

## 第5章 内部統治構造改革の決定要因(1)

### - 株式所有構造・資本構成、事業・組織構造と統治構造改革 -

#### 5-1 はじめに

本章では、内部統治構造の改革に、企業のステークホルダーがどのような影響を与えているのか、企業の事業構造や組織構造はどのような影響をもつのか、に関する分析を試みる。前者に関して、一般に、企業の重要なステークホルダーとして、株主、従業員、債権者、顧客、取引先、地域社会があげられることが多いが、本章で対象とするのは、株主及び債権者などの外部統治構造の特性である。なお、従業員と企業統治との関係については、過去の研究で明示的に扱われることが少なかった分野でもあり、章を改め、次章で分析を行うことにした。

既に第2章で述べたように、近年の日本企業の株式所有構造、資本・負債構造、事業・組織構造面における企業間の差異は拡大傾向にあり、その特徴は以下のように要約できる。

- (1) 1990年代以降における日本企業の株式所有構造は大きく変化し、これまでの比較的同質的であった株式所有構造における企業間差異が拡大した。すなわち、高収益を維持し、機関投資家に高く評価された企業は、自ら持合を解消する一方で、逆に収益性の低い企業は、乗っ取りを回避するために持合をいぜん継続している。
- (2) 90年代後半以降の日本企業における負債比率の分散も拡大している。また、負債の構成を見ても、優良企業が社債依存度を高める一方で、低収益企業は銀行借入に依存するという明確な傾向が形成された。
- (3) かつて專業度が相対的に高いとされてきた日本企業の事業構造は80年代後半から90年前半にかけて、多角化の方向性を強めた。しかし、90年代後半になると、引き続き多角化を継続した企業群と本業へ回帰した企業群に分化した。
- (4) 組織構造を見ると、90年代後半以降、社内カンパニー制や執行役員制の導入に代表されるような分権的な組織特徴を示す企業が増加してきた。

そして、この企業間に存在する差異によって、日本企業の内部統治構造改革は、異なる影響を受ける可能性が高いと考えられる。そこで、まず次節では、これらの企業間における外部統治構造の差が、内部統治構造改革にどのような影響を与えているのかを分析し、続く第3節で、企業の事業・組織構造と内部統治構造改革の関係についての分析を行う。

## 5-2 外部統治構造と内部統治構造改革

### 5-2-1 サンプルと外部統治構造の特性

前節で述べたように、近年の日本企業では、株式所有構造(株主)、資本構成・負債構造(債権者)における企業間の差異が拡大している。これらの差異は、内部統治構造改革にどのような影響を与えているのであろうか。本節ではこの問題に接近する。具体的には、以下の疑問に答えることが課題である。

- (1) 外国人株主の存在は、一般的に言われるように、株主権利を重視する内部統治構造改革を促進するのか。逆に安定株主の存在は、改革に抑制的に働くのか。
- (2) 金融機関(銀行)による企業の規律付けの領域が大きいと考えられる借入比率の高い企業は、内部統治構造改革に積極的か消極的か。
- (3) 相対型の金融機関(銀行)に資金調達を依存する企業と市場型の社債市場に依存する企業では、内部統治構造改革の姿勢は異なるのか。

この点に接近するために、本節では前章で作成した CGS を活用し、以下の簡単な回帰式を推計する。

$$CGS = F (SIZE, SHLD, CREDIT) \quad (5-1)$$

左辺の被説明変数である CGS は、前章で説明した 3 項目のサブ・インデックスから構成されている。3 項目とは、株主総会による少数株主の権利保護(CGSsh)、取締役会の改革度合(CGSbr)、情報公開への取組み(CGSds)であり、それぞれを被説明変数とした推計を行った。右辺には、企業規模(SIZE)をコントロール変数とし、株式所有構造を現す変数(SHLD)と、企業・債権者関係を現す変数 (CREDIT)を導入した。SHLD は、金融機関持株比率プラス事業法人持株比率で定義された安定株主比率と外国人持株比率を採用した。金融機関の保有比率には、信託銀行(投資信託)の保有部分が含まれているため、本来は安定株主の代理変数としては、その部分を除去する必要があるし、外国人株主も、海外機関投資家と海外事業法人を区別する必要があるが、こうした操作は本分析では行われていない。

他方、企業・債権者関係を示す変数としては、金融機関借入比率(借入/総資産)、社債権者との関係の深さを示す代理変数として社債負債比率、金融機関とのこれまでのメインバンク関係とは異なる関係 (arm' length relationship) を構築している企業の代理変数とし

