

第1章 進展するコーポレート・ガバナンス改革をいかに捉えるか

1-1 報告書の課題

日本企業の統治構造は、いま大きな転換期を迎えている。それは、第2次世界大戦から、特に戦後改革期の大転換に続く、第2の転換期にあるといってもよいかもしれない。

当研究所では、このように大転換期を迎えた日本企業の企業統治に焦点をあてた研究活動を実施しており、その研究の一環として、1999年末には、上場・店頭企業2486社を対象としたアンケート調査を実施し、1219社(回収率49.0%)から回答を得た。この調査結果は、増子(2001)によって詳細に分析がなされており、企業が属するタイプ毎に見合ったファイナンス選択やコーポレート・ガバナンス(企業統治)の対応が必要であり、このようなファイナンスとガバナンスの組み合わせが企業パフォーマンスに好影響を与えていることが明らかにされている。現在このアンケート調査からおよそ3年が経過し、その間に日本企業を取り巻く外部環境は大きく変化している。例えば、金庫株の解禁や委員会等設置会社の採用を可能にした商法改正、時価会計導入等の会計制度の変更等が次々に実施されている。このような外部環境の変化に対応して、企業統治の取組みにも、新たな変化が見られ、例えば、取締役会改革、報酬制度改革、企業組織の変革、情報公開活動の積極化などの取組みが進展している。このような企業統治における変化の実態はいかなるものか、なぜ取締役会改革などの統治構造改革の取組みがなされなければならないのか、どのような企業で改革は実施されているのか、そして、統治構造改革は企業パフォーマンスとはいかなる関係にあるのか、といった問題は、新しい日本型企业システムの再生の方向を考える上で、緊急的かつ重要な問題であると思われる。

我々は、このような問題意識に立ち、3年前のアンケート調査との比較分析も念頭に置きながら、2002年12月に、上場・店頭企業2577社を対象とした第2回目となるコーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査を実施し、876社(回収率34.0%)から回答を得た。本報告書の課題は、このアンケートを利用して、下記の問題の解明を試みることである。

- (1) 近年の日本企業における企業統治には、どのような変化が生じているか。本報告書では、今回のアンケート調査と3年前の調査とを比較分析することでこの問題に接近する。
- (2) 企業統治改革は、本当に企業パフォーマンスに影響を与えるのか。その場合、一連の取締役会改革や企業統治への取組みのうち、パフォーマンスに影響を与える改革は何か。株主の権利保護か、あるいは取締役会改革(執行役員制度、社外取締役制度)か、それ

とも情報公開なのか。本報告書では、アンケート結果から、これら企業統治改革への取り組みの積極性を指数化した指標(Corporate Governance Score 以下「CGS」と略記)を作成し、この問いに答える。

(3) 仮に、CGS が、パフォーマンスに有意な影響を与えるとすれば、CGS で表現される企業統治改革への取り組みは、何によって決定されるのか。機関投資家や外国人株主の保有比率や企業の資金調達方式の差異(銀行借入に依存か、資本市場に依存か)は、企業統治構造の整備に影響を与えるのか。さらに、CGS は企業の事業ポートフォリオや権限委譲といった組織構造とどのような関係にあるのか。

(4) 従業員の企業経営に対する関与の度合いは、企業統治構造の整備や企業パフォーマンスとどのような関係にあるか。一般に、「株主重視」の企業統治と「従業員重視」の企業統治は、対立的に理解されているが、それは正しいのか。近年の雇用慣行の変化と、企業統治構造改革はいかなる関係に立つか。本報告書では、アンケート調査から数量化したデータを利用して、従業員の経営関与度や雇用・賃金制度とCGS との関係进行分析することでこの問題に接近する。このような従業員の企業統治構造への影響に関する分析は、これまで必ずしも明示的に取り扱われることが少なかった分野であり、本報告書の主たる貢献の1つである。

1-2 分析のフレームワーク

近年、企業統治に対する関心が高まるのと並行して、様々な視角から日本企業の統治構造の特質やその企業パフォーマンスへの影響が検討されている。本報告書では、この点に接近するために企業の内部統治構造、外部統治構造、技術・競争条件を明示的に考慮した図表 1-1 の分析のフレームワークを設定する。

本報告書における分析の第1の焦点は、同図表で中心に描かれている「内部統治構造」と呼ばれる企業経営者に対する規律付けのメカニズムの特徴と、その企業パフォーマンスへの影響である。1997年以降、日本企業では、執行役員制や、社外取締役の導入、株主総会の活性化、情報公開の促進などの改革が進展し、その企業パフォーマンスへの影響が注目を集めている。ただし、これまでの分析は、上記の改革が独立に取り上げられることが多く、改革措置の相互の関連や、いずれのファクターが有意な影響をもつかは明らかにされていない。それに対して、本報告書では、こうした一連の改革を、内部統治構造改革として包括的に取りあつかう。ここで言う内部統治構造とは、株主総会による統治メカニ

