

解題

－いまなぜ企業統治が問題なのか－

早稲田大学 商学部 教授 ファイナンス総合研究所 副所長／
ハーバード大学 ライシャワー研究所 客員研究員 宮島 英昭
miyajima@waseda.jp

1. はじめに

1980年代後半には、株式の安定保有構造、企業と銀行の密接な関係、内部昇進者からなる取締役会などの特徴的なシステムを持つ日本型企業のパフォーマンスが内外の注目を集めた。海外の研究者は、米国型企业と異なる日本企業のユニークな特徴を強調し、そこに日本企業の高いパフォーマンスの根拠を求めた(Abegglen and Stalk 1985、Porter 1992)。他方、青木は、その一連の著作(Aoki 1988, 1990)を通じて、一見欧米企業とは異なる日本企業の制度的特徴が、実は、各国の企業が共通に直面する課題に対する異なった解決方法であると解釈して定式化した。もっとも、日本企業が、内外の注目を集めたまさにその時点で、実は日本の企業システム、ないし日本型の企業統治構造は静かにその機能を転じていた。

80年代後半の資産価格バブルの下で、それまで日本企業の成長志向的な行動を支えてきた株式相互持合いやメインバンク・システムは、企業の過剰投資を増幅する一因となった。また、資本市場からの圧力が弱く、取締役会が内部昇進者によって構成される傾向が強いという日本企業の特徴は、従業員の利益を過度に保護する傾向をもち、90年代に要請された事業再組織化の一つの障害になったとも指摘されている(Morck and Yeung 2001)。

さらに、90年代に入ると、日本型と呼ばれた企業統治構造が徐々に変化を示し始めた。資金調達行動の変化とその結果として生じた資本構成の変化は、すでに80年代から進展していたが、90年代に入ると株式所有構造にも変化がみられるようになり、95年を境に株式相互持合いの解消が急ピッチで進むこととなった。銀行危機が発生した97年からは、新たな外部環境に対応するため、企業が自発的に取締役会などの組織改革の取り組みを開始し、制度的にこれを促進する措置がとられた。97年には独占禁止法が改正されて、持株会社の利用が可能となり、98年からは商法改正が段階的に試みられ、02年には、経営の執行機能と監督機能が分化した取締役会への選択的な移行を可能とする大改正が実施された。

しばしば「失われた10年」と呼ばれる90年代前半から00年代初頭にかけて、日本企業の統治構造に発生した変化は大きい。そのマグニチュードは、日本経済の歴史の中では、戦時から戦後

改革期の変化に匹敵する⁽¹⁾。現在、日本企業、あるいは政府は、外部環境の変化に対応した望ましい企業統治構造を求めて、大規模で多様な実験を試みているが、03年半ばからの景気回復は、そうした企業の改革への努力が次第に実を結び始めたとみることもできる。

もともと、米国型か日本型かといった将来の日本企業の統治構造をめぐる議論が活発に展開される半面で、急速に変化する日本企業の統治構造を決定している要因は何か、あるいは企業統治構造の差は本当に企業パフォーマンスに影響を与えているのかといった基本的な点に関してすら、十分な実証分析が試みられていない⁽²⁾。変貌しつつある日本企業の統治構造に関しては、いまだ明確な全体像が描かれていないのである。この点を解明するために、早稲田大学ファイナンス研究所（現、ファイナンス総合研究所）とニッセイ基礎研究所は、2001年4月より共同してコーポレート・ガバナンス研究会を組織し、ニッセイ基礎研究所が86年以来蓄積してきた株式相互持合いに関するデータや、ファイナンス研究所が作成を試みていた厳密な資本ストックの推計などのデータを基礎に、企業統治に関連する包括的なデータベースを構築する一方、共通のインフラに基づき、月例の研究会を開催して実証分析に取り組んできた⁽³⁾。同研究会が解明を試みたのは、具体的には、以下の一連の問いである。

- 1) 安定株主やメインバンク、内部昇進者からなる取締役会の構成といった、これまで日本型と呼ばれた企業統治構造は、90年代に入っていかに変化しているのか。たとえば、①株式所有構造や資本構成などの企業統治を規定する変数はいかに変化し、それはどのような要因によってもたらされたのか。また、②ストックオプションや社外取締役の導入などの一連の取締役会改革は、現在どこまで進展し、どのような要因によって決定されているのか。
- 2) 以上のように、90年代に入って急速に進展した株式所有構造や資本構成、取締役会改革は、企業のパフォーマンスに実際に有意な影響を与えているのか。与えているとすれば、どのような統治構造がパフォーマンスの向上に貢献し、逆にいかなる統治構造が維持された場合に停滞が発生するのか。

(1) 戦前の工業化は、個人株主の経営への影響が強い企業統治構造によって支えられていたが、この構造は、戦時・戦後改革の約20年間で大きな変貌を遂げた。戦時には、株主の権限を制約する制度改革が試みられ、また企業の資金調達に間接金融の方向に大きく変化した。さらに戦後改革は、所有権の強制的再配分が試みられる一方、戦後の財務危機に陥った企業の再建過程で、資本構成が大きく変化し、銀行の関与が深まった。また内部昇進者からなる取締役会の構成が全般化したのも財界追放が徹底的に行われたこの時期であった。この間、産業構造は、戦時の民需産業から軍需産業への転換と、戦後の民需産業への再転換というドラスティックな変化を経験したが、戦後のGDPが戦前(1934-36年平均)を越えたのは50年であり、一人あたりGDPで見れば、戦前水準を越えたのは55年のことであった。企業統治構造、あるいは、企業システムの大転換は「失われた20年間」と並行して発生したことになる(宮島 2004、第6・8章)。

(2) 近年の数少ない例外としては、『フィナンシャル・レビュー(財務省財務総合研究所)』第60号と第69号のコーポレート・ガバナンス特集1と2。伊藤秀史編(2002)、花崎・寺西編(2003)がある。

(3) また、この取り組みは、機関投資家の議決権行使をサポートする分析ツール開発の基礎作業としても位置づけられた。この分析ツール、「コーポレート・ガバナンス評価システム(Corporate Governance Evaluation System)」は、03年度にプロトタイプ版として供給が開始され、04年度から日本経済新聞社より、正式に「NEEDS-Cges」としてサービス提供が始まった。

- 3) また、企業統治のメカニズムとして、株式所有構造や資本構成などの外部的規律と、取締役会による内部的規律の間にはどのような関係があるのか。さらに、製品市場における競争の圧力などの競争要因は、以上の内部的、外部的規律と互いにどのような関係にたつか。両者は、一方が強いと他方も強化されるという意味で補完なのか。それとも、一方が強ければ、他方は後退するという意味で代替なのか。

こうした一連の問いに接近するために、研究会では、株式所有構造や企業銀行関係、取締役会の組織構造といった、複数の指標による統治構造とパフォーマンスの関係や、経営者交代の効率性、あるいは、配当支払や現預金保有などの財務政策に関する分析が進められた。本特集号には、このうち安定した分析結果が得られた4つの論文を収録した。取締役会改革、企業統治と市場評価、フリー・キャッシュ・フロー問題など、今回収録できなかったトピックは現在も分析を継続中である。その意味で、本特集号は、同研究会の3年にわたる実証分析の中間報告にとどまるが、所収の4論文を通じて、現在緊急の課題である以下の点を明らかにすることが期待されよう。

第一に、ここでの分析は、企業統治構造が国際的に収斂するのかという問い、すなわち、日本型企業システムは、アングロ・アメリカ型に収斂するのか、それとも多様なシステムが並存するのかという問いに一つの解答を提示することが期待できよう。かつて比較的同質であった日本企業は、いまや多様化の過程にあり、その中で、現在、米国型企业統治への収斂が必然であることが強調されている。その見方は本当に正しいのか。複数の構造の並存が効率的である可能性はないのか。本特集号では、日本企業の統治構造の多様性を強調する見方を提示したい。