てコミットメントライン(CML)<sup>1</sup>の採用ダミーを導入した。ここでの課題は、外部統治構造の差が、経営者による内部統治構造改革の実施に影響を与えたか否かにあるから、外部統治構造を現す変数は、3期前1998年度末(1999年3月期)をとった。98年度末は、金融危機後、持合の解消が本格化する一方、不良債権問題が深刻化した結果、企業の過剰債務が問題となり始めた時点である。各変数の定義、基本統計量、相関係数は図表5-1のパネル1~3に整理されている<sup>2</sup>。

基本統計量の株主構成を見ると、安定株主比率は平均59.7%(標準偏差15.8%)であり、変動係数は26%であり、その他の変数に比べて相対的に分散は小さい。他方、外国人株主比率は平均6.0%であり、第2章の見た東証1部上場企業(外国人持株比率9.4%)に比べればやや低い<sup>3</sup>。注目されるべきは、このサンプルの外国人株主の分散が著しく大きいことである。中央値は、3.0%であり、外国人保有比率が3%以下の企業が半数を占める一方、サンプルの上位4分の1以上の企業における外国人保有比率は、8.6%を超えている。

他方、借入比率は平均で19.0%(標準偏差16.5%)である。最小値が0であることから分かるように無借金の企業がある一方、借入比率が72.1%にも達している企業もある。企業の負債のうち、どの程度が市場で調達される社債に依存するかを示した社債比率(社債負債比率)を見ると、平均27.9%であるが、標準偏差が33.8%(変動係数:121.1%)と、分散が大きいことが分かる。社債比率の第1四分位は0で、社債比率が0である企業はサンプル中232社(44.6%)であり、社債の調達が可能な(あるいは調達が不要な)企業は、サンプルの半数以下である。この点からも、資金調達の面で、銀行借入に依存する企業群と社債市場からの調達に依存する企業群に分化している点が確認できよう。最後に、コミットメントラインは、サンプル企業(上場・店頭企業)の32%で利用されている。

## 5-2-2 推計結果

推計結果は図表5-2に整理されており、その主要な結果は、以下のように整理することができる。

---

<sup>1</sup> コミットメントラインの特徴の一つは、従来の暗黙的な契約に基づくメインバンク関係と異なり、明示的な契約に基づいている点にある。また、銀行団による協調融資(シンジケートローン)形式を取るものが大半であり、市場型間接金融の一つと位置付けることもできる。

<sup>2</sup> 各説明変数の相関係数を見ると、0.4~0.5の値を示す係数も有り、多重共線関係(マルチコ)を起こす可能性があるが、説明変数を独立に導入した推計も試みても、ここで取上げる結果と同様の結果が得られた。

<sup>3</sup> 本節のサンプルは、上場企業及び店頭公開企業である。

## 外部統治構造の多様化と取締役会改革

まず、被説明変数を CGS とした推計結果を見ると(コラム 1)、安定株主比率の符号は 1% 水準で有意に負であり、3 期前に安定株主比率が高い企業は、内部統治構造改革に消極的であるという見方が支持される。ただし、その効果は、必ずしも小さくなく、1 標準偏差で測ると、CGS を 1.58 ポイント(CGS 平均に対する比率：5.2%)引き下げると試算される。

第 2 に、コラム 1 で、外国人株主の係数の符号は正であり、有意水準も十分高く、外国人株主の存在は、企業経営者の内部統治構造改革の選択に正の関係があることが分かる。その CGS に及ぼす影響度(マグニチュード)は、2.22(同：7.2%)と安定株主の影響度より、1.5 倍程度高い。

第 3 に、コラム 1 で、債権者との関係を見ると、借入比率の符号は 1% 水準で有意に負であり、借入比率の高い企業ほど内部統治構造改革に消極的であることが示された。その効果も大きく、1 標準偏差で測定した負債比率の上昇が CGS に及ぼす影響度は、マイナス 2.31(同：7.5%)と試算される。他方、社債比率の符号は、有意水準は低いものの、負債比率とは逆に正であり、市場調達 성격が強い社債へ依存する企業の経営者は、内部統治構造の改革に積極的である可能性が示唆される。また、コミットメントライン(CML)の符号は、1% 水準で有意に正であり、従来の暗黙の契約にもとづくメインバンク関係から、明示的な契約に基づく新たな企業・銀行関係を選択している企業では、内部統治構造改革に積極であることが分かった。

