かを検討した。

具体的には、被説明変数を現金等保有高、説明変数を委員会設置会社導入の有無とし、現金等の保有高に影響を及ぼすと考えられるその他の主な変数をコントロールして、回帰分析により両者の関係を分析した。その結果、委員会設置会社導入の有無と企業の現金等の保有高の間には有意な正の関係があることが示され、スチュワードシップ理論に基づく仮説と整合的な結果が得られた。

Abstract

In the USA, stewardship theory, which has an origin of psychology and sociology, and presumes manager as a rational and self-actualizing organization man, has some influence on corporate governance research.

In this paper, I examine whether or not stewardship theory can properly explain the situation of Japanese firms based on the analysis between the existence of company with committees and the amount of corporate cash holdings.

I employ regression analysis. In the analysis, the amount of corporate cash holdings places as an dependent variable, and the existence of company with committees and other relevant factors affecting the dependent variable place as independent variables. The result shows that there is a positive and significant association between the existence of company with committees and the amount of corporate cash holdings, which supports stewardship theory.

キーワード コーポレート・ガバナンス、
スチュワードシップ理論、
委員会設置会社

Key Words Corporate Governance,
Stewardship Theory,
Company with Committees

1. はじめに

我が国では1990年代後半以降、株式持ち合いの解消と外国人持株比率の増加といった株主構成の変化を背景として、コーポレート・ガバナンス改革を巡る議論が活発に行われてきた。そこでは、エージェンシー理論 (Jensen and Meckling, 1976) の考え方に基づく米国型ガバナンス形態の日本企業への適用という観点からの議論も行われた。具体的には、米国型ガバナンス形態においては、経営者と株主との間のエージェンシー問題を緩和する手段として、社外取締役による経営者に対するモニタリングが重視されるが、日本企業でも経営者を規律するために、社外取締役の導入を法律で強制すること、又は社外取締役を重視し米国型ガバナンス形態を模した委員会設置会社の導入を促進すること等が議論されてきた。しかしながら2010年9月時点において、東証上場企業の51.3%がまだ社外取締役に1名も置いておらず、また委員会設置会社の導入は東証上場企業の2.2%にとどまっている (東京証券取引所, 2011)。これは日本において、エージェンシー理論の考え方に基づく米国型のガバナンス形態が、必ずしも十分な支持を得ているわけではないことが原因であると考えられる。

米国におけるコーポレート・ガバナンスの議論は、エージェンシー理論に基づくものがその大半を占めるが、スチュワードシップ理論 (Donaldson and Davis, 1991, Davis, Schoorman and Donaldson, 1997)¹⁾ に基づく研究も一定の範囲で行われている。スチュワードシップ理論では、経営者は自己実現を図るために合理的に行動すると考え、社外取締役等によるモニタリングが行われなくても、経営者は自己実現目的に合うことから、自発的に企業業績の最大化等、株主利益に則した行動をとる (モニタリングが強すぎると、経営者のモチベーションが低下し、その結果株主利益に反する結果がもたらされることもある) と考える (スチュワードシップ理論

については次章で詳しく説明する)。米国と比較して、日本においてスチュワードシップ理論がよく当てはまるという研究もある (Lee and O'Neill, 2003)。

しかしながら、我が国においては、スチュワードシップ理論に基づくコーポレート・ガバナンスの実証研究が十分になされているようには見受けられない。そこで本稿では、委員会設置会社導入の有無と企業の現金等保有高の関係分析という文脈において、スチュワードシップ理論に基づく仮説を検証することを通じて、スチュワードシップ理論が日本企業の状況を適切に説明できるか否かについて検討することとする。

以下では、第2章でスチュワードシップ理論およびスチュワードシップ理論に基づく先行研究を概観したうえで、委員会設置会社導入の有無と企業の現金等保有高の関係に関する仮説を提示する。第3章で実証研究の枠組みを説明し、第4章で実証結果を分析する。そして、第5章で全体を総括し今後の課題を述べることとする。

2. 先行研究と仮説

2-1. スチュワードシップ理論

米国におけるコーポレート・ガバナンス研究の多くはエージェンシー理論に依拠しているが、これとは異なる理論に基づく研究もあり、その1つにスチュワードシップ理論に基づく研究がある (Daily, Dalton and Cannella, 2003)。

エージェンシー理論は経済学にルーツを持ち、経営者はエコノミックマンとして、専ら自己利益の最大化を図るために合理的に行動する者であるとする。そして経営者利益と株主利益とは必ずしも一致しないことから、経営者の行動を株主利益と一致させるために、取締役会 (社外取締役) や株主によるモニタリング、および経営者に対する金銭的インセンティブの付与等を重視する。

これに対してスチュワードシップ理論は、心理学と社会学にルーツを持ち、経営者は自

己実現を図るために合理的に行動する組織人 (Argyris, 1973) であり、マクレガーの X 理論 Y 理論における Y 理論タイプの人間、又はマズローの欲求階層説における高次元の欲求によって動機づけられる人間であるとする。したがって経営者は、自己実現を図り自らの効用を高めるため、自発的に企業業績を最大化するといった企業・組織目的達成に邁進するので、経営者の利益と株主利益とは一致する傾向にあると考える (例えば経営者の名声は企業業績と密接に関係する)。

