

**RIETI-Waseda** シンポジウム:

日本企業システムの進化をいかにとらえるか  
—危機後の企業統治の再設計に向けて—

2011年3月7日

宮島英昭（早稲田大学、RIETI/FF、WIAS）

# 課題

1997年代以降の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。

宮島英昭編『日本の企業統治：システムの進化と危機後の再設計』（東洋経済新報社）  
の成果を紹介、企業統治の再設計に向けてエヴィデンスベースの議論の素材を提供。

# 宮島英昭編『日本の企業統治：システムの進化と危機後の再設計』(東洋経済新報社)

## 第Ⅰ部：市場化と世界同時経済危機のインパクト：外部ガバナンス

第1章 小佐野広・堀敬一「企業・銀行関係：「メイン寄せ」による規律づけ」

第2章 宮島英昭・新田敬祐「株式所有構造の変容：株式持ち合いの「解消・復活」と海外投資家の役割

第3章 胥鵬「日本における経営権市場の形成：バイアウトを中心にして」

## 第Ⅱ部：市場化の進展と内部ガバナンス・内部組織

第4章 齊藤卓爾「社外取締役の決定要因とその効果

第5章 菊谷達弥・野田知彦・齊藤隆志「何が成果主義賃金の導入を決めるか」

第6章 青木英孝、宮島英昭「事業ポートフォリオと組織変化」

第7章 宮島英昭・新田敬祐・宍戸善一、「親子上場の経済分析：利益相反問題は本当に深刻なのか」

## 第Ⅲ部：企業統治と企業行動

第8章 蟻川靖浩・河西卓弥・宮島英昭「負債・所有構造・R&D投資」

第9章 広田真一「日本型企业と企業金融」

第10章 久保克行「配当政策と雇用調整：日本企業は株主重視になってきたか」

# 日本企業システムの研究史と現在の焦点

- ▶ 1990年代初頭 — 競争力を支えた制度的基礎 (Aoki, 1988, Aoki and Dore 1994)
- ▶ 1997–2007年 — 日本システムのDark Side (ゾンビ、Hoshi)

企業システムの変化の実態、収斂か異質性の維持か  
Aoki, Jackson and Miyajima (2007):

日本企業システムの多様化とハイブリッド化

リーマン危機後： 改革にもかかわらず、日本企業の回復の遅れている。多元化・ハイブリッド化が資源配分・組織効率面のコストをともなっている？

→ ハイブリッド化のコスト

# 4つの論点

- ▶ 企業統治の変容＝従来の特徴のうち、何がどの程度変化したか？  
外部・内部ガバナンス・事業単位(事業部・カンパニー)のガバナンス  
→ 制度変化の特徴は？
- ▶ 企業統治と企業行動(R&D, M&A, 資金調達、配当・雇用政策), 企業パフォーマンスの関係: CGの変化は企業行動に実体的影響を及ぼすのか？
- ▶ 制度間(ex: 金融システムと雇用システム)・制度内(雇用システム: 長期雇用、賃金システム、訓練etc)の補完関係に注目→制度変化・ハイブリッド化がコストを伴うのではないか？
- ▶ 企業統治の再設計・会社法改正を巡る論議に対する含意な何か

# 企業システムの変容

- ▶ 伝統的日本企業(MB,持合い、内部者からなる取締役会、長期雇用 etc)
- ▶ 1980年-96年: 漸進的変化
- ▶ 1997-2002年: 同時的変化
  
- ▶ 外部ガバナンス: メインバンク関係の後退・新たなメカニズムの形成(堀・小佐野)、持合いの解消
- ▶ 内部ガバナンス: 取締役改革・報酬制度の変更
- ▶ 組織アーキテクチャ: 多角化、グループ化、分権化: カンパニー制・持ち株会社
- ▶ 雇用システム: 長期雇用の縮小・成果主義