図表 5-1：内部統治構造改革の決定要因

### パネル 1：変数定義

変数名	定義	出所	
SIZE	企業規模	総資産の自然対数値	日本政策投資銀行「企業財務データバンク」
ANTEI	安定株主比率	金融機関と事業法人による株式所有比率	日本政策投資銀行「企業財務データバンク」
FRIGN	外国人株主比率	外国人による株式所有比率	日本政策投資銀行「企業財務データバンク」
BORRW	借入比率	金融機関借入金*100/総資産	日本政策投資銀行「企業財務データバンク」
BOND	社債負債比率	社債借入*100/(金融機関借入+社債借入)	日本政策投資銀行「企業財務データバンク」
CML	コミットメントライン	金融機関とコミットメントラインを契約している企業に1、それ以外に0を付与するダミー	財務総研調査(2002年12月)

## パネル2：基本統計量

N=520

	Mean	Std Dev	Minimum	Maximum	Median	1st Qrt	3rd Qrt
CGS	30.63	13.51	3.33	67.37	29.15	20.51	39.39
CGSsh	7.13	4.65	0.00	21.21	6.06	3.03	9.09
CGSbr	11.47	5.77	0.00	27.78	11.11	5.56	16.67
CGSds	12.03	7.68	0.00	30.00	10.00	6.67	16.67
SIZE(-3)	18.42	1.54	14.09	23.41	18.18	17.28	19.33
ANTEI(-3)	59.69	15.82	0.00	95.18	61.71	51.32	70.57
FRIGN(-3)	6.03	7.92	0.00	62.29	2.99	0.64	8.68
BORRW(-3)	18.96	16.49	0.00	72.14	14.30	5.67	28.18
BOND(-3)	27.87	33.83	0.00	100.00	9.03	0.00	53.22
CML	0.32	0.47	0.00	1.00	0.00	0.00	1.00

・(-3)は3期前(1998年度の数値であることを示す

## パネル3：相関係数

N=520

	CGS	CGSsh	CGSbr	CGSds	SIZE(-3)	ANTEI(-3)	FRIGN(-3)	BORRW(-3)	BOND(-3)	CML
CGS	1.00									
CGSsh	0.68	1.00								
CGSbr	0.66	0.19	1.00							
CGSds	0.85	0.46	0.29	1.00						
SIZE(-3)	0.53	0.33	0.26	0.54	1.00					
ANTEI(-3)	0.03	0.05	0.02	0.01	0.29	1.00				
FRIGN(-3)	0.45	0.26	0.20	0.49	0.47	0.01	1.00			
BORRW(-3)	-0.26	-0.17	-0.07	-0.30	-0.06	-0.08	-0.32	1.00		
BOND(-3)	0.35	0.18	0.16	0.39	0.44	0.20	0.35	-0.49	1.00	
CML	0.22	0.11	0.13	0.23	0.17	-0.05	0.11	-0.04	0.03	1.00

図表 5-2：内部統治構造改革の決定要因(推計結果)

被説明変数	COLUM1		COLUM2		COLUM3		COLUM4	
	CGS		CGSsh		CGSbr		CGSds	
説明変数	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値
C	-35.56 ***	-5.43	-9.25 ***	-3.47	-2.32	-0.68	-23.99 ***	-6.70
SIZE(-3)	3.88 ***	9.62	0.97 ***	5.92	0.76 ***	3.61	2.15 ***	9.75
ANTEI(-3)	-0.10 ***	-3.05	-0.01	-1.07	-0.02	-0.98	-0.07 ***	-3.84
FRIGN(-3)	0.28 ***	3.91	0.04	1.41	0.05	1.38	0.19 ***	4.79
BORRW(-3)	-0.14 ***	-4.00	-0.04 ***	-3.16	-0.01	-0.30	-0.09 ***	-4.68
BOND(-3)	0.02	0.84	-0.01	-0.93	0.01	0.84	0.01	1.43
CML	3.37 ***	3.29	0.39	0.94	1.01 *	1.89	1.97 ***	3.51
R <sup>2</sup> =	0.38		0.14		0.07		0.43	
N=	520		520		520		520	

(-3)は3期前(1998年度の数値であることを示す

C: 定数項

ANTEI:安定株主比率

CGS:CGS合計値

FRIGN:外国人株主比率

CGSsh:株主総会

BORRW:借入比率

CGSbr:取締役会

BOND:社債負債比率

CGSds:情報公開

CML:コミットメントライン採用有無ダミー

SIZE:企業規模

以上、要するに、1990年代後半に、外部統治構造の急速な分化が進展していったが、そうした外部統治構造は、経営者の内部統治構造改革の選択に有意な影響を与えていた。つまり、日本企業のうち、持ち合いを解消し、負債に依存することが少なく、依存する場合にも、資本市場(社債)に依存し、かつ銀行との関係では、メインバンクに代わる新たな企業・銀行関係を形成している企業ほど、CGSに示される改革に積極的である。逆に、安定株主化をいぜん維持し、負債への依存度が高く、社債による調達が困難で、かつ、いぜんメインバンク関係を維持している企業群は、内部統治構造の改革に消極的であった。