このように考えると、取締役会(社外取締役)や株主によるモニタリングといった経営者に対するコントロールは不要となる。コントロールを強めると経営者のモチベーションが低下するなどの結果、企業目的達成にむしろ逆効果となる可能性がある。

2-2. 先行研究

スチュワードシップ理論による実証研究は、エージェンシー理論との比較において、ある一定の状況下、どちらの理論が現実をよりよく説明できるかという観点から行われてきた。主な先行研究は表1に列挙したとおりであるが、2つのタイプの説明変数が用いられている。第1のタイプは経営者(CEO)と取締役会議長の兼職(以下「CEO兼職」という)の有無や取締役の属性(社外取締役比率等)といった企業内部のコントロールメカニズムに着目するものである。エージェンシー理論の立場では、CEO兼職や低い社外取締役比率は経営者に対するコントロールを弱めるので、企業業績等の株主利益は低下すると考える。

スチュワードシップ理論の立場では、CEO兼職や取締役属性は株主利益に影響を及ぼさないこと、又はCEO兼職によって経営者のリーダーシップが増強されること、若しくは経営者と親密な取締役会メンバーが多数存在することによって取締役会の助言機能が効果的に発揮され、企業業績等の株主利益が向上すると考える。説明変数の第2のタイプは株主構成に着目する

ものである。

エージェンシー理論の立場では株式が分散している企業ほど経営者の支配力が強まり、株主利益に反する意思決定が行われるようになるので、企業業績等の株主利益は棄損すると考える。スチュワードシップ理論の立場では、株主構成は株主利益に影響を及ぼさない。また株式が分散されている企業ほど経営者はリーダーシップを発揮しやすくなるので、企業業績等の株主利益が向上すると考える。

CEO兼職を説明変数として、スチュワードシップ理論を支持する実証結果を得た研究としてドナルドソンらの研究 (Donaldson and Davis, 1991) がある。彼らはエージェンシー理論ではマクレガーの X 理論タイプの経営者を前提としていることから、株主利益を保護するためには経営者に対するコントロール強化が必要であり、CEOと取締役会議長の分離が求められるとする。他方、Y理論タイプの経営者を前提とするスチュワードシップ理論では、経営者は自己実現のため会社の利益・株主の利益に沿った行動をとるので、経営者のリーダーシップを発揮させる観点からむしろCEO兼職が求められるとした。そこで米国321社を対象として、CEO兼職企業とCEO非兼職企業の企業業績(ROE)の平均値を比較したところ、CEO兼職企業の企業業績の方が有意に高いことが示され、スチュワードシップ理論と整合的な結果が得られた。

CEO兼職及び取締役の属性を説明変数として、エージェンシー理論を支持する実証結果を得た研究としてデイリーらの研究 (Daily and Dalton, 1994) がある。彼らはエージェンシー理論の立場から、経営者に対するコントロールが弱い企業(CEO兼職、又は会社と関係のある取締役の比率が高い企業)の方が倒産する可能性が高いと考えた。そこで1972年から1982年に米国で倒産した57社とこれに対当する生存企業57社を対象とし、被説明変数を倒産の有無、説明変数をCEO兼職、又は会社と関係のある取締

表1 スチュワードシップ理論に関する先行研究

○第1のタイプの説明変数：CEO兼職、取締役属性

(1) スチュワードシップ理論支持

論文	対象国 対象年度	説明変数	被説明変数	実証結果
Donaldson and Davis (1991)	米国 1985-1987	CEO兼職	企業業績	CEO兼職企業の収益性の平均値は、CEO非兼職企業の収益性の平均値と比較して、有意に高い
Baysinger et al. (1991)	米国 1980-1983	内部取締役比率	R&D投資額	内部取締役比率が高い企業ほど、R&D投資額が多い傾向にある
Muth and Donaldson (1998)	オーストラリア 1994	CEO兼職 社外取締役比率	企業業績	取締役会の独立性が低いほど、企業業績が良好な傾向がある
Westphal (1999)	米国 1995	CEOと取締役の 親密度	企業業績	CEOと社外取締役が親密であるほど、取締役会の助言機能が発揮され、企業業績は向上する
Tian and Lau (2001)	中国 1996	CEO兼職 関係取締役比率	企業業績	CEO兼職企業ほど、また親会社関係取締役比率が高いほど、企業業績が良好な傾向がある
Johnson et al. (2004)	米国 1991	社内取締役比率	買収防衛 条項の数	社内取締役比率が高い企業ほど、買収防衛条項の数が少ない傾向にある

(2) エージェンシー理論支持

Daily and Dalton (1994)	米国 1972-1982	CEO兼職 関係取締役比率	倒産 (有無)	CEO兼職の企業ほど、また会社と関係のある取締役比率が高い企業ほど、倒産する傾向がある
Desai et al. (2003)	米国 1980-1995	CEO兼職	買収後の 企業価値	CEO兼職の企業ほど、買収後は企業価値 (株価) が低下する傾向がある

(3) どちらともいえない

Dalton et al. (1998)	メタ分析	CEO兼職 社外取締役比率	企業業績	取締役会構成、リーダーシップ構造 (CEO兼職) とも企業業績に影響を与えているとはいえない
----------------------	------	------------------	------	--

