

## 第7章 日本企業の再生に向けて

### 7-1 はじめに

本報告書では、日本経済再生の鍵として注目を集めている企業統治改革に焦点をあてた分析を行った。我々は、本報告書の焦点である内部統治構造の実態を解明するために、前回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（金融部門を除く）2577社を対象とした第2回目となるコーポレート・ガバナンスアンケート（以下「今回調査」と呼ぶ）を実施し、876社（回収率34.0%）から回答を得た。本報告書では、このアンケート調査と企業の財務データを結合し、大量のサンプルによる包括的な分析を行っている。本報告書が解明を試みた課題は、以下の点にあった。

- (1) 近年の日本企業の統治構造（外部・内部統治構造）には、どのような変化が生じているか。
- (2) 企業統治改革は、本当にパフォーマンスに影響を与えるのか。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組みの積極性を指数化した指標（CGS）を作成し、この問いに答える。
- (3) 一連の企業統治改革のうち、パフォーマンスに影響を与える要因は具体的に何であるのか。少数株主の権利保護か、執行役員制や社外取締役の導入か、情報公開なのか。
- (4) 企業統治が、パフォーマンスに有意な影響を与えるとすれば、企業統治改革自体は、何によって決定されるのか。
- (5) 従業員の企業経営に対する関与の度合いや、近年変化の著しい雇用システムは、企業統治構造の選択とどのような関係にあるか。一般に、株主を重視した企業統治改革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。

この終章では、以上の問いに対する本報告書の分析から導き出される解答を要約し、最後に、日本企業の再生の取組みに対して、本報告書の分析の含意を提示することとしたい。

### 7-2 進展する企業統治改革

近年の日本企業における統治構造の変化に関して、前回調査と今回調査を比較分析した結果、明らかになった諸点は以下の通りである。

- (1) 取引先重視から市場重視へ

重要なステークホルダーとして、一般顧客（前回調査：37.9% 今回調査：50.0%）や株主

(同:25.5% 同:31.3%)を重視する企業の増加が著しく、これらを重視する企業の比率は、従来の日本企業で重要なステークホルダーと考えられていた従業員や取引先銀行を重視すると回答した企業を上回る結果となった。とりわけ、取引先銀行を重視する企業が大きく減少(同:27.9% 同:16.6%)している。このことは、金融機関との持合い解消、企業の借入削減への取組み、金融機関の体力低下に伴い、企業と取引金融機関との関係が希薄化した近年の変化を反映していると思われる。

また、株主重視の中でも、機関投資家を重視するとの回答は前回調査と同水準であったが、個人投資家を重視するという回答が大幅に増加した。個人投資家を重視する理由として半数以上の企業が、「個人投資家を、株主と同時に、企業の重要な顧客(消費者・ユーザー等)として捉えているので」をあげており、ここでも企業が顧客重視の姿勢を強めていることが確認できる。他方、従業員を重視する企業の比率について、この3年間で変化がない点は、市場重視と従業員重視とが、必ずしも対立しないことを示唆するものとして注目される。

## (2) 加速する取締役会改革

執行役員制度の導入の進展が著しい。今回調査では、上場・店頭企業の33.0%の企業で導入されており、前回調査と比べて20%ポイント増となった。さらに、資本金300億円以上の大企業で見れば、半数を超える企業(52.3%)で同制度が採用されている。制度導入の目的としては、経営監督と業務執行の分離(72.6%)、迅速な意思決定ができる(59.5%)を上げる企業が多い。

社外取締役制度を導入する企業も増加している。今回調査では、上場・店頭企業の35.9%の企業で採用されており、資本金300億円以上の大企業での導入比率は約5割に達する。もっとも、前回調査からの増加は5%ポイントに止まり、執行役員制度のように、ここ数年間で、導入に大きな進展があったわけではない。この背景としては、社外取締役の人材不足が指摘されることが多い。社外取締役の出身を見ると、企業からの独立性が低いと考えられる親会社、グループ企業、メインバンク等の出身者が4割弱を占めている。

## (3) ストック・オプション制度

ストック・オプション制度は、2002年の商法改正で、付与対象者の範囲が原則自由になるなどの制度改善もあり、導入が進展している。今回調査では、上場・店頭企業の28.1%の企業で採用されている。今後導入を予定・検討している企業17.1%を含めると、およそ半数の企業で積極的な取組みが行われている。前回調査との比較では、導入している企業の比率