それと関連して第二に、本特集号は、今後選択されるべき企業統治構造として、いったいどのような姿が望ましいのかについても一定の見方を提示できる。しばしば、米国型企业統治の選択が不可避と指摘される。しかし、本特集号の立場は、以下の各論文が明らかにする通り、多様化が急速に進展する現在の日本企業に、普遍的に妥当する企業統治構造の唯一の解があるわけではないという点にある。たとえば、取締役会改革をとっても、製品市場の競争環境、外部の資金供給者との関係、事業ポートフォリオ、組織内部における権限委譲度に依存して、選択されるべき組織構造には複数の解がありうる。したがって、ここで指摘されるのは、企業の効率性に寄与し得る、企業統治構造の組み合わせである。

第三に、それぞれのステークホルダーは、今後、どのような役割を担うべきかについても見通しを提示したい。近年の受託者責任論の高まりとともに期待を集める機関投資家は、企業の統治構造において新たに積極的な役割を担うべきか、また、かつて企業統治に関して重要な役割を演じていたとされるメインバンクや金融機関の担うべき役割は今後変化すべきか。こうした論点に焦点があてられる。

最後に、日本企業の統治構造の選択にあたって、法制面で適切なインセンティブを与えるためには、政策的にさらにどのような措置が必要か、また、現在の制度的枠組について、制度間の整合性は確保されているのかなどの論点についても、本研究の提示するファクト・ファインディング

グが一定の含意を引き出すことができよう。

以下、この解題は、次のように構成される。次節では、コーポレート・ガバナンスが90年代になって、重要な問題になった理由を簡単に検討する。3節では、本特集号のコーポレート・ガバナンスの捉え方について解説し、以下の収録論文でブロードに共有された分析視角を示す。最終節は、本特集号の構成と簡単な要約にあてられる。

2. なぜいまコーポレート・ガバナンスなのか

2.1. コーポレート・ガバナンスに対する関心の高まり

1990年以前には、コーポレート・ガバナンス(企業統治)という用語は、わが国では必ずしも十分な市民権を得ていなかった。しかし、90年代の半ばから、経済界、実務界でこの用語の使用頻度が大幅に増加した。たとえば、90年代初頭から企業統治に対する関心を強めていた経済同友会は、第11回企業白書(1994年1月)で、株主重視、株主権の尊重の必要性を提唱し、さらに96年の年頭見解である「日本再生への経営者の行動指針」でも、積極的な情報開示の重要性を強調した。銀行危機が発生した97年からは、既述の通り、企業自身も自発的に企業統治に対する取り組みを強化した。具体的には、IR(Investors Relations)に積極的に取り組む一方、執行役員制の導入などの取締役会改革に着手し始めたのである。

こうした動きと並行して90年代後半には、既述の通り、企業統治に関連する制度改革も急速に進展した。01年の商法改正では、社外監査役の定義を強める一方、社外監査役を監査役の半数とすることを義務付け、監査役会の機能強化を図った。さらに、02年の商法改正(03年4月より施行)では、過半数の社外取締役で構成された指名、報酬、監査の3つの委員会を設置すれば、大規模公開会社は監査役制度をとらなくてすむこととなった。こうして日本企業は、従来型の監査役を中心としたシステムと、新たに取締役会を中心としたシステムの2つのしくみを自由に選択できることになったのである。

以上のように企業統治に対する関心が、近年企業サイド・政策サイドを問わず高まった背景には、90年代に入り明確となった内外の経済構造の変化があった。

2.2. グローバル化と機関投資家

近年企業統治が重要な争点となった背景には、第一に、1990年代に入って明確となった企業統治の国際的収斂の動きがある。企業統治に対する強い関心は、80年代の米国に起源をもつ。米国のガバナンスは、70年代末からのM&Aの進展、LBOの盛行を経て、現在の株主アクティビズムに収斂してきた。こうした動きは、国際的にも伝播している。英国では、90年代の一連の委員会報告を通じて企業統治の方策が整備された。また、OECD(経済協力開発機構)は、世界的な国際分散

投資の進展を背景として、円滑な資本移動と資本コストの低減のために、世界共通のフレームワークが必要との判断から、99年にコーポレート・ガバナンス・コードを採択した。他方、新興国、とくに東アジア諸国でも、97年の金融危機後、企業統治への関心が強まった。支配株主である財閥家族による少数株主の利益の侵害(Tunneling と呼ばれる)が改革の対象となり、たとえば、韓国では、商法改正で社外取締役の導入が義務化された。このようにコーポレート・ガバナンスは国際的な関心を集め、収斂の動きを示している。

こうした背景の下で、第二には、企業活動のグローバル化が直接的に企業統治への関心を喚起した。86年のプラザ合意後の円高を期に急進展した日本企業の対外直接投資は、90年代に入ってもさらに拡大し、日本企業の活動自体が大きく国際化した。東洋経済新報社の『海外進出企業総覧』によれば、日本企業の海外現地法人数は、85年の8,187社から、00年には18,579社に増加している⁽⁴⁾。一方、日本企業の海外依存度をまとめた表1によれば、99年度時点の海外売上比率(総売上に占める海外での売上高)は全産業で13%であり、製造業に限定すると15%に達する。80年代以降、日本企業の経済活動はかつてに比べてはるかにグローバル化したのである。海外における子会社展開は、日本と異なる法制度への適応を不可欠とする一方、海外展開する子会社を、本社がいかにコントロールするのかという重要な課題を提示した。こうしたグローバル・グループ経営の必要性が、世界標準に合致した企業統治のしくみの導入を要請したのである。03年3月、日本型経営を典型的に実践するとされるトヨタ自動車が執行役員制の導入を決めたのも、現場の経験と知識を持つ者のみが意思決定に関与できるというトヨタの組織原則と両立させる形で、グローバル・グループ経営の要請に対応したものとみることができる(井上 2003)。

表1 海外売上高の推移

	全産業			製造業			非製造業		
	企業数	海外売上高比率	輸出比率	企業数	海外売上高比率	輸出比率	企業数	海外売上高比率	輸出比率
1991	24,345	14.36	-	13,688	13.65	-	10,657	14.89	-
1994	25,278	10.91	-	13,729	12.01	-	11,549	10.10	-
1995	26,456	12.68	-	14,383	12.39	-	12,073	12.90	-
1996	26,353	12.00	-	14,251	13.15	-	12,102	11.08	-
1997	26,277	14.21	63.80	14,104	14.43	87.21	12,173	14.04	44.69
1998	26,270	14.02	68.03	14,075	15.65	87.86	12,195	12.71	48.44
1999	25,841	13.01	65.69	13,861	15.64	83.34	11,980	10.83	44.65

(注) 産業分類は『企業活動基本調査(経済産業省)』に基づく。ただし、非製造業は、同調査で製造業に分類されなかったもの(卸売・小売・飲食店・サービス業など)の合計。なお、各変数の定義は以下の通りである。

・ 海外売上高比率(総売上に占める海外での売上高) = 海外売上高 / 総売上高 × 100。

・ 輸出比率(海外売上高に占める直接輸出の比率) = 直接輸出 / 海外売上高 × 100。

(出所) 『企業活動基本調査(経済産業省)』のデータをもとに、ニッセイ基礎研究所にて作成。

⁽⁴⁾ 各年の『海外進出企業総覧(東洋経済新報社)』に収録されている海外現地法人数は、90年代半ばにかけて急増している。同調査から5年毎にその推移をみると、8,187社(85年)、12,522社(90年)、17,015社(95年) 18,579社(00年)となっている。

第三に、この直接投資とならんで資金調達面でも、グローバル化が米国型企業統治への流れを生み出した。たとえば、企業がニューヨーク証券取引所への上場を計画すれば、米国型企業統治への収斂が要請される。また、90年代に入ると、社債による資金調達の重要性が上昇した。02年度末の時点で、低いコストでの資金調達が期待できるA格以上の社債格付け取得企業は、東証一部上場の非金融事業法人でみると、企業数で33%、総資産で66%、時価総額では70%を超える(ニッセイ基礎研究所調べ)。こうした企業の経営者は、自社の格付けを考量して行動せざるをえない。社債市場への依存度の上昇は、企業にとっての情報公開や透明性の重要度を引き上げ、それが資金調達コストに大きく影響することとなった。さらに、株式市場では米英系の金融機関を中心とする外国人投資家の比重の上昇も著しく、00年時点の外国人保有比率は国際的にみてもドイツやイタリアと同レベルに達している(表2)。こうした事態の進展は、会計基準の国際化とともに、企業にコーポレート・ガバナンスを意識させる重要な契機となった。