# 内部・内部ガバナンス・組織アーキテクチャの指標

年度末	1986		1991		1997		2002		2006		2008	
	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差
サンプル数	970		1090		1194		1331		1717		1690	
<b>外部ガバナンス</b>												
機関投資家保有比率	6.79	<b>7.17</b>	10.03	<b>7.42</b>	11.76	<b>9.42</b>	14.00	<b>11.87</b>	24.57	<b>15.76</b>	23.25	<b>15.15</b>
外国人	5.28	<b>7.92</b>	5.21	<b>7.19</b>	7.62	<b>9.15</b>	7.34	<b>9.96</b>	15.01	<b>12.76</b>	12.24	<b>11.42</b>
持合い	14.27	<b>9.29</b>	14.53	<b>8.58</b>	13.48	<b>8.60</b>	10.81	<b>9.36</b>	8.37	<b>8.38</b>	8.54	<b>8.78</b>
負債比率	66.9%	<b>18.9%</b>	61.6%	<b>18.8%</b>	58.1%	<b>21.1%</b>	0.57	<b>0.22</b>	54.24	<b>21.79</b>	54.00	<b>23.15</b>
社債比率(社債/(社債 +借入))	30.4%	<b>34.5%</b>	45.9%	<b>35.9%</b>	36.5%	<b>36.7%</b>	23.9	<b>39.4</b>	22.5	<b>37.1</b>	NA	
メインバンク融資比率	23.6%	<b>13.4%</b>	24.6%	<b>14.4%</b>	25.9%	<b>14.1%</b>	NA		30.98	<b>18.18</b>	31.10	<b>18.29</b>
メインバンク株式保有 比率	4.37	<b>1.57</b>	4.23	<b>1.12</b>	4.10	<b>1.16</b>	NA		3.11	<b>2.66</b>	3.09	<b>2.12</b>
<b>内部ガバナンス</b>												
取締役会人数	17.27	<b>7.05</b>	18.82	<b>7.87</b>	16.80	<b>7.34</b>	11.95	<b>5.78</b>	9.53	<b>3.79</b>	9.07	<b>3.55</b>
執行役員採用数	—	—	—	—	1	—	425	<b>(31.9)</b>	910	<b>(53.0)</b>	957	<b>(56.6)</b>
委員会設置会社数	—	—	—	—	—	—	32	<b>(2.4)</b>	52	<b>(3.0%)</b>	50	<b>(3.0%)</b>
社外取締役比率	NA		11.8%		11.3%		14.0%		16.3%		NA	
社外取締役比率30% 以上			11.8%		10.2%		15.1%		19.6%		NA	
銀行派遣役員数	4.4%	<b>7.2%</b>	3.6%	<b>6.9%</b>	3.9%	<b>7.2%</b>	4.6	<b>8.3</b>	0.6	<b>2.9</b>	0.7	<b>3.4</b>
ストックオプション採用 企業数	—	—	—	—			508	<b>(32.5)</b>	574	<b>(33.4%)</b>	559	<b>(33.1%)</b>
<b>事業ポートフォリオと組織アーキテクチャ</b>												
セグメント数	NA		2.80	<b>1.08</b>	2.99	<b>1.13</b>	3.12	<b>1.26</b>	3.15	<b>1.26</b>	NA	
エントロピー指数	NA		0.64	<b>0.38</b>	0.65	<b>0.39</b>	0.67	<b>0.41</b>	0.67	<b>0.42</b>	NA	
分権制組織採用比率	NA		NA		NA		65.5		70.1		NA	
カンパニー制採用比率	0		0		NA		4.2		7.8		NA	
平均連結子会社数	NA		19.8	<b>58.5</b>	29.2	<b>73.5</b>	33.8	<b>75.2</b>	35.9	<b>75</b>	NA	
連結単体倍率	NA		1.26	<b>0.36</b>	1.31	<b>0.39</b>	1.4	<b>0.52</b>	1.48	<b>0.74</b>	NA	
持ち株会社採用数	—	—	—	—	—	—	14	<b>(1.1%)</b>	87	<b>(5.1%)</b>	128	<b>(7.6%)</b>

