



RIETI Discussion Paper Series 09-J-017

# 日本型企业システムの多元的進化： ハイブリッドモデルの可能性

宮島 英昭  
経済産業研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<http://www.rieti.go.jp/jp/>

## 日本型企业システムの多元的進化： ハイブリッドモデルの可能性\*

宮島英昭

(早稲田大学・(独)経済産業研究所)

2009年5月

### 要旨

本稿の課題は、1990年代から近年にいたる日本企業のコーポレート・ガバナンスの進化と現局面の特徴を、多様化とハイブリッド化をキーワードに概観し、今後の改革の方向に関して政策的含意を引き出す点にある。第1に、企業システムの進化に関する、収斂か異質性の持続か、という論争に対してわれわれの見方を提示する。日本企業の進化は、単一のパターンを示しておらず、米国型への単純な収斂とは理解できないこと、むしろ、市場ベースの仕組みと、関係ベースの仕組みという2つの異なったモードの結合という意味でハイブリッドな進化を示していることを強調する。第2に、1980年代から始まり、1990年代半ばから加速する企業システムの進化のプロセスを、本稿がタイプ1ハイブリッドと呼ぶ企業を中心に追求する。その際、焦点は、本来相互に補完的な企業統治と内部組織が、いかにしてハイブリッドな形に進化したかにある。第3に、この進化のプロセスで新たに登場したハイブリッド型企业は、実際に、企業行動や、企業パフォーマンスに有意な影響を与えたのか否かを検討する。ハイブリッド型企业が日本企業のパフォーマンス向上の中心となっている可能性を示し、さらに、企業のM&Aの選択を例にとりながら、コーポレート・ガバナンスや組織構造が企業のM&Aなどの戦略的意志決定に有意な影響を与えていることを明らかとする。最後に、現在の多様化した日本企業の3つのタイプに即して、今後のコーポレート・ガバナンス改革の課題を整理する。

**キーワード：**コーポレート・ガバナンス、負債選択、所有構造、取締役会、M&A、企業パフォーマンス

---

\*本稿は、(独)経済産業研究所の研究プロジェクト「企業統治分析のフロンティア：状態依存型ガバナンスの革新と企業間競争の役割」の一環として作成された。共同研究の一部を利用することを許された蟻川靖浩・河西卓弥・新田敬祐諸氏に感謝する。所有構造の進化に関しては、Julian Franks, Colin Mayer 氏との議論が有益であった。本稿作成には、G-COE プログラムの一環として構築されている早稲田コーポレート・ガバナンス・データベースを利用した。

## 1. はじめに

「失われた10年」は企業システムの面から見れば、「実験と革新の10年」でもあった。かつて、メインバンク制・株式相互持合い・インサイダー（内部昇進者）からなる取締役会によって特徴付けられた日本の企業システムは、グローバル化、金融革命、規制緩和を背景として1980年代半ばから徐々に、そして1997年の銀行危機を境に急速に進化した。

本稿の課題は、1990年代から近年にいたる日本の企業システムの進化と現局面の特徴を、多様化とハイブリッド化をキーワードに概観し、幾つかの政策的含意を引き出す点にある。具体的には、本稿は、次の3点の解明を目的とする。

第1に、企業システムの進化に関する、収斂か異質性の持続かという論争に対して我々の見方を提示する。1990年代後半からグローバル化の進展を背景に、米国型システムへの収斂か、それとも各国に独自の企業システムの維持かという論争が国際的規模で展開されてきた。例えば、Hansmann and Kraakman (2001) は、グローバル化の進展の中で、法制度・所有構造の収斂が避けられないことを強調した。また、金融市場の発展に対する法的起源、少数株主保護の重要性を強調したシュライファーらの一連の業績も、金融市場の発展に促進的なコモン・ローの枠組みの普及、あるいは、そこへの世界的な収斂を強く含意している<sup>1</sup>。それに対して、Bebchuck and Roe (2004)は、既得権益などの政治的な要因のために、世界的な収斂の傾向は緩慢となる点を指摘している<sup>2</sup>。また、以上の主張が、主として会社法と金融市場の変化に注目しているのに対して、労働法制・雇用システムに注目した研究は、グローバル化にもかかわらず、雇用面における変化が緩慢であることを強調している (Deakin and Reberieux 2007)。

本稿では、コーポレート・ガバナンスと内部組織構造に注目する視角から1997年以降の日本企業システムの変容に関するわれわれの見方を、Jackson and Miyajima (2007)によりながら提示する。日本企業の進化は、単一のパターンを示しておらず、米国型への単純な収斂とは理解できない。むしろ、市場ベースの仕組みと、関係ベースの仕組みという2つの異なったモードの結合という意味でハイブリッドな進化を示している。しかも、その結合は、市場ベースの金融と暗黙の関係ベースの内部組織との結合（タイプI）と、関係ベ

<sup>1</sup> La Porta et al. (1998)以来の一連の業績は、La Porta et al. (2008) で総括されている。また Shleifer (2009)がその政策的含意を示している。

<sup>2</sup> Gilson (2001) は、収斂が法制度、契約、機能の3つの経路を通じて発生した点を強調した。この論争の概要は Jackson and Miyajima (2007: 29-31)、鶴 (2006)、宍戸 (2006) を参照。

ースの金融と明示的な（公式の）契約ベースの内部組織との結合（タイプII）の2つのタイプを持つ、という点が基本的な主張である。

では、いかにしてハイブリッド化が進展したのか。本稿の第2の課題は、1980年代から始まり、1990年代半ばから加速する企業システムの進化のプロセスを、本稿がタイプIハイブリッドと呼ぶ企業を中心に追求する点にある。その際、焦点は、これまで相互に補完的と理解されてきた企業統治と内部組織が、いかにハイブリッドな形に進化したかにある。伝統的な経路依存的な見方は、部分的な変化の発生が困難であり、変化には外生的なショックが不可欠であることを強調する<sup>3</sup>。それに対して、近年の研究は、漸進的（incremental）なシステム変化や、システム変化における内生的要因の役割（Aoki 2001）、異なったモードのシステムの階層化（layering）を指摘している（Thelen 2004, Streck and Thelen 2005, Sako 2007）。本稿では、後者の視点に立って、一部の制度間の補完性（例えば、メインバンクと長期雇用との間の補完性）は必ずしも固定的でないこと、他方、システムの変化は、比較制度分析の予測とある程度まで整合的に、各サブシステム間で同時に変化した側面の強いこと、しかし、雇用システムの側面では、基本的なモードの変化は生じておらずシステムの修正が発生した点を指摘する。

では、この進化のプロセスで新たに登場したハイブリッドな構造は、実際に、企業行動や、企業パフォーマンスに有意な影響を与えているのであろうか。本稿の第3の課題はこの点を解明する点にある。まず、1985年以降の企業パフォーマンスの分析を通じて、銀行危機以降、1）新規参入企業のパフォーマンスの優位が顕著となったこと、2）既存企業間のパフォーマンスの格差が97年以降、拡大していることを示す。1）の事実は、タイプIIハイブリッド企業がクラスターとして登場したことと整合的であり、2）の事実は、伝統的日本企業を中心に退出がいぜん緩慢であること、他方、日本企業のパフォーマンスは、タイプIハイブリッド企業を中心とする組織的革新によって支えられていることを示唆する。最後に、2004-7年の上場企業のM&Aの選択を例にとりながら、コーポレート・ガバナンスや組織構造が、企業の意志決定に有意な影響を与えていることを明らかとする。

本稿は、以下のように構成される。第2節では、日本企業の多様化の実態を要約す

<sup>3</sup> 代表的な文献としては、Hall and Soskice (2001), Schmidt and Spinder (2004)などが挙げられる。

る。第3節は、この多様化過程を、企業金融・所有構造、雇用システムと内部組織、取締役会に焦点を当てて追跡する。第4節は、企業システムと企業行動・パフォーマンスとの関係の分析に当てられる。最終節では、近年の世界経済危機の影響を考慮しながら、企業統治の側面からみた日本企業の当面の改革課題について、本分析の示す政策的含意を議論する。

## 2. 企業システムの進化：収斂か多元性の持続か

### 2-1. 3次元の分析軸

まず、Jackson and Miyajima (2007)の成果によりながら、2000年代初頭における日本企業の統治構造 (Corporate Governance Arrangement) と内部組織構造 (Organizational Architectures) を類型化することからはじめよう<sup>4</sup>。分析のデータは、財務省財務総合研究所で実施したアンケート調査を利用し、サンプル企業は、東証一部・二部上場企業867社 (非金融事業法人) である<sup>5</sup>。Jackson and Miyajima (2007) は、クラスター分析を用いて、このサンプル企業の統治構造の特徴とその分布を分析した。クラスター分析により、観察企業を、それぞれのグループ間の差を大きくし、グループ内の差を小さくするように、グループ化した。この分析で注目したのは、表1の14の変数であり、それらは理論的には、以下の3つの次元に区分することができる。

- 外部ガバナンス：企業金融と所有構造の特徴を示す変数である。これにより、証券市場からの資金調達と高い機関投資家保有に特徴づけられる市場ベースの外部ガバナンスか、銀行借入と安定株主保有によって特徴づけられる長期関係を基礎とした外部ガバナンスかを識別する。
- 内部ガバナンス：取締役会と経営陣の特徴を示す変数であり、アンケート調査に基づいて作成されたコーポレート・ガバナンス・インデックス (以下CGI) による。これにより、所有と経営の組織的分離、外部取締役の登用、積極的な情報公開によって特徴づけられる外部者を考慮した内部ガバナンスか、内部昇進者からなる取締役会、私的情報の優位に特徴づけられる内部者の優位な内部ガバナンスなのかを識別する。

<sup>4</sup> この枠組みの理論的理解は、Aoki (2007)、Aoki and Jackson (2008)を参照。

<sup>5</sup> 詳細は、宮島・原村・稲垣 (2003) 参照。サンプルには、ソニー、オリックスなど米国型の採用事例としてよく知られた企業は含まれていない。

- 内部組織構造：組織内の分権化の程度、雇用・インセンティブ体系の特徴を示す変数である。これにより、有期雇用、成果主義賃金、ストックオプションの導入などの明示的・公式な契約にもとづく雇用システムなのか、そうではなく、暗黙の長期雇用契約、勤続年数と相関の高い（年功序列的）賃金によって特徴づけられる長期関係ベースの雇用システムなのかを識別する。

以上の変数に基づく分析結果は、表 1 に要約されている。この分析結果は、日本企業が 6 つのクラスターに整理でき、さらにそれらが 3 つのクラスターに集約できることを示している。図 1 には、6 つのクラスターを 3 次元の座標軸上にプロットした。各サークルの大きさは、サンプルの総従業員に占める各クラスターの比重を示している。

## 2-2. 3 つのタイプ

### タイプ I ハイブリッド

米国型企業の特徴を、市場志向的な金融・所有構造と内部組織（外部取締役の採用、強い業績連動報酬、流動的な雇用）の結合に見出すとすれば、この意味の米国型企業は、図 1 の左下に位置することが予想される。しかし、Jackson and Miyajima (2007) の分析によれば、この米国型の企業は、2002 年時点の日本では明確なクラスターとして識別されない。むしろ、日本企業の中に支配的となりつつあるのは、市場志向的な金融・所有構造と、関係志向的な内部組織が結合したハイブリッドなパターンである。

このクラスターに属する企業は、外部資金の調達には主として社債を利用し、高い外国人、機関投資家の保有比率（以下、これに個人の保有比率を加えて、アウトサイダー保有と呼ぶ場合がある）によって特徴づけられる。また、取締役会改革に対して積極的であり、特に情報公開のレベルが高い。他方、これらの企業は、長期雇用の規範を維持しつつ、高い労働組合の組織率によって特徴づけられる。このタイプ I ハイブリッド企業はさらに、情報公開の程度がより高く、成果給の導入を進める企業（トヨタ・キャノン・花王）と、それらがより低い企業（図 1 の hybrid J-firm、日立製作所、NTT ドコモ）などに分かれる。

もっとも、1990 年代後半以降、このタイプ I ハイブリッド企業の関係志向的な内部統治と雇用システムは経路依存的な進化を示したことが重要である。内部ガバナンスの改革では、経営陣と従業員との情報共有、長期雇用の維持を図りながら、執行と監

督の組織的分離、取締役会の規模縮小が進められた。例えば、委員会等設置会社の採用が可能となった2002年、トヨタ自動車は、執行役員制と外部監査役の導入を進める一方、取締役には、現場の知識が不可欠として外部取締役を廃し、逆に取締役と執行役員の兼任を意識的に認めた(井上 2004)。さらに、雇用システムでは、長期雇用の維持が試みられる一方、様々な形で成果主義の導入が図られた。この市場志向的な金融・所有関係の拡大と関係志向的な内部統治・雇用関係を結合させたハイブリッド型企業の比重は、企業数では23%に留まるものの、雇用者数では67%に達し、企業収益も相対的に高い。

## タイプIIハイブリッド

図1のクラスター分析の結果は、銀行借入に依存する程度が高く、機関投資家の保有比率が低いにもかかわらず、有期雇用、成果主義的賃金、ストックオプションを積極的に利用する企業によって一つのクラスターが形成されたことを示している。このクラスターも、補完性の予測に反して、関係志向的な金融と市場志向的な内部組織という異なった2つのモードが結合している点でハイブリッドであるが、結合の仕方が先のタイプとは逆である。これをタイプIIハイブリッドと呼ぼう。日本の企業セクターにこうした市場志向的なタイプの企業がクラスターとして登場したことは、注目されるべきである。

このタイプIIハイブリッド企業の取締役会改革の程度は、伝統的な日本型企业に比べて高いものの、タイプIに比べるとインサイダーボードの方向に傾斜している。このタイプの大きな特徴は、ストックオプションなどの成果主義的な報酬の積極的な利用と、長期雇用に対する低い規範意識、低い組合の組織率に見出すことができる。産業的には、IT関連産業、小売業などに分布し、創業者に率いられ、社齢の若い企業が多い。このクラスターに属する企業は、従業員の高度の熟練に依存するところが弱い(流通)、あるいは、高度ではあるが、汎用性の高いスキルに依存している(IT関連産業)、より流動的な外部労働市場と結合している。このタイプII企業のパフォーマンスは分散が大きいものの、平均的に高く、その比重は2002年時点で従業員ベースで10%であるが、企業数では21%を占める。