表2 株式所有構造の国際比較

国	データ 年度	金融機関				事業法人	個人	外国人	政府	
		銀行	年金	保険	投資信託					
日本	2000	37.0	(25.8)	(4.3)	(10.4)	(2.2)	22.3	26.3	13.2	0.4
米国	2000	50.6	(0.2)	(22.9)	(6.5)	(19.1)	—	38.3	10.0	0.7
英国	2000	47.1	—	(38.3)	—	—	2.3	14.6	36.0	0.0
フランス	2000	32.3	(26.2)	—	(6.1)	—	25.3	7.2	29.5	5.5
ドイツ	1999	36.2	(13.5)	—	(9.0)	(13.6)	29.3	17.5	16.0	1.0
イタリア	2000	17.3	—	—	—	—	27.7	35.2	13.7	6.1
スペイン	1999	21.6	(12.8)	—	(3.0)	(5.8)	10.1	33.6	34.3	0.3
ノルウェー	2000	16.1	—	—	(5.2)	(7.1)	17.4	7.7	34.1	24.6
韓国	2000	13.3	(5.4)	—	(0.9)	(4.7)	21.0	37.7	13.8	12.7
台湾	2000	3.8	—	—	—	—	21.7	55.4	8.8	6.1

(注) 日本の「年金」は年金信託(信託銀行の内数)、「保険」は生保(7.6%)と損保(2.8%)の合計。米国では、企業が保有している株式を除いて統計が算出されており、「保険」は生保(5.5%)とその他保険(1.0%)の合計。フランス、ドイツ、イタリア、ノルウェーの「事業法人」は非金融事業法人。ノルウェーの保険は生保。
(出所) 東京証券取引所(日本)、Flow of Funds Accounts of the United States(米国)、大和総研『ヨーロッパの証券市場(2001年版)』及び『アジアの証券市場(2001年版)』、National Statistics(英国)、フランス中央銀行(フランス)、ブンデスバンク(ドイツ)、イタリア中央銀行(イタリア)、マドリード証券取引所(スペイン)、オスロ証券取引所(ノルウェー)、韓国証券取引所(韓国)、台湾証券交易所(台湾)の公表データより作成。

最後に、90年代末には、国内の機関投資家の存在感が高まったことも、企業が株主重視の経営を意識する大きな要因となった。90年代に入っても国内のI-Sバランスは、依然大きく貯蓄超過で推移し、現在1,400兆円に達する国内貯蓄が運用されていることはよく知られている。このうち多くの部分が現預金や保険・年金で運用されているが、年金運用では長期で高い利回りが期待できる投資対象として、株式市場での運用割合が増加している。さらに、これまでサイレント・パートナーとされていた生命保険会社も、近年投資収益率への選好を強めつつあるといわれている。表2の通り、上場企業の所有主体として機関投資家の占める比重は、米国や英国に比べていまだ低い。しかし、少子高齢化の進展とともに、年金基金の行動の重要性が高まりつつある。こうした

変化のなかで、わが国の機関投資家に対して企業統治面での期待が高まっており、年金基金など巨額の資金を運用する主体に対しても、受託者責任が強調されるようになった。これが機関投資家による議決権行使が活性化する背景となっている。実際、厚生年金基金連合会は、00年に「受託者責任ハンドブック（運用機関編）」を作成し、さらに01年には「議決権行使に関する実務ガイドライン」の整備を行った。また、地方公務員共済組合連合会は、01年からガバナンスへの積極関与の検討を開始し、04年に「ガバナンス原則」及び「議決権行使ガイドライン」を定めるに至っている。こうした動きが、機関投資家によるガバナンス行動活発化の契機になったと思われる。

2.3. 企業統治構造の分化とパフォーマンス格差の拡大

1990年代に入って日本企業の間で、コーポレート・ガバナンスが注目されるようになった背景には、以上の企業活動の国際化と並行して、わが国固有の要因もあった。

第一に、90年代に、経済成長の鈍化が明確になるとともに、米国型とは異なる特徴を持つ日本の企業統治構造が、すでに機能転換していることが次第に認識されることとなった。ここで機能転換とは、これまで成長志向的な役割を支援していた特徴が、過剰投資の促進、あるいは必要な事業再組織化に対する制約に転じたことを意味する（宮島 2002）。たとえば、ROAで測った資本効率率は、80年代初頭から低下し、投資ブームが出現した80年代後半には70年代末の水準を下回っていた⁽⁵⁾。具体的にみても、80年代後半には幾つかの自動車メーカーが巨額な投資を実施し、90年代に入るとそれが過剰設備化した。また、本業部門でビジネス・チャンスを失った製造業部門に属する成熟企業が、非関連多角化を試みたのもこの時期である（宮島・稲垣 2003）。実際、別の機会に試みたバブル期を対象とした推計においては、成熟企業では事前的な意味でも過剰投資が発生していたこと、また緊密なメインバンク関係、及び金融機関の株式保有が、この過剰投資を増幅したという結果を確認できる（宮島・蟻川・齊藤 2001）。

また、資産価格バブルが崩壊した90年代初頭の数年間でも、非製造業部門、とくに建設・流通・不動産に属する一部企業が大規模な不動産投資や店舗展開を継続したことが知られている。別の機会の推計からは、この時期(93-96年)のこれら3業種の投資行動は、期初の負債水準が高い企業ほど設備投資がさらに拡大するという関係が確認されている。資産価格の低下に直面する中で、負債比率の高い企業が、成長機会が減少しているにもかかわらず、さらに拡張的な投資を行って事態の打開を図るといふある種のギャンブルを試み、他方で、この過度なリスク負担をとともなう投資プロジェクトの実行を、銀行部門の追加融資が支えるという現象（「追い貸し」によるソフトな予算制約）が発生していた（蟻川・宮島・齊藤 2003）。こうして、現在も設備・雇用・債務の3つの過剰が問題となっているが、この過剰を誘発し、事業再構築の遅れをもたらした要因が、日

⁽⁵⁾ また、Horiuchi (1995)は、東証2部企業について、90年代のパフォーマンスを80年代後半のエクイティ関連債の発行に回帰して負の関係を確認している。

本企業が伝統的に培ってきた統治構造上の特徴だというのである。

第二に、90年代に入ると企業間の収益格差が拡大し、この格差に対する企業統治構造の影響が注目を集めることとなった。表3によれば、90年代の中頃までは企業収益が循環的な変動を示しているが、注目すべきは、97年末の金融危機以降の局面で、企業のパフォーマンスは、ROAとトービンのQのいずれでみても、標準偏差や変動係数が大幅に拡大していることである⁽⁶⁾。景気後退局面でも、過去最高益を更新する企業が存在する一方で、業績を大幅に悪化させる企業が並存するなど、企業間格差が拡大しているのである。他方、表4によれば、90年代に入って日本企業の株式所有構造や、資金調達行動が大きく変化する一方、企業も自発的な取締役会の改革に取り組み始めており、これが企業間の収益格差を生み出しているというわけである。進展する企業間の統治構造の分化が、実際に企業間のパフォーマンス格差に影響を及ぼしているか否かは、以下の各論文で立ち入って検討されるが、既述の商法改正の背後にも、改正によって統治構造に影響を与え、日本企業の国際競争力を回復させようという意図があるといえよう。