は、18.6%ポイント増加している。一方で、導入を考えていない企業の比率は、今回、前回調査とも 40%強であり、その比率はほとんど変化がなく、導入する企業群とそうでない企業群に二極分化したことがわかる。

### 7-3 内部統治構造改革と企業パフォーマンス

#### (1) 取締役会改革は企業パフォーマンスに寄与するか

株主と経営者のエイジェンシー問題の解決を目的とする企業統治改革は、本当に企業の効率的経営にとって重要なファクターなのか。この問に対して、本報告書は、企業パフォーマンスの全てを企業統治構造で説明することは不可能であるが、企業統治構造はパフォーマンスを規定する重要なファクターの1つであることを明らかにした。

本分析では、経営者が選択可能な内部統治構造改革として、株主総会の活性化、取締役会の改革、情報公開の取組みに焦点をあて、アンケート調査を利用し、これらの取組みに対する積極度を示す指標(CGS)を作成した。その上で、高いCGSを持つ企業が低いCGSの企業に比べて、有意にパフォーマンスが高いか否か、及び、企業パフォーマンスを決定するCGS以外の要因をコントロールした上で、企業パフォーマンスをCGSで回帰する統計的な分析を試みた。その結果、CGSとROA、トービンのQで測定した企業パフォーマンスの間には、有意に正の関係が存在することが実証的に明らかになった。

#### (2) いかなる改革がパフォーマンスの上昇に貢献するか

内部統治構造改革のうち、パフォーマンスへの効果が、もっとも明瞭なのは、情報公開活動であった。情報公開活動は、市場化した外部環境下にある日本の上場・店頭企業の企業統治にとって、普遍的な意味をもつ改革であることが示唆された。積極的な情報公開は、既存・潜在的な投資家に対する十分な情報の提供、経営の透明性の上昇、説明責任の明確化を介して、情報の非対称性を解決し、資金制約の緩和や調達コストの低減させることによって、企業パフォーマンスに寄与する。また、情報公開は、経営者自らが情報公開に積極的になること、すなわち、経営者がマイナスの情報であっても外部に公表することをコミットすることによって、経営者(企業内部者)に対する自律的な規律付けとして機能し、パフォーマンスを引き上げる。なお、本報告書の分析では、エイジェンシー問題の発生可能性が高いと想定される高R&D企業で、積極的な情報公開の企業パフォーマンス改善効果に対する影響度が、顕著に見られることを実証的に明らかにしている。

#### (3) 執行役員制度・社外取締役の導入とパフォーマンスの間に有意な相関はない

他方、本報告書の分析は、株主総会改革や取締役会改革が、必ずしも企業パフォーマンスと有意な関係にはないことを示している。ところで、米国をモデルとした企業統治改革として、執行役員制度・社外取締役の導入が、近年注目されている。そこで、この制度の導入の有無に注目した推計を試みたが、有意にパフォーマンスを引き上げているという結果は得られなかった。この原因の 1 つとしては、制度の形式的な導入が多いことがあげられるよう。例えば、執行役員制度に関しては、明確な権限委譲を伴っていないケースも多い。また、社外取締役にしても、その社外性(独立性)が低いという問題点を指摘できる。これらの結果は、執行役員制度や社外取締役の導入などの米国型統治構造が、日本企業に普遍的に妥当する改革モデルではないこと、また、これらの制度の導入にあたっては、企業の事業・組織構造と整合的な選択が不可欠であることを示唆している。

#### 7-4 企業統治構造改革の決定要因

内部統治構造改革への取組みの差が、パフォーマンスに影響を与えるとすれば、何がこの取組みの差を決めるのか。本報告書の第 2 の課題は、内部統治構造改革の決定要因の分析であった。本報告書では、内部統治構造改革の決定に影響を与える要因として、ステークホルダー(株主、債権者、従業員)と、事業・組織構造に注目し、これらが改革に与える影響を分析した。