ズム、取締役会による統治メカニズム、情報公開による統治メカニズムからなる。

の株主総会による統治メカニズムは、とりわけ少数株主の権利保護にとって重要である。大株主が株主総会以外にも経営陣に意向を伝えることができるのに対して、少数株主が影響を行使する最終的ルートが株主総会であるからである（小佐野 2001）。La Porta et al. (1998)以来、近年の研究でも、この少数株主保護が注目されている。もっとも、法制（商法）面では、わが国の株主に保護されている権利は、国際的に見ても大きい（深尾・森田 1997）。しかし、実態面から見ると、日本企業の株主総会の形骸化は、これまで大きな批判を受けていた点であり、近年その改革が取り組まれている¹。本分析では、このような経営者による株主総会を通じた株主権利の保護が、企業パフォーマンスにどのような影響を与えているのかを明らかにすることを試みる。

の取締役会による統治メカニズムは、経営者の活動を直接にモニターする点で重要である。ところで、これまでの日本企業の取締役会は、銀行派遣役員・親会社派遣役員を例外としてほぼ全員が内部昇進者からなり、取締役と経営執行者とが未分離な点を大きな特徴としていた。そして、こうした特徴が、経営者を代表とする企業の従業員集団によるインサイダーコントロールの温床ともなっていたという批判が強力となり、それが一因となって、97年以降、執行役員制や、社外取締役の導入が進展した。こうした近年進展する取締役会改革が、株主との間のエイジェンシー問題の緩和を通じて期待される企業パフォーマンスの上昇につながっているのかが、重要な論点となる。

の情報公開は、既存の株主、及び潜在的な投資家に対して利用可能な情報を提供することによってエイジェンシーコストを引き下げることが期待される。また、情報公開は、企業（経営者）が、裁量的に情報を公開する（収益の良好な時は、情報を公開し、悪化した場合秘匿するのではなく、将来にわたって約束した水準以上の情報を公開すること）にコミットすることを意味し、企業内部者の活動に緊張を与える。ところで、日本企業の情報公開はこれまで、欧米に比べ開示される情報そのものが少なく、また、IRの専門部署をもたず、財務・経理や総務部門が兼業で行っていたケースも多かった。しかし、近年、日本企業における情報公開活動の進展は著しい²。このような情報公開への積極的な取り組みが、

¹ かつてのように、議長発言に相呼応する形での社員株主の「意義なし」、「了解」の大合唱や拍手喝采を行う姿はすっかり影を潜め、今では、説明義務の範囲外であっても回答する例は珍しくなく、説明の仕方も押しなべて丁寧であるという（商事法務 No. 1647 p9）。

² 今回調査によれば、経営姿勢を株主に示す方策として、IR活動を重視する企業は、全体の8割を超えており、3年前調査と比べて10%ポイント以上の増加を示している。また、IR専門部署を設置している企

上記の非対称情報の緩和や、経営者に対する直接的な規律付けを通じて、実際に企業パフォーマンスに影響を与える経路に注目する。

こうした経路を解明するために、本分析では、基本的な分析手法としてアンケート調査を利用する。アンケート調査から、各企業の内部統治構造改革への取組みの程度を示す指標である CGS を作成し、この CGS の高い企業と低い企業との間にパフォーマンスに有意な差があるか否か、あるいは、企業パフォーマンスが、この CGS の水準に有意に感応するか否かを検討する。言い換えれば、少数株主権利の保護、執行と監督の分離、情報公開といった取り組みが、通常想定されるように、経営者と株主との間に存在するエイジェンシーコストの削減や、さらに、企業経営者のコミットメントを通じて、企業パフォーマンスを上昇させているか否か、がテストされる。

さらに、上記の内部統治構造改革が、企業パフォーマンスに与える影響は、企業の技術的条件や、企業の直面する競争環境によって異なる可能性がある。図表 1-1 の【2】、【3】の経路である。例えば、内部統治構造の改革がパフォーマンスに有意な影響を与える経路が、株主と経営者間の非対称情報に起因するとすれば、技術的理由から非対称情報の深刻な企業群では、そうでない企業群に比べて、内部統治構造改革のパフォーマンス効果が明瞭である可能性がある。