## 伝統的日本企業

先のクラスター分析によれば、2002年時点の上場企業の中には、関係志向的な金融・所有構造と内部組織を結合させた伝統的日本型企業が依然分厚く存在した。このグループに属する企業の資金調達には基本的に借入依存であり、資本（社債）市場に依存する程度は小さい。外国人投資家や機関投資家の保有比率も低く、依然銀行・事業法人などのインサイダー保有の比率が高い。こうした企業では、内部ガバナンス改革や、雇用システム改革の取組みにも消極的である。外部取締役を採用するケースは少なく、情報公開の程度も低い。この点は、低いCGIスコアに反映している。この伝統的日本企業は、すべて最大値を取るJ-firmに加えて、さらに上場子会社（図1のModified J）や、長い社歴をもつ家族企業（paternalistic）などのサブグループが含まれる<sup>6</sup>。このグループの企業パフォーマンスは相対的に低く、劣位な企業統治の下で、低いパフォーマンスを恒常化させている可能性が高い。この伝統的日本企業の社齢は一様に長い、企業規模の分散は大きく、部門的には建設、化学、電機、輸送機械に多い。その比重は、2002年時点では従業員ベースで25%であるが、企業数では過半を超える。

## 3. 歴史的進化：ハイブリッド化の論理

### 3-1. 2つの経路

以上のように、かつて同質的であった日本企業はいまや大きく多様化し、2002年時点の日本企業の支配的な構造はハイブリッド化によって特徴づけられる。では、このハイブリッド化はいつ始まったのか、またいかにして進化したのか、そして、各クラスターは2002年以降にどのように進化しているのか。

その進化のプロセスは、図2の通り概念化できる。タイプIハイブリッド企業は、かつて日本型企業と特徴づけられた企業が、1980年代半ば以降、当初は漸進的に、そして、銀行危機の発生した1997年以降には、各サブシステムが同時に進化することによって出現した。その結果、2000年代に入ると、バブル期以前に上場された日本の公開企業は、タイプIハイブリッド企業と、伝統的日本企業に分化したと見ることができ。それに対して、タイプIIハイブリッド型企業は、既存日本型企業が進化するというより、1990年代末の技術革新の過程で、新興企業の参入が大規模に発生すること

<sup>6</sup> 詳しくは、Jackson and Miyajima (2007), pp. 36-7 参照。

によって、一つのクラスターが構成された。

以上の経過は、東証 1 部・2 部の新規上場・廃止企業の動向を整理した表 2 とほぼ整合的である。1999 年以降は、戦後の日本企業史の中でも最大の M&A ブームと IPO ブームの時代であった<sup>7</sup>。1999 年には、新興市場が形成され、上場企業が増加するが、それと並行して、上場基準の厳しい東証 1・2 部市場でも新規上場が急増した。新規上場のうち、統合や持株会社化にともなう新規上場を判明する限りで除いた純粹の新規上場数は、1999 年に 157 社を数え、2003、2004 年にもそれぞれ 120、150 社に達した。その新興企業の産業分布を、2007 年時点に存続する企業で見ると、中心は通信、流通（小売・卸売）、サービスにあり、この 4 部門で 91 年以降の新規上場企業の 50%以上を占める（パネル 2）。IT 革命を中心とする技術革新の中で、非製造部門に多くの新興企業が形成されたことが確認できよう。参入が十分な規模であったかは議論の余地があるにせよ、「創造的破壊」のうち「創造」は確実に発生していた。

他方、1999 年以降には、急速に上場廃止企業が増加した。1995 年までは、年間 10 件以下にとどまった上場廃止企業は、98 年から 20 件を超え、2000 年には 40 件、2003 年に 65 件のピークに達した。清算・会社更生などが増加する一方、統合、完全子会社による組織再編が増加した。既存企業では、この淘汰の過程で、タイプ I ハイブリッドへの進化が進んだと見ることができる。

要するに、一国レベルの企業システムの多様化は、従来の企業とは異なる企業の出現と既存の伝統的日本企業の進化によって発生した。ところで、企業部門に占める比重が高く、また、企業システムの進化として注目されるべきは、後者の既存企業の進化である。そこで、以下、このプロセスをやや詳しく追跡しておこう

### 3-2. ハイブリッド化の始動： 企業金融の変化と外国投資家の増加

原理の異なる仕組みの結合を強調する制度的補完性を強調する見方によれば、システム変化は、各サブシステムの変化が同時である時にはじめて発生し、したがって、システム変化はもっぱら外生的ショックによってもたらされることを指摘してきた<sup>8</sup>。しかし、近年の研究は、その進化のプロセスが漸進的（incremental）な側面をもち、

<sup>7</sup> 詳しくは、宮島編（2007）、序章、及び、第 1 章、参照。

<sup>8</sup> 例えば、Hall and Soskice（2001）、Hall and Ginerich（2004）

異なったモードの併存（layering）が可能なこと、また、制度変化には内生的な要因が重要な役割を演ずることを強調している<sup>9</sup>。本稿では、後者の視点を重視して、進化の過程を追跡する。日本企業の進化は、1) 1980年代後半の資金調達の変化、90年代前半からの外国人投資家の増加を背景に、2) 1997年以降、外部ガバナンス・取締役会の構造・内部組織の変化がほぼ同時に進展したと整理することができる。

システム変化の起点は1980年前後の金融市場の規制緩和・自由化にあった。1980年以前には、厳しい適債基準のため、企業は負債によって外部資金を調達しようとする場合、事実上、銀行借入以外の選択肢はなかった。しかし、1980年に、トヨタ自動車と松下電器（現パナソニック）に無担保転換社債の発行が許されたのを皮切りに、徐々に適債基準が緩和された。1984年度末でみると上場企業1691社中、無担保社債の適債基準を満たす企業が271社、有担保社債が731社に増加した。1980年代後半には、株式ブームを背景として、これらの有資格企業によるエクイティ関連社債の発行が急速に進展した（宮島・蟻川 1999）。

このように戦後はじめて銀行借入と社債発行の選択が可能となった企業は、自社のデフォルトリスクに従って負債の選択を試みた。これまでの長期関係に基づく金融関係の下では、銀行は、顧客企業が財務危機に陥った場合、貸出条件の再交渉に応ずることを暗黙に約束し、他方、企業は、通常時には高い金利を支払う一方、主取引銀行（メインバンク）に私的情報を提供する。こうした関係が存在すれば、銀行借入か社債かの選択は、企業の再交渉、ないし救済保険への需要によって基本的に決定される。宮島・蟻川（1999）は、以上のRajan（1992）、Hoshi, Kashyap, and Scharfstein（1993）によって提示された仮説を拡張して、バブル期の負債選択をテストした。その分析によれば、成長可能性（トービンのQ）が高く、リスク（負債比率）の低い企業は社債を選好するのに対して、成長可能性が低く、リスクの高い企業は、借入れを選択するという明確な傾向があった。この結果、メインバンク関係のワークする領域が縮小し、銀行の顧客プールは劣化することとなった。

1993年には、適債基準のうち数値基準が廃止され、格付け基準に一本化された。さらに1996年にはこの格付け基準も撤廃されて、社債発行は完全に自由化された。1990年代には、社債の発行は相対的に減少したが、この時期の負債選択も、基本的に上記

<sup>9</sup> Streck and Thelen (2005), Sako (2007), Aoki (2001, chap.10)参照。

と同一の要因によって規定された。成長可能性が高く、負債比率の低い企業が、社債依存を継続する傾向が持続した (Arikawa and Miyajima 2005, 2007)。

他方、興味深いことに、企業・銀行関係が以上のように大きく変化する中で、バブル崩壊後も 1990 年代半ばまでは、他のサブシステム、すなわち、取締役会や雇用システムの特徴だけでなく、株式所有構造の特徴ですらほとんど変化を示さなかった。この時点では、いまだ日本企業の取締役会の規模は大きく、いぜん内部昇進者からなっていた (宮島・青木 2002)。また、長期雇用を中心とした雇用システムや勤続年数と相関の高い賃金制度に関しても大きな変化の証拠は報告されていない<sup>10</sup>。

もっとも、1990 年初頭から、外国人保有比率が徐々に増加した (図 3)。しかし、この時期の外国人投資家の増加は、例えば、キャノン (後掲表 4) など収益性が高く、規模が大きく、海外売上比率の高い企業に限定されていた (Miyajima and Kuroki 2007)。しかも、金融機関・事業法人・経営者の保有比率の合計で定義されたインサイダー保有比率の動向に変化はなく、90 年代前半の株式所有構造の変化は、アウトサイダー内の構成変化にとどまっていた。

以上の事実は、第 1 に、メインバンクシステムと、長期雇用の慣行との間の補完性が想定されるほど強くはないことを示唆する。もともと、この補完性を支えていたメインバンクの機能は、財務危機時の救済保険の提供にあった。しかし、企業の財務構成が変化し、レバレッジが低くなれば、企業にとってデフォルトリスクは低下し、救済保険の提供者としてのメインバンクの重要性は低下する。

しかし、第 2 に、上記の借入依存度の低下や、外国人投資家の増加が選択的に発生したことは重要である。かつて、高い借入比率と、メインバンクとの密接な関係、低い外国人投資家保有比率によって特徴づけられた日本企業は、1990 年半ばまでにその企業・銀行関係、所有構造において静かに多様化し、この企業間の差が、その後の進化の経路の決定に重要な意味を持つこととなる。

### 3-3. 同時的進化： 銀行危機以降

#### (1) 所有構造の変化：インサイダーからアウトサイダーへ

<sup>10</sup> 最近の雇用調整関数の推計でも、1990 年代前半に雇用調整のスピードが上昇したという結果は得られていない。例えば、Nakata and Miyazaki (2007)、Table 2 参照。

外部ガバナンス・雇用システム・内部ガバナンスの大規模な変化は、銀行危機から始まり、各サブシステムでほぼ同時に進展した。その意味で、制度変化に関する比較制度分析の予測は正しい。

事業法人・金融機関(銀行・生保)が60%を超えるというインサイダー中心の株式保有の構造は、1997年の銀行危機を境に大きく変容した<sup>11</sup>。変化の中心は、銀行-事業法人間の相互持合い関係の解消である。一方で、1990年代半ば以降、事業法人の保有銀行株の売却が進展した。不良債権問題の深刻化を背景に、銀行株の下方修正が進み、事業法人にとって銀行株保有のリターンが低下し、リスクが大幅に上昇したからである。他方、不良債権問題に直面し、償却原資の必要となった銀行は、1997年から売却を開始し、2001年に、銀行の株式保有をBISの自己資本規制の範囲(総資産の8%程度)に抑える銀行等株保有制限令が制定されるとともに、銀行の保有株売却は加速した。2001年売越額は2.3兆円に達し、以降、2005年まで1~2.5兆円の保有株売却が続いた(宮島・新田 2009)。

この相互持合いの解消は、選択的に進展したことが重要である。Miyajima and Kuroki (2007)の分析によれば、保有株の売却・保有継続の意志決定の時点で、すでに外国人の保有比率が高く、資本市場へのアクセスの容易な企業は、保有銀行株の売却を選択し、逆に、外国人の保有比率が低く、依然銀行借入に依存している企業は、銀行株の保有継続を選択した。他方、銀行部門も、流動化が容易な株式市場の評価の高い保有株を売却し、逆に、負債比率が高く、市場の評価が低くても、自行への借入依存度の高い企業の株式は継続的に保有する傾向を示した。

この持合いの解消と並行して外国人投資家の保有、機関投資家の保有の増加が進展した。外国人投資に増加には、1999年と、2003~5年に小さなピークがあった(図3)。99年にはIT関連企業が主要な対象となった。例えば、NECの外国人保有比率は、99年には、前年の18%から30%へと急増した(表4)。さらに、2003年以降は、海外売上比率の高い大企業が広く投資対象となった。例えば、新日本製鉄の外国人保有はこの時期に急速に上昇した。1998-2001年、2001-2004年の外国人投資家の保有比率の変化の決定要因の分析結果によれば、外国保有比率の変化は、規模やデフォルトリスク

<sup>11</sup> インサイダー保有の定義、所有構造の歴史的進化の過程については、Franks, Mayer and Miyajima (2009) 参照。

のみでなく、企業パフォーマンス、とくにトービンのQに正に有意に感応した<sup>12</sup>。外国人投資家は、明らかに外部モニターとしての役割を演じ始めた。その結果、日本企業の株式所有構造は大きく変化し、2003年には、印象的なことに、インサイダーとアウトサイダーの保有比率の構成比が再び逆転した(図3)。わが国上場企業の所有構造は、安定化が進展する直前の1950年代末から60年代初頭の所有構造の水準に戻った。

もっとも、このアウトサイダーの保有比率の上昇傾向は、2006年をピークとして、安定化の兆しを見せている(図3)。2005年までに銀行保有株の売却が終了する一方、一部の事業法人間の相互保有が増加した。例えば、海外企業による買収の脅威に直面した新日鉄は、よく知られているように、住友金属・神戸製鋼などとの「戦略的提携」を進め、同社のインサイダーの保有比率は2003年36%から50%まで再び上昇した。

## (2) 雇用システム・内部組織の変化

バブル後の景気後退・旧社会主義国の市場参入などを背景に、1990年代半ばの日本企業は、事業リストラクチャリングの必要が増大し、「選択と集中」が企業戦略のキーワードとなった。さらに、銀行危機後の不良債権問題の深刻化とともに、過剰設備、過剰雇用の解決の必要はさらに高まり、これまでの雇用システムの再検討が本格化した。第1に、銀行危機以降、長期雇用の再検討が進展した。早期退職の勧奨と新規学卒者の採用圧縮によって、徐々にコア従業員の削減が進む一方、欠員は非正規雇用者によって補充されることとなった。この結果、正規雇用者の比率は、全産業レベルで1990年の80%から03年には70%以下に低下した(八代2008)。また、第2に、成長の鈍化とともに、勤続年数と相関の高い賃金体系は大きな挑戦に直面した。1999年前後から、成果主義賃金の導入が急速に進展した。

もっとも、こうした雇用システムの変化が、企業間で均等に進展したわけではない。Abe and Hoshi (2007) は、外国人投資家の保有比率が高いほど、伝統的な雇用慣行からの乖離が進展していることを指摘している。しかも、以上の事態の進展に関しては、次の2点が重要である。第1に、証券取引法・会社法などの制度の変化とは対照的に、例えば、解雇権濫用の法理に見られるように、労働法面における変化は少ない。第2

<sup>12</sup> 宮島・新田(2009)による、被説明変数の外国人保有比率は、機関投資家(ファンドを含む)に限定されている。説明変数は、規模、社債比率(社債/負債)、トービンのQである。

に、一部の先進的企業から始まった改革でも、雇用の維持に最大の優先権が与えられ、コアの従業員の雇用は基本的に保証された。また、成果主義の導入も、年俸制などの明示的な契約に移行したケースは金融機関・流通部門の一部の企業にとどまり、多くの場合、導入された成果主義とは、これまでの業績連動部分の拡大などの修正であり、原理の異なる仕組みが導入されたわけではない。コアの従業員に関しては非流動的な労働市場に変化は少ない<sup>13</sup>。