表3 トービンのQとROA

	トービンのQ				ROA			
	サンプル数	平均	標準偏差	変動係数	サンプル数	平均	標準偏差	変動係数
1986	962	1.26	0.65	0.51	970	4.05	4.52	1.11
1987	982	1.47	0.66	0.45	993	4.45	4.42	0.99
1988	1,002	1.54	0.58	0.38	1,014	5.06	3.81	0.75
1989	1,026	1.61	0.71	0.44	1,038	4.85	3.53	0.73
1990	1,050	1.38	0.59	0.43	1,062	4.85	3.62	0.75
1991	1,078	1.13	0.41	0.36	1,090	4.31	3.30	0.77
1992	1,082	1.09	0.37	0.34	1,094	3.25	3.77	1.16
1993	1,087	1.14	0.42	0.37	1,099	2.51	3.81	1.52
1994	1,087	1.02	0.32	0.31	1,099	2.79	3.77	1.35
1995	1,111	1.16	0.44	0.38	1,123	3.03	3.58	1.18
1996	1,142	1.03	0.39	0.38	1,157	3.46	3.64	1.05
1997	1,179	0.95	0.41	0.43	1,194	3.21	3.94	1.23
1998	1,190	0.98	0.57	0.58	1,207	2.48	4.71	1.90
1999	1,252	1.23	1.56	1.27	1,275	3.13	7.17	2.29
2000	1,327	1.13	1.10	0.97	1,352	4.15	5.29	1.27

(注) 本特集号で共通に利用するデータの記述統計量。集計対象は東証一部上場企業(除く銀行・証券・保険)、企業財務のデータは単独決算ベースである。なお、各変数の定義は以下の通り。

- ・ トービンのQ = (株式時価総額 + 負債簿価) / 時価換算した総資産。
- ・ ROA = 営業利益 / 総資産 × 100 (単位%)。

(出所) 日経QUICK情報の「NEEDS」データベースなどをニッセイ基礎研究所にて加工。ただし、「トービンのQ」の算出に利用した資本ストックは、早稲田大学ファイナンス研究所とニッセイ基礎研究所が共同開発した有形固定資産の時価換算データを用いた。

⁽⁶⁾ TFPでみても同様である。第二論文の図2参照。

表4 企業統治構造の変容

	1990年度末		1995年度末		2000年度末	
	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差
機関投資家	9.28	6.87	11.79	8.52	12.89	11.76
所 外国人	4.38	6.79	7.80	8.51	8.13	10.13
有 安定保有	25.35	11.19	23.71	11.15	18.71	11.41
構 うち持合	14.63	8.52	14.07	8.41	10.99	8.55
造 個人	20.62	8.43	22.49	10.10	29.18	14.28
10大株主	45.22	12.07	43.86	12.51	45.01	13.98
負 負債比率	51.57	17.77	50.00	19.49	49.60	23.55
債 メインバンク依存度	4.61	4.92	5.29	5.77	6.40	6.89
取締役人数	18.72	7.84	17.73	7.66	12.88	6.18
うち常務以上	8.94	4.75	8.39	4.57	6.36	3.71
経 監査役人数	2.94	0.53	3.86	0.53	3.81	0.55
営 社外取締役人数	3.69	3.56	3.93	3.65	3.36	3.39
組 うち銀行出身	0.69	1.40	0.62	1.18	0.48	0.94
織 うち支配会社出身	1.09	2.46	1.12	2.51	1.00	2.25
執行役員	476社／1333社(2002年度)					
ストックオプション	333社／1333社(2002年度)					

(注) 本特集号で共通に利用するデータの記述統計量。集計対象は、東証一部上場企業（除く銀行・証券・保険）。なお、各変数の定義は以下の通り。

- ・機関投資家：外国人（除く外国企業判明分）、投資信託、年金信託、生保特別勘定の株式保有比率合計（単位%）。
- ・外国人：外国為替法上の非居住者、及び外国法人の株式保有比率合計（単位%）。
- ・安定保有：持合（以下詳細）、及び生保・銀行・損保の片持ち分の比率合計（単位%）。
- ・持合：相互株式保有が確認可能な公開会社による株式保有比率合計（単位%）。
- ・個人：役員を除く個人株主による株式保有比率の合計（単位%）。
- ・10大株主：大株主1-10位までの株式保有比率合計（単位%）。
- ・負債比率：負債総額 / 総資産 × 100（単位%）。
- ・メインバンク依存度：メインバンクからの借入 / 総資産 × 100（単位%）。ただし、メインバンク依存度の2000年度末データは1998年度末時点のもの。
- ・取締役人数：取締役の人数。ただし、常務以上は、取締役のうち、役名が常務、専務、副社長、社長、副会長、会長、名誉会長、及び代表取締役に該当する場合。
- ・社外取締役人数：前職、あるいは兼任状況から社外性を認識。銀行出身は、社外取締役のうち、前職あるいは兼任元が銀行の場合。支配会社出身は、前職あるいは兼任元が当該企業の15%超の法人株主となっている場合。

(出所) 「所有構造」の諸変数は、東洋経済新報社の「大株主データ」をニッセイ基礎研究所にて加工。ただし、「安定保有」、及び「持合」は、ニッセイ基礎研究所の「持合状況調査」の基礎データを利用。「負債」の諸変数は、日経 QUICK 情報の「NEEDS」データベースをニッセイ基礎研究所にて加工。ただし、メインバンクの識別には、東洋経済新報社の「会社四季報」を利用。「経営組織」の諸変数は、東洋経済新報社の「役員データ」から作成。ただし、執行役員とストックオプションのデータは、日本経済新聞社の「NEEDS-Cges」のプロトタイプ版（早稲田大学ファイナンス研究所・ニッセイ基礎研究所・日本経済新聞社が共同開発）の基礎データより取得。

このように、90年代に入って企業統治構造への関心が、とくに企業パフォーマンスとの関係において高まった。では、企業統治構造をいかに捉えるべきであろうか。また、統治構造がパフォーマンスに影響を与えるとすれば、いかなる経路が想定されるのか。

3. 企業統治を捉える枠組み

3.1. 企業統治とは何か

企業統治をいかに捉えるかに関しては、多様な主張が展開されている。ひとまず、企業統治を、「権限と責任の配分、インセンティブの提供を通じて経営者の規律付け、経営効率を維持するしくみの総体」と定義しておけば、争点となるのは、①コーポレート・ガバナンスの目的として何を考えるか、言い換えれば、誰の利害に即する形で経営を規律付けるか、②経営の規律付けにおいて、どのような経路を想定するか、の2点となる。

通説では、コーポレート・ガバナンスの目的として株主利益の最大化が想定され、その経路として、主として株主による規律が注目されてきた(Shleifer and Vishny 1997)。しかし、企業を構成する経済主体は、株主にとどまらない。そこで視野を拡大して、企業統治をステークホルダー全体の社会的厚生を増大を図るために、経営者を規律付ける制度的しくみのデザインとする見方もある⁽⁷⁾。また、Aoki (1988)は、株主の利益と従業員の利益のどちらをも考慮にいれ、企業統治を両者がコントロール権をもつ「双対的コントロール」と捉える見方を提示している。

もっとも、こうした見方を取る場合にも、株主の利害を重視することを否定しているわけではない。たとえば、Tirole (2001)は、株主価値の最大化をコーポレート・ガバナンスの目的とすることが、一定の条件の下で、社会的に最適であることを承認している。また、Aoki (1988)の見方は、ステークホルダーに一定の期待所得を保証した上で、株主価値の最大化を図るものと整理できる(小佐野 2001)。本特集号の基本的な立場も、あえて整理すれば、後者のステークホルダーを重視する見方にたつ。

さて、既述の通り、企業統治は、「権限と責任の配分、インセンティブの提供を通じて経営者の規律付け、経営効率を維持するしくみの総体」と定義できる。この定義のうち、企業統治の目的である経営の効率性に関しては次の3つのレベルを考えることができよう。

第一のレベルは、投資家に適切かつ正確な情報を開示し、また企業経営が法を遵守して行われることであり、主として誠実性によって実現される。たとえば、集団食中毒事件(雪印)、総会屋への利益供与やリコール隠し(三菱自動車)などのいまだ記憶に新しい企業不祥事や、エンロンで話題となった粉飾決算などを未然に防ぐことがその目的とされる。

第二のレベルは、経営者が既存の経営資源を有効に活用することである。仮に、同一の産業部門に、厳密に同じ設備と人的資源を備えた2社があったとしよう。単純な仮定の下では、この2社の産出量は同じと想定されるが、実際には産出量が異なるだろう。その差を生み出す要因の一つが企業統治であり、経営者に対する監視や報酬の提供によって、既存資源を最大限効率的に利用することが有効な企業統治を意味する。また、これを実現するためにはパフォーマンスが悪化した場合に、適切なタイミングで経営者を交代させるメカニズムが備わっていることが重要な条