# 進化の特徴 Ⅰ

- ▶ 環境変化: **制度のペイオフ変化**(伊藤 2010)  
外国人投資増加・銀行危機 → 持合いのペイオフ低下 → 持ち合い解消  
成長鈍化 → 年功システム維持困難 → 成果主義
- ▶ 規制緩和: **企業の選択の自由**(Sako 2007)  
適債基準緩和 → 社債の選択 → MB関係解体  
企業結合法制整備 → 持ち株会社 → M&A →  
グループ化

# 進化の特徴 II

## ▶ 行動主義的要因の作用

例1. 外国人投資家・ホームバイアス(規模・よく知られている・海外売上) -- 成長可能性に対する的確な評価に常に基づくわけでない。

例2: 取締役改革・ストックオプション

ブーム、1,2社が導入すると、業界他社も追随。

# 進化の特徴 III

- ▶ 制度間の補完性： **ある領域の制度変化、他の領域の制度変化を誘発** (Milgrom and Roberts 1991)

例：企業・銀行関係 → 所有構造 → 取締役改革



- ▶ 階層化・重層化： **制度間で異なった制度の並存、制度内で古い制度と新しい制度の並存** (Layering = Streeck and Thelen 2005)

# 日本企の多様化・ハイブリッド化と 企業行動へのインパクト:

- ▶▶ ・ クラスタ分析
- ・ CG/OAと企業行動

# ハイブリッド化： 3つのクラスター

(2002年の構造: Jackson and Miyajima 2007)

3つの座標軸： 外部ガバナンス・取締役会・内部組織

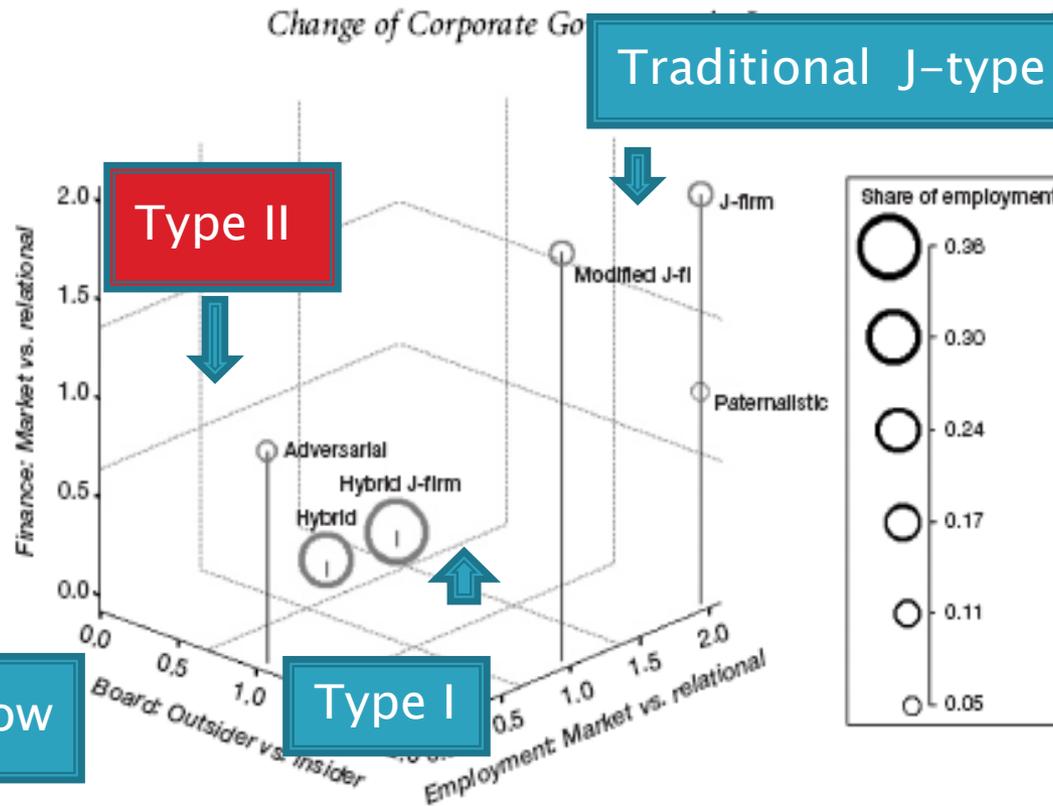
- ▶ **タイプIハイブリッド** (トヨタ・キャノン・三菱重工・麒麟HD)  
市場ベースの外部ガバナンス＋長期関係ベース(暗黙の契約ベース)の雇用システム
- ▶ **タイプIIハイブリッド・新興企業** (IT関連企業、流通)  
関係ベースの外部ガバナンス＋公式の契約ベースの雇用システム
- ▶ **伝統的日本企業** (繊維・食品の経営者企業、老舗の家族企業、上場子会社)  
関係ベースの外部ガバナンス＋長期関係ベースの雇用システム