また、宮島・稲垣(2003)で指摘した通り、「選択と集中」が高唱された時期であっても、事業の集約化が単線的に進展したわけではない。1980年代後半から進展していた企業の多角化比率は95年以降、平均的には安定化することとなったものの、この動向は、多角化を進展させる企業と、事業部門の集中を進める企業の動きが合成されたために発生していた<sup>14</sup>。さらに景気回復にあたる2003-2007年には、(独)経済産業研究所のアンケート調査によると、「既存事業からの撤退」や「経営資源の集中」と、「関連事業」への多角化を同時に進展する企業が増加していた<sup>15</sup>。この間、東証1部上場企業の連単倍率(連決売上/単体売上、持株会社化した企業は除く)は傾向的に上昇しており、企業は、事業ポートフォリオの再構成と、グループ化による内部労働市場の再編成を通じて、コア従業員の雇用維持を図ったのである。

以上の雇用システムの修正・事業ポートフォリオの変化は、組織構造の再編成と並行した。その背景には、バブル期の子会社の「暴走」による業績悪化や、99年から全面的に実施された連結決算への移行などの問題があった。そのため、1997年前後から各事業単位の分権度を引き上げるカンパニー制の導入が始まり、さらに、2001年からは持株会社化が進展した。

とくに注目されるべきは持株会社化の動向である。1997年の持株会社の解禁後、当初、大企業間の統合のために利用された持株会社は、その後、会社分割方式を通じて、従来の事業部を分社し、その上に持株会社を設立するという組織再編に積極的に利用され始めた。表4パネル1の通り持株会社は2002年から着実に増加し、東証1・2部企業のうち2007年度末に持株会社形態をとる企業は91社に達した。うち73社が会社

<sup>13</sup> タイプIIハイブリッドが基礎とする流動的な労働市場が、こうしたタイプIの非流動的な労働市場と分離されたまま、併存するのは、それとも、相互に影響を与えていくのかは、今後の重要な検討課題である。

<sup>14</sup> Kikutani, Itoh and Hayashida (2007)も同様の認識を示している。

<sup>15</sup> (独)経済産業研究所「日本企業の事業ポートフォリオとグループ化に関する調査結果」、2007年11月22日  
<http://www.rieti.go.jp/jp/projects/cgp/enquete2.html>

分割等による純粹持株会社の設立である<sup>16</sup>。そして、この持株会社への移行は、その契機が株式移転による統合であろうと、会社分割によるものでであろうと、組織的には、次の3点の意味をもったと見られる。

第1に、物的資源のグループ内再配分を容易とした。事業ポートフォリオの選択と集中が課題となる中で、成長分野への速やかな進出や、停滞分野からの撤退が可能となった。第2に、これまでの事業部（社内カンパニー）に法人格を与えることによって、各事業単位の権限と責任の明確化が図られ、その評価の客観化が実現された。最後に、持株会社の利用は、連結ベースの傘下企業内で、複数の雇用システムの利用を可能とした。これまで、事業部（社内カンパニー）制の下では、それぞれの事業単位にいかに関限が移譲されても、雇用制度を差別化することは困難であった。しかし、持株会社に移行することによって、複数の処遇制度を採用することが可能となり、雇用システムにおける弾力性が上昇した。

### （3）取締役会改革

銀行危機、株式所有構造の変化を背景として、取締役会や報酬制度などの内部統治の改革が進展した。その嚆矢は、1997年6月に初めて執行役員制を導入したソニーである。この執行役員制の導入によってソニーは、一挙に取締役をこれまでの40人から10人まで削減する一方、2名の外部取締役を採用し、同時にストックオプションを導入した。このソニーの取締役会改革は、銀行危機の発生に直接に動機づけられたものではなかったが（須藤 2003）、不良債権問題が深刻化し、外国人株主が増加した1999年には、表5の通り、取締役会改革は急速に進展した。同年には、140社、翌2000年には、160社が執行役員制を導入した。次の重要な契機は、上場企業に委員会（等）設置会社の選択を可能とした2002年の会社法の改正である。同改正は、アウトサイダー保有が上昇した新たな環境の下で、企業に機関設計の選択を迫ったからである。しかし、皮肉なことに、同改正は委員会（等）設置会社ではなく、執行役員制を拡大する重要な契機となった。2003-04年両年には未導入企業のうち12~13%が執行役員制を新規に採用した。その後も執行役員制の導入は、他社に追随するよう進展し、2007年末には上場企業の57%、東証一部上場企業では61%が執行役員制採用企業となった。

<sup>16</sup> 分社型新設分割と呼ばれ、100%子会社に承継させ、存続会社が純粹子会社となる。

現時点で支配的となった執行役員制については、次の3点が注目されるべきである。

第1に、この制度改革は、従来の年功序列制（ランクヒエラルキー）とは対立せず、むしろ誘引両立的であった。執行役員制の導入とともに、取締役会の規模は傾向的に縮小し、従来トップマネジメントのエントリーポジションであった平取締役の一部は降格された。しかし、通常、旧取締役は執行役員として処遇され、執行役員は、企業内の昇進競争のゴールとしての地位を平取締役から引き継ぐこととなった。また、取締役会メンバーの多くは、執行役員を兼務したから、企業内の情報共有構造に大きな変化が生じたわけではない。

第2に、取締役会改革によって、委員会設置会社ではなく、執行役員制が標準となったが<sup>17</sup>、取締役会は、基本的に内部昇進者によって占められ、企業外から招聘される場合も、銀行・関係企業からのケースも多かった。2人以上の外部取締役が就任する企業は2004年でも20%強であり、2006年末の時価総額上位500社の外部取締役比率の中央値はゼロ、つまり、半数以上は外部取締役が就任していない（蟻川・宮島2008）。上場企業のインサイダーボードとしての本質に変化は生じていない。

第3に、取締役会改革と並行して、ストックオプションの導入が図られた。ただし、新興企業と対照的に、トヨタ、松下電器などの大企業に導入されたストックオプションは行使価格が低く、付与割合が小さく、付与対象が広いという特徴があり、経営者と株主の利害の調整よりも、中間管理者へのインセンティブの付与の側面が強い。

以上の意味で、取締役会改革は、これまでの長期雇用と補完的な関係にあった仕組みの修正ではあっても、その変更ではなかった。こうした特徴をもつ取締役会改革は、外部環境の変化、機関投資家の増加に対する企業の内部者の対応と理解できる。

こうした見方を確認するために、以下では、企業の取締役会改革の選択を推計した宮島・新田(2007)の分析結果のエッセンスを紹介しておこう。推計されたのは、次のモデルであり、対象は東証1・2部上場非金融事業法人、推計期間は取締役会改革が始まった1999年から、改革がほぼピークを越えた2004年である（表5参照）。

$$BRC_{it} = F(X1_{it-1}, X2_{it-1}, X3_{it-1}, X4_{it-1})$$

ここで、被説明変数の  $BRC_{it}$  は、取締役会改革を行った場合1、それ以外はゼロと

<sup>17</sup> この選択に関する先駆的分析は、Gilson and Milhaupt (2004)、その後の分析は、宮島・新田 (2007) 参照。

する離散量の変数であり、執行役員制などの組織改革の有無<sup>18</sup>、取締役会の規模縮小ダミー（1996年度と比較して、30%以上の人員削減を達成した企業に1を与えるダミー変数）、外部役員の導入（96年度社外取締役比率から、10%以上増加した場合に1を与えるダミー変数）の3つの変数を利用した。他方、説明変数には、年度ダミーに加えて、以下に示す変数を導入した。

X1は外部環境の変化、及び選択前のパフォーマンスを示す変数である。日本企業を取り巻く外部環境の大きな変動が取締役会改革の決定要因の一つとみられている。その代理変数として、ここでは株価の変動性 *STDEEV*（株価リターンの36ヶ月標準偏差）、と売上高の変動率 *SLSVOL*（売上高成長率の5期標準偏差）を採用した。他方、取締役会改革は、業績悪化、さらには財務危機の深刻化などを契機として取り組まれる場合がある。その反面、執行役員制などの制度改革は、業績の良い企業がその水準を維持するために選択する可能性も高い。そこで、企業業績を示す変数として産業調整した総資産営業利益率 *MROA* を採用し、さらにその二乗項 *MROASQ* も導入した<sup>19</sup>。

X2は、取締役会改革を促す内部要因を表す変数である。取締役会改革の動機としては、適切なサイズを超えた取締役会規模を縮小させ、会議体としての機能を向上させること、つまり、意思決定の迅速化、あるいは、議論の質の向上が主張されてきた。こうした企業内部の要因がどの程度重要かをテストするために、期初の取締役人数が20名以上の企業に1を与えるダミー変数 *BTO20*、および取締役人数の対数値 *LBT* を導入した。また、既述の通り、1990年代にはカンパニー制の導入、さらに持株会社化など企業の内部組織の分権化が進展した。こうした組織的要因が、取締役会改革にどの程度の影響を与えるかを検討するために、分権化の程度を示す変数として連結ベースのセグメント数 *TSEGC*、グループ経営の進展度を示す変数として連結子会社数 *SUB* を導入した。さらに、取締役会改革の要因としては、企業の海外展開にともなう経営組織の国際的標準化への要請がある。この点をとらえるために、企業の海外売上高比率 *ABLSR* を導入した。

X3は外部ガバナンスを示す変数である。1990年代後半から急速に増加した海外機関

<sup>18</sup> 委員会（等）設置会社と、執行役員制の導入は区別されていない。両者を区別した推計も試みたが、傾向に大きな差はなかった。詳しくは、宮島・新田（2007）参照。

<sup>19</sup> 他に、財務的危機に陥った企業で取締役会改革の選択確率が高まるか否かを確認するため、2期連続営業赤字ダミー *FD* も説明変数に加えた。

投資家は、株式売却 (exit) と発言 (voice、議決権の行使前の対話などを含む) を通じて、経営の規律付けに重要な役割を果たした。そこで、以下では、海外機関投資家持株比率 *FOR* を導入し、そうした見方がどの程度妥当するかをテストする<sup>20</sup>。逆に、改革を抑制する要因として、株式相互持合比率 *GROSS*、及び 15%以上保有の法人大株主の存在の有無を表す支配会社ダミー *PARENT* を説明変数に加えた。

*X4* は、他社への追随をとらえるための変数である。ある企業の取締役会改革の決定は、同業他社の動向によっても影響を受けると考えられる。このライバル企業の改革への追随という要因をとらえるために、対象企業の属する産業部門の期初の制度改革実施比率 *TRA\_R* を導入した。

また、以下の推計では、改革は基本的に不可逆的な変化であるため、一度、改革を実施した企業は次期以降の推計から除外した。推計結果は、表 6 に要約されている。

第 1 に、取締役会改革は、負のショックに直面した企業の対応の側面が強かった。3 つのタイプの取締役会改革は、低いパフォーマンス *MROA* に有意に感応していた。同様に、取締役会改革は、いずれも株式収益率の高い変動に感応していた。また、興味深いことに、取締役会の規模の縮小は、財務危機ダミーに正、ROA に負に感応しているばかりでなく、ROA の 2 次項に正に感応していた。このことは、低業績の企業のみでなく、好業績の企業も自発的に取締役会の規模縮小に取り組んだことを示唆する。

第 2 に、取締役会改革のうち、組織改革と規模の縮小は、外部ガバナンスの特性に影響を受けていた。ただし、両者の改革の決定要因はやや異なる。執行役員制の導入は、外国人投資家の保有比率に正に感応していた<sup>21</sup>。この結果は、監督(取締役会)と経営(経営執行)の分離は、自己監査の問題を回避する上で有効であり、また、透明度のより高い取締役会の採用は外部投資家にもシグナルとなりうるという見方 (Amadjian 2007) と整合的である。他方、規模の縮小は、安定保有比率、親会社ダミーなどのインサイダー保有を示す変数に感応した。インサイダーの保有比率が高ければ、規模の縮小に取り組む確率が有意に低下する。

第 3 に、取締役会改革の選択は、明確に期初の取締役会の規模、事業ポートフォリオ、グループ化の程度などの企業の内部要因によっても規定されていた。期初の取締

<sup>20</sup> 海外機関投資家持株比率は、外国人保有分から、株主名簿で把握可能な外国企業保有分を控除して作成した。詳しいデータの作成の仕方は、宮島・新田 (2007) 参照。

<sup>21</sup> 外国人投資家を国内機関投資家を含む機関投資家全体の保有比率に代えても結果は同じである。

役会の規模が大きい企業ほど、規模の縮小を進める傾向が高く、この結果は、取締役会改革が意思決定の質と速度の向上を狙いとしたという見方と整合的である。また、海外売上比率が高いほど、取締役会の規模の縮小に積極的であり、より多角化、グループ経営化が進展している企業ほど、経営と監督の組織的分離の明確な執行役員制の導入の確率が高い。それに対して、外部取締役の招聘は以上の企業の事業ポートフォリオ・組織面での特徴との相関が低い。

最後に、興味深いことに、執行役員制・外部取締役の導入は、ライバル企業の動向にも強く規定されていた。企業の改革の採用は、前期の同業他社の導入比率に強く正に感応していた。この結果は、取締役会改革が、たんに外部投資家に対するシグナル、企業の組織上の必要のみでなく、他の企業の採用に追随して実施されたことを示している。この意味で、取締役会改革はブームの側面をとめない、この事実も、執行役員制の導入が、事後的なパフォーマンスと有意な相関をもたないという後述の分析結果とも整合的である。

#### (4) 組織的ロックイン (Organizational Lock in)

1990年代からの日本の企業システムの進化は、企業間で均等に進展したわけではない。自由化によって企業の選択枝が拡大するなかで、伝統的なシステムを自発的に選択する企業が存在した。制度の固定化が生じたのである。例えば、規制緩和によって、資金調達手段の自由な選択が可能となったにもかかわらず、一部の企業は借入を継続した。他方、既述の通り、1990年代初頭の外国人投資家の増加は、規模が大きく、名声の高い企業にバイアスがかかっており、借入（メインバンク）への依存度の高い企業の外国人投資家の株式保有比率は低いという明確な傾向があった。以上の外部ガバナンスにおける変化の遅れは、1997年銀行危機以降の企業の対応に大きな影響を与えた。銀行に依存度の高い伝統的日本企業は、リスクが上昇し、リターンの低下が明確となったにもかかわらず銀行株の保有を継続し、銀行は、大口貸出先の株式保有を相対的に維持した。また、取締役会改革の方向を各社が模索する中でも、外部市場からの圧力の低い伝統的企業では、情報公開に対する取り組みが乏しく、取締役会改革に消極的であった。