○第2のタイプの説明変数：株主構成

(1) スチュワードシップ理論支持

Fox and Hamilton (1994)	ニュージーランド 1985	株式の分散	多角化	株式分散の程度と多角化の程度の間には、有意な関係は示されない
Lane et al. (1998)	米国 1965 1980-1987	大株主の 持株比率	無関連分野 の買収・多 角化	大株主の持株比率は、企業の戦略的行動 (無関連分野の買収・多角化) には影響を与えない

(2) 国によって異なる

Lee and O'Neill (2003)	米国・日本 1995	大株主の 持株比率	R&D投資額	米国：エージェンシー理論と整合的 日本：スチュワードシップ理論と整合的
------------------------	---------------	--------------	--------	--

(注) 同一論文内に複数の実証研究が説明されている場合、本稿の主旨に合う代表的な実証研究の内容を記載。

役の比率として、ロジット分析を行ったところ、CEO兼職企業、又は会社と関係のある取締役比率が高い企業ほど倒産する傾向にあることが示され、エージェンシー理論と整合的な結果が得られた。

第2のタイプの説明変数である株主構成に着目した実証研究にフォックスらの研究 (Fox and Hamilton, 1994) がある。企業の多角化に関して、エージェンシー理論では株主が分散して所有と経営が分離すると、経営者は専ら自ら

の利得 (経営破綻による経営者の解雇リスクの削減、又は規模拡大による経営者報酬の増大等) を図るために多角化する。したがって、多角化は企業の収益性低下をもたらす株主利益に反することになる。

他方、スチュワードシップ理論では、経営者は株主利益のため、収益性が低い分野への依存度を低下させ、収益性が高く安定した分野に進出するために多角化する。したがって、多角化は企業の収益性向上をもたらす株主利益に資す

ることになる。以上のように考え、まずニュージーランド上場96社を対象として、株式分散の程度と多角化の程度との関係を分析したところ、両者の間に有意な関係は示されず、エージェンシー理論を支持しない結果が示された。次に1980年から1985年に多角化を進めた13社を対象にして多角化前の収益性(ROA)を分析したところ、それらの企業の実質収益性(平均)はマイナスであった。これは、収益悪化への対応策として、経営者は多角化を進めたという考え方と整合的である。すなわちニュージーランド企業が多角化したのは、企業の所有と経営が分離した(経営者支配が強化された)ためではなく、それらの企業の経営者が業績を改善しようとしたためであるという考え方と整合的な結果が示された。この結果はスチュワードシップ理論と整合的である。

国の文化は経営者の考え方・行動に影響を与えるので、同じ変数間の関係でも国が異なれば適合する理論も異なると考えた研究にリーらの実証研究(Lee and O'Neill, 2003)がある。彼らはエージェンシー理論の考え方は全ての国に当てはまるのではなく、英米に特有なものであると考えた。すなわち国の文化は経営者の考え方・行動に重要な影響を与えるので、集団主義の文化を有している日本ではスチュワードシップ理論がよりよく適合する可能性があると考えた。そしてR&D投資はリスクが高くかつ効果がすぐには現われないので、エージェンシー理論の考え方が当てはまる米国において、エージェンシー問題が深刻な場合には、R&D投資額が少ない(R&D投資は企業の長期的利益向上に重要であるが、短期的にはコスト増となり、かつリスクが高いので、自己保身を図る経営者はR&D投資に消極的となる)。すなわち大株主の持株比率が高く、エージェンシー問題が緩和された企業の方がR&D投資額が多い。他方、スチュワードシップ理論が当てはまる日本においては、株主と経営者の利益が一致しているので、大株主の持株比率とR&D投資額の間には有意

な関係は見られないと考えた。そこで米国1,044社、日本270社を対象として、大株主の持株比率と売上高に対するR&D投資額の比率の関係を分析したところ、米国のデータでは両者の間に有意な正の関係が示されたが、日本のデータでは有意な関係は示されず、仮説と整合的な結果が得られた。

2-3. 仮説

先行研究では、エージェンシー理論/スチュワードシップ理論の妥当性を検討する際に用いる変数として、説明変数にCEO兼職、被説明変数に企業業績を用いることが多い。しかし本稿ではこれらの変数は用いないことにするので、その理由を述べておく。説明変数のCEO兼職については、2010年9月時点での東証上場企業における社長の取締役会議長兼職比率は80.2%であるが、非兼職企業のほとんどは前社長である会長が取締役会議長を兼職している(東京証券取引所, 2011)ことから、社長と取締役会議長の兼職の有無が、株主の立場からの経営者に対するコントロールの強弱に強い影響を与えているとは必ずしもいえない(米国ではCEO非兼職の場合の取締役会議長には、通常社外取締役が就任することから、エージェンシー理論の立場に立つと、CEO非兼職の場合には、株主の立場からの経営者に対するコントロールが強化される)。日本企業に限ったことではないが、被説明変数の企業業績は様々な要因の影響を受けるので、説明変数以外の企業業績に影響を与える主な要因を全てコントロールすることは容易なことではない。