いかなる内部統治構造改革が外部統治構造の影響をうけるか

これまで、内部統治構造改革のもっとも包括的な指標であるCGS(合計値)を被説明変数として分析を進めてきた。もっとも、CGSは、株主総会による少数株主の権利保護(CGSsh)、取締役会の改革(CGSbr)、情報公開の取組み(CGSds)のサブ・インデックスからなる。そこで、次にこの3つのサブ・インデックスに示される改革のうち、いずれの改革に外部統治構造の差が影響を与えたかを検討しよう。サブ・インデックスを被説明変数とする推計結果は図表5-2のコラム2~4に整理されている。

まず、第1に注目されるべきは、CGSを構成する3つのインデックスのうち、外部統治構造の差が有意な影響を与えているのは、情報公開の積極性(CGSds)を被説明変数とする推計であることである。各推計のあてはまり(決定係数)を見ると、取締役会改革(CGSbd)を被説明変数とした推計では、規模とCML以外、有意な変数はなく、決定係数は0.07にとどまる。また、少数株主の権利保護(CGSsh)では、ややあてはまりは改善し、決定係数は0.14に上昇し、各変数の有意水準も上昇するが、いぜん十分ではない。それに対して、情報公開の取組み(CGSds)を被説明変数とする推計では、決定係数が0.43と高く、社債比率の係数のt値が低いことを除けば、それ意外の係数は十分に有意である。

そこで第2に、情報公開の積極性(CGSds)を被説明変数とする推計に絞って、外部統治構造の内部統治構造改革に対する影響を検討すると、推計結果は既述のCGSを被説明変数とする推計結果とほぼ同様である。重要な点は、このCGSds(平均12.03点)を被説明変数とする推計では、CGS(平均30.63点)と比べて、各説明変数が被説明変数に与えるマグニチュードが上昇していることである。例えば、安定株主、外国人株主の効果は、1標準偏差で計る

と、それぞれ、1.11、1.50 であり、CGSds の平均値 12.03 の 9.2%、12.5%にあたる<sup>4</sup>。同様に、借入比率の効果は、1.48 であり、CGSds の平均値の 12.3%となる<sup>5</sup>。

以上のように、近年、分化が進展する外部統治構造は、経営者の内部統治構造改革に有意な影響を与えていた。改革の内容から見れば、取締役会改革に対する影響は乏しく、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。以上の事実発見の含みは次の 2 点で重要であろう。

第 1 に、これまでの先行研究は、外国人株主比率や資本市場への依存度が高い企業のパフォーマンスが高いことを実証的に明らかにしてきたが、この外国人株主の監視や資本市場の圧力がどのような経路を経て、企業のパフォーマンスを高めているかに関しては、必ずしも明確に示してこなかった。この点に関して、本章の分析は 1 つの解を示している。つまり、外国人株主や資本市場の圧力下にある企業では、市場に対する透明性の確保、説明責任の明確化を強く求められるため、情報公開に積極的であり、この情報公開活動が企業パフォーマンスを高める可能性が高いという解釈である。言い換えれば、外国人株主や資本市場の圧力は、企業の情報公開活動を促進する経路を経て、企業パフォーマンスを向上させている可能性が指摘できよう。

第 2 に、外部統治構造の差が内部統治構造改革の取組みに有意な影響を与えるということでの推計結果を、積極的な内部統治構造改革、とりわけ、情報活動への積極的な取組みが、企業パフォーマンスを高めるという第 4 章の分析結果と統合すると、日本企業の統治構造は、複数の均衡を持った可能性を示唆することとなる。日本企業の一極には、外国人投資家に株式を保有される比率が高く、すでに旧来からの持ち合いを解消し、また資金調達面でも、低い借入比率、高い資本市場(社債)への依存を進める企業が存在し、この企業は、内部統治構造改革に積極的であり、そうした新たな統治構造が、企業の高いパフォーマンスを支えている。しかし、その他方で、いぜん安定株主化を維持し、負債への依存度が高く、社債による調達が困難で、かつ、メインバンク関係を維持している企業群は、内部統治構造の改革に消極的であり、そうした企業群のパフォーマンスは有意に低い。こうした企業統治において劣位な均衡に陥って期いる企業群こそ、近年の企業統治構造改革の対象に他ならない。