こうした企業では、雇用システムの改革や、事業再組織化への取り組みが遅れる傾

向が強く、逆に資金の効率的な運用へのインセンティブが乏しい。その結果、低いパフォーマンスが継続する。そして、この傾向は、従来の企業・銀行関係によっても維持されることとなった。銀行危機から 2002 年までの局面では、業績の低迷にもかかわらず、顧客企業に貸し出しを固定する銀行(メインバンク)が、追加融資を通じて、本来淘汰すべき企業を、過剰に救済した可能性が指摘されてきた (Hoshi and Kashyap 2004)。実際、Arikawa and Miyajima (2007) の分析でも、メインバンクへの借入依存の高い企業に限って、雇用の調整速度が遅いことが指摘されている<sup>22</sup>。こうして企業統治の特性のある種の固定化が生ずることとなる。以上の伝統型日本企業の根強い持続は、スイッチングコストや、局所的な利益の最大化 (Schmidet and Spinder 2004)、経営者の私的便益の最大化 (Bebchuk and Roe 2004) の事例とも見ることができよう。

もっとも、こうした伝統的企業の再生と淘汰は、1999 年から徐々に進展した。この点は、表 2 の 99 年以降の上場廃止企業数に表れている。とくに、淘汰は 2002、03 年の両年に進展した。他方、この伝統的日本企業の再生の経路は、従来からのメインバンクからの「思い切った債務免除」などの救済に加えて<sup>23</sup>、① 再生ファンドなどによる会社更生、② 同業他社・親会社による M&A が重要な役割を演ずることとなった。①は破綻法制の整備、産業再生機構の設立により、制度的にも促進されたが、必ずしもケースとしては多くない。むしろ、財務危機に陥った企業として重要であったのは、M&A を通じた同業他社との統合や、親会社によるグループ内再編であったとみられる。また、過剰な現預金などを抱え、資金の有効利用に問題のある企業では、ファンドによる大量買い付けが、経営の規律面で重要な役割を演ずることとなった (胥 2007、井上 2007)。

#### 4. コーポレート・ガバナンスの多様化・企業行動・パフォーマンス

##### 4-1. 企業パフォーマンス

以上のように多様化した企業の統治構造の差は、実際に企業行動に影響を与え、企業パフォーマンスの改善に寄与しているのであろうか。まず、東証 1・2 部企業を対象に 1985-2007 年の企業パフォーマンスの長期動向を確認しておこう。

<sup>22</sup> 2002 年末からの景気回復で、外部環境の好転が業績の一時的回復を支えた可能性がある。

<sup>23</sup> 2003 年以降の企業の再建過程における、銀行の役割に関しては、福田・中村 (2008) を参照。

日本企業は、**図 4** の通りバブル期の高水準の利益と、その後の低迷を経験したが、重要な点は、1997 年までは企業間の分散が相対的に小さかったことである<sup>24</sup>。バブル期には、ほぼすべての日本企業が高収益を享受し、逆にバブル崩壊後には、多くの企業が低収益に等しく呻吟していたこととなる。しかし、企業システムが多様化した 97 年以降は、上場企業の平均的なパフォーマンスが低迷するばかりでなく、企業間の格差が拡大した。しかも、この格差の拡大は、産業間の利益率の格差の拡大によるものではなかった。この点は、産業平均との差をとった企業の標準化された ROA の分散が、景気の回復した 2003 年以降も拡大している点からも確認できる (**図 4b**)。

さらに、この企業間のパフォーマンスの水準と分散の動向が、参入・退出に基づくのか、既存企業間パフォーマンスの分散の拡大によるのかに分解した結果が**図 5** である。同図 a には、東証 1・2 部への新規上場後から 3 年間に限定した新規参入企業の ROA の平均と標準偏差、及び既存企業との ROA の差が計算されている。同図から次の 2 点が確認できよう。

第 1 に、新規参入企業の平均的な ROA の水準は既存企業に比べて高く、またその企業間の利益率の分散は大きい。とくに、銀行危機以降、新規参入企業の既存企業に対するパフォーマンスの優位はより顕著である。この時系列的な動向は、タイプ II ハイブリッド企業がクラスターとして登場したという第 2 節の見方と整合的であろう。

しかし、第 2 に、この参入企業の効果と、さらに退出企業を除去して、1985 年以降、一貫して存続する企業のみ限定しても、先と同じ ROA の動向を確認できる。すなわち、既存企業間のパフォーマンスの格差は、企業統治構造の多様化が進展した 1997 年以降拡大し、その格差は、マクロ環境が改善した 2003 年以降も継続していた。この事実、一方で、伝統的日本企業を中心に低収益の企業の退出がいぜん緩慢であること、他方で、既存企業の中にも、有効な企業統治、組織革新などを通じて、パフォーマンスを向上させる企業が存在したことを示唆する。1990 年代末の日本企業のパフォーマンスは、タイプ I ハイブリッド企業を中心とする組織的革新によって支えられているという見方と整合的である<sup>25</sup>。

<sup>24</sup> 高度成長期も企業間のパフォーマンスの分散は小さかった。この点は、宮島・川本・尾身・斎藤 (2008) 参照。

<sup>25</sup> この結果は、事業所レベルでの TFP を推計した権・金・深尾 (2008) の分析結果とも一致する。なお、深尾らは、既存企業の生産性の上昇の要因を、労働投入の削減に求めているが、われわれは、いまだ見通しの段階であるが、あらたな企業組織、タイプ I ハイブリッドの登場にその要因を求めている。

#### 4-2. 企業行動と企業統治：M&Aの選択を事例として

1990年代末からの企業パフォーマンスの動向は、以上のような既存企業の、分散の拡大をとまなうパフォーマンスの改善によって特徴づけられており、その改善は、企業統治構造の多様化と並行して生じていた。そのためこれまでの研究は、企業統治構造（外部ガバナンスや取締役会の特性）の差が、企業パフォーマンスに有意な差を持たらすか否かに関して分析を試みてきた。宮島・新田・尾身・斎藤（2004）、Miyajima and Kuroki（2007）は、トービンの $q$ 、ROA、TFPが、外国人保有比率に正、安定保有比率に負に感応しているという結果を報告している<sup>26</sup>。同様に、Park（2002）は、1997年に関して、外国人保有比率が、トービンの $q$ で測った企業パフォーマンスに正の効果を持つことを発見した。また、岩壺・外木（2007）は、同時方程式の推計を通じて、これまで指摘されてきた企業パフォーマンスと外国人保有比率の正の相関が、外国人投資家が高収益の企業に投資するという逆の因果関係に影響されたものではなく、ロバストな結果であることを示した。他方、鈴木・胥（2000）、宮島・新田（2007）は、一連の取締役会改革の効果を分析し、組織変更、外部取締役が明示的な効果を示さないのに対して、取締役会の規模の縮小がパフォーマンスに正の効果をもつことを報告している。

もっとも、こうした研究は、外部ガバナンスがいかなる経路を介して、企業パフォーマンスに対して正の影響を与えるかはブラックボックスとしていた<sup>27</sup>。つまり、企業統治の多様化→企業行動の変化→企業パフォーマンスの関係のうち企業行動の変化の部分スキップして分析を進めてきた。しかし、近年は以上のリンクを包括的に分析する手法が開発されつつあり、日本企業の実証分析もこの方向に拡張されるべきである<sup>28</sup>。ここでは、以上のリンクのうち、企業行動の変化→企業パフォーマンスの変化の経路の分析は今後に譲り、企業統治の変化→企業行動の変化の経路を検討しておこう。

外部ガバナンスの変化が、企業行動に実質的な影響を与えた点については、例えば、Ahmadjiam and Robinson（2005）、Ahmadjiam（2007）が、外国人保有比率の増加が、事

<sup>26</sup> Miyajima and Kuroki（2007）は、1995-2002年のパネルデータを利用して、標準化された $Q$ 、ROA、が、外国人保有比率に正、安定保有比率に負に感応していることを示している。

<sup>27</sup> また、これまでの研究は、いずれも企業パフォーマンスに影響を与えるいま一つの要因、製品市場の要因の影響、あるいは、企業統治の仕組みと競争要因の補完・代替関係について十分な検討を加えていたとは言えない。

<sup>28</sup> 近年は、この関係を全面的に分析する試みが始まっている。例えば、日仏会館・（独）経済産業研究所・早稲田コンファランスでも報告された Bloom and Van Reenen（2007）、Bloom, Sadun and Van Reenen（2008）など参照。

業再組織化を促進したことを示している。また、高い外国人保有が、高い R&D 投資の水準をもたらしている点も指摘されている (Park 2002)。Park の分析では、逆の因果関係を必ずしも排除していないが、少なくとも、外国人投資家の増加が、近視眼的な経営行動を促して、研究開発投資の水準を下げるという見方を否定している。

このように、企業統治構造の差は、企業行動に実質的な影響を与えているとみられるが、ここでは、近年、企業の成長戦略として重要性を増した企業の M&A の意思決定に即して、企業システムが企業行動に与える影響に関するわれわれの分析 (蟻川・宮島 2008) の分析結果をやや立ち入って紹介しておこう。

1999 年以降、よく知られているように国内企業間、国内企業による海外企業の M&A が急増した<sup>29</sup>。とくに、2004 年以降には、日本企業は成長戦略の一環として M&A を積極的に利用することとなった。そこで、蟻川・宮島 (2008) は、M&A が最盛期を迎えた 2005-2007 年を対象に、東証 1・2 部上場企業の M&A の選択に関するシステムテックな分析を試みた。推計されたのは、以下のシンプルなモデルである。

$$MA_t = F(q_{t-1}, INV_t, SIZE_{t-1}, Ncash_t, \sigma(ER)_t, Gov_{t-1}, HC_t)$$

ここで被説明変数  $MA$  は、ある企業が買収、営業譲受けの主体となった場合に 1、それ以外を 0 とするダミー変数である。各企業がある年に M&A を行った場合には M&A 実施企業 ( $MA=1$ ) と分類する一方、当該企業が M&A を行わない年には、M&A を行っていない企業 ( $MA=0$ ) として分類される<sup>30</sup>。データの欠損、上場廃止などの理由から、3 企業年度合計の観察数は 4,474 である。そのうち一回以上を企業が M&A 実施したケースは、2 億円以上が 538 ケース (企業年)、金額を限定しない件数ベースで 923 ケースであり、全サンプルに占める割合はそれぞれ約 12%、21% である。また、2 億円以上のケースの内訳は、水平型 (買収主体と買収対象が東証 33 業種区分で同一産業) が 318 件、非水平型 (同一でない場合) が 220 件、国内企業の買収が 374 件、海外企業の買収が 164 件であった。

<sup>29</sup> 宮島 (2007)、蟻川、宮島 (2008) 参照。

<sup>30</sup> MA としては、① 2 億円以上の買収、及び営業譲受のみを 1 とする推計、② 金額を無視して 1 件以上 M&A を実施した場合、1 とする推計を試みたが、ほとんど結果には差がないので、以下では①を中心に報告する。

他方、説明変数の  $q$  は、成長機会を示す変数としてトービンの  $q$  である。Jovanovic and Rousseau (2002) によれば、M&A が企業によって行われる投資の形式の 1 つであり、その意思決定はトービンの  $q$  理論によって説明できる。つまり、企業価値に対する資産の再取得価値の比率で測られるトービンの  $q$  が上昇するほど、買収企業として M&A を実施する可能性が高くなることが期待される。

また、説明変数の  $\sigma$  ( $ER$ ) は、各企業の過去 36 ヶ月間の株価収益率の標準偏差である。しばしば M&A を行う動機として事業リスクの分散化がその要因の一つとして上げられ  $\sigma$  ( $ER$ ) はこの点を捉えるために導入された。また、推計モデルには、M&A に与える規模の影響をコントロールするために、連結ベースの資産規模の対数值  $SIZE$  が含まれている。

M&A の意思決定に影響を与える企業特性として蟻川・宮島 (2008) が関心に向けた変数は、第 1 に、流動資産から負債を除いた値を総資産で割ったいわゆるネットキャッシュ  $Ncash$  である。この変数によって、M&A に対する資金制約の影響を捉える。

第 2 に、企業統治構造に関連する変数  $GOV$  を導入した。GOV は、企業統治に関連する幾つかの変数からなる。一つは、機関投資家比率であり、内外の機関投資家の保有比率の合計である。また、この機関投資家比率に代えて、外国人持株比率を変数とする推計も試みた。他方、インサイダーコントロールの傾向を持つ企業統治が M&A の選択に影響を与えるかを確認するために、内部取締役比率、安定株主比率を導入した。

第 3 の変数は、組織構造を捉える変数、 $HC$  であり、観察年度に、企業が持株会社形態をとる場合 1 を与えるダミー変数である。持株会社組織への移行時点は、新聞記事、各社のホームページその他から特定した。

## 推計結果

表 7 によれば、成長機会を示すトービンの  $q$  の符号はいずれのモデルでも 5% 水準で有意に正である<sup>31</sup>。基本的にトービンの  $q$  で示される成長機会が高い企業ほど、M&A に買い手として参加する確率が高い。一般に、トービンの  $q$  が高い高成長企業は、 $q$  が低い低成長の企業に比べて、経営面、操業面でのノウハウの水準が高いと想定されるから、この結果から、M&A が組織効率の向上に寄与した可能性が高いと推定してよい

<sup>31</sup> この結果は、推計方法として固定効果モデルを用いた場合でもほぼ同じである。

だろう<sup>32</sup>。他方で、企業の直面するリスク( $\sigma$  (ER))は有意に正であり、個々の企業のレベルでは、M&Aがリスク分散を動機としているという見方と整合的である。

次に、企業の特性に関する変数を見ると、第1に、資金要因を明示的に捉える純流動資産の総資産に対する比率、ネットキャッシュの係数は、1%水準で有意に負であった。その効果の大きさは、コラム1を利用して、2標準値差で測ると(限界効果×ネットキャッシュ1標準値差 $0.331 \times 2$ )、3.9%であり、これはM&Aの選択確率14.7%の2割5分強にあたる。この結果から内部資金を多く保有している企業ほど、その資金を使ってM&Aを実施していることが分かる。言い換えれば、近年のM&Aは、買い手の企業側の現金保有がM&A選択の強い条件となっていた<sup>33</sup>。

第2に、経営者の株式保有比率の符号は十分に有意ではないが、いずれの推計でも正であった。もっとも、経営者の持株比率はゼロ近傍の企業が多い。そこで、経営者保有比率5%以上の企業(2004年度末でみて、サンプル企業中282社、18.2%)に1を与えるダミーを導入した場合、その係数は1%水準で有意に正であり、限界効果は4.2%と試算される(コラム2)。この結果は、高い経営者の持株保有が、経営者と株主の利害との一致を強めることによって、リスクの高い意志決定を容易とする、あるいは、企業が創業型の経営者によって担われている場合、迅速な意思決定が可能となるという見方と整合的である<sup>34</sup>。

他方、機関投資家の保有比率の係数の符号は有意に正である。その標準偏差(15.7%)から試算すると、機関投資家比率が55%の企業は、平均的な企業(同保有比率24.5%)に比べてそのM&A比率が2.5%高い。この機関投資家保有比率に代えて、外国人持株比率を導入しても係数は有意に正であり(コラム3)、同様に試算すると、外国人持株比率が40%の企業は、平均的な企業(同保有比率14.5%)に比べてM&A比率が2.9%高い。以上の結果は、企業が資本市場の圧力に直面していればいるほど、M&Aを選択することを示している。