前述の理由から本稿では説明変数を委員会設置会社導入の有無、被説明変数を現金等保有高として両者の関係を分析する。そこで、これらの変数について述べておく。まず説明変数について検討する。委員会設置会社は2002年の商法改正によって導入された制度で(会社法施行に伴い、委員会等設置会社から委員会設置会社に名称が変更された)、社外取締役が経営者をモニタリングする米国型のガバナンス形態であ

る。企業は従来型の監査役設置会社形態と委員会設置会社形態を選択することができるが、ソニーやオリックス等、社外取締役の経営者に対するモニタリング機能の必要性を強く認識した企業が委員会設置会社を選択した経緯がある。このように、委員会設置会社は、エージェンシー理論に基づき経営者に対する規律を強化したガバナンス形態であるといえる。

次に現金等保有高であるが、企業における必要以上の現金等の保有は、株主持分利益率(ROE)を悪化させる等、株主利益を棄損する。従って株主利益を重視する経営者は、必要以上の現金等は保有しない。また一部の外国人機関投資家等は日本企業に対して、株主利益を重視する観点から、株主還元(配当・自社株買い)の拡充等により現金等保有高を圧縮することを求めている(例えばACGA, 2008)。このように、必要以上の現金等を保有しないことは、株主重視の表れであると考えることができる。

以上の事実をエージェンシー理論の立場から検討すると、委員会設置会社では経営者に対するモニタリングが強化されており、経営者は株主利益を重視して行動する。従って、他の要件が一定であれば、委員会設置会社の現金等保有高は、監査役設置会社と比較して少ない。

次にステュワードシップ理論の立場から検討する。経営者はモニタリングの強弱にかかわらず株主利益を重視して行動するので、監査役設置会社においても委員会設置会社と同様、現金等保有高を圧縮する。さらに、株主を重視したガバナンス形態であると一般的に言われている委員会設置会社形態を採用していない分、監査役設置会社の経営者は、より積極的に株主還元を行い、現金等保有高を圧縮することを通じて、株主重視の姿勢を示す傾向がある。

本稿では、リーらの実証研究(Lee and O'Neill, 2003)において、日本の経営者の行動がステュワードシップ理論と整合的であることが示された点、および日本の代表的経営者がステュワードシップ理論と整合的な発言をしている²⁾

点を踏まえ、ステュワードシップ理論の立場から、以下の仮説の妥当性を検証することとする。

仮説：他の要件が一定であれば、委員会設置会社は監査役設置会社と比較して、現金等保有高が多い。

3. 実証研究の枠組み

本稿では被説明変数を現金等保有高、説明変数を委員会設置会社導入の有無とし、現金等保有高に影響を及ぼすと考えられるその他の主な変数をコントロールして、回帰分析により、現金等保有高と委員会設置会社導入の有無との関係を分析する。そこで本章では、サンプルと分析モデルを説明したうえで、被説明変数、説明変数およびコントロール変数について、その内容と変数として用いる理由とを説明する。

3-1. サンプルと分析モデル

サンプルは、上場企業(2009年度、2010年度とも上場している企業)3,335社(金融・保険業を除く)³⁾であり、クロスセクションデータを用いて回帰分析を実施する(データは日経NEES-Cgesデータベースから作成)。分析モデルは、以下に示すとおりである。

[分析モデル]

$$\begin{aligned} SFND = & a + \beta_1 COMM + \beta_2 HITA + \beta_3 PBR \\ & + \beta_4 LNAS + \beta_5 CFAS + \beta_6 DASS \\ & + \beta_7 FRGN + \beta_8 IND1 + \beta_9 IND2 \\ & + \beta_{10} IND3 + \beta_{11} IND4 + \beta_{12} IND5 \\ & + \beta_{13} IND6 + \beta_{14} IND7 + \beta_{15} IND8 \end{aligned}$$

被説明変数のSFNDは売上高流動性比率(現金等保有高)、説明変数のCOMMは委員会設置会社導入の有無(有=1のダミー変数)、HITAは日立グループ所属の有無(委員会設置会社に占める日立グループの企業数が多く、かつ他の委員会設置会社とは異なる特徴を有している)、コントロール変数に加えた：有=1の

ダミー変数)、PBRは株価純資産倍率(成長性)、LNASは総資産の対数値(企業規模)、CFASは営業CF総資産比率(キャッシュフロー)、DASSは負債比率、FRGNは外国人持株比率である。これに業種ダミー(IND1~IND8)を加えて業種間の調整を行う。業種区分は証券コード協議会の大分類を用い、金融・保険業はサンプルから除き、サービス業は業種ダミーを付与しないことで区分した。SFNDは2010年度の数値(但し4月決算企業は2011年4月期の数値)、その他の変数は2009年度又は2010年度初の数値(但し4月決算企業は2010年4月期の数値)である。

なお、被説明変数、説明変数およびコントロール変数の定義は表2に、基本統計量は表3に、相関係数は表4にそれぞれ記載のとおりである。

3-2. 被説明変数

本稿では現金等保有高を示す被説明変数として、ハーフォード(Harford, 1999)の先行研究に倣い、売上高流動性比率((現預金+有価証券+投資有価証券)/売上高)を用いる。分子に有価証券及び投資有価証券を含めるのは、企業は余剰資金の長期運用を有価証券への投資によって行うことが多いからである。分母に売上高を用いるのは、企業は売上高の一定比率を現金等の流動性資産として保有することが必要だから