---

<sup>4</sup> CGS では、安定株主、外国人の効果は CGS 平均の 5.2%、7.2%である。

<sup>5</sup> CGS では、借入比率の効果は CGS 平均の 7.5%である。

### 5-3 事業・組織構造と内部統治構造

第2章でも指摘した通り、1990年代には、日本企業は、事業構造や内部組織構造でも大きな変化が生じていた。このように1990年代に大きく変化した日本企業の事業・組織構造は、内部統治構造改革にどのような影響を与えているのであろうか。この点を分析するのが本節の課題である。分析にあたっては、本アンケート調査に加え、企業の多角化戦略と組織構造を調査した財務総研調査(2002a)を合わせて利用した。

#### 5-3-1 事業構造：多角化の進展と統治構造改革

多角化企業の場合、事業間の技術的関係や資金関係が複雑化するため、外部者である投資家にとって、その企業の評価は困難となる可能性が高く、エイジェンシー問題が発生する可能性が高い。一方、投資家にとっては見れば、株式を分散投資することで自らリスクを軽減することが可能であるから、投資家は、投資先企業による事業の多角化を望まないという見方がある。もっとも、多角化した事業間で技術面のシナジーが効果される場合には、投資家にとっても、企業の多角化戦略は望ましい戦略となり得る。このような場合、多角化企業はエイジェンシー問題を積極的に解決している姿勢を外部に示す施策を行う可能性が高い。例えば、情報公開を積極化、監督と執行を分離する一連の取締役会改革は、エイジェンシー問題を緩和させる手段として、多角化企業で行われる可能性が高いことが予想される。

財務総研調査(2002a)では、2002年2月、東証1部上場企業を対象に、企業の多角化・集中化戦略に関する調査を実施している。その調査の中で、企業に進出分野数を質問している。日銀調査(1991)の事業区分に若干の変更を加えて、製造業・非製造業を103の事業分野に区分し、企業に進出分野を選択してもらう形式である。例えば、電気機械関係の分野であれば、電子計算機・同附属部品、電子機器、通信機器、家電、重電、電子部品、その他電気機器の7分野が選択肢として用意されている<sup>6</sup>。本節の分析では、この進出分野数を企業の多角化度を示す代理変数とし、今回調査企業のうち、進出分野数のデータがある162社をサンプルとして、下記の推計を行った。なお、サンプル162社における進出分野数の分布は、平均値8.4分野、標準偏差7.9%、最小値1分野、最大値は総合商社の80分野となっている。

---

<sup>6</sup> 調査方法については、宮島・稲垣(2003)のp35、36、42、43を参照されたい。



$$CGS = F(\text{SIZE, STHLD, CREDIT, DIVSTY}) \quad (5-2)$$

本推計式は、(5-1)式の右辺に進出分野数を示す変数(DIVSTY)を追加したものである。DIVSTYには、進出分野数(連続数)、進出分野数の第3四分位以上に1(それ以外は0)を付与する高多角化ダミーDIVDM(離散数)の2変数を作成した。なお、本推計では、社債負債比率は説明変数から除去している。これは、社債借入がある企業はサンプル中、3割程度にとどまり、統計的に安定的な結果が得られないと判断したためである。CGS、CGSds(情報公開)を被説明変数とした推計結果は、図表5-3に整理されている<sup>7</sup>。

本推計からは、エイジェンシー問題の発生する可能性が高いと考えられる多角化企業では、専業企業よりも、取締役会改革や情報公開活動行われているという結果は得られなかった。内部統治構造改革は多角化の程度とは無関係に実施されている可能性が示唆された。

図表5-3：多角化とガバナンス改革

被説明変数	CGS				CGSds			
	COLUM1		COLUM2		COLUM3		COLUM4	
説明変数	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値
C	-25.47 *	-1.71	-24.63 *	-1.73	-25.21 **	-2.99	-28.24 ***	-3.51
SIZE(-3)	3.28 ***	3.82	3.23 ***	3.96	2.27 ***	4.67	2.45 ***	5.32
ANTEI(-3)	-0.05	-0.76	-0.05	-0.75	-0.05	-1.29	-0.05	-1.32
FRIGN(-3)	0.24 **	2.05	0.25 **	2.07	0.10	1.50	0.09	1.39
BORRW(-3)	-0.22 ***	-3.99	-0.22 ***	-4.06	-0.15 ***	-4.72	-0.14 ***	-4.65
CML	4.43 **	2.41	4.40 **	2.40	1.94 *	1.87	1.98 *	1.91
DIVSTY	0.02	0.12	-	-	0.00	0.00	-1.18	-1.00
DIVDM	-	-	0.65	0.31	-	-	-	-
R2=	0.31		0.31		0.34		0.34	
N=	162		162		162		162	