他方、内部統治構造改革が企業パフォーマンスに影響を与える経路が、企業内部者のコミットメントの上昇を通じて、経営に緊張を与える点にあるとすれば、企業経営者の規律に対してほぼ同様な機能をもつことが期待される製品市場の競争の程度が、この内部統治構造改革のパフォーマンスに与える効果に影響を与えることとなる。これは、企業統治構造と、競争環境の補完・代替関係といわれる論点である。製品市場の競争が、経営者に規律を与え、内部統治構造による規律を不要にするとすれば、内部統治構造改革のパフォーマンスへの影響は乏しいことが予想される（代替）。逆に、内部統治構造による内部者のコミットメント効果は、とくに競争的な環境において明瞭に観察される可能性もある（補完）。本報告書では、こうした関係を明示的に考慮して分析を進める。

本報告書における分析の第 2 の焦点は、内部統治構造改革の決定要因の分析である。第 3 章のアンケートの定性分析からも明らかにされるように、現在、日本企業の内部統治構造改革は、改革にきわめて積極的な企業から、いぜん消極的姿勢を崩さない企業まで、広

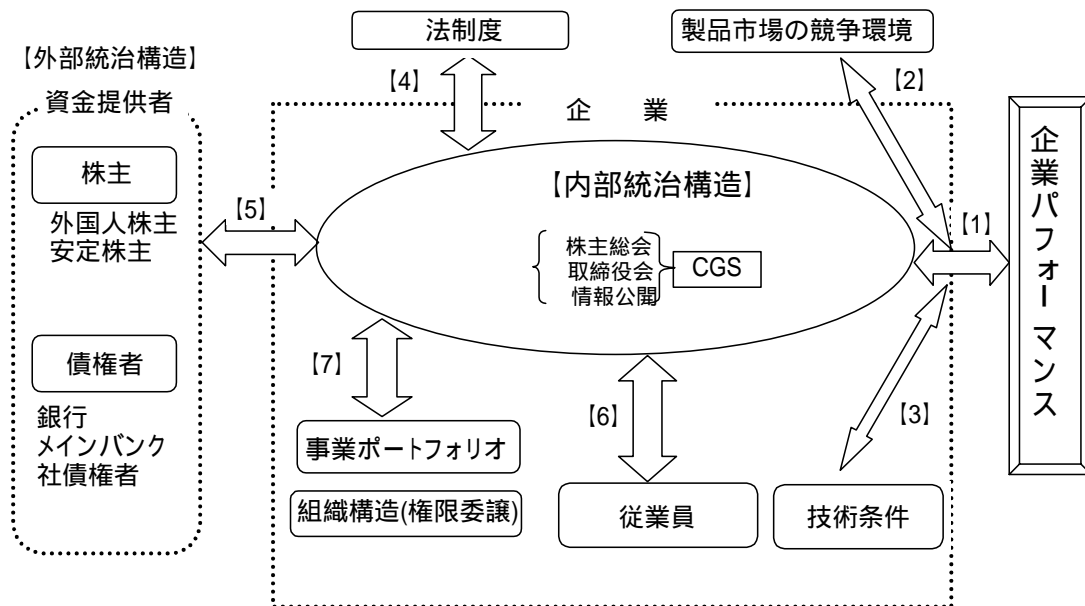
業の比率は、3 年前の 14.8% から今回調査の 43.5% に急増している。

い範囲の分布を示している。また、米国型統治をモデルとした改革の必要性が強調され、少数株主権の保護、執行と監督の分離、社外取締役の導入、積極的な情報公開が、一つのパッケージで進展していると想定されているが、実は、 - の組み合わせも多様である。例えば、キャノンやトヨタは、米国型の企業統治構造改革に批判的であることで知られているが、 の情報公開に対しては極めて積極的である。他方、逆に、執行役員制や社外取締役を導入した企業のなかに、情報公開に消極的企業も少なからず存在する。

では、こうした企業統治構造改革はいかなる要因によって決定されているのか。本報告書では、企業統治構造改革の決定要因として、図表 1-1 の通り、 法制度の変化(図表の【4】)、 株式所有構造、債権者関係などの「外部統治構造」(図表の【5】)、 従業員の関与の程度や選択されている雇用システムの特徴(図表の【6】)、 企業の事業構造と内部組織構造(図表の【7】)に注目する。