##### (1) 多様化する外部統治構造や事業・組織構造は企業統治改革といかなる関係にあるか

かつて同質的であった日本企業は、1990 年代に入って、所有構造・資本構成のいずれの面でも大きく分化したが、この外部統治構造の差は、企業の内部統治構造の選択に有意な影響を与えた。外国人株主比率が高い企業では、統治構造改革に積極的であり、逆に安定株主比率が高い企業は、改革に消極的である。他方、借入比率が低く、資本市場への依存度の高い企業は、改革に積極的であるのに対して、借入比率が高く、いぜん銀行に依存する企業では、改革に消極的であることが明らかになった。また、分権的な組織構造をもつ企業は取締役会改革や情報公開に積極的である。

##### (2) 株主重視の企業統治改革と従業員重視の企業統治改革は両立するのか

他方、本報告書では、アンケート調査を利用して、従業員の経営関与度を指標化し、これを利用して、従業員の関与と企業統治改革の関係も検討した。その結果、従業員の経営関与が強い場合でも、情報公開などの統治構造改革に必ずしも消極的になるわけではなく、さらに、資本市場の圧力に直面している企業群(BBB 格以上の格付けを持つ企業群)では、従

業員の経営への関与が強い企業ほど、統治構造改革に積極的であるという関係が確認できた。このように、取締役会改革や情報公開といった株主重視の企業統治改革と従業員重視の経営は両立する可能性が示唆された。

### (3) 長期雇用は企業統治改革と対立的なのか

雇用システムと、統治構造改革の選択を見ると、通常想定されるように、長期雇用・年功型賃金制度が実態的に維持している企業（サンプルの 54%）が企業統治改革に消極的であり、逆に長期雇用を前提とせず能力業績評価制度をとる企業（同 16%）が、統治構造改革に積極的であった。しかし、本分析から得られた、最も重要、かつ興味深い結果は、長期雇用を維持しながら能力業績評価の導入を試みている企業（同 30%）は、長期雇用・年功賃金型企業に比べて、有意に統治構造改革に積極的であることである。この意味でも、長期雇用は企業統治改革と必ずしも対立的ではない。

## 7-5 企業経営への提言

以上、本報告書の分析結果のエッセンスを要約してきた。最後に、そこから引出される日本企業再生の方向に関する含意を提示することによって、本報告書の結びに代えよう

### (1) 市場化の進行する現在の環境のもとで企業統治構造改革は不可欠である

統治構造改革は、エイジェンシーコストの削減や、経営者・従業員のコミットメント効果を通じて、日本企業のパフォーマンスの上昇に寄与するという十分な証拠がある。したがって、現在いち早い再生が求められている日本企業にとって、統治構造改革は不可欠である。とくに、情報公開は、市場化した外部環境下にある日本の企業にとって、普遍的に必要な改革であり、企業パフォーマンスの改善に寄与する可能性が高い。

### (2) 米国型をモデルとする制度の形式的導入はパフォーマンスの向上に寄与しない

米国型統治構造をモデルとして、執行役員制や外部取締役を導入することが提案され、大企業では、ほぼ半数の企業がその導入を進めている。しかし、これらの制度の導入は、それ自体としては企業パフォーマンスの上昇に寄与しておらず、こうした制度の導入が、パフォーマンスの上昇に結びつくためには、企業の事業・内部組織構造との整合性が維持されている必要がある。例えば、専門企業や事業間の技術的關係が強い関連多角化企業にとっては、取締役会改革によるベネフィットより、そのコストのほうが高いかもしれない。このような企業では、取締役会改革よりもむしろ、従来型の監査役制度を重視させるほうが合理的である。

### **(3) 成果主義の導入と積極的な情報公開は、長期雇用を基盤とする日本型企業の改革モデルとなりうる**

一般の想定に反して、従業員の経営関与の程度と内部統治構造改革は、必ずしも対立的ではない。従業員の経営関与は、少なくとも企業の内部統治構造改革を抑止していないし、強い資本市場の圧力に直面している企業では、従業員の関与が強いほど、むしろ取締役会改革に積極的である。また、長期雇用・年功序列型賃金を維持する企業は、いぜん企業統治構造改革に対して消極的であるが、長期雇用は維持しながらも年功型賃金から能力評価給への移行を模索している企業は、情報公開などの企業統治改革に積極的であり、企業パフォーマンスも有意に高い。この成果主義的な賃金体系の導入、積極的な統治構造改革の組み合わせに、長期雇用を基盤とする日本型企业再生の一つのモデルがある。