(-3)は3期前(1998年度)の数値であることを示す \*\*\*:1%有意水準、 \*\*:5%有意水準、 \*:10%有意水準

CGS:CGS合計値      FRIGN:外国人株主比率  
CGSds:情報公開      BORRW:借入比率  
C:定数項      CML:コミットメントライン採用有無ダミー  
SIZE:企業規模      DIVSTY:進出分野数  
ANTEI:安定株主比率      DIVDM:高多角化ダミー

### 5-3-2 組織構造：権限委譲の進展と統治構造改革

近年、日本企業の内部組織構造における変化の特徴は、社内カンパニー制の導入や事業

<sup>7</sup> CGSst、CGSbdを被説明変数とする推計も試みたが、多角化との有意な関係は得られなかった。

単位における分権度の引き上げである。社内カンパニー制は、「カンパニーに意思決定の権限を大幅に委譲するマネジメント・コントロール・システム」とであると定義でき、事業単位への権限委譲の進展を意味する。もっとも、宮島・稲垣(2003)での指摘した通り、社内カンパニー制を導入しても実質的に分権化を伴わない場合、あるいは、社内カンパニー制を導入しなくても実質的に分権度が上昇した場合もありうる。こうした企業の内部組織構造の差は、内部統治構造の改革に影響を与えるのであろうか。例えば、事業単位への権限委譲・分権度を引き上げる組織構造の改革は、監督と執行の分離を明確化する取締役会改革と整合的あるかもしれない。また、社内カンパニー制の導入や事業単位への分権度の引き上げと同時に、これまでの日本企業に比べて、明示的な業績評価のルール策定や事業単位のパフォーマンスの評価基準を備えるといった組織改革が行われている。このような改革は、説明責任の明確化、透明性の確保を促進するという観点から、株主への情報公開へと整合的な可能性がある。こうした推論(conjectures)の当否をテストすることが以下の課題である。

ところで、2002年2月に実施した財務総研調査(2002a)では、企業の組織構造に関する調査を実施しており、その中で、企業に社内カンパニー制採用の有無、事業単位への権限委譲の程度に関する質問をしている<sup>8</sup>。権限委譲に関する調査では、経営計画、事業、組織、人事、販売・購買、財務に関する17の意思決定<sup>9</sup>に関して、事業部や社内カンパニーといった事業単位はどれほどの権限が与えられているか、をリッカード・スケール<sup>10</sup>によって得点化し、権限委譲度の指数(AUTHRTY)を作成した。この指数は最低で1点、最高で4点を取り、値が大きいほど権限委譲度が高いことを示している。

今回調査に回答した企業のうち、上記の社内カンパニー制と権限委譲度に関するデータがある128社を対象として、下記の推計を行った。

$$CGS = F(\text{SIZE, STHLD, CREDIT, ORGNZ}) \quad (5-3)$$

---

<sup>8</sup> 調査方法については、宮島・稲垣(2003)、財務総研調査(2002a)を参照されたい

<sup>9</sup> 17の意思決定とは、中期計画、年度予算・事業計画、事業領域、事業提携・M&A、新製品・新技術の開発、事業からの撤退、組織変更、関連会社の設立、人事システムの変更、正規従業員の採用、従業員の管理職登用、配置転換、部門長の決定、購入調達先、納品・販売先、財務担当者の決定、外部からの資金調達、である。

<sup>10</sup> リッカード・スケールは下記の4段階。本社が決める：1点、本社の意向を多く反映：2点、事業単位の意向を多く反映：3点、事業単位が決める：4点。権限委譲度は、17の意思決定に関する得点を単純平均した得点を用いている。したがって、最低点は1点、最高点は4点となる。

本推計式は、(5-1)式の右辺に組織構造を示す変数(ORGNZ)を追加したものである。ORGNZには、カンパニー制採用ダミーCAMPY(採用企業に1、それ以外に0を付与するダミー変数)と権限委譲度 AUTHRTYを採用した。サンプルの分布は図表5-4のパネル2に整理されている。サンプル128社のうち、社内カンパニー制を採用している企業は約14%であり、権限委譲度については、平均で1.97点(標準偏差0.39)、最低が1点、最高が2.9点という分布になっている。

図表5-4：権限委譲とガバナンス改革

パネル1：変数定義

変数名	定義	出所
SIZE	企業規模	総資産(連結)の自然対数値
ANTEI	安定株主比率	金融機関と事業法人による株式所有比率(単体)
FRIGN	外国人株主比率	外国人による株式所有比率(単体)
BORRW	借入比率	金融機関借入金*100/総資産(連結)
CAMPY	カンパニー制採用ダミー	社内カンパニー制を採用している企業に1、それ以外に0を付与するダミー
AUTHRTY	権限委譲度	事業部や社内カンパニーといった事業単位への権限委譲度を得点化したもの