である。なお必要とされる売上高流動性比率は業種によって異なることから、業種ダミーを用いて業種の影響をコントロールする。

3-3. 説明変数

説明変数として委員会設置会社導入の有無(有=1のダミー変数)を用いる。米国の上場会社では、取締役会の構成員の大多数は、業務執行に関与しない社外取締役で構成され、主として経営者の業務執行のモニタリングを行っている(このコーポレート・ガバナンスの形態はモニタリング・モデルと呼ばれる)。このような米国型のガバナンス形態に倣い、2002年の商法改正で導入されたのが委員会設置会社である。委員会設置会社は、社外取締役が過半数を占める指名・監査・報酬の3委員会が強権を有し、業務執行を担う執行役をモニタリングする、一種のモニタリング・モデルに基づく機関形態である(江頭, 2010)。企業は委員会設置会社か、従来型のガバナンス形態である監査役設置会社かを選択できるが、委員会設置会社を選択した企業では、社外取締役による経営者に対するモニタリングが強固である。

2010年6月時点の委員会設置会社導入企業(上場企業)は50社、うち日立グループ企業が10社を占める。日立グループ企業は、親会社出身者が子会社の社外取締役の半数以上を占め、ま

表2 被説明変数・説明変数・コントロール変数の定義

○被説明変数

変数名	略称	定義
売上高流動性比率	SFND	(現預金+有価証券+投資有価証券)/売上高

○説明変数・コントロール変数

変数名	略称	定義
委員会設置会社	COMM	委員会設置会社に1を与えるダミー変数
日立グループ	HITA	委員会設置会社形態をとる日立グループ企業に1を与えるダミー変数
株価純資産倍率	PBR	株式時価総額/自己資本
総資産の対数値	LNAS	総資産の自然対数値
営業CF総資産比率	CFAS	営業キャッシュフロー/総資産
負債比率	DASS	負債/総資産
外国人持株比率	FRGN	外国人の持株比率
業種ダミー	IND1~ IND8	9業種に対してIND1~IND8を付与(1業種は業種ダミーを付与しないことで区分)

表3 基本統計量

(1) 委員会設置会社(除く日立グループ)

変数名	略称	平均値	中央値	最大値	最小値	標準偏差
売上高流動性比率	SFND	0.606	0.247	6.166	0.01923	1.069
株価純資産倍率	PBR	1.931	1.363	12.810	0.241	2.132
総資産の対数値	LNAS	10.989	10.727	16.302	6.715	2.438
営業CF総資産比率	CFAS	9.984	8.840	95.515	-23.263	16.408
負債比率	DASS	49.686	52.415	84.050	2.77	24.127
外国人持株比率	FRGN	23.374	19.765	81.770	0	23.503

(2) 委員会設置会社(日立グループ)

変数名	略称	平均値	中央値	最大値	最小値	標準偏差
売上高流動性比率	SFND	0.089	0.086	0.146	0.02226	0.039
株価純資産倍率	PBR	1.310	1.274	1.938	0.521	0.441
総資産の対数値	LNAS	12.768	12.708	16.057	10.666	1.443
営業CF総資産比率	CFAS	9.242	8.506	18.440	4.139	4.410
負債比率	DASS	51.426	52.445	74.660	33.75	12.758
外国人持株比率	FRGN	15.435	12.865	35.700	5	8.756

(3) 監査役設置会社

変数名	略称	平均値	中央値	最大値	最小値	標準偏差
売上高流動性比率	SFND	0.322	0.202	22.274	0	0.635
株価純資産倍率	PBR	1.195	0.796	107.583	0.152	2.619
総資産の対数値	LNAS	10.269	10.116	17.185	4.663	1.677
営業CF総資産比率	CFAS	6.342	6.627	74.461	-154.090	9.270
負債比率	DASS	49.937	50.790	99.010	1.54	21.622
外国人持株比率	FRGN	7.388	2.730	90.920	0	10.659

(注1) 総資産の対数値は百万円表示。営業CF総資産比率、負債比率、外国人持株比率は%表示。その他は実数での表示。

(注2) 業種ダミーの基本統計量は記載省略。

表4 相関係数

	SFND	COMM	HITA	PBR	LNAS	CFAS	DASS	FRGN
SFND	1							
COMM	0.034	1						
HITA	-0.020	0.445	1					
PBR	0.024	0.028	0.002	1				
LNAS	-0.069	0.077	0.080	-0.088	1			
CFAS	-0.091	0.045	0.017	-0.063	0.151	1		
DASS	-0.277	0.001	0.004	0.111	0.176	-0.080	1	
FRGN	0.073	0.159	0.039	0.050	0.541	0.120	-0.130	1

(注) 業種ダミーに係る相関係数の記載は省略。

た子会社の経営者が親会社の取締役を兼職する等、ソニーやオリックスといった他の委員会設置会社とは異なる運用を行っている。全体に占める割合も2割と高いことから、日立グループ企業の影響を調整するため日立グループ所属企