# Organizational Diversity in Japanese Firms

(Jackson and Miyajima 2007)

Institutional investor-high

Traditional J-type



Inst. Iv-low

Figure 1.2 Corporate Governance in Japan: Finance, Board and Employment Characteristics

# CG/OAと企業行動

- ▶ R&D投資： 外国人 Myopiaか？ No

$$R\&D = F(Q, CF, DA, CG * FOR)$$

—外国人投資家の増加が、R&Dの内部資金感応度を引き上げている事実はない。

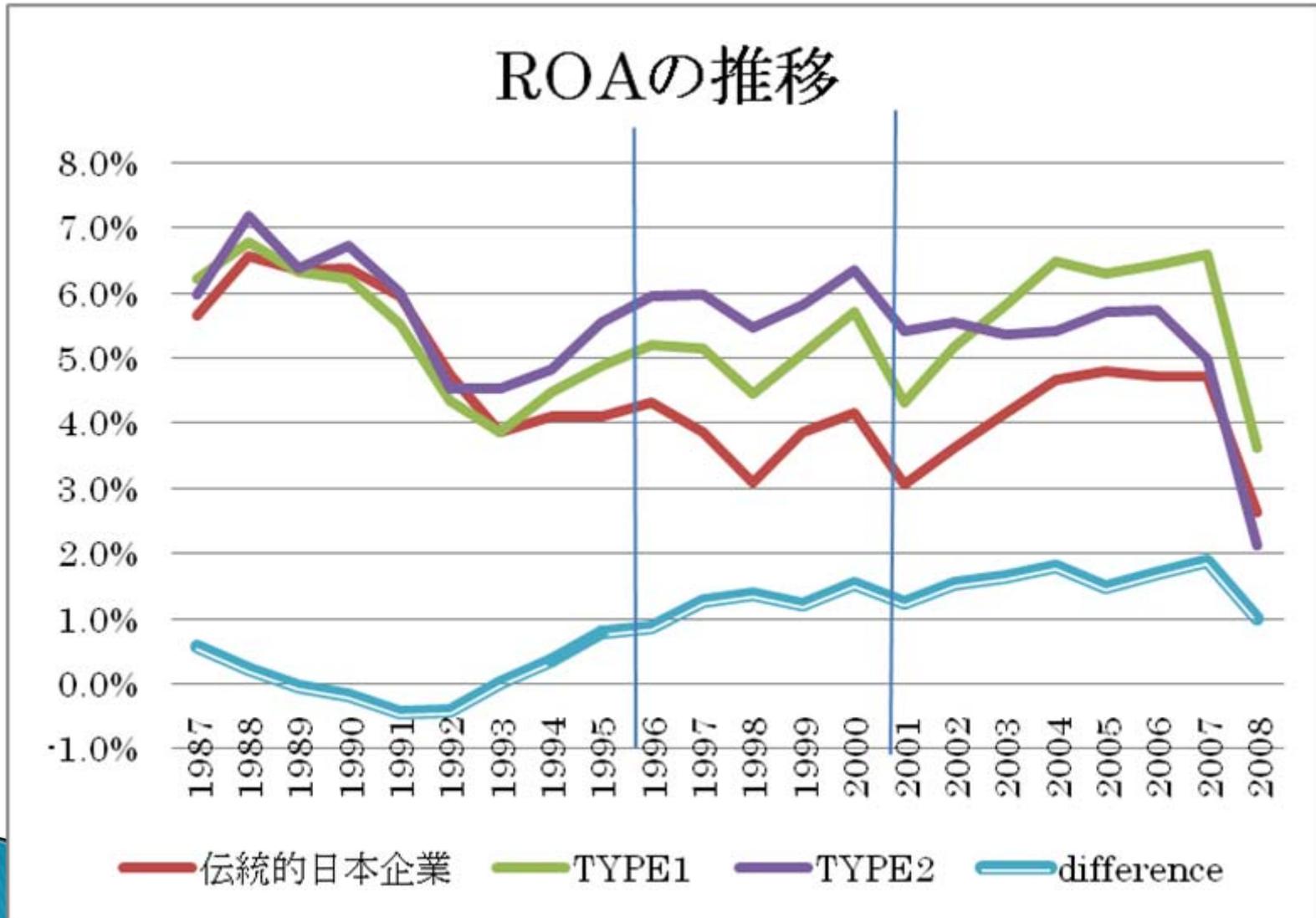
- ▶ M&A：  $M\&A = F(Q, CF, CG, HC)$

外国人投資家の多い企業(M&Aに買収される脅威に直面する企業)が、買収戦略に積極的分権的組織(持ち株会社の採用)がM&Aの選択確率を引き上げる

# CG/OAと企業行動

- ▶ **分配政策：** 従業員から株主へ・漸進的変化  
アウトサイダー保有H/取締役改革  
→配当重視  
ただし、内部留保も同時増加
- ▶ **CGと企業パフォーマンス：**  
90年代後半、規模大、資本市場の評価H→外国人の  
投資↑ → 内部ガバナンス改革 → 企業パフォーマンス ↑