<sup>32</sup> 蟻川・宮島(2008)の産業別の分析でMarket driven仮説が支持されなかったため、ここでは $q$ はもっぱら各企業の成長機会の代理変数として解釈する。

<sup>33</sup> ただしこの結果は、蟻川・宮島(2008)でも注意を喚起したが、成長機会を失った企業が、豊富な内部資金を利用して、成長機会の高い企業の買収を行うケースも排除しない。

<sup>34</sup> 例えば、日本電産のM&A戦略の展開は、創業者社長・永守氏の強いリーダーシップにその多くを負っているといわれる(渡邊・天野2007)。

逆に、ある程度まで予想されるように、安定株主比率の係数は有意に負であった。安定株主が高ければ高いほど、M&A の選択確率が低い（コラム 4）。その効果は大きく、先と同様の試算によれば、安定株主比率が 70%の企業は、平均的な企業（同 37.4%）に比べて、M&A 実施確率が 5%も低いこととなる。安定株主比率の高い企業は、M&A の対象となる可能性が低だけでなく、M&A を選択する可能性も低いのである。また、取締役会の内部者比率はいずれのモデルでも 5%水準以上で有意に負である。取締役会メンバーが内部者によって完全に占められている企業は依然日本の上場企業の過半を占める。そこで、外部取締役がゼロの場合に 1 を与えるダミー変数を作成し（サンプルの 47.8%）、これを内部取締役比率に代えるとその係数は有意に正であり、その限界効果はマイナス 2%と試算される。内部昇進者からなる取締役会を持つ企業もまた M&A に消極的であった。

第 3 に、持株会社の係数は、いずれの推計でも 1%水準で有意に正であり、持株会社が M&A 戦略の選択の条件となっていることが確認できる。コラム 1 によればその経済的規模は大きく、持株会社形態をとる企業は、その他に比べて、M&A の選択確率が 10.2%高く、これは各年の平均的な M&A の選択確率の 8 割を占める。

この持株会社の効果を確認するために、さらに M&A の実施を水平と非水平、及び、国内と海外に分割して、M&A をそれぞれに限定して推計すると（パネル 2）、持株会社ダミーは、国内企業の買収（限界効果 11%）、非水平型の買収（同 9%）を被説明変数とする推計のみで有意な効果を持ち、海外企業の買収、及び水平買収を被説明変数とする場合には十分に有意な効果を示さなかった<sup>35</sup>。持株会社の採用の動機一つは M&A の推進にあるといわれるが（蟻川・宮島 2008）、推計結果はこの動機が実際にも非常に強く、しかも、主として国内企業の買収、非水平型の買収に妥当することを示している。前掲表 3 のパネル 2 の持株会社の産業別分布によれば、持株会社は、M&A 比率の高い流通・情報通信、サービスや、成熟化の進んだ非鉄・金属製品、食品、精密機械などの産業で目立った。これらの産業では、一部の企業が、持株会社という組織革新を試み、この組織革新を試みた企業が M&A による成長戦略の採用、他事業への展開を急速に実現したと見る事ができる。

もちろん、M&A が常に事後的に高いパフォーマンスを上げる保障はないから、ある

<sup>35</sup> 例えば、非水平買収を被説明変数とする場合、水平型の買収のケースはサンプルから除いて推計を試みた。

企業が M&A に積極的でないことが直ちに厚生上問題があるわけではない。しかし、宮島(2007)所収論文の多くは、M&A が近年の日本経済の「創造的破壊」に重要な役割を演じつつあることを示している。そして、この M&A の意思決定に対して企業統治構造や組織構造は以上のように有意な影響を与えていた。

## 5. 世界経済危機とコーポレート・ガバナンス

以上、日本企業システムの進化のプロセスを追求してきた。では、このように多様化し、進化した日本企業は、現在いかなるコーポレート・ガバナンス上の問題を抱えているのか。また、2007年夏のサブプライム問題に端を発し、2008年9月リーマン・ブラザーズの破綻以降明確となった世界経済危機の進展は、日本企業のコーポレート・ガバナンス改革にどのような影響を与えるのであろうか。最後に、この点について本稿の分析から得られる含意を整理しておこう。日本企業の多様化を強調した本稿の立場からは、展望は図1の3つのクラスターに即して与えられる。

### 伝統的日本企業

既述のように図1の伝統的日本型企业は、組織的固定化に陥っている傾向が強く、また淘汰のプロセスも緩慢である可能性が高い。2002年以降、議論されたコーポレート・ガバナンス改革をめぐる議論の真の、緊急な対象は、当事者が意識しているか否かにかかわらず、この企業群であったと見ることができる。

伝統的企業は、現在、性質の異なるコーポレート・ガバナンス上の問題を抱えているとみることができる。第1は、2002年当時、過剰負債が問題となった企業群の経営の規律づけの問題である。政策的保護や銀行の追加融資の結果、本来淘汰されるべき企業が人為的に維持されているゾンビ企業として、これらの企業の存在が注目された。その後、倒産処理法制の整備、銀行の健全性の回復と景気回復により、いったん問題が後退したかに見えるが、世界経済危機による需要の急速な縮小のもとで、こうしたレバレッジの高い企業に対する経営の規律づけの問題が改めて浮上する可能性が高い。既述の通り、これらの企業群では、資本市場の規律づけの可能性が低いから、長期取引関係を基礎としたメガバンクによる監視などの金融機関によるモニターの再構築が、今後検討されるべき重要な課題となろう。

第2は、いわゆる上場子会社である。実は、近年の批判にもかかわらず、上場子会社のパフォーマンスは、少なくとも2002年までの分析では必ずしも劣っておらず（Yafeh and Yosha 2003、Miyajima and Kuroki 2007、宮島他 2008）、批判の高まった2005年前後に、実際にパフォーマンスの屈折が生じたか否かは、今後実証的に解答を与えられるべき問題である。上場子会社は、親会社によるモニターと資本市場による評価とを組み合わせた仕組みと理解でき、企業の効率性の維持の面で必ずしもマイナスとはいえない。また、上場子会社の仕組みは、ターゲットの経営の自律性を維持しながら、M&Aを進める工夫としても合理性を持っている点を改めて重視する必要がある（蟻川・宮島 2008）。しかし、同時に、上場子会社の仕組みは、潜在的には、つねに親会社による少数株主の利益の毀損の可能性を含んでいるから、親会社は、この点を考慮したグループ戦略の設定が求められる。

第3に、成長可能性が低い反面、現預金を抱えるフリーキャッシュフローが深刻な企業群である。2000年代初頭から、これらの企業では、内外のアクティビストファンドによる大量買い付けが新たな経営の規律づけの仕組みとして重要な役割を演じ始めた（胥 2007）。しかし、世界経済危機後、外資系ファンドを中心に、アクティビストファンドの活動が停滞し、いったん形成されつつあった経営権市場が後退している。したがって、今後の課題としては、外部のモニターが弱く、かつ、過剰な現預金を抱える企業の規律づけのメカニズムをいかに設計するかが重要な問題となってくるとみることができる。

## タイプIIハイブリッド

このタイプの企業は高いパフォーマンスを示し、日本の企業セクターの効率性改善の一つの源泉となりつつある。しかし、いまだ参入の規模は不十分と見られ、その要因としてベンチャーキャピタルの供給不足がしばしば指摘されてきた。しかも、世界経済危機の進展は、こうした新興企業の資金調達を制約を加えつつある。

タイプIIハイブリッドがクラスターを形成しつつあることは、企業統治面からは、支配株主（創業者）による少数株主の利益の毀損というエイジェンシー問題の重要性が高まったことを意味する。よく知られているように、経営者の株式保有は両刃の剣である。高い株式所有が経営者の高いモチベーションやリスクテイクの条件となる一方、

潜在的には、起業家経営者が暴走したり、自ら帝国形成のために過大な投資や M&A に陥る危険を伴うからである。したがって、ここでは、起業家のインセンティブを阻害せず、少数株主の利益を守る仕組みを設計するという内部ガバナンスの整備が新たな課題として浮上したという認識が重要である。

さらに、システムの安定性という面からいえば、このタイプ II ハイブリッド企業は、雇用契約・報酬が明示的な契約ベースであるにもかかわらず、外部ガバナンスが完全に市場ベースではない点に特徴があり、システムとして不安定な傾向をもつ。そのため今後は、相反する 2 つの方向、すなわち、雇用システムが関係ベースの方向に進化するか、あるいは、企業金融がより市場ベースの方向に進化するという 2 つの可能性があると見ることができよう。

### タイプ I ハイブリッド

既述の通り、コーポレート・ガバナンスと組織構造の組み合わせに関して、このタイプ I ハイブリッドが日本企業の支配的な形態になりつつある。かつてのメインバンクに代わって、企業戦略の当否は資本市場によって不断に評価されることになった。この外部モニターの下で、このタイプ I ハイブリッド企業は、高水準の R&D、積極的な M&A 戦略の採用などを通じて、いまや日本企業のイノベーションの中心となっているとみられる。

資本市場からの規律づけと並んで、海外売上げ依存度が高いため、厳しい製品市場の規律にも直面するこの企業群では、日本版 SOX 法の導入にともなう内部統制の整備などの問題を除けば、企業統治上の問題は相対的に小さい。

ただし、このタイプ I ハイブリッド企業は、2 つの異なるモードの結合だけに、タイプ II と同様に、システムとしては不安定な側面をとめない、少なくとも次の 2 点で進化が必要である。

第 1 に、一方で、外部ガバナンスが資本市場志向的であるにもかかわらず、長期関係ベースである内部組織構造と統合的に、取締役会が基本的にインサイダーベースであることにともなう問題である。内部昇進者のみによって支配される取締役会は、ア

ウトサイダーから見れば不透明であり、常にインサイダーコントロールの潜在的可能

性が残る。したがって、外部取締役の原則的採用などの取締役会構成の再編成によって、経営へのアウトサイダーの適切な関与の水準を見出すことが、タイプ I ハイブリッドを安定化させるための一つの条件となろう。

他方、第 2 に、長期関係をベースとした雇用システムの下にある企業のインサイダーから見ると、外部ガバナンスが資本市場志向的であることは、不安定な側面をともなる。法的に株主総会に与えられた権利の大きい日本の会社法の構造を所与とすれば、機関投資家の保有比率が 50% を超えるタイプ I 企業の現状は、機関投資家の投資行動が経営に大きな影響を与えることを意味する。例えば、高いプレミアム(市場関係者間では通常 35% 程度と言われる)をもつ買収提案がなされた場合、それがたとえ企業価値の創出面で合理性を欠いていたとしても、機関投資家が応ずる可能性が生ずる<sup>36</sup>。アウトサイダー優位の所有構造は、潜在的にはこうした(非合理的な)敵対的買収の脅威を高め、これに対応して企業が過剰配当に陥ったり、買収防衛策に過大なコストが支出され、長期的観点に立った経営が制約されるという懸念がある。しかも、進展する世界経済危機は、こうした問題を深刻とする可能性が高い。危機にともなう株式市場のクラッシュのなかで、海外機関投資家は、主として資金面の理由から、このタイプ I 企業の株式売却を進めたため、株価の低下が増幅された可能性が高いからである。

したがって、当面、このタイプ I ハイブリッド企業では、攪乱的な敵対的買収のコストを引き下げるための買収防衛ルールの明確化が重要な政策的アジェンダである。また、近年活動が再開された株式取得機構の活動も合理的である。さらに、近年「復活」が注目されている事業法人間の株式保有も戦略的な合理性をもつ限り、否定されるべきでない<sup>37</sup>。ただ、資本市場からの資金調達が不可欠となったハイブリッド型企業にとって、そうした政策の採用の必要性と合理性を、自社の経営方針との関係で、資本市場に積極的に示す努力が不可欠である。より一般的な株主政策として言えば、自社の中・長期的な経営計画を明示し、それを支持する株主を募る IR 活動の重要性が高まっているということができよう。

<sup>36</sup> 買い手が非合理である場合(過信に基づいた過大な買収提案)か、資本市場が一時的非効率となる場合(買い手の株価が過大評価されるか、対象企業の株価が過小評価されている)が想定される。

<sup>37</sup> 1960年代半ばの株式買収機構(日本共同証券・日本証券保有組合)の活動とその効果については、Franks, Mayer and Miyajima (2009) 参照。

## References

- Abe, M. and T. Hoshi (2007) "Corporate Finance and Human Resource Management in Japan," in Aoki, Jackson, and Miyajima, eds. (2007)
- Ahmadjiam, C. (2007) "Foreign Investment and Corporate Governance in Japan," in in Aoki, Jackson, and Miyajima, eds. (2007)
- Ahmadjiam, C. and G. Robinson (2005) "Crash of Capitalism: Foreign Ownership and Restructuring," *American Sociology Review*, 70(2): 451-71.
- Aoki, M. (2001) *Toward a Comparative Institutional Analysis*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Aoki, M. (2007) "Conclusion: Whither Japan's Corporate Governance," in Aoki, Jackson, and Miyajima, eds. (2007) .
- Aoki, M. and H. Patrick, eds. (1994) *The Japanese Main Bank System: Its Relevancy for Developing and Transforming Economies*, Oxford: Oxford University Press.
- Aoki, M., G. Jackson, and H. Miyajima eds. (2007) *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford: Oxford University Press.
- Aoki, M. and G. Jackson (2008) "Understanding an Emergent Diversity of Corporate Governance and Organizational Architecture: An Essentiality-based Analysis," *Industrial Corporate and Change*, vol. 20, 1-27.
- Arikawa, Y. and H. Miyajima (2007) "Relational Banking in Post Bubble Japan: Co-existence of Soft-and hard budget constraint," in in Aoki, Jackson, and Miyajima, eds. (2007)
- Arikawa, Y. and H. Miyajima (2005) "Relationship Banking and Debt Choice: Evidence from Japan," *In: Corporate Governance: An International Review*, 13: 408–18.
- Bebchuk, L. A. and M. J. Roe (2004) "A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership," in J. Gordon and M. Roe, eds. *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Bloom, N., R. Sadun and J. Van Reenen (2008) "Measuring and Explaining Decentralization across Firms and Countries, mimeo, LSE.
- Bloom, N. and J. Van Reenen (2007) "Measuring and Explaining Management Practices across Firms and Countries," *Quarterly Journal of Economics*, 122, pp. 1341-1408.
- Deakin, S. and A. Reberioux (2007) "Corporate Governance, Labour Relations and HRM in Britain