⁽⁷⁾ Tirole (2001)、Allen and Gale (2000)、邦語では、小佐野 (2001)に簡潔な整理がある。

件となる。

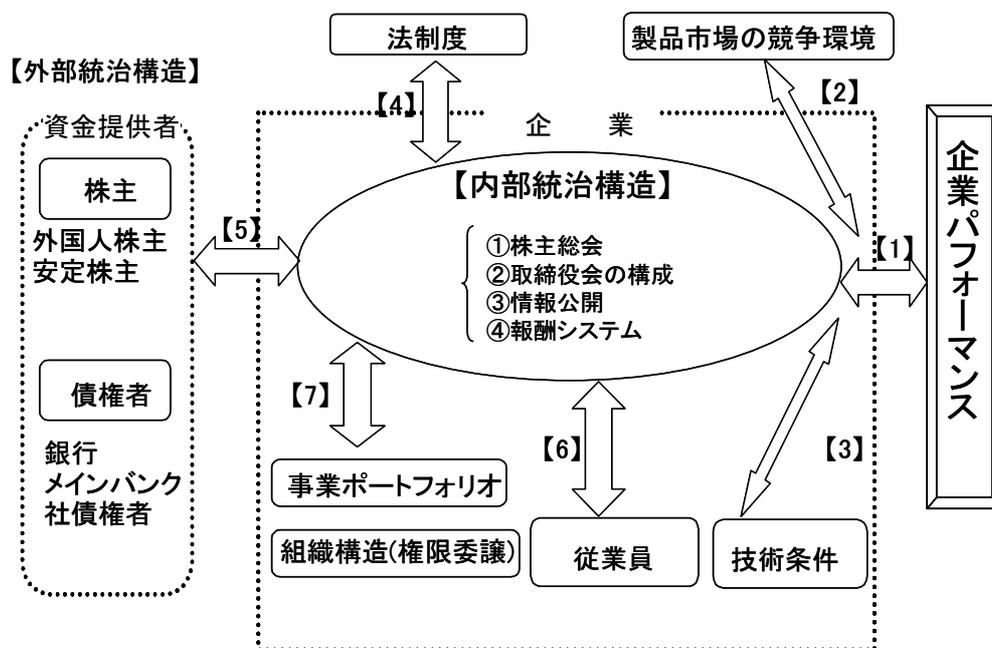
第三のレベルは、企業経営者が起案し、実行する投資計画や資金調達計画を適切な水準に、つまり過少でも過大でもない方向に誘導することである。適切な規律のメカニズムを欠けば、経営者は怠慢に流れて、将来の革新につながる投資計画の策定を回避したり、過大な配当支払いによって地位の保全を図ったりする可能性がある。他方、適切な規律の欠如は、逆に、株主には利益を生まず、経営者、ないしは従業員のみ利益を生む過大な投資計画の実行や、株主への利益還元回避につながる可能性もあろう。過大な投資計画や雇用維持のための非関連多角化、さらに投資家の賛成を得られない過度の R&D 投資や、過剰な内部留保の積み増しが、それらの具体例である。さらに、適切な規律の欠如は、近年問題視されている事業再組織化の先送り、すなわち、収益性の低下した事業からの撤退を遅らせ、最終的に経営破綻に至る可能性を高めるのである。

3.2. 効率的な企業経営はいかに維持されるか

では、効率的な企業経営はいかに維持されるのか。企業が、株主・従業員・債権者という利害関係者から構成される点に注目すれば、経営者のインセンティブに影響を与えて効率性を維持するしくみとして、図1の関係を想定できよう。

以下、同図に従いながら、本特集号の収録論文がブロードに共有する分析の枠組みを解説しておく。

図1 ガバナンスとパフォーマンスの関係（鳥瞰図）



© 早稲田大学ファイナンス研究所/ニッセイ基礎研究所

外部からの規律 経営の規律の第一の側面は、外部からの規律と総称されるもので、株主・債権者がその主たるプレーヤーである(図1の【5】)。これまでの研究で、もっとも注目されてきたのが株式市場、もしくは、大株主による規律である(Shleifer and Vishny 1986)。たとえば、株価の低下した企業では、乗っ取りを通じて経営者を交代させるというのが株主による規律の典型的な事例である。また、一定以上の株式を保有する機関投資家が非効率な経営を行う経営者に対して、株主提案や議決権行使を通じて圧力を加えることが期待されている。さらに、株主(機関投資家)のExitは、単に乗っ取りの可能性を上昇させるばかりでなく、株価の低下が時価発行増資を困難にしたり、格付けの引き下げを誘発したりして、資金調達コストを引き上げる可能性が重要である。逆に、経営者による株式保有比率の高さや、株主安定化は、経営者のエンtrenchメントを助長する可能性が高い。たとえば、相互持合いを行う株主は、株式を長期安定保有しながらも、Voice行使をしない(できない)ため、他の株主の経営に対する発言力を弱め、経営者の支配力を高める。

外部からの規律のいま一人のプレーヤーは債権者である。一般に、負債には、倒産確率を高めないよう、経営者の努力水準を一定以上に保つ、インセンティブ効果がある。経営者が努力を怠ることにより、企業パフォーマンスが低下するなら、負債比率の高い企業の方が、より財務危機(倒産)を引き起こす可能性が高いからである。また、企業統治における負債のいまひとつの効率促進的な役割として、フリー・キャッシュ・フローの削減機能が指摘されてきた(Jensen 1986, McConnell and Servaes 1995)。負債比率が高いと、金利支払いのため、企業内のキャッシュ・フローが減少し、この結果、経営者の裁量の範囲が縮小して、過剰投資やキャッシュ・フローの浪費などを抑制することが可能となるというのである。

日本企業においては、さらに負債水準ではなく、メインバンクが経営の規律面で独自の役割を演じることが指摘されてきた。取引先企業と、融資だけではなく、株式所有、社債の受託、役員派遣といった多面的かつ長期相対的な企業間関係を持つメインバンクは、委託された監視者として、取引先企業をモニターすることが可能であり(Aoki and Patrick 1994)、取引先企業の業績が中程度に悪化した場合には監視を強めることから、こうした銀行の監視が、企業経営に対して適切な規律を与えると考えられてきた(Aoki 1988, 1994)。

しかし、こうした負債の効率促進的な役割とは対照的に、負債には、社会的にみてマイナスの影響を企業行動に与える可能性もある。第一に、経営者の行動が完全にモニターできない場合、負債水準の増大には、高リスクのプロジェクトを拡大させるという資産代替を誘発する可能性がある(Jensen and Meckling 1976)。また、第二に、負債には、優良な投資機会を持つ企業に、過剰投資問題を発生させる可能性がある。金融市場における情報の非対称性のため、投資資金が十分に調達できない企業にとって、金利支払いなどによる手元資金の減少は、有望な投資の実現確率を引き下げることの意味する(Myers 1977, Stulz 1990, Hart and Moore 1995, Lamont

1995)⁽⁸⁾。第三に、負債の増大によって倒産コストが上昇し、その結果として過少投資が生じる可能性もある⁽⁹⁾。

また、メインバンクの企業統治における役割に関して、近年疑問が提示されるようになった(堀内・花崎 2000)。もっとも、Aoki (1994)がすでに指摘しているように、メインバンクが規律付けの主体として有効にワークするためには、銀行部門にレントが保証されているとか、銀行の財務内容が健全で顧客企業を清算する脅威が確かである(credible)といった厳格な条件が必要である。これが満たされない場合には、メインバンクの介入は、容易に過度の規律、つまり貸し渋りや過剰清算に、また逆に、ソフトな規律、つまり追い貸しや過剰救済に陥ることが知られている。すなわち、メインバンク関係は、銀行の顧客企業に対する強い交渉力を含意しており、そのため、顧客企業のメインバンクへの依存度が過度に強い場合には、市場金利を上回る金利を要求されたり(rent extraction)、企業が銀行の金利引き上げを予想した行動をとる結果、過少投資に陥ったり(hold up)する可能性がある。他方で、何らかの理由で清算の脅威が"credible"でない場合には、経営者が業績悪化時のメインバンクによる救済の可能性を織り込んで放漫な経営を行うというモラルハザードの発生が指摘されている⁽¹⁰⁾。