# タイプ別のパフォーマンス



# 制度変化・ハイブリッド化のコスト

- ▶▶ ・ 近年の経済的停滞
- ・ ハイブリッド化のコスト

# 制度変化のコスト:近年の経済的停滞I: 世界市場における企業の地位の後退

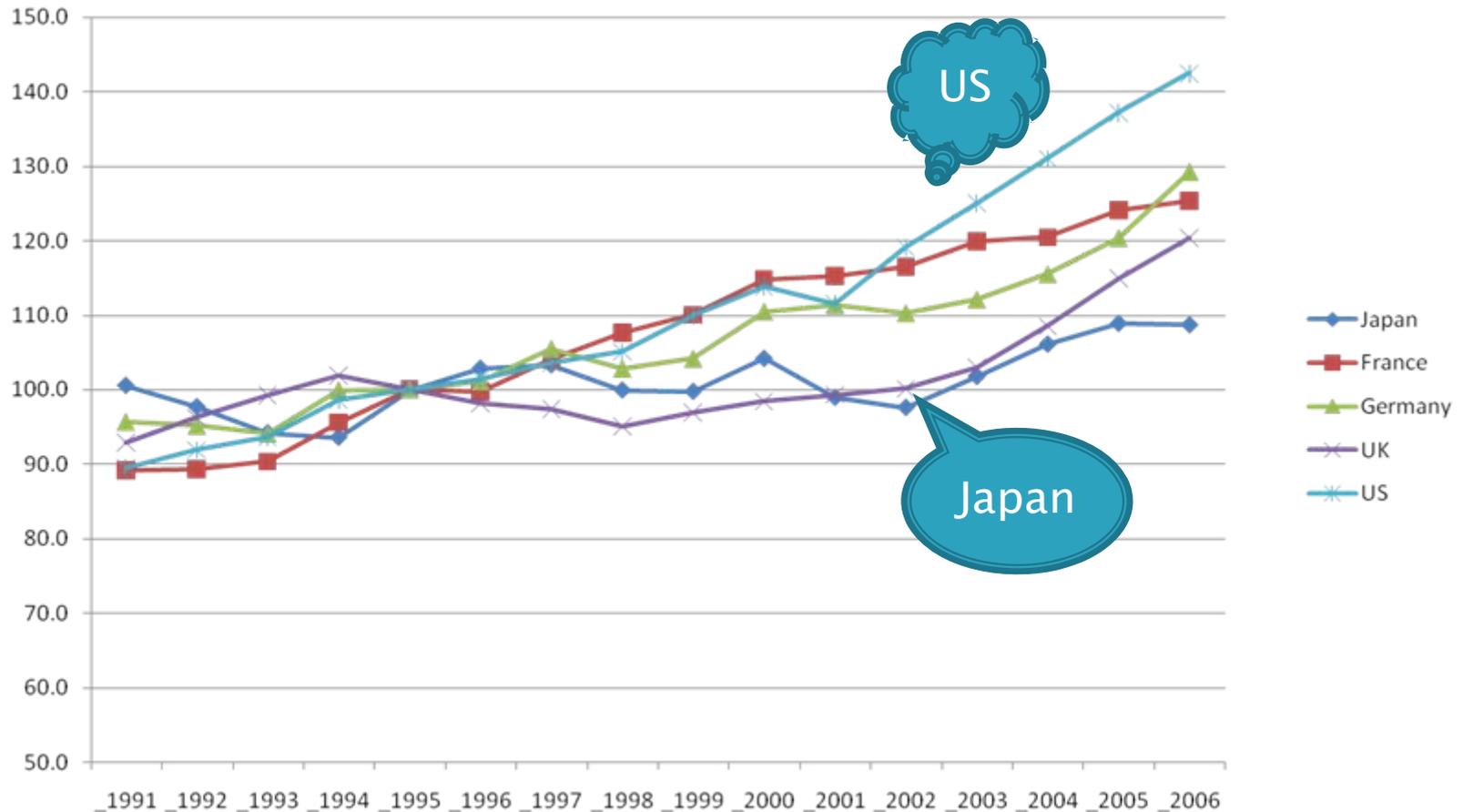
- ▶ 相対的なパフォーマンス  
Type I, Type II > Traditional J
- ▶ 日本企業の世界市場における地位の後退  
(*Fortune Global 500*)
- ▶ Japan: 1993 141 社、シェア 35.2%  
2008 68 社、シェア 11.2%
- ▶ 新興国企業の登場の結果ではない!  
US 30.0 ⇒ 28.4%、EU+Swiss 31% ⇒ 36%
- ▶ 一連の改革にもかかわらず、日本企業の組織効率が低下

# 制度変化のコスト:近年の経済的停滞 Ⅱ

- ▶ 一連の改革, TFP の上昇の増加.
  - ▶ 全経済で5カ国中最下位 (US, UK, Germany, France and Japan) 1995-2005 (1995 benchmark)
  - ▶ 輸送機械も最下位
  - ▶ 電機・産業用機械も首位ではない
  - ▶ (Data: EU KLEMS database, November 2009)
  - ▶ TFPは包括的指標 ⇒ 組織・資源配分効率の停滞の可能性s
- ⇒ The cost of institutional changes