業に1を与えるダミー変数をコントロール変数に加えた。

3-4. コントロール変数

現金等保有高に影響を与える変数として、先行研究での主な変数である、成長性、企業規模、

キャッシュフロー、負債比率、外国人持株比率および業種をコントロール変数として用いる(先行研究の概要は表5参照)⁴⁾。企業は成長可能性が高いほど、資金制約による投資機会の逸失を避けようとして、現金等を多く保有する傾向がある。実際ハーフォード(Harford, 1999)を始めとする多くの先行研究で、現金等保有高と成長性の間に、有意な正の関係が示されている。また先行研究では時価簿価比率を成長性の代理変数としたものが多い。これらを踏まえ、成長

持しておく必要性は低い。実際、オズカンらの先行研究(Ozkan and Ozkan, 2004)では、現金保有高とキャッシュフローの間に有意な負の関係が示された。そこでキャッシュフロー(営業CF総資産比率を代理変数とする)をコントロール変数とする。

負債比率の高い企業は、支払利息等を軽減するため資金管理を厳格化するので、現金等保有高を圧縮する傾向がある。実際フェレイラらの研究(Ferreira and Vilela, 2004)およびその他

表5 現金等保有高に関する先行研究

論文	対象国 対象年度	有意な関係を示す主な変数
Harford (1999)	米国 1950-1994	成長性(+)、CFのボラティリティ(+)
Opler et al. (1999)	米国 1971-1994	成長性(+)、企業規模(-)、CF(+)、負債比率(-)
Mikkelsen and Partch (2003)	米国 1986-1991	成長性(+)、企業規模(-)
Ozkan and Ozkan (2004)	英国 1984-1999	成長性(+)、CF(-)、負債比率(-)、銀行借入比率(-)
Ferreira and Vilela (2004)	欧州12カ国 1987-2000	成長性(+)、企業規模(-)、CF(+)、負債比率(-)
堀・安藤・齊藤 (2010)	日本 1982-2005	成長性(+)、企業規模(-)、CF(+)、銀行借入比率(-)

(注1) 論文中に複数の分析がある場合は、代表的な分析の変数を示す。

(注2) 変数名の後の(+)は正の関係、(-)は負の関係を示す。

(注3) CFはキャッシュフローの略。

性(株価純資産倍率(PBR)を代理変数とする)をコントロール変数とする。

企業規模が大きいほど事業リスクが分散され、銀行等からの資金調達余力が高まることから、手元資金を保有する必要性は低下する。実際オプラーらの先行研究(Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson, 1999)およびその他の先行研究で、現金等保有高と企業規模の間に有意な負の関係が示されている。また総資産の対数値を企業規模の代理変数としている先行研究も多い。これらを踏まえ、企業規模(総資産の対数値を代理変数とする)をコントロール変数とする。

営業キャッシュフロー創出能力が高い企業は、時間の経過とともにキャッシュフローを生み出すことができるので、余分な手元資金を保

の先行研究で、現金等保有高と負債比率の間に、有意な負の関係が示されている。そこで負債比率をコントロール変数とする。

外国人投資家の一部は、日本企業の現金等保有高は過大であり、配当や自社株買いによって余剰な現金等を株主に還元すべきであると強く主張している(例えばACGA, 2008)。外国人持株比率が高い企業は、このような要請に対応して現金等保有高を圧縮する可能性があるため、外国人持株比率をコントロール変数とする。また業種毎に必要な現金等保有高は異なると考えられるため、業種ダミーを用いて業種の影響をコントロールする。

4. 実証研究の結果

委員会設置会社導入の有無と現金等保有高(売上高流動性比率)の関係に関する推定結果は表6に示されるとおりである⁵⁾。分析モデルとして、成長性(株価純資産倍率)、企業規模(総資産の対数値)、キャッシュフロー(営業CF総資産比率)、負債比率、外国人持株比率、業種および日立グループ所属の有無をコントロールしたうえで、委員会設置会社導入の有無と売上高流動性比率の関係を推定した。その結果、委員会設置会社の係数は有意に正であることが示

すなわち、成長性が高く、外国人持株比率が高い企業ほど現金等をより多く保有する傾向があり、営業キャッシュフロー創出力が高く、負債比率が高い企業ほど現金等の保有高が少ない傾向があることが示された。外国人持株比率以外の変数は、先行研究の結果と概ね整合的である。外国人持株比率については想定とは逆の結果となったが、これは、外国人持株比率が高くて、企業は必ずしも外国人投資家の要請に沿って株主還元を実施し、現金等保有高を圧縮するわけではないことを示している。なお業種のうち、商業は売上高に対して現金等保有高が少な

表6 委員会設置会社と現金保有高(売上高流動性比率)の関係に関する推定結果

説明変数・ コントロール変数	略称	売上高流動性比率(SFND)		
		係数	t値	
定数項	C	0.891	11.605	***
委員会設置会社	COMM	0.265	2.726	***
日立グループ	HITA	-0.456	-2.134	**
株価純資産倍率	PBR	0.009	2.175	**
総資産の対数値	LNAS	-0.011	-1.286	
営業CF総資産比率	CFAS	-0.009	-7.933	***
負債比率	DASS	-0.008	-15.701	***
外国人持株比率	FRGN	0.003	2.325	**
業種1(水産・農林業)	IND1	-0.120	-0.623	
業種2(鉱業)	IND2	0.329	1.522	
業種3(建設業)	IND3	-0.025	-0.437	
業種4(製造業)	IND4	-0.002	-0.046	
業種5(電気・ガス業)	IND5	0.051	0.399	
業種6(運輸・情報通信業)	IND6	0.028	0.651	
業種7(商業)	IND7	-0.147	-3.633	***
業種8(不動産業)	IND8	0.437	6.553	***
サンプル数	3,335			
自由度修正済決定係数	0.120			