取締役会と報酬制度 経営の規律のいまひとつの側面が、取締役会などを通じた企業組織内部の規律である(図1の破線の枠内)。商法では、取締役会は経営者を規律付ける直接的な制度であり、経営執行陣が策定した投資計画を承認し、経営成果に評価を加え、パフォーマンスが悪ければ、人事権を行使する機能が期待されている。従って、企業統治において取締役会が有効な機能を果たしうるか否かに関して重要な条件となるのは、①組織的に監督機能と執行機能が分離されているか、また②監督にあたる存在として内部者との利害関係が薄い社外取締役がいるか否かである⁽¹¹⁾。

さらに、この内部的規律には、経営者の努力水準を引き上げるための報酬システムの設計も含まれる。その場合、重要な点は、企業パフォーマンスのうち、企業経営者にとって外生的な、その企業が属する産業に共通する要因と、経営者の努力が直接反映される部分を識別することである。

⁽⁸⁾ 近年、これに関連して注目されているのが、デット・オーバーハング問題である。デット・オーバーハング問題が発生するのは、基本的には次のような理由からである。今、新規投資のために融資を行う貸し手の債権が、既存の債権に比べて劣後とする。ここで、新規投資の収益から既存の負債をすべて返済しても、融資の費用が賄えないとしよう。その場合、債権回収が不可能であるから、新規の貸し手が現れることはなく、よって借り手企業は新規投資のための資金調達が可能となる。この場合、たとえ、その企業にNPVが正の投資機会があっても、その投資は実行不可能である(大瀧 2000)。

⁽⁹⁾ 倒産コストについては、Kraus and Litzberger (1973)などで議論されている。

⁽¹⁰⁾ メインバンクのように1社に対して多額の資金を融資する金融機関が存在する場合、取引先企業が危機に陥ったときに清算から被るコストが大きくなる。したがって、その企業を救済する可能性が高くなるが、仮に経営者が金融機関による救済の可能性を織り込んで行動するとすれば、非効率な経営がもたらされる可能性がある。Weinstein and Yafeh (1998)は、費用関数の推計から、また既述の堀内・花崎(2000)は生産関数の推計を通じて、強いメインバンク関係が必ずしも顧客企業の効率性改善効果をもたないと主張している。この結果は、経営者が業績悪化時のメインバンクによる救済の可能性を織り込んで放漫な経営を行うというモラルハザードが発生したという解釈と整合的である。

⁽¹¹⁾ ただし、従来の実証研究では、必ずしも社外取締役の存在が企業のパフォーマンスに有意な正の効果を持つことは確認されていない(Yermack 1996, Bhagat and Black 1999)。

る(詳しくは第四論文参照)。この識別が適切に行われなければ、努力水準が低いにもかかわらず、過大な報酬が支払われたり、逆に、努力水準が高いにもかかわらず、報酬に反映されず、経営者のインセンティブが低下したりすることが起こりうる。

また、経営者に対するストックオプションの付与や、わが国で慣例的に実施されてきた経営者による自社株保有も重要なインセンティブ効果をもたらす。このような経営者による株主との経済的利害共有は、両者の間のエージェンシー問題を緩和する可能性があるのである⁽¹²⁾。

もともと、一般に、こうした取締役会や報酬システムの機能が、一方で企業のコア技術、事業、組織構造、雇用システムに依存し(図1の【3】、【6】、【7】)、他方では、銀行(負債)や株主からの圧力といった外部からの規律のメカニズム(図1の【5】)、さらに製品市場の競争のあり方(図1の【2】)と複雑な相互依存関係にある点には注意を要する。

本特集号の収録論文では明示的に分析されていないが、内部からの規律の最後のプレーヤーとして、従業員集団に注目する必要がある(図1の【6】)、たとえば、Allen and Gale (2000)、あるいは河村・広田(2001)によって、従業員が企業に長期雇用され、その企業に特殊な熟練の形成にコストを埋没させる程度が高まれば、そして、外部に良好な雇用機会が少なければ、企業経営が困難な状況に直面した際、退出ではなく、自社の改革を通じて、その困難に対処するインセンティブが強まることが示された。企業にサunkされたコストが大きければ、外部環境の変化によって企業収益が一時的に低下しても、従業員は自社にとどまり、改革のための努力を選択するのである。

製品市場 さらに、こうした内外のステークホルダーによる規律は、その企業の直面する競争条件によってもその作用が異なる(図1の【2】)。これまで、生産物市場の役割は、すでに Jensen (1986)、あるいは Shleifer and Vishny (1997)などが指摘してきたが、いずれもその役割は否定的に捉えられてきた。しかし、近年、Nickell (1996)、Nickell, Nicolitsas and Dryden (1997)、Schmidt (1997)、Allen and Gale (2000)、さらにそれをわが国に応用した堀内・花崎(2001)によって、その役割の重要性が認識され始めた。その基本的な論理はこうである。内外の同業他社との競争が激しければ、経営者が資本を浪費する可能性が低くなり、外部的規律や内部的規律を働かせる必要性が相対的に小さい。逆に、非製造業のように貿易が不可能で、制度面での規制が強い産業では、相対的に負債や株主などからの外部的規律や、取締役会や報酬制度などの内部的規律に期待される部分が大きくなる(両者が代替的との見方)。

他方、外部的規律との代替関係を想定する以上の推論とは逆に、こうした製品市場の規律は、既述の外部的規律や内部的規律と補完的に作用する可能性もありうる。たとえば、機関投資家や、負債の規律付けの効果は、製品市場における競争があつてはじめて機能する可能性がある(両者が補完的との見方)。

⁽¹²⁾ しかし、その反面、経営者の自社株保有比率の上昇は、株主からの圧力を緩和し(エントレンチメントを拡大し)、経営者のモラルハザードを増幅する可能性もある。

本特集号の各収録論文では、ほぼ以上の枠組みがブロードに共有されており、これらのうちの側面に焦点をあてながら、日本企業の統治構造の特徴やその企業パフォーマンスへの影響が検討されている。

4 本特集号の構成

最後に、本特集号の構成を簡単に紹介しておこう。まず、**第一論文・「持合い解消の計量分析：分化する企業・銀行間の株式持合い構造（宮島・黒木）」**は、日本企業の株式所有構造を特徴づけてきた株式相互持合いの解消プロセスの解明を課題とする。表4の通り1990年代、とくにその後半にわが国の上場企業の株式所有構造は大きく変容した。すでにこの点に注目した研究も公刊されているが（岡部 2002）、解消メカニズムに関するフォーマルな分析はいまだ十分に試みられていない。同論文では、持合解消（ないしその維持）を、金融機関と事業法人双方の主体的選択の問題として取り扱い、その決定要因に関する第一次的な分析を試みる。また、分析にはなお改善の余地を残すものの、同論文は、資料的には現在利用可能なデータの範囲で極限まで個々の持合い関係を捕捉して分析を進めている点に一つの特徴がある。主要な結論は、次の通りである。

第一に、事業法人の銀行株売却では、財務要因からの売却必要性、市場からの圧力、銀行株式の保有リスク上昇が売却の促進要因となる一方、銀行との長期的関係に対する配慮、経営者のエントレンチメントが売却の抑制要因として働いた。

第二に、銀行の事業法人株売却は、金融危機以降に大きく進展したが、その売却に際しては、銀行自身の財務健全性の改善と、株式保有リスクの圧縮が強く意識された。ただ、投資先企業の信用リスクへの考慮が後退し、銀行との長期的関係が薄い企業、将来の成長期待の高い企業、流動性に富む企業といった売却の容易な株式が、システムティックに売却対象となった。このことは、銀行が保有する株式ポートフォリオが劣化したことを意味する。