パネル2：基本統計量

N=128

	Mean	StdDev	Minimum	Maximum	Median	1stQrt	3rdQrt
CGS	34.85	13.30	8.89	64.68	33.84	24.37	43.76
CGSsh	7.71	5.01	0.00	21.21	6.06	3.03	12.12
CGSbr	12.36	5.88	0.00	27.78	11.11	11.11	16.67
CGSds	14.78	7.51	0.00	30.00	16.67	10.00	20.00
SIZE(-3)	19.28	1.38	16.62	23.41	19.20	18.22	20.14
ANTEI(-3)	63.67	13.32	0.00	88.76	65.28	57.07	72.07
FRIGN(-3)	7.83	8.18	0.00	49.18	5.18	1.75	12.23
BORRW(-3)	17.49	17.17	0.00	68.05	11.79	3.74	31.42
CML	0.38	0.49	0.00	1.00	0.00	0.00	1.00
CAMPY	0.14	0.35	0.00	1.00	0.00	0.00	0.00
AUTHRTY	1.97	0.39	1.00	2.88	1.94	1.71	2.24

推計結果は図表5-5の通りである。規模、外部統治構造に関する変数の効果は、前掲図表5-1と比べて、安定株主、CMLの係数の有意性が失われるものの、基本的には図表5-2の結果に同じと見てよい。まず、CGSを被説明変数とした推計結果(コラム1と2)を見ると、

権限委譲とカンパニー制ダミーの係数はいずれも有意に正の値である。すなわち、カンパニー制の導入あるいは権限委譲の進展は、内部統治構造改革と正の関係があることが分かる。社内カンパニー制の採用はCGSを6.2点上昇させ、これはCGS平均(34.85点)の17.8%にあたる。次に、1標準偏差で測定した権限委譲度がCGSに及ぼす効果は、2.7であり、CGS平均値の7.7%にあたる。

図表 5-5 : 権限委譲とガバナンス改革(推計結果)

被説明変数	CGS				CGSsh			
	COLUM1		COLUM2		COLUM3		COLUM4	
説明変数	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値
C	-17.73	-1.22	-25.58 *	-1.74	-4.98	-0.8	-5.69	-0.89
SIZE(-3)	2.79 ***	3.28	2.65 ***	3.12	0.63 *	1.72	0.62 *	1.69
ANTEI(-3)	-0.02	-0.19	-0.04	-0.48	0.00	0.11	0.00	0.041
FRIGN(-3)	0.31 **	2.08	0.24	1.59	0.10	1.55	0.09	1.429
BORROW(-3)	-0.26 ***	-4.04	-0.25 ***	-4.00	-0.06 **	-2.1	-0.06 **	-2.06
CML	2.44	1.20	2.21	1.09	0.95	1.08	0.92	1.048
CAMPY	6.16 **	2.19	-	-	0.80	0.65	-	-
AUTHRTY	-	-	6.83 **	2.57	-	-	0.59	0.515
R <sup>2</sup> =	0.32		0.33		0.11		0.11	
N=	128		128		128		128	

被説明変数	CGSbr				CGSds			
	COLUM5		COLUM6		COLUM7		COLUM8	
説明変数	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値
C	8.05	1.06	6.81	0.86	-17.73	-1.22	-26.70 ***	-3.38
SIZE(-3)	0.20	0.45	0.23	0.50	2.79 ***	3.28	1.80 ***	3.92
ANTEI(-3)	0.00	0.00	-0.01	-0.12	-0.02	-0.19	-0.04	-0.81
FRIGN(-3)	0.07	0.94	0.08	0.95	0.31 **	2.08	0.07	0.84
BORROW(-3)	-0.05	-1.55	-0.04	-1.22	-0.26 ***	-4.04	-0.15 ***	-4.54
CML	0.65	0.61	0.46	0.42	2.44	1.20	0.83	0.76
CAMPY	3.86 ***	2.62	-	-	6.16 **	2.19	-	-
AUTHRTY	-	-	0.68	0.47	-	-	5.56 ***	3.88
R <sup>2</sup> =	0.06		0.004		0.32		0.39	
N=	128		128		128		128	