### **(4) 日本企業再生の焦点**

しかし、現在の日本企業は、以上の企業群の対極に、持合いを維持し、いぜん資金調達は借入に依存し、旧来の雇用慣行を維持する企業群が存在している。これらの企業は、統治構造改革には消極的であり、企業パフォーマンスも低い。そうした企業は、企業数ベースで、上場企業の半数程度を占める。そして、日本企業の再生の焦点は、この劣位の均衡にある企業群に他ならない。

### **(5) 劣位の均衡からいかに脱却するか**

以上の企業群では、ステークホルダーの合理的な選択の結果、劣位の均衡に陥っているだけに、政策に期待される点は大きい。すでに、産業再生機構によるメインバンクのモニタリング能力の向上、株式買取機構・日本銀行による銀行保有株の買取、商法改正による委員会等設置会社の選択制の実施など、脱却のための制度的措置は、ほぼ整備されている。したがって、今後は、政府・日銀がその制度に沿った具体的な措置の一層の推進を図ることが望まれる。他方、この劣位の均衡からの脱却には、それを促す外部統治構造の整備も急務である。第 1 の候補は、劣位の均衡に陥っている企業群の借入依存度が高い以上、メインバンクでなければならない。この意味で、メインバンクにはそのモニタリング能力のいち早い涵養が望まれる。第 2 の候補が、年金運用などを行う国内機関投資家である。高齢化の進展とともに年金資産の蓄積が進み、株式投資がその重要な運用対象となり、その保有比率も上昇している。機関投資家が、積極的な議決権行使を通じて、今後の日本企業の外部モニタリングの中心として積極的な役割を演ずることが期待される。

< 参考文献 >

- 青木昌彦(1995)『経済システムの進化と多元性：比較制度分析序説』東洋経済新報社
- 阿倍正浩 (1999)「企業ガバナンス構造と雇用削減意思決定：企業財務データを利用した実証分析」中村二郎・中村恵編『日本企業経済の構造調整と労働市場』日本評論社
- 伊藤元重・加護野忠男 (1993)「日本企業と人的資源」伊丹敬之・加護野忠男・伊藤元重編『日本の企業システム3』有斐閣
- 浦坂純子・野田知彦 (2001)「企業統治と雇用調整」『日本労働研究雑誌』488号
- 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
- 加護野忠男・榊原清則・奥村昭博 (1981)「日米企業の戦略と組織」『経営科学』15-2
- 加護野忠男・野中郁次郎・榊原清則 (1983)『日米企業の経営比較』日本経済新聞社
- 厚生労働省大臣官房統計情報部 (2002)「平成14年労働組合基礎調査」
- 財務総合政策研究所 (1999)「わが国企業のファイナンスシステムとコーポレートガバナンスに関するアンケート調査」、財務総合政策研究所『わが国企業のファイナンスシステムとコーポレートガバナンスに関する調査・中間報告書』2000年10月に収録
- 財務総合政策研究所 (2002a)「事業部・グループ経営におけるコーポレートガバナンス・アンケート調査」、財務総合政策研究所『日本企業の多様化と企業統治』2002年2月に収録
- 財務総合政策研究所調査 (2002b)『わが国企業のコーポレートガバナンスに関するアンケート調査』、財務総合政策研究所「進展するコーポレート・ガバナンス改革とその効果」2003年6月に収録
- 社会経済生産性本部(1998)「職場と企業の労使関係の再構築～個と集団の新しいコラボレーションにむけて～」
- 東京証券取引所 (2003)「コーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査結果」
- 富山雅代 (2001)「メインバンク制と企業の雇用調整」『日本労働研究雑誌』488号
- 日本監査役協会(2003)「商法改正の対応に関するアンケート」
- 日本銀行(1991)「事業分野の多角化状況について」、『日本銀行月報』11月
- 日本経済新聞社 (1990)「課長100人アンケート」
- 日本経済団体連合会 (2000)「コーポレート・ガバナンスに関する各社の取組み」、経団連意見書「わが国公開企業におけるコーポレート・ガバナンスに関する論点整理(中間報告)」参考資料
- 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム(2001)「コーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査結果」
- 延岡健太郎・田中一弘 (2002)「トップ・マネジメントの戦略的意思決定能力」伊藤秀史編『日本企業 変革期の選択』東洋経済新報社
- 樋口美雄 (2001)『雇用と失業の経済学』日本経済新聞社
- 広田真一・池尾和人 (1996)「企業金融と経営の効率性」『日本の企業システム』東京大学出版会, pp.49-79.
- 深尾光洋・森田泰子(1997)『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社
- 増子信 (2001)「わが国企業のファイナンス選択とコーポレートガバナンス」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』60号
- 宮島英昭 (2002)「日本の企業経営・企業行動」貝塚啓明・財務総合政策研究所編『再訪日本型経