(注)***、**は、それぞれ回帰係数が1%、5%水準で有意であることを示す。

された。この実証結果は仮説と整合的である。すなわち、委員会設置会社導入の有無と企業の現金等保有高の関係においては、スチュワードシップ理論と整合的な結果が得られた。

またコントロール変数のなかで、株価純資産倍率および外国人持株比率が売上高流動性比率に対して有意に正であることが示され、営業CF総資産比率および負債比率が売上高流動性比率に対して有意に負であることが示された。

く、不動産業は現金等保有高が多い傾向にあること、また日立グループ企業は現金等保有高が少ない傾向にあることが示された。

頑健性を確認する観点から、過去2期分のデータを用いた分析(2009年度の被説明変数に対して2008年度の説明変数・コントロール変数を用いた分析、2008年度の被説明変数に対して2007年度の説明変数・コントロール変数を用いた分析)を行った。これらの分析においても同

様に、委員会設置会社の係数は売上高流動性比率に対して有意に正であることが示された(売上高流動性比率とその他の変数の関係も同様であった)(実証結果は省略)。

5. おわりに

本稿では、スチュワードシップ理論が日本企業の状況を適切に説明できるか否かを検討する観点から、委員会設置会社導入の有無と企業の現金等保有高の関係に着目し、成長性、企業規模、キャッシュフロー、負債比率、外国人持株比率および業種等に関する変数をコントロールしたうえで、両者の関係を分析した。実証結果は、委員会設置会社は監査役設置会社(委員会非設置会社)と比較して、現金等の保有高が多いという仮説と整合的であった。これはスチュワードシップ理論を支持する結果である。

なお、この他にも、成長性が高く、外国人持株比率が高い企業ほど現金等をより多く保有する傾向があり、営業キャッシュフロー創出力が高く、負債比率が高い企業ほど現金等保有高が少ない傾向があることが示された。これらは、外国人持株比率を除き、先行研究の結果と概ね整合的であった。

本稿の分析は、委員会設置会社導入の有無と現金等保有高の関係分析という文脈において、日本の経営者の行動がスチュワードシップ理論と整合的であるという仮説を検証したものである。人間の行動は単純に割り切れるものではなく、経営者は自らの置かれた状況によって、エージェンシー理論が想定する行動をとることもあれば、スチュワードシップ理論が想定する行動をとることもあるという可能性も否定できない。本稿とは異なる変数間の関係を検証して、スチュワードシップ理論が、日本企業のコーポレート・ガバナンスを巡るどの範囲の状況を適切に説明できるかについての検討は、今後の課題といたしたい。

[注]

- 1) スチュワードシップ理論を丁寧に整理したものと柏木の研究(柏木, 2005)がある。スチュワードとは、もともと国王や領主に代わり事務を取り仕切るもの(執事)を意味する概念である。
- 2) キャノンの御手洗会長兼社長は、株主重視の経営を指向しつつも社外取締役の導入に否定的で、日本においては、社内役員の高い倫理観と使命感に依拠した、日本型のガバナンス形態が尤も適切であると主張する(御手洗他, 2003, 6頁。御手洗, 2008, 16頁)。この考え方はスチュワードシップ理論と整合的である。
- 3) 金融・保険業においては、現金等を金融業務遂行のために保有するので、他業種の企業と現金等保有目的が異なる。したがって、サンプルから金融・保険業を除いた。
- 4) 企業の現金等保有高の決定要因分析に関する展望論文として、砂川らの論文がある(砂川・畠田・山口, 2006)。
- 5) 回帰分析に際しては、ホワイトの検定により、有意水準5%で分散均一の帰無仮説は棄却されなかったことから、ホワイトの修正等を行わなかった。多重共線性の問題の有無を分散拡大要因(variance inflation factor)(以下「VIF」という)でみると、各変数のVIFが1.03~3.16の範囲内にあることから、多重共線性の問題はないと考えられる。

[参考文献]

- ACGA. “ACGA White Paper on Corporate Governance in Japan”, White Paper, May 2008. (http://www.acga-asia.org/public/files/Japan%20WP_%20May2008.pdf).
- Argyris, C. “Organization Man: Rational and Self-Actualizing,” *Public Administration Review*, Vol. 33 No. 4, July/August 1973, pp. 354-357.
- Baysinger, B. D., Kosnik, R. D. and Turk, T. A. “Effects of Board and Ownership Structure on Corporate R&D Strategy,” *Academy of*