ここで、 の法制度は、商法・独占禁止法、企業会計原則など近年、変更が著しいが、日本企業にとって共通の制度的条件の変化である。 の外部統治構造とは、企業に対する資金提供者の関係を示す。例えば、機関投資家の株主比重がすでに高い企業は、内部統治構造の改革に積極的に取り組むことによって、市場にシグナルを送る可能性が想定されるのに対して、安定株主の比率の高い企業はそうした必要性が低い。 の従業員の経営関与の強さは、一般に、「株主重視の統治構造改革」と対立的に理解されるが、従業員が、現在の市場化の進展（株価や社債格付けの資金コストへの影響の上昇）を重視するとすれば、従業員の関与の強い企業ほど、あるいは、長期雇用の程度の高い（従業員の企業にサンクされたコストの高い）企業ほど、むしろ改革に積極的となる可能性もある。 の事業構造(多角化の程度)や内部組織構造は、取締役会改革の選択にあたって、企業(経営者)が、その時点で与えられている条件である。事業の異質性が高く、外部から観察が困難であればあるほど、経営の透明性を高める必要が発生するかもしれない。また、社内カンパニー制などの事業単位への権限移譲を進め、それに照応した監視の仕組みを持つ企業は、そうでない企業に比べて、経営の執行と監督の分離などの取締役会改革に積極的となることが予想されよう。本分析ではこうした推論の妥当性が吟味される。

図表 1-1 分析のフレームワーク



1-3 報告書の構成

本報告書は、おおよそ以上のような分析のフレームワークに従って分析をすすめる。第2章以下の本報告書の構成とメッセージをあらかじめ要約しておけば以下の通りある。

まず、第2章では、取締役会に代表される日本企業の内部統治構造の特徴をレビューし、その内部統治構造が、日本企業の他の特徴、すなわち外部統治構造（株主構成や資本・負債構造）、雇用制度、事業・組織構造の特徴と補完的な関係にあったことを確認する。その上で、日本企業の外部統治構造、雇用制度、事業・組織構造において1990年代に発生した変化が概観され、かつて同質的であった日本企業の構造が大きく多様化している点が強調される。

第3章では、3年前のアンケート調査との比較分析を通じて、近年のわが国企業における企業統治構造の変化について概観する。本章で観察した大きな変化は、次の3点である。

企業のステークホルダーとして、取引先銀行や系列企業集団を重視する企業の比率が減少し、他方で顧客や個人株主を重視する企業の増加が鮮明となるなど、従来型の日本型経済システムに変化の兆しが見られる。ファイナンス面では、不測の資金需要への対応を理由として、メインバンクとの関係を維持する企業が引き続き多いものの、情報提供や経営危機の際の救済を期待する企業の割合は大きく減少するなど、メインバンクと企業との関係にも変化が見られる。企業の内部統治構造改革として、執行役員制やストック・オプション

ションを採用する企業の割合が大きく増加しており、社外取締役制度の採用も増加傾向にあるが、企業の期待している役割と実際の体制整備面との間には隔たりがある。

第4章の課題は、内部統治構造改革と企業パフォーマンスの関係の定量分析である。まず、内部統治構造を測定する指標(CGS)の作成手順、内容を説明する。その上で、CGSと企業パフォーマンスの関係に関する推計結果を報告する。また、パフォーマンスのCGSに対する感応度に、企業の技術特性(R&D比率が高いか低い)や、競争要因が影響をあたえたか否かがテストされる。また、同章では、執行役員制や社外取締役の導入、監査役会の強化など、近年注目を集めている企業統治構造改革それぞれのパフォーマンスに対する影響も検討される。こうした包括的な分析を通じて、強調されるのは、内部統治構造改革が、企業パフォーマンスの改善に寄与する可能性が高いこと、とくにその中でも情報公開の効果が明瞭であることである。

第5章、6章では、企業の内部統治構造の決定要因に関する分析が試みられる。第4章で作成されたCGSを、今度は被説明変数として、その決定に関する定量分析を試みる。第5章では、外部統治構造(株主構成、債権者関係)と、企業の事業ポートフォリオ、組織構造の内部統治構造の選択に対する影響が検討され、第6章では、従業員の経営の関与度、雇用関係が内部統治構造改革に与える影響が検討される。主要なメッセージは、第1に、一般的に予想されるように、外国人株主比率が高く、借入依存度が低く、資本市場への依存度高い企業では、内部統治構造改革に積極的であり、他方、安定株主比率が高く、借入依存度が高く、資本市場に依存することのできない企業では、改革に消極的である。第2に、以上の関係は、内部統治構造改革の全てには当てはまらない。株主構成、資本構成や負債構造といった外部統治構造が及ぼす影響は、取締役会改革に対しては乏しく、主として、株主の権利保護、とくに情報公開に対してその影響が強かった。第3に、従業員の経営への関与度は、少なくとも、内部統治構造改革とは対立的ではない。最後に、長期雇用と年功賃金を現在なお維持する企業群は、内部統治構造改革への取組みが消極的であるが、興味深いことに、長期雇用を維持しつつ成果主義的賃金の導入を試みている企業は、内部統治構造の改革に積極的である。

終章では、本報告書の分析結果を整理し、この分析が今後の日本企業の再生に対して持つ含意を提示する。