- 済システム』有斐閣
- 宮島英昭・青木英孝 (2001)「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：ガバナンス、戦略、イノベーション』東洋経済新報社。
- 宮島英昭・蟻川靖浩 (1999)「金融自由化と企業の負債選択 - 1980年代における顧客プールの劣化 - 」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』49号, pp.133-166.
- 宮島英昭・蟻川靖浩・齊藤直 (2001)「日本型企業統治と『過剰』投資：石油ショック前後とバブル期の比較分析」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』60号。
- 宮島英昭・稲垣健一 (2003)『日本企業の多様化と企業統治』財務省財務総合政策研究所
- 宮島英昭・黒木文明 (2002)「株式持合い解消の計量分析 - 複数均衡とポートフォリオの劣化 - 」『証券アナリストジャーナル』2002年12月号 (第40巻第12号)
- 宮島英昭・黒木文明 (2003)「株式持合い解消の計量分析 - Mark 」『証券アナリストジャーナル』近刊
- 宮島英昭・近藤康之・山本克也「日本企業における企業統治・外部役員派遣・企業パフォーマンス：日本企業システムの形成と変容」『日本経済研究』43。
- 宮島英昭・新田敬祐・齊藤直・尾身裕介 (2002)「1990年代日本企業の統治構造と生産性：統治構造の変容は経営効率の改善に寄与したか」早稲田大学ファイナンス研究所ワーキングペーパーシリーズ、WIFS-02-001
- 宮島英昭・原村健二・江南喜成 (2003)「戦後日本の株式所有構造 - 安定株主の形成と解体 - 」財務省財務総合政策研究所ディスカッションペーパー03A-13
- 吉原英樹・佐久間昭光・伊丹敬之・加護野忠男 (1981)『日本企業の多角化戦略：経営資源アプローチ』日本経済新聞社
- 若杉敬明・奥村有敬・クリスティーナ・アメイジャン・福井和夫 (2002)「2002年度コーポレート・ガバナンス・インデクス調査報告」日本コーポレート・ガバナンス・インデクス研究会 (JCGR)
- Aoki, Masahiko (1988), *Information, Incentives and Bargaining in the Japanese Economy*, Cambridge University Press, (『日本経済の制度分析』1988)。
- Bernard. Blacks, Hasung Jang and Woochan Kim(2002a)“Does Corporate Governance Affect Firm Value?”
- Bernard. Blacks, Hasung Jang and Woochan Kim(2002b)“Does Corporate Governance Matter?”
- 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
- Jensen, M. C. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover”, *American Economic Review*, 76, pp.323-329.
- Kato, Taro (2001)“The End of ‘Lifetime Employment’ in Japan? : Evidence from National Surveys and Field Research,” forthcoming in *Journal of the Japanese and International Economies*.
- Lang, L., E. Ofek and R. M. Stulz. (1996), “Leverage, Investment, and Firm Growth”, *Journal of Financial Economics*, 40, pp.3-29
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer and R. Vishny (1998), “Law and Finance,” *Journal of Political Economy*, 106: 1113-1155.



- L. Tsipouri, M. Xanthakis (2002) "Can corporate governance be rated? Ideas based on the Greek experience", University of Athens Center of Financial Studies
- McConnell, J. J. and H. Servaes (1995), "Equity Ownership and the Two Faces of Debt", *Journal of Financial Economics* 39, pp.131-157.
- Mehran, H (1995), " Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance " , *Journal of Financial Economics*, 38, pp.319-349
- Mishel, Lawrence, Jared Bernstein and John Schmitt (2001) *The State of Working America 2000 - 2001*, Ithaca, NY, Cornell University Press.
- Shleifer, A. and R. Vishney. (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 94(3), pp.461-488
- Stulz, R.M. (1990) "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", *Journal of Financial Economics* 26:3-27.
- Yermack, D. (1996) "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board Directors", *Journal of Financial Economics*, 40.