- and France: Convergence or Divergence,” mimeo Cambridge University.
- Franks, J., C. Mayer, and H. Miyajima(2009) “Equity Market and Institutions: The Case of Japan,”  
RIETI Discussion Paper, forthcoming.
- Gilson, R. (2001) “Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function,”  
*American Journal of Comparative Law*, 49, 329-363.
- Gilson, R., and C. Milhaupt (2004) “Choice as a Regulatory Reforms : The Case of Corporate  
Governance,” unpublished papers, Columbia University.
- Hall, P. and D. Ginerich (2004) “Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities in  
the Macroeconomy,” *MPIfG discussion paper – Max Planck Institute for the Studies of  
Societies* 04 (5).
- Hall, P. and D. Soskice eds. (2001) *Varieties of Capitalism*, New York: Oxford University  
Press.
- Hansmann, H. and R. Kraakman (2001) “The End of History for Corporate Law,” *Georgetown  
Law Journal*, 89 (439).
- Hoshi, T. and A. Kashyap (2001) *Corporate Finance and Governance in Japan*, Cambridge,  
MA: MIT Press.
- Hoshi, T. and A. Kashyap (2004) “Japan’s Economic and Financial Crisis: An Overview,”  
*Journal of Economic Perspectives*, 18, 3–26.
- Hoshi,T., A. Kashyap, and D. Scharfstein (1993) “The Choice between Public and Private Debt: An  
Analysis of Post Deregulation Corporate Financing in Japan,” NBER Working Paper, 4421.
- Jackson, G. and H. Miyajima (2007) “Introduction: The Diversity and Change of Corporate  
Governance in Japan,” in Aoki, Jackson, and Miyajima, eds.,(2007).
- Jovanovic, B. and P. L. Rousseau (2002) “The Q-Theory of Mergers,” *American Economic  
Review* 92: 198-204.
- Kikutani, T., H. Itoh, and O. Hayashida (2007) “Business Portfolio Restructuring of Japanese  
Firms in the 1990s,” in M. Aoki, G. Jackson, and H. Miyajima, eds., *Corporate  
Governance in Japan*. Oxford: Oxford University Press.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer (2008) “The Economic  
Consequences of Legal Origins,” *Journal of Economic Literatures*, 46(2),  
pp.285-332.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny (1998) “Law and

- Finance,” *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
- Miyajima, H. (2007) “The Performance Effects and Determinants of Corporate Governance Reform,” in M. Aoki, G. Jackson, and H. Miyajima, eds., *Corporate Governance in Japan*. Oxford: Oxford University Press.
- Miyajima, H. and H. Aoki (2002) “Changes in the j-type Firm: From Bank-centered Governance to Internal Governance,” in S. J. Maswood et al. ed., *Japan - Change and Continuity*, London: RoutledgeCurzon, 72-105.
- Miyajima, H. and T. Kawanishi (2009) “Corporate Governance and Performance Heterogeneity,” ongoing mimeo.
- Miyajima, H. and F. Kuroki (2007) “The Unwinding of Cross-Shareholding in Japan: Causes, Effects, and Implications,” in Aoki, Jackson, and Miyajima, eds.,(2007).
- Nakata, Y. and S. Miyazaki (2007) “Has lifetime Employment Become Extinct in Japanese Enterprise? An Empirical Analysis of Employment Adjustment Practices in Japanese Companies,” *Asian Business Management*, Vol.6 (1), pp. 33-56.
- Park, K. (2002) , Foreign Ownership and Firm Value in Japan, mimeo.
- Rajan, R. (1992) “Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm’s length Debt,” *Journal of Finance*, 47(3), pp.1367-1400.
- Sako, M. (2007) “Organizational Diversity and Institutional Change: Evidence from Financial and Labour Markets in Japan,” in M. Aoki, G. Jackson, and H. Miyajima, eds., *Corporate Governance in Japan*. Oxford: Oxford University Press.
- Schmidt, R. and G. Spinder (2004) “Path Dependence and Complementarity in Corporate Governance,” in *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Shishido, Z. (2007) “The Turnaround of 1997: Changes in Japanes Corporate Law and Governance,” in iAoki, Jackson, and Miyajima, eds.,(2007)..
- Shleifer, A. (2009) “The Age of Milton Friedman,” *Journal of Economic Literatures*, 47(1), pp. 123-135.
- Streeck, V. and K. Thelen (2005) *Beyond Continuity: Institutional Change in Advanced Political Economies*, Oxford: Oxford University Press.
- Thelen, K. (2004) “How Institutions Evolve,” in J. Mahoney and D. Rueschemeyer eds.

*Comparative Historical Analysis in Social Sciences*, Cambridge: Cambridge University Press.

Yafeh, Y. and O.Yosha (2003) “Large Shareholders and Banks: Who Monitors and How?” *Economic Journal*, 113, 128-46.

蟻川靖浩・宮島英昭(2008)「どのような企業が M&A に積極的なのか」『一橋ビジネスレビュー』 Vol. 56(3), pp.74-91.

井上輝一(2004)「トヨタ自動車のコーポレート・ガバナンスに関する一考察」『ファイナンス・レビュー』 No. 68, pp. 194-202.

井上光太郎(2007)「アクティビストファンドの功罪」『経済研究』一橋大学経済研究所、58(3), pp.203-216。

岩壺健太郎・外木好美(2007)「外国人投資家の株式所有と企業価値の因果関係—分散不均一性による同時方程式の識別」『経済研究』 58(1), pp. 47-60。

穴戸善一(2006)『動機付けの仕組みとしての企業：インセンティブ・システムの法制度理論』有斐閣。

胥鵬(2007)「その企業が敵対的買収のターゲットとなるのか」、宮島編(2007)所収。

鈴木誠・胥鵬(2000)「取締役の人数と企業経営」『証券アナリストジャーナル』 38(9), pp. 47-65。

須藤岳史(2003)「ソニーにおける委員会等設置会社への移行とガバナンス改革」『商事法務』 No. 1674。

鶴光太郎(2006)『日本の経済システム改革』日本経済新聞社。

権赫旭・金榮慤・深尾京二(2008)「日本の TFP 上昇率はなぜ回復したのか：『企業活動基本調査』に基づく実証分析」、(独)経済産業研究所, Discussion Paper Series 08-J-050。

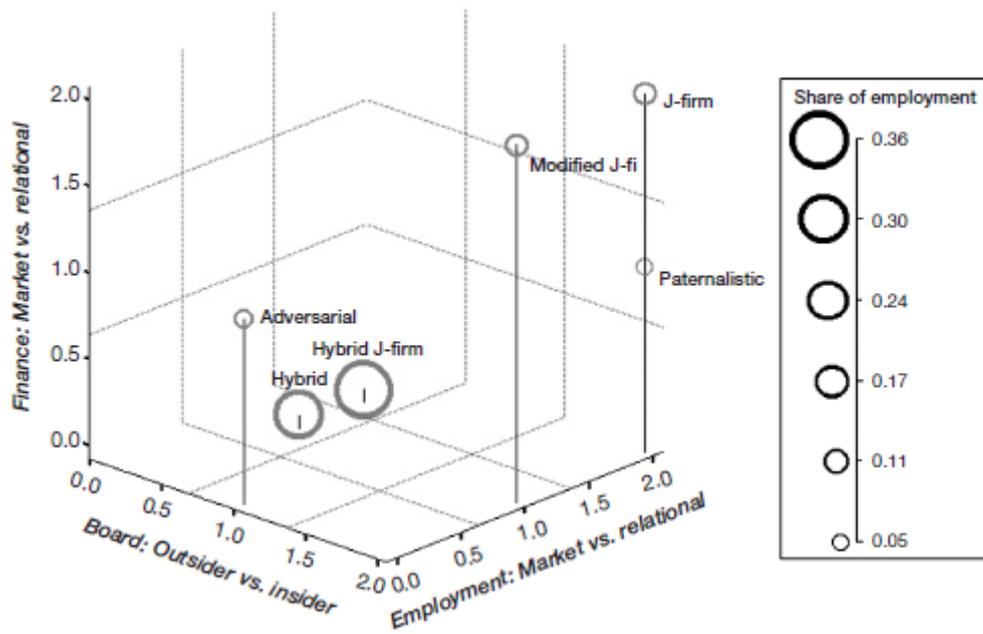
中村純一・福田慎一(2008)「いわゆるゾンビ企業はいかにして「健全化」したのか」『経営経済研究』 28(1)。

宮島英昭編(2007)『日本の M&A：企業統治・企業価値・組織効率へのインパクト』東洋経済新報社。

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。

- 宮島英昭・蟻川靖浩（1999）「金融自由化と企業の負債選択： バブル期における顧客プールの劣化」『ファイナンシャル・レビュー』（大蔵省財務総合政策研究所）、Vol. 49, pp. 136-166。
- 宮島英昭・原村健二・稲垣健一（2003）「進展するコーポレート・ガバナンス改革と日本企業の再生」、『ファイナンシャル・レビュー』（大蔵省財務総合政策研究所）、Vol. 60, pp. 136-166
- 宮島英昭・稲垣健一（2003）『日本企業の多様化と企業統治：事業戦略・グループ経営・分権化組織の分析』財務省財務総合政策研究所。
- 宮島英昭・川本慎哉・尾身祐介・斎藤直（2008）「20 世紀日本企業のパフォーマンスと所有構造」、宮島英昭編『企業統治のフロンティア』日本評論社。
- 宮島英昭・新田敬祐（2009）「株式所有構造の進化： 株式相互持合いは復活しているのか」  
On going working paper。
- 宮島英昭・新田敬祐（2007）「日本型取締役会の多元的進化：その決定要因とパフォーマンス効果」、神田秀樹・財務総合政策研究所編『企業統治の多様性と展望』金融財政事情研究会。
- 宮島英昭・新田敬祐・尾身祐介・斎藤直（2004）「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」『ニッセイ基礎研究所所報』33号、pp. 52-98。
- 八代尚文（2008）「労働市場改革の課題」、労働制度改革、鶴光太郎・樋口美男編『労働制度改革』日本評論社。
- 渡邊渉・天野倫文（2007）「グローバル競争優位の構築と移転：日本電産のM&A戦略」、宮島編（2007）所収。

図1 クラスター分析の結果



出所 : Jackson and Miyajima (2007)による

図2 企業システムの進化

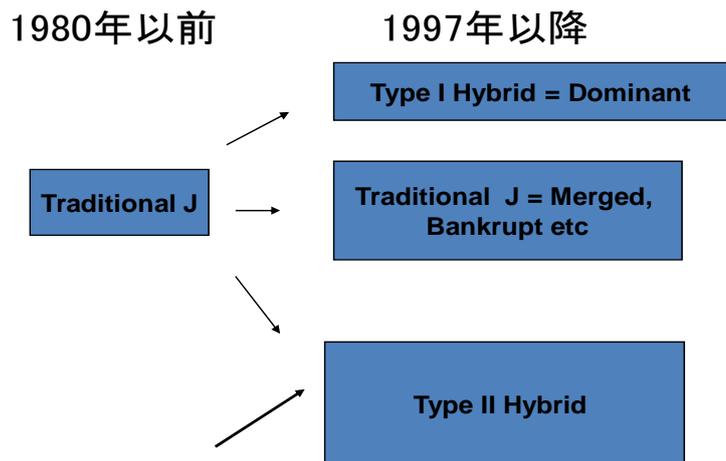


図3 株式所有構造の変動

資料： 東京証券取引所 HP

Insider=金融機関+事業法人の合計

Outsider=外国人+国内機関投資家(年金基金・投資信託)+個人の合計

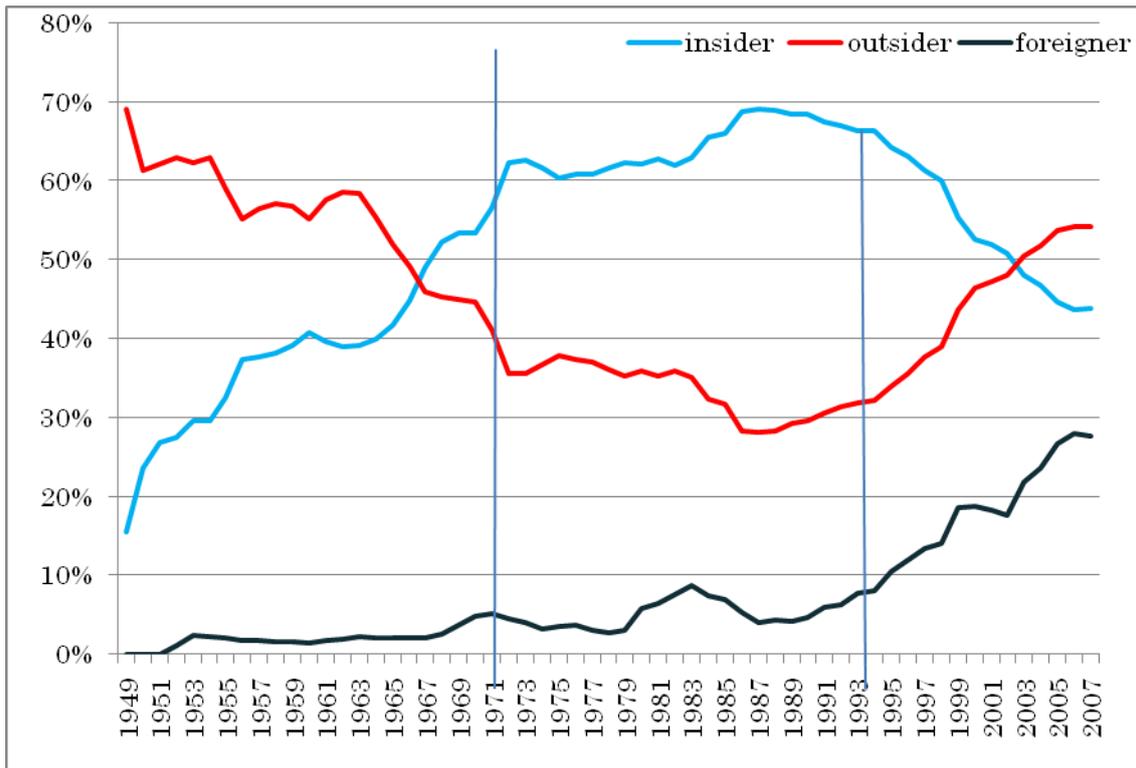
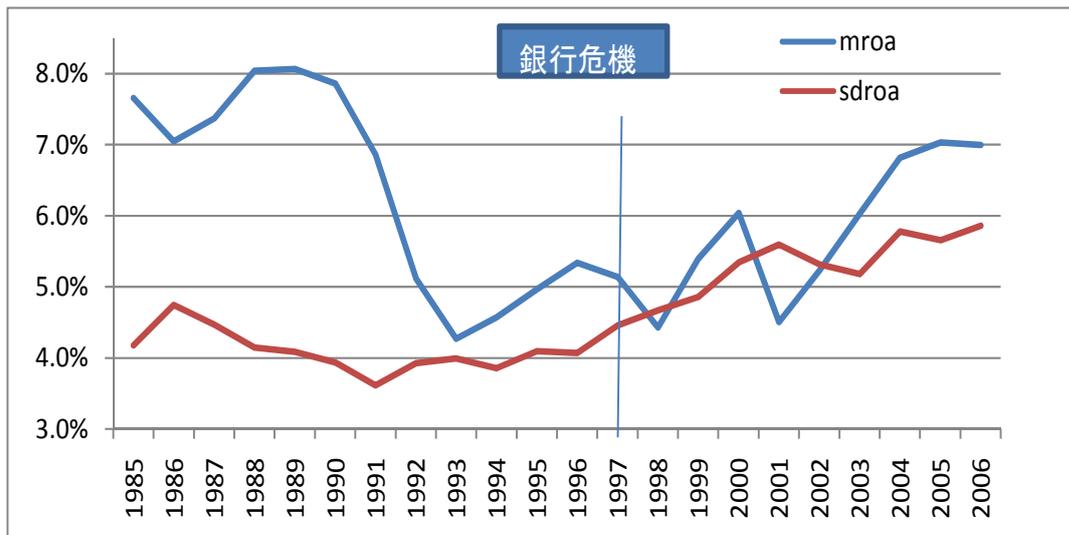