第三に、相互持合いの解消は、一方が先行し、他方が対抗的に売却を進めたのではなく、株式売却が同時に実施される傾向が強いという事実を発見し、そこから、解消は双方の合意（協調的な解消）を基本線としていたという見方を示す。

最後に、メインバンク関係では、信用リスクが高く売却が合理的な投資先であっても保有を継続する傾向が強く、その関係への配慮が双方の選択に強い影響を与えていたと言える。ただ、企業が財務危機に陥った場合には、メインバンクの株式が売却対象として選択される傾向があり、銀行が自行株式の売却を救済目的で許容したと考えられる。

以上、同論文の分析によれば、しばしば暗黙に想定されているように、この持合解消は上場企業の間で一律、かつ均等に進展したのではない。財務要因による売却必要性和、資本市場からの圧力が高まる中で、銀行に資金面で依存することが少ない企業が銀行株の売却を進め、逆に、従来通り銀行への依存（メインバンク関係）が強い企業が銀行株の保有を継続した。他方、銀行も、

不良債権の償却資金を捻出する必要から、期待収益が高い企業の株式を売却する一方、融資関係の強い企業、とくにメインバンク関係を形成している企業の株式売却を回避した。つまり、「市場の圧力が有効に働いて持合い解消を進展させる企業群と、企業間関係を重視して持合いの維持を継続する企業群とが併存している」という認識が強調される。

続く、第二論文・「企業統治と経営効率：企業統治の効果と経路、及び企業特性の影響（宮島・新田・齊藤・尾身）」の主題は、企業統治構造を示す諸特性がパフォーマンスに及ぼす影響を包括的に分析することである。同論文は、企業の効率性のもっとも総括的な指標の一つである TFP を可能な限り精緻に測定して、これを指標に、従来注目されてきた株主構成や負債のみではなく、企業銀行関係（メインバンク関係）、取締役会の構成についても独自の変数を作成し、それらがパフォーマンスに及ぼす影響の解明を試みた。また、企業の成長性や競争要因が、他のガバナンス特性とどのような相互関係にあるかについて分析した点も同論文の特徴である。そこで得られた結論は、次の通りである。

第一に、経営効率（TFP 変化率）は、株主構成、負債、及び取締役会の構成に有意に感応すること、この意味で、明確なガバナンス効果が存在することが示された。具体的には、海外機関投資家の保有比率が高いほど、安定保有比率が低いほど、生産性の成長率が高まる。この結果は、米澤・宮崎（1996）などの既存の研究と整合的である。また、負債には、広田（1996）以来指摘されてきた、経営効率の改善効果が再確認される。他方、メインバンク関係は、いまや経営規律の役割を後退させている。また、「小さな」取締役会は、意思決定能力の向上を介して経営効率の上昇に寄与したとみられる。最後に、社外取締役の導入は有意な影響をもたない。

第二に、同論文では、外部からのガバナンス効果が常に同一の効果を現すわけではなく、マクロ環境などに依存して、その効果を変える可能性がテストされた。(1)バブル期、(2)バブル崩壊後の数年間、(3)銀行危機以降に時期区分し、海外機関投資家持株比率の上昇や取締役会の規模縮小の正の効果が、(2)の時期に明確であること、負債の効果が(3)の時期に顕著であることを発見した。

第三に、以上のガバナンス効果は、企業の成長ステージや競争環境に依存することが明らかにされている。負債による規律の効果は、低成長企業でより有効であるのに対して、安定株主の弊害は主に高成長企業で発現する。一方、企業間競争とその他のガバナンス特性は、相互補完的な関係にあり、非競争的な産業では、ガバナンス効果が小さいことが示唆された。

以上の分析結果は、望ましいガバナンスのあり方が、経済環境、産業特性、さらには企業特性によっても異なっている可能性を強く示している。

ところで、企業統治の有効性は、単にパフォーマンスに対する影響や、適切な財務政策の選択ばかりでなく、企業パフォーマンスが悪化した場合に、経営執行陣が円滑に交代するメカニズムが備わっているか否か、言い換えれば、相対的に低いパフォーマンスに対してペナルティが与えられる構造をもっているか否かによっても評価することができる。第三論文・「経営トップ交代の

効果とガバナンスの影響：在任期間とエンブレチメント（青木・新田）」の検討課題は、その点にある。同論文では、日本企業において、パフォーマンスの悪化した企業では、主としてメインバンクからの圧力によって経営者の交代が実現したとする 80 年代以前の研究や（Kaplan 1994、Kang and Shivdasani 1995、宮島 1998）、また、90 年代に入ると、パフォーマンスの悪化と、内部者のイニシアティブによる経営者交代の間にも有意な関係が確認できるようになるという（宮島・青木 2002）これまでの分析を前提に、経営者の在任期間、つまり、パフォーマンスの低下にもかかわらず、経営者が社長の地位に居座り続けるという現象とその含意に焦点を絞る。同論文は、経営者の在任期間の長期化にともなう発生するコストをエンブレチメント・コストと呼び、その測定と決定要因の分析を試みている。なお改善の余地が大きい、主要な分析結果は以下の通りである。

第一に、経営パフォーマンスは、経営者の在任期間が一定年数（3 年）を超えると有意に低下すること、また、パフォーマンスが低迷しているにもかかわらず、長期政権を維持している企業で、経営トップが交代すると、その後のパフォーマンスは急速に改善することが明らかとなった。以上の点は、在任期間の長期化にともなうエンブレチメント・コストの顕在化という見方と整合的である。

第二に、同論文は、企業のガバナンス構造が、経営トップ交代のメカニズムに影響を与えているか否かに接近している。その暫定的な結論は、交代メカニズムの効率化に効果的なのは、外部の圧力よりも、内部の組織構造であるという点にあり、この事実発見から、経営者の交代に関する限り、外部からのモニタリング圧力という間接的ガバナンスでは、交代メカニズムを効率化することには限界があり、直接的な内部コントロールの実効性を向上させることが重要との含意が引き出された。

以上の第二・第三論文は、広い意味でのモニタリングの効率性を主として扱っているが、**第四論文・「経営者インセンティブへのコーポレート・ガバナンスの影響（蟻川）」**では、外部者によるモニタリングと代替的な役割を演じる可能性のある報酬システムについての検討を試みている。日本の役員報酬が、企業業績に連動していることは、すでに多くの研究が明らかにしている（たとえば、胥 1996）が、それを前提に同論文は、経営者報酬と他の規律付けの手段、すなわち、株主や取締役会による規律付けとの関係を解明する点に焦点を合わせる。そもそも、株主が経営者を直接コントロールできれば、業績連動報酬を導入する必要性は乏しく、一方、経営者が自らの報酬決定の権限をもてば、報酬制度が非効率となる可能性がある。同論文では、この問題に実証的に接近するため、Holmström（1979）が提示して以来、米国では多くの実証研究に応用されてきた手法、つまり、報酬契約は、同質的な企業活動を営む自社以外の企業のパフォーマンスとの相対比較に依存させる形で設計することが最適であるとする、相対業績評価仮説に依拠して分析を進める。厳密に役員報酬の決定関数を推計し、これに対するガバナンス変数の影響を検討した同論文は、経営者報酬が、企業パフォーマンスと有意な正の相関を示すというこれまで明らかとな

っていた実証結果を確認した上で、次の諸点を解明している。

第一に、機関投資家の保有比率が高いほど、経営者報酬の自社のパフォーマンスに対する感度が上昇することが明らかとなった。このことは、効率的な報酬制度は、外部株主の圧力があって初めて採用され、こうした圧力が弱い環境の下では、報酬制度の実質的な決定権を持つ経営者は、株主にとって望ましい報酬制度を採用しないことを示唆する。

第二に、社外取締役も、現在までのところ、必ずしも株主を代表して行動しているとはいえ、むしろ、経営者の報酬制度を非効率にしている可能性すらあることが明らかとなった。

以上から、同論文の主張は、株主による外部からの圧力と、報酬を用いたインセンティブ提供は補完的な関係にあるという点にあり、そこから、長期的なモニターを行う機関投資家がガバナンスの主体となる一方で、株主重視の姿勢を促し経営者に対してストックオプションを付与するという、90年代の米国型企业モデルが日本でも観察されつつあるという見方を暫定的に提示している。

以上の4論文を通じて、日本企業の近年の統治構造の変化と、その機能のかなりの部分が明らかにできたと自負している。もっとも、本特集号所収の4つの論文に残された問題も多い。また、市場評価、あるいはトービンのQから接近した企業統治構造のメカニズムの分析、現預金保有や配当政策の背後にあるフリー・キャッシュ・フロー問題、さらには、委員会等設置会社への移行を含む経営組織構造の選択とその機能の分析などは⁽¹³⁾、すでに研究会メンバーによって分析が進められているが、今回の特集号には収録できなかった。収録論文に対する忌憚のないご意見を頂いた上で、上記の主題の論文とあわせ、別の機会に一書を公刊することができれば幸いである。

<参考文献>

蟻川靖浩・宮島英昭・齊藤直（2003）「金融危機前後の投資行動と企業統治：過剰債務問題とメインバンク」花崎正晴・寺西重郎編『コーポレート・ガバナンスの経済分析：変革期の日本と金融危機後の東アジア』東京大学出版会 pp. 261-289.