(-3)は3期前(1998年度)の数値であることを示す

\*\*\*:1%有意水準、\*\*:5%有意水準、\*:10%有意水準

CGS:CGS合計値 ANTEI:安定株主比率  
CGSsh:情報公開 FRIGN:外国人株主比率  
CGSbr:情報公開 BORRW:借入比率  
CGSds:情報公開 CML:コミットメントライン採用有無ダミー  
C:定数項 CAMPY:カンパニー制採用ダミー  
SIZE:企業規模 AUTHRTY:権限委譲度

次に、CGSを構成する三つのサブ・インデックスを見ると、CGSsh、CGSbrを被説明変数とする推計(コラム3~6)は、決定係数が低い。唯一、CGSbrを被説明変数とするコラム5で、カンパニー制採用ダミーが有意に正となっているが、これは、カンパニー制の採用が取締役会改革の一つである執行役員制の導入を伴うケースが多いことを反映した結果であ

る。他方、CGSds を説明変数とするコラム 7、8 の推計では、決定係数はそれぞれ 0.32、0.39 と比較的高く、カンパニー制と権限委譲度の係数も有意に正を示している。この結果は、既に述べたように、社内カンパニー制の導入や事業単位への権限委譲は、明示的な業績評価のルール策定や事業単位のパフォーマンスの評価基準を備えるといった組織改革を伴っており、説明責任の明確化、透明性の確保を促進するという観点から、株主への情報公開と整合的な関係があることを示唆している。最後に、組織構造が情報公開活動に与える影響度を見ると、カンパニー制の採用は CGSds を 6.16 点上昇させ、それは CGSds 平均値の 41.7% にも及ぶ。また、1 標準偏差で測定した権限委譲度の影響度は 2.17 であり、CGSds 平均値の 14.7% にあたる。このように、分権的な組織の選択は、企業の内部統治構造と非常に大きな正の相関がある。

#### 5-4 小活

本章では、内部統治構造改革、特に企業の情報公開への取組みが、企業のステークホルダーや企業の事業・組織構造とどのような関係にあるのか、に関する分析を行った。主要な結論は整理すれば、以下のとおりである。

- (1) 1990 年代以降、企業の株主構成や資本市場への依存度における企業間の差異が拡大してきた。このような差異は、企業の内部統治構造改革に有意な影響を与えている。
- (2) 株主構成に注目すると、一般的に予想されるように、外国人株主比率が高い企業では、内部統治構造改革に積極的であること、逆に安定株主比率が高い企業では、改革に消極的であることが実証的に明らかになった。
- (3) 資本市場への依存度に注目すると、負債比率が高い企業では、内部統治構造改革に消極的であること、逆に社債借入に積極的である企業や、金融機関との関係を従来の暗黙的な契約から明示的な契約関係に移行させている企業では、改革に積極的であることが実証的に明らかになった。
- (4) もっとも、以上の結論は、内部統治構造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。
- (5) 本推計から明らかになった事実発見の含みは次の 2 点で重要であろう。

第 1 に、企業の情報公開へのこれまでの先行研究は、外国人株主比率や資本市場への依

存度が高い企業のパフォーマンスが高いことを実証的に明らかにしてきたが、この外国人株主の監視や資本市場の圧力がどのような経路を経て、企業のパフォーマンスを高めているかに関しては、必ずしも明確に示してこなかった。この点に関して、本章の分析は1つの解を示している。つまり、外国人株主や資本市場の圧力下にある企業では、市場に対する透明性の確保、説明責任の明確化を強く求められるため、情報公開に積極的であり、この情報公開活動が企業パフォーマンスを高める可能性が高いという解釈である。言い換えれば、外国人株主や資本市場の圧力は、企業の情報公開活動を促進する経路を経て、企業パフォーマンスを向上させている可能性が指摘できよう。

第2に、外部統治構造の差が、内部統治構造改革の取組みに有意な影響を与えるという本章の推計結果を、積極的な内部統治構造改革、とりわけ、情報活動への積極的な取組みが、企業パフォーマンスを高めるという第4章の分析結果と統合すると、日本企業の統治構造は、複数の均衡を持った可能性を示唆することとなる。日本企業の一極には、外国人投資家に株式を保有される比率が高く、すでに旧来からの持ち合いを解消し、また資金調達面でも、低い借入比率、高い資本市場(社債)への依存を進める企業が存在し、この企業は、内部統治構造改革に積極的であり、そうした新たな統治構造が、企業の高いパフォーマンスを支えている。しかし、その他方で、いぜん安定株主化を維持し、負債への依存度が高く、社債による調達が困難で、かつ、メインバンク関係を維持している企業群は、内部統治構造の改革に消極的であり、そうした企業群のパフォーマンスは有意に低い。こうした企業統治において劣位な均衡に陥っている企業群こそ、近年の企業統治構造改革の対象に他ならない。