図4 企業パフォーマンスの長期動向

本表の対象は、東証1・2部上場企業である。ROAは、営業利益/総資本。1999年まで単体ベース、2000年以降は、連結ベース。産業調整は、東証33分類を基礎に、業種平均との差をとって、推計した。

(a) ROA 平均



(b) 産業調整後 ROA の標準偏差

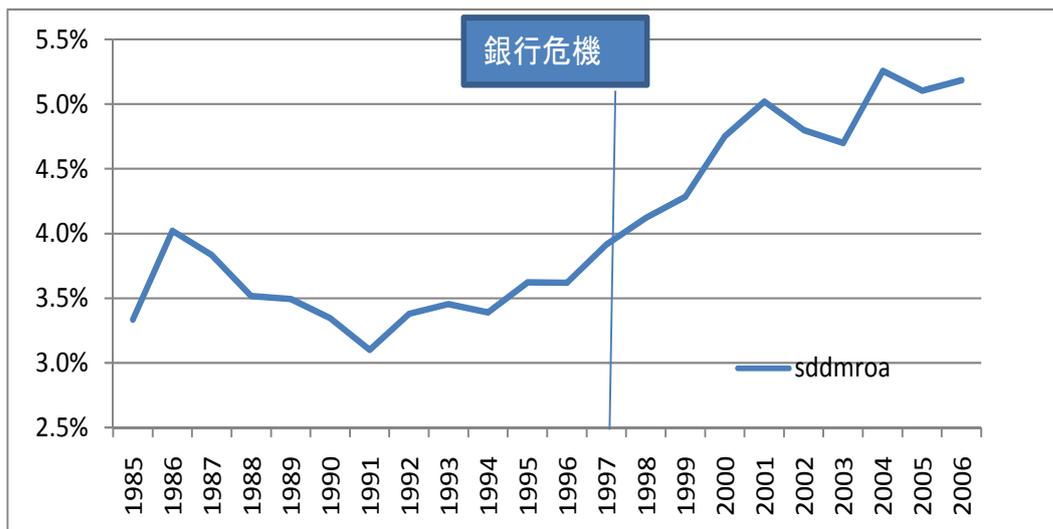
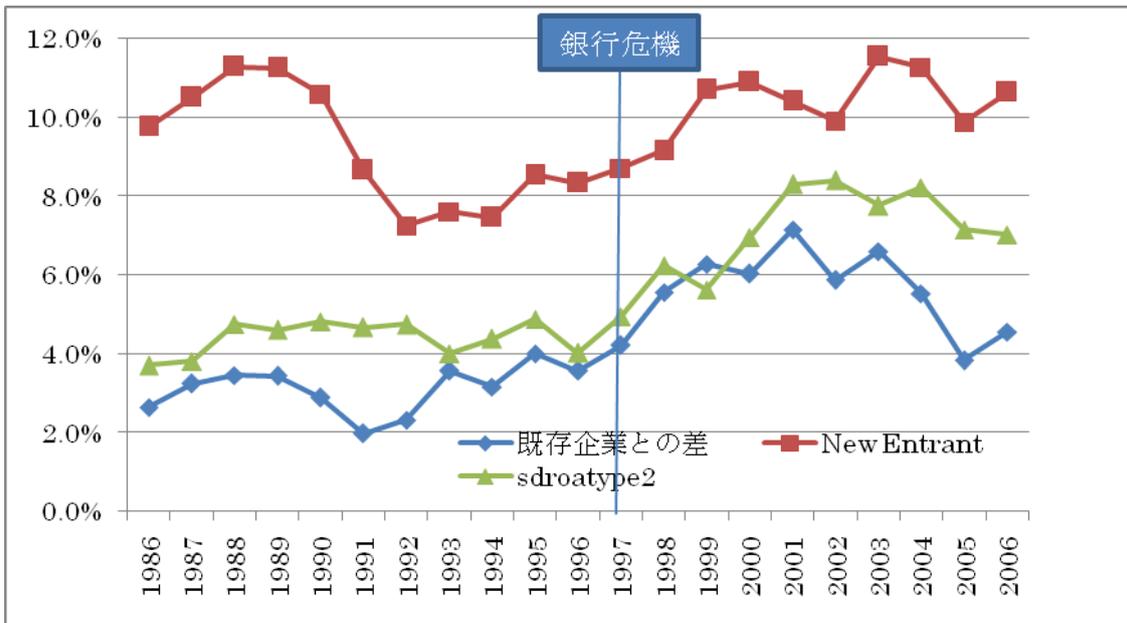


図5 既存企業と新興企業のパフォーマンス

本図は、1985年以降新規参入した企業の、参入後3年間をプールして、ROAとその標準偏差を示した。既存企業とは、1985年以前に設立された、2007年まで存続する企業であり、1985年以降に退出した企業は含まない。

(a) 新規参入企業



(b) 1985年以前設立企業

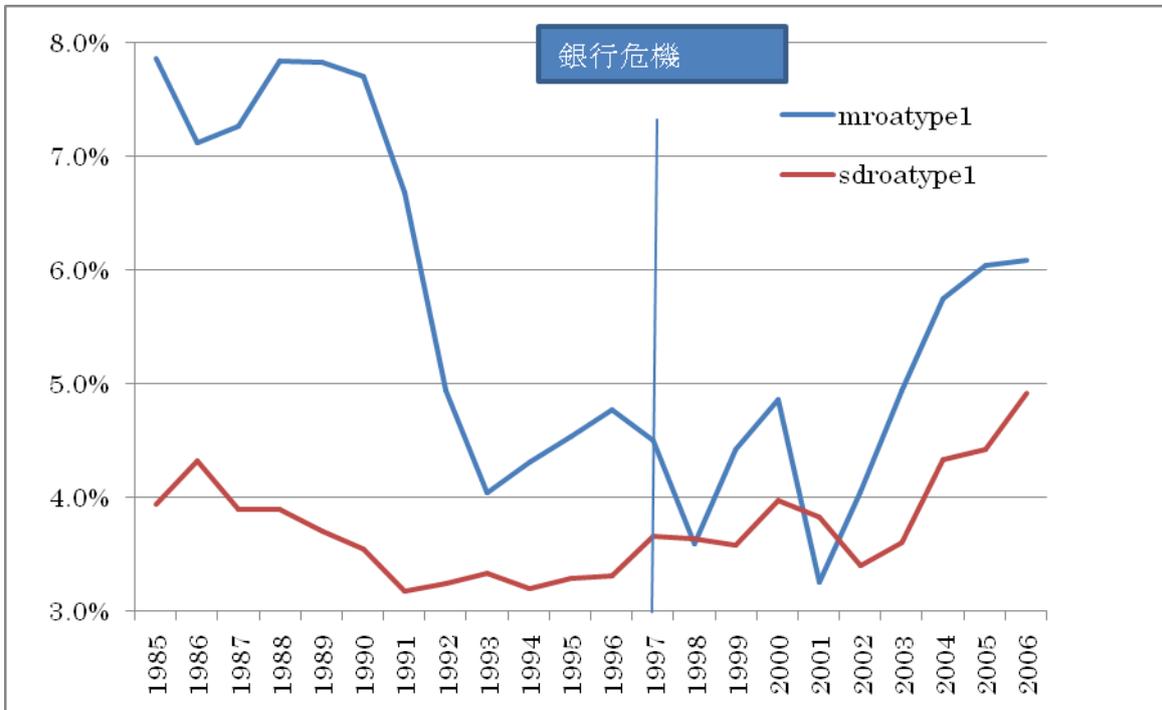


表 1 企業統治構造の多様化：クラスター分析

本表は、表中の各因子を変数としたクラスター分析の結果を要約したものである。サンプルは、東証1・2部上場企業のうちアンケートに回答のあった723社である(2002年調査)。社債依存度、借入依存度は、総負債に占める割合。個人の保有比率には、経営者の保有比率も含まれる。コーポレート・ガバナンス改革に対する取り組みは、財務省財務総合政策研究所によるアンケート調査(2002年)に基づく、コーポレート・ガバナンス・スコアの平均ポイント、満点は20点。雇用システムは、「長期雇用を今後維持する」、「能力主義・成果主義賃金を導入中」と答えた企業の割合。雇用のシェアは、サンプル企業の従業員総数に対するシェア、単体ベース。ROAは、産業平均との差をとった標準化ROAの平均値。詳しくは、Jackson and Miyajima (2007)を参照されたい。

	ハイブリッド型企业			伝統的日本企業			合計
	Type I		Type II	Jifirm	Pantern alistic	Modified J	
	2a	2b	3b	1a	1b	3a	
<b>I 資金調達・所有構造</b>							
社債依存度	6%	10%	3%	1%	2%	1%	3%
銀行借入依存度	6%	14%	17%	20%	14%	21%	16%
金融機関保有比率	45.6	42.5	22.1	23.1	19.9	21.5	27.1
事業法人保有比率	16.2	18.5	28.0	34.6	29.5	34.1	28.3
外国人保有比率	18.3	12.2	4.6	2.0	3.6	3.1	6.0
個人	19.2	25.9	44.6	39.5	46.2	40.7	37.9
<b>II コーポレートガバナンス改革に対する取り組み</b>							
少数株主保護	7.8	6.8	5.7	3.4	4.7	5.1	5.2
取締役改革	13.9	13.6	10.6	9.4	9.6	10.5	10.9
情報公開	19.7	17.1	11.0	7.1	9.2	9.3	11.2
<b>III 雇用システム</b>							
分権度	2.6	2.7	2.2	2.4	2.3	2.3	2.4
長期雇用を維持する企業の比率	84%	100%	29%	100%	100%	100%	84%
成果主義導入企業の比率	100%	10%	100%	0%	0%	100%	45%
ストックオプションの導入比率	45%	35%	56%	0%	46%	0%	28%
組合が組織されている企業の比率	100%	99%	51%	100%	19%	70%	73%
<b>IV 雇用・パフォーマンス</b>							
企業数	9.4	14.7	21.0	26.2	15.8	13.0	100
平均従業員数	7,574	5,493	1,030	940	718	1,325	2,067
従業員基準のシェア	31%	36%	10%	11%	5%	8%	100
標準化されたROAの平均	1.74	0.47	1.45	-0.72	1.22	-0.44	0.45

表2 新規上場と上場廃止企業の推移（東証1部・2部）

パネル1は、新規上場企業と、上場廃止企業の長期動向を示している。持株会社化、統合による新規上場は、悉皆調査ではない。持株会社化のうち、統合は13件、抜設方式の純粹持株会社化は22件である。\*1の会社更生・再生には、金融整理管財人による管理を含む。\*2完全子会社化には、松下電器による松下電工の完全子会社化、JFE ホールディング設立による旧日本鋼管・川崎製鉄の子会社化などの統合事例を含む。\*3のその他は、上場基準、未達成（株式分布不良、債務超過）など。

パネル2には、2007年度末に、東証1・2部に上場する企業の産業分布を、上場年次別に整理したものである。なお、新規上場からは、統合、持株会社化による上場は除かれている。

パネル1： 新規上場と上場廃止企業の推移（東証1部・2部）								
	新規上場	うち持株会社化にともなう新規上場	持株会社化にともなう新規上場を除く	上場廃止企業数	会社更生・再生*1	合併	完全子会社化*2	その他*3
1991	18	-	18	4	0	3	0	1
1992	15	-	15	5	1	4	0	0
1993	22	-	22	6	1	5	0	0
1994	27	-	27	5	0	5	0	0
1995	32	-	32	7	1	6	0	0
1996	59	-	59	7	0	3	0	0
1997	50	-	50	11	7	3	0	1
1998	54	-	54	21	3	10	0	8
1999	75	1	75	21	6	10	3	0
2000	157	0	157	40	10	18	11	2
2001	92	1	91	44	5	8	30	1
2002	94	5	89	78	17	7	48	1
2003	120	10	110	65	6	8	43	8
2004	152	8	144	50	4	6	35	4
2005	98	5	93	51	3	6	36	6
2006	113	5	108	49	0	7	33	9
2007	65	3	62	70	3	8	44	9
1972-1980	174	-	174	74	16	21	0	37
1981-1989	235	-	235	40	7	24	0	9
1990-1996	256	-	256	37	3	29	0	1
1997-2002	522	7	516	215	48	56	92	13
2003-2007	548	31	517	285	16	35	191	36

資料：東京証券取引所『東証要覧』。

パネル2：新規上場企業の産業分布						
	上場企業	構成比%	90年以前 上場	構成比%	91年以降 上場	構成比%
水産・農林	7	0.32	5	0.34	2	0.27
鉱業	6	0.28	5	0.34	1	0.14
建設	127	5.82	101	<b>6.97</b>	26	3.56
食料品	96	4.40	72	4.97	24	3.28
繊維	58	2.66	50	3.45	8	1.09
パルプ・紙	16	0.73	13	0.90	3	0.41
化学	150	6.88	119	<b>8.21</b>	31	4.24
医薬	34	1.56	27	1.86	7	0.96
石油・石炭製品	14	0.64	12	0.83	2	0.27
ゴム製品	17	0.78	13	0.90	4	0.55
ガラス・土石製品	39	1.79	32	2.21	7	0.96
鉄鋼	44	2.02	42	2.90	2	0.27
非鉄金属	33	1.51	28	1.93	5	0.68
金属製品	55	2.52	40	2.76	15	2.05
機械	161	7.38	131	9.03	30	4.10
電気機器	201	9.22	154	10.62	47	6.43
輸送用機器	81	3.71	68	4.69	13	1.78
精密機器	31	1.42	24	1.66	7	0.96
その他製造業	62	2.84	42	2.90	20	2.74
電力・ガス	23	1.05	18	1.24	5	0.68
陸運・海運・空輸	63	2.89	48	3.31	15	2.05
倉庫・運輸関連	29	1.33	22	1.52	7	0.96
通信	120	5.50	32	2.21	88	<b>12.04</b>
卸売	179	8.21	91	6.28	88	<b>12.04</b>
小売	186	8.53	75	5.17	111	<b>15.18</b>
銀行	87	3.99	66	4.55	21	2.87
証券	19	0.87	12	0.83	7	0.96
保険	9	0.41	5	0.34	4	0.55
その他金融業	33	1.51	33	2.28	0	0.00
不動産	68	3.12	24	1.66	44	6.02
サービス	133	6.10	46	3.17	87	<b>11.90</b>
合計	2181		1450		731	