伊藤秀史編（2002）『日本企業 変革期の選択』東洋経済新報社.

井上輝一（2003）「トヨタ自動車のコーポレート・ガバナンスにおける一考察」『フィナンシャル・レビュー（財務省財務総合研究所）』第68号 pp. 194-202.

小佐野広（2001）『コーポレート・ガバナンスの経済学』日本経済新聞社.

大瀧雅之（2000）「『バランスシート調整』とモラルハザード」吉川洋・通商産業研究所編集委員会編『マクロ経済政策の課題と争点』東洋経済新報社.

岡部光明（2002）『株式持合と日本型経済システム』慶應大学出版会.

河村耕平・広田真一（2002）「株主によるガバナンスは必要か？：日本企業へのインタビューと

⁽¹³⁾ この点について、宮島・原村・稲垣（2003）がアンケート調査に基づく分析を試みている。

- モデル分析」伊藤秀史編『日本企業 変革期の選択』東洋経済新報社 pp. 107-140.
- 胥鵬 (1996) 「経営者インセンティブ」伊藤秀史編『日本の企業システム』東京大学出版会 pp. 19-48.
- 花崎正晴・寺西重郎編 (2003) 『コーポレート・ガバナンスの経済分析：変革期の日本と金融危機後の東アジア』東京大学出版会.
- 広田真一 (1996) 「日本の金融・証券市場とコーポレート・ガバナンス」橋木俊詔・筒井義郎編『日本の資本市場』日本評論社 pp. 247-267.
- 堀内昭義・花崎正晴 (2000) 「メインバンク関係は企業経営の効率化に貢献したか：製造業に関する実証分析」『経済経営研究(日本政策投資銀行設備投資研究所)』Vol. 21-1.
- 宮島英昭 (1998) 「戦後日本企業における状態依存ガバナンスの進化と変容：Logit モデルによる経営者交代分析からのアプローチ」、『経済研究 (一橋大学経済研究所)』、第 49 巻 第 2 号、pp. 97-112.
- 宮島英昭 (2002) 「日本的経営・企業行動」貝塚啓明・財務総合政策研究所編『日本型経済システム再訪』有斐閣.
- 宮島英昭 (2004) 『日本経済発展のミクロ分析：企業統治と産業政策』有斐閣.
- 宮島英昭・蟻川靖浩・齊藤直 (2001) 「日本型企業統治と『過剰』投資：過剰流動性期とバブル期の比較分析」『フィナンシャル・レビュー(財務省財務総合研究所)』第 60 号 pp. 139-168.
- 宮島英昭・青木英孝 (2002) 「日本企業における自律的ガバナンスの可能性：経営者選任の分析」伊藤秀史編『日本企業 変革期の選択』東洋経済新報社 pp. 71-106.
- 宮島英昭・稲垣健一 (2003) 『日本企業の多様化と企業統治』財務総合政策研究所編 (<http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu.htm>) .
- 宮島英昭・原村健二・稲垣健一 (2003) 『進展するコーポレート・ガバナンスと日本企業の再生』財務総合政策研究所編 (<http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu.htm>) .
- 米澤康博・宮崎政治 (1996) 「日本企業のコーポレート・ガバナンスと生産性」橋木俊詔・筒井義郎編『日本の資本市場』日本評論社 pp. 222-246.
- Abegglen, J. C. and G. Stalk Jr. (1985) “*Kaisha: The Japanese Corporation*,” Charles E. Tuttle(カインシャ、講談社).
- Allen, F. and D. Gale (2000) “Comparing Financial Systems,” MIT Press.
- Aoki, M. (1988) “Information, Incentives and Bargaining in the Japanese Economy,” Cambridge University Press (永易浩一訳『日本経済の制度分析：情報・インセンティブ・交渉ゲーム』筑摩書房).
- Aoki, M. (1990) “Toward an Economic Model of the Japanese Firm,” *Journal of Economic Literature* 28, pp. 1-27.
- Aoki, M. (1994) “The Contingent Governance of Teams: An Analysis of Institutional

- Complementarity,” *International Economic Review* 35, pp.657-676.
- Aoki, M. and H. Patrick (1994) “*The Japanese Main Bank System: Its Relevancy for Developing and Transforming Economies*,” Oxford University Press, Oxford, U.K.
- Bhagat, S. and B. Black (1998) “Board Independence and Long-Term Firm Performance?” Working Paper.
- Hart, O. and J. Moore (1995) “Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management,” *American Economic Review* 85, pp.567-858.
- Horiuchi, A. (1995) “Financial Structure and Managerial Discretion in the Japanese Firm: An Implication of the Surge of Equity-related Band,” in Okabe, M. (eds.), *The Structure of the Japanese Economy*, Macmillan.
- Holmström, B. (1979) “Moral Hazard and Observability,” *Bell Journal of Economics* 10, pp.74-91.
- Jensen, M. C. (1986) “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover”, *American Economic Review* 76, pp.323-329.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976) “Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics* 3, pp.305-360.
- Kang, J. and A. Shivdasani (1995) “Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan.” *Journal of Financial Economics* 38, pp.29-58.
- Kaplan, S. N. (1994), “Top Executives Reward and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United. States,” *Journal of Political Economy* 102 pp.510-546.
- Kraus, A. and R. Litzenberger (1973) “A State Preference Model of Optimal Financial Leverage,” *Journal of Finance* 28, pp.911-922.
- Lamont, O. (1995) “Corporate-Debt Overhang and Macroscopic Expectations,” *American Economic Review* 85, pp.1106-17.
- McConnell, J. J. and H. Servaes (1995) “Equity Ownership and the Two Faces of Debt,” *Journal of Financial Economics* 39, pp.131-157.
- Myers, S. C. (1977) “Determinants of Corporate Borrowing,” *Journal of Financial Economics* 5, pp.147-175.
- Morck, R. and B. Yeung (2001) “Japanese Economic Success and the Curious Characteristics of Japanese Stock Market,” paper presented at IMF-Hitotsubashi conference, September.
- Nickell, S. J. (1996) “Competition and Corporate Performance,” *Journal of Political Economy* 104, pp.724-746.
- Nickell, S. J., D. Nicolitsas and N. Dryden (1997) “What makes Firms Perform Well?” *European Economic Review* 41, pp.783-796.

- Porter, M. E. (1992) "Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System," *Harvard Business Review* 70, pp. 65-82.
- Schmidt, K. (1997) "Managerial Incentives and Product Market Competition," *Review of Economic Studies* 64, pp. 191-214.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1986) "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy* 94, pp. 461-488.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1997) "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance* 52, pp. 737-783.
- Stulz, R. (1990) "Managerial discretion and optimal financing policies," *Journal of Financial Economics* 26, pp. 3-27.
- Tirole, J. (2001) "Corporate Governance," *Econometrica* 69, pp. 1-35.
- Weinstein, D. and Y. Yafeh (1998) "On the Costs of a Bank-centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan," *Journal of Finance* 53, pp. 635-672.
- Yermack, D. (1996) "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board Directors," *Journal of Financial Economics* 40 pp. 185-211.