- Management Journal, Vol. 34 No. 1, March 1991, pp. 205-214.
- Daily, C. M. and Dalton, D. R. "Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure," *Academy of Management Journal*, Vol. 37 No. 6, December 1994, pp. 1603-1617.
- Daily, C. M., Dalton, D. R. and Cannella, A. A. "Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data," *Academy of Management Review*, Vol. 28 No. 3, July 2003, pp. 371-382.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand A. E. and Johnson, J. L. "Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance," *Strategic Management Journal*, Vol. 19 No. 3, March 1998, pp. 269-290.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D. and Donaldson, L. "Toward a Stewardship Theory of Management," *Academy of Management Review*, Vol. 22 No. 1, January 1997, pp. 20-47.
- Desai, A., Kroll M. and Wright, P. "CEO Duality, Board Monitoring, and Acquisition Performance: A Test of Competing Theories," *Journal of Business Strategies*, Vol. 20 No. 2, Fall 2003, pp. 137-156.
- Donaldson, L. and Davis, J. H. "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns," *Australian Journal of Management*, Vol. 16 No. 1, June 1991, pp. 49-64.
- Ferreira, M. A. and Vilela, A. S. "Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries," *European Financial Management*, Vol. 10 No. 2, June 2004, pp. 295-319.
- Fox, M. A. and Hamilton, R. T. "Ownership and Diversification: Agency Theory or Stewardship Theory," *Journal of Management Studies*, Vol. 31 No. 1, January 1994, pp. 69-81.
- Harford, J. "Corporate Cash Reserves and Acquisitions," *The Journal of Finance*, Vol. 54 No. 6, December 1999, pp. 1969-1997.
- Hernandez, M. "Toward an Understanding of the Psychology of Stewardship," *Academy of Management Review*, Vol. 37 No. 2, April 2012, pp. 172-193.
- Jensen, M.C. and Meckling, W. H. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4, October 1976, pp. 305-360.
- Johnson, J. L., Ellstrand, A. E., Dalton, C. M. and Dalton, D. R. "A Fine-Grained Analysis of Director Dependence: Examining Board Composition in Detail," *Journal of Business Strategies*, Vol. 21 No. 2, Fall 2004, pp. 111-132.
- Knapp, J. R., Dalziel, T. and Lewis, M. W. "Governing Top Managers: Board Control, Social Categorization, and Their Unintended Influence on Discretionary Behaviors," *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 19 No. 4, July 2011, pp. 295-310.
- Lane, P. J., Cannella, A. A. and Lubatkin M. H. "Agency Problems as Antecedents to Unrelated Mergers and Diversification: Amihud and Lev Reconsidered," *Strategic Management Journal*, Vol. 19 No. 6, Jun 1998, pp. 555-578.
- Lee, P. M. and O' Neill, H. M. "Ownership Structures and R&D Investments of U.S. and Japanese Firms: Agency and Stewardship Perspectives," *Academy of Management Journal*, Vol. 46 No. 2, April 2003, pp. 212-225.
- Mikkelsen, W. H. and Partch, M. M. "Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance ?," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38 No. 2, June 2003, pp. 275-294.

- Muth, M. M. and Donaldson, L. "Stewardship Theory and Board Structure: A Contingency Approach," *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 6 No. 1, January 1998, pp. 5-28.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. and Williamson, R. "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings," *Journal of Financial Economics*, Vol. 52 No. 1, April 1999, pp. 3-46.
- Ozkan, A. and Ozkan N. "Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28 No. 9, September 2004, pp. 2103-2134.
- Sundaramurthy, C. and Lewis, M. and M. "Control and Collaboration: Paradoxes of Governance," *Academy of Management Review*, Vol. 28 No. 3, July 2003, pp. 397-415.
- Tian, J. J. and Lau, C. "Board Composition, Leadership Structure and Performance in Chinese Shareholding Companies," *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 18 No. 2, June 2001, pp. 245-263.
- Westphal, J. D. "Collaboration in the Boardroom: Behavioral and Performance Consequences of CEO-Board Social Ties," *Academy of Management Journal*, Vol. 42 No. 1, February 1999, pp. 7-24.
- 砂川伸幸、畠田敬、山口聖 「ペイアウトと現金保有」『証券アナリストジャーナル』日本証券アナリスト協会、第44巻第7号、2006年7月、6-20ページ。
- 江頭憲治郎『株式会社法』有斐閣、2010年、第3版第3刷、357-358ページ。
- 柏木仁「スチュワードシップ理論：性善説に基づく経営理論—理論の解説、先行研究の整理、今後の研究の方向性—」『経営行動科学』経営行動科学学会、第18巻第3号、2005年7月、235-244ページ。
- 東京証券取引所『東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書 2011』東京証券取引所上場部、2011年、15-18ページ。
- 堀敬一、安藤浩一、齊藤誠「日本企業の流動性資産保有に関する実証研究—上場企業の財務データを用いたパネル分析—」『現代ファイナンス』日本ファイナンス学会、No.27、2010年3月、3-24ページ。
- 御手洗富士夫、宮原賢次、吉井毅、神田秀樹、中村芳夫「特集座談会 進化するコーポレート・ガバナンス—商法改正と事業形態の多様化—」『経済Trend』日本経済団体連合会、第51巻第8号、2003年8月、6-15ページ。
- 御手洗富士夫「日本的経営から世界へ—グローバル経済下のコーポレート・ガバナンスのあり方」『監査役』日本監査役協会、No.542、2008年6月、4-31ページ。