**表3 持株会社設立の推移**

本表は、純粋持株会社を設立年次別に整理した。企業名から識別し各社HP、新聞記事により確認した。そのため悉皆調査ではない。なお、統合のケースは、時価総額500社で14社。

パネル1： 年次別				
	東証1部・2部		時価総額上位500	
	設立	年度末 現在数	設立	年度末 現在数
2001年以前	5	5	3	3
2002年度	6	11	4	7
2003	18	29	10	17
2004	16	45	4	21
2005	16	61	10	31
2006	19	80	6	37
2007	11	91	4	41
パネル2： 産業部門別				
	東証1部・2部		持ち株会社/部門別上場企業数	時価総額上位500社のうちの持株会社
	持株会社 (2007年度末現在)	うち統合により設立されたケース		
小売	11	1	5.5%	3
卸売	10	2	5.6%	5
情報通信	10	0	8.6%	2
サービス業	6	1	4.6%	2
電気機器	6	0	3.0%	1
非鉄・金属製品	8	2	9.0%	2
食料品	6	0	6.2%	5
精密機械	4	1	9.1%	2
繊維	4	0	6.8%	2
運輸	4	2	4.7%	4
建設	3	0	2.3%	1
化学	3	1	2.0%	3
合計(その他含む)	91	18	4.4%	41

**表4 ハイブリットタイプI企業の株式所有構造**

FRGHは、外国人保有比率。OUTSIDERは、外国人保有、機関投資家保有（年金・投資信託）、及び個人保有の合計。個人から、経営者の株式保有は除かれている。

The end of FY	キャノン		NEC		新日本製鉄	
	FRGN	OUTSIDER	FRGN	OUTSIDER	FRGN	OUTSIDER
1987	11.09	48.18	7.3	34.7	2.07	26.30
1990	15.54	43.86	10.7	36.8	2.07	30.90
1995	36.29	53.58	14.8	41.8	12.43	39.04
1997	38.54	53.93	17.6	43.1	10.38	39.88
1998	35.42	52.50	17.3	44.1	11.00	41.76
1999	40.66	56.70	29.8	54.1	15.69	47.80
2000	39.56	57.60	29.0	55.1	13.36	47.91
2001	45.85	63.48	28.4	55.4	13.97	49.56
2002	46.12	63.93	21.8	57.5	15.00	50.84
2003	50.16	68.23	36.4	76.9	21.86	64.18
2004	51.73	65.75	31.6	73.4	23.97	64.68
2005	51.12	65.25	29.5	75.0	21.30	59.87
2006	47.00	63.31	27.7	73.5	20.68	53.60
2007	43.54	58.66	25.6	72.6	18.31	50.26

資料：早稲田コーポレート・ガバナンスDB、日経Cges。

表5 取締役会制度改革の実施状況

本表は、取締役会改革の動向が整理されている。新制度移行比率は、期初に監査役設置会社であった企業のうち、当年に執行役員制、または委員会等設置会社に移行した割合。移行比率累計は、対象企業のうち取締役会制度改革実施済みの企業の割合。

パネル1: 機関選択										
	the end of FY	対象社	執行役員制		委員会等設置会社		取締役会制度改革		新制度移行比率	
			新規導入社	累計社	新規導入社	累計社	新規導入社	累計社	新規導入%	累計%
東証1・2部	1997	1644	1	1	-	-	1	1	0.1	0.1
	1998	1684	14	15	-	-	14	15	0.8	0.9
	1999	1789	138	153	-	-	138	153	7.8	8.6
	2000	1877	160	318	-	-	160	318	9.3	16.9
	2001	1916	143	465	-	-	143	465	9.0	24.3
	2002	1935	162	618	-	-	162	618	11.0	31.9
	2003	1957	147	747	32	32	179	779	13.2	39.8
	2004	2007	146	893	11	43	157	936	12.5	46.6
	2005	2177	136	1029	14	57	150	1086	12.1	49.9
	2006	2193	76	1105	0	57	76	1162	6.9	53.0
2007	2180	76	1181	4	53	80	1234	7.9	56.6	
東証1部	1997	1179	1	1	-	-	1	1	0.1	0.1
	1998	1190	12	13	-	-	12	13	1.0	1.1
	1999	1250	117	131	-	-	117	131	9.5	10.5
	2000	1325	126	260	-	-	126	260	10.6	19.6
	2001	1353	111	373	-	-	111	373	10.2	27.6
	2002	1376	129	500	-	-	129	500	12.8	36.3
	2003	1407	116	605	27	27	143	632	15.6	44.9
	2004	1499	110	728	9	36	119	764	13.5	51.0
	2005	1688	144	872	14	50	158	922	17.1	54.6
	2006	1719	66	938	2	52	68	990	8.5	57.6
2007	1717	62	1000	-3	49	59	1049	8.1	61.1	

パネル2: 取締役会構成の推移								
	年度	対象社	取締役会人数			社外取締役比率		
			平均人数	10名以下社	10名以下企業比率%	平均比率%	30%以上企業社	30%以上企業比率%
東証一部・二部	1993	1498	16.64	278	18.6	12.71	206	13.8
	1994	1513	16.35	310	20.5	12.50	200	13.2
	1995	1541	16.13	326	21.2	12.32	193	12.5
	1996	1581	15.90	355	22.5	12.29	196	12.4
	1997	1619	15.80	367	22.7	12.02	195	12.0
	1998	1649	15.14	431	26.1	12.16	209	12.7
	1999	1732	13.50	640	37.0	12.71	236	13.6
	2000	1866	12.50	828	44.4	13.37	277	14.8
	2001	1896	11.80	941	49.6	14.03	299	15.8
	2002	1898	11.01	1059	55.8	14.89	333	17.5
	2003	1937	10.23	1213	62.6	16.53	387	20.0
	2004	1992	9.82	1323	66.4	17.31	433	21.7

表6 取締役会制度改革の選択

本表は、取締役会改革の決定要因の推計結果を整理した。取締役会組織改革とは、観察年度に、執行役員制を導入するか、または委員会設置会社を選択した場合に1を与えるダミー変数。取締役会規模縮小は、1996年度と比較して、30%以上の人員削減を達成した企業に1を与えるダミー変数。「社外役員増員」とは、96年度社外取締役比率から、10%以上増加した場合に1を与えるダミー変数。なお、ここで、社外役員は、銀行・支配会社出身役員を除く。「規模」は、各説明変数の取締役改革（選択確率）に対する規模を測るため、限界効果に、各変数の2標準偏差を乗じた値。取締役会の規模縮小の推計は、96年時点で、取締役会規模が15人以下の規模がサンプルから除去されている。年度ダミーの係数の報告は省略されている。\*\*\*、\*\*、\*は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意を示す。詳細は、宮島・新田（2007）参照。

被説明変数		取締役会組織改革						取締役会規模縮小						社外役員増員								
モデル		(1)		(2)		(3)		(4)			(5)			(6)								
説明変数	略称	係数	t値	規模	係数	t値	係数	t値	係数	t値	規模	係数	t値	係数	t値							
X1	産業調整ROA	MROA	-0.023	-2.406	**	-1.39%	-0.021	-2.145	**	-0.024	-2.496	**	-0.097	-5.077	***	-6.9%	-0.097	-5.066	***	-0.044	-2.871	***
	MROAの二乗項	MROASQ	-0.000	-0.701		-0.23%	-0.000	-0.400		-0.000	-0.705		0.003	3.471	***	3.6%	0.003	3.561	***	0.002	1.485	
	2期連続営業赤字ダミー	FD	-0.300	-1.521		-0.72%	-0.208	-1.051		-0.307	-1.554		0.655	2.311	**	2.2%	0.665	2.350	**	-0.183	-0.778	
	株価変動性	STDDEV	0.003	1.738	*	1.48%	0.005	2.541	**	0.004	1.946	*	0.014	4.193	***	4.6%	0.014	4.378	***	0.011	4.013	***
X2	海外売上高比率	ABLSLR	0.003	1.768	*	0.87%	0.003	1.597		0.002	0.967		0.010	3.568	***	4.2%	0.008	2.833	***	0.005	2.099	**
	事業セグメント数	TSEGC	0.043	3.154	***	1.53%	0.036	2.616	***				0.041	2.118	**	2.5%				-0.012	-0.632	
	連結子会社数	SUB								0.003	4.253	***					0.002	2.477	**			
	取締役20人以上ダミー	BTO20	0.511	5.231	***	3.60%				0.420	4.044	***	0.209	1.913	*	2.3%	0.159	1.410		-0.222	-1.437	
取締役人数対数	LBT					0.521	5.686	***														
X3	比率	FOR	0.014	2.842	***	1.46%	0.013	2.584	***	0.012	2.297	**	-0.006	-0.737		-1.0%	-0.007	-0.941		0.010	1.275	
	持合比率	CROSS	-0.005	-1.366		-1.13%	-0.007	-1.651	*	-0.005	-1.325		-0.013	-2.465	**	-3.3%	-0.013	-2.487	**	-0.005	-1.090	
	支配会社ダミー	PARENT	-0.225	-2.816	***	-1.78%	-0.239	-2.980	***	-0.223	-2.792	***	-0.193	-1.696	*	-2.1%	-0.215	-1.919	*	0.208	1.929	*
X4	産業別制度改革比率	TRA_R	2.607	4.816	***	5.61%	2.519	4.660	***	2.557	4.738	***	0.671	1.458		2.3%	0.733	1.592		1.457	2.095	**
	定数項	C	-3.335	-12.698	***		-4.509	-13.522	***	-3.147	-12.585	***	-2.382	-7.860	***		-2.217	-7.545	***	-3.529	-13.497	***
	サンプル数		10,031			10,031			10,031				3,648			3,648			7,644			
	正のサンプル数		866			866			866				518			518			430			
Pseude R2		0.032			0.033			0.034				0.072			0.073			0.012				

**表7 推計結果 (2005-07年の買収・営業譲渡)**

本表は、M&Aの選択に関する推計結果を整理したものである。ネットキャッシュは、(現金等価物-負債)/総資産、リスクは、過去36か月の株価収益率の標準偏差、表中の(-1)は、1期ラグを示す。各推計は年次ダミーを含む。\*\*\*、\*\*、\*は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意を示す。

**パネル1：M&Aの選択**

被説明変数：各年に1件以上、2億円以上の買収・営業譲渡を実施した場合、1、それ以外にゼロを与えるダミー変数。

	(1)			(2)			(3)			(4)		
	係数	z値	限界効果	係数	z値		係数	z値		係数	z値	
トービンのq	0.058	2.24 **	0.010	0.064	2.44 **		0.054	2.03 **		0.066	2.53 **	
機関投資家比率(-1)	0.454	2.11 **	0.078	0.436	2.03 **		-	-		-	-	
外国人持株比率(-1)	-	-		-	-		0.664	2.29 **		-	-	
社長持株比率(-1)	0.749	1.85 *	0.128	-	-		0.743	1.84 *		0.912	2.25 **	
社長持株5%以下ダミー	-	-		0.222	2.83 ***		-	-		-	-	
社内取締役比率(-1)	-0.005	-2.46 **	-0.001	-0.005	-2.59 ***		-0.005	-2.27 **		-0.006	-2.73 ***	
持株主比率(-1)	0.025	0.07	0.004	-	-		0.071	0.19		-	-	
安定株主比率(-1)	-	-		-	-		-	-		-0.731	-3.82 ***	
持株会社ダミー	0.442	3.50 ***	0.097	0.434	3.43 ***		0.430	3.40 ***		0.415	3.28 ***	
ネットキャッシュ	0.360	2.75 ***	0.062	0.355	2.73 ***		0.346	2.63 ***		0.404	3.23 ***	
投資比率	0.281	1.29	0.048	0.250	1.14		0.297	1.37		0.293	1.37	
リスク	0.018	2.70 ***	0.003	0.018	2.81 ***		0.017	2.69 ***		0.013	2.05 **	
総資産対数値	0.257	9.40 ***	0.044	0.262	9.55 ***		0.253	9.22 ***		0.261	11.16 ***	
C	-3.920	-7.88 ***		-2.700	-5.20 ***		-3.882	-7.76 ***		-3.447	-6.66 ***	
サンプル数	4,172			4,172			4,172			4,170		
正のサンプル数	614			614			614			614		
Pseude R2	0.105			0.107			0.107			0.109		

**パネル2：M&Aタイプ別推計**

被説明変数：各タイプのM&A(1件2億円以上の買収・営業譲渡)を実施した場合1、それ以外に0を与えるダミー変数。他のタイプM&Aを実施した場合はサンプルに含めない。

被説明変数	国内企業を対象とするM&A			海外企業を対象			水平型M&A			非水平型M&A		
	Coef.	z	限界効果	Coef.	z		Coef.	z		Coef.	z	
トービンのq	0.047	1.78 *	0.006	0.124	2.37 **		0.071	2.43 **		0.048	1.16	
機関投資家比率(-1)	0.023	0.09	0.003	1.261	3.81 ***		0.533	2.07 **		0.311	1.05	
社長持株(-1)	0.534	1.25	0.070	1.130	1.44		1.025	2.18 **		0.414	0.73	
社内取締役比率(-1)	-0.244	-1.02	-0.032	-1.010	-3.25 ***		-0.372	-1.52 **		-0.694	-2.50 **	
持ち合い株主比率(-1)	0.047	0.11	0.006	0.096	0.15		-0.026	-0.06		0.160	0.32	
持株会社ダミー(-1)	0.580	4.29 ***	0.110	-0.085	-0.35		0.214	1.29		0.640	4.11 ***	
ネットキャッシュ	0.374	2.54 **	0.049	0.227	1.06		0.208	1.33		0.458	2.59 ***	
投資比率	0.410	1.85 **	0.054	-0.543	-1.07		0.359	1.47		0.056	0.17	
リスク	0.018	2.67 ***	0.002	0.006	0.41		0.016	1.98 **		0.019	2.14 **	
総資産対数値	0.225	6.88 ***	0.029	0.326	8.02 ***		0.253	7.81 ***		0.256	6.67 **	
C	-3.192	-5.07 ***		-5.120	-6.74 ***		-3.171	-5.41 ***		-3.572	-4.59 ***	
サンプル数	3,917			3,320			3,784			3,644		
正のサンプル数	374			164			318			220		
Pseude R2	0.090			0.215			0.109			0.111		