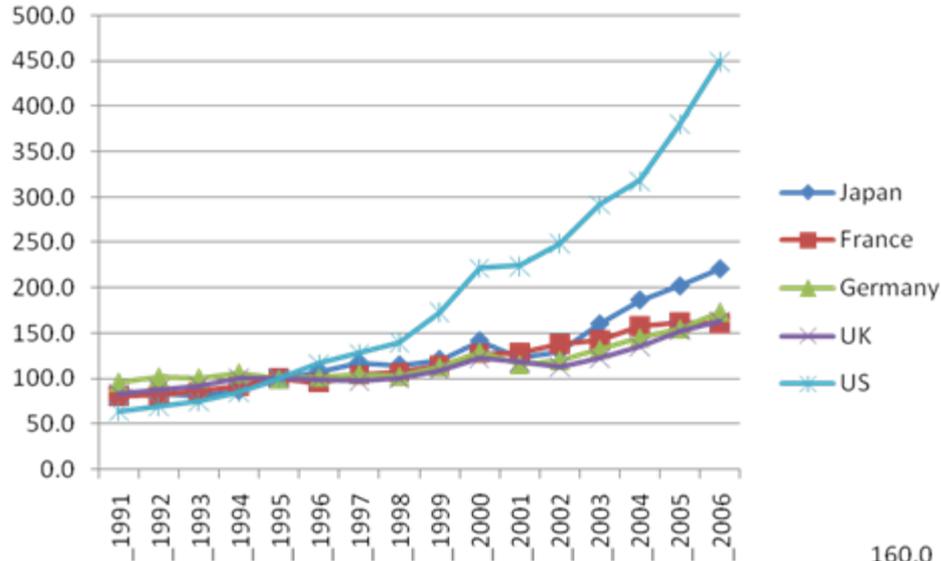
# Total factor productivity (value added based), Five developed economies,

(1995=100) Manufacturing (Data: EU KLEMS database, November 2009)

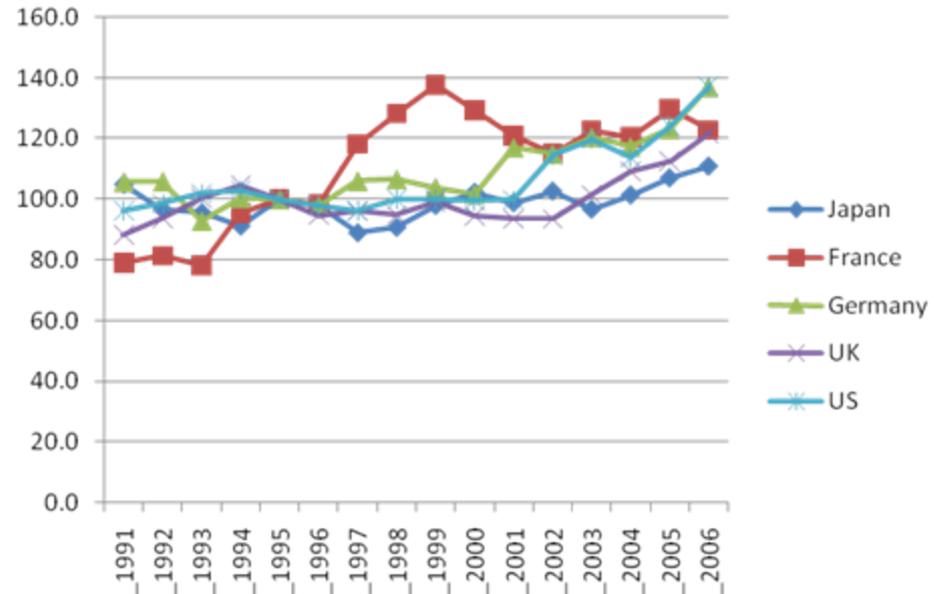


# Total factor productivity (value added based), developed economies, 1991-2006 (1995=100)

## Electrical equipment



## Transportation equipment



# 多様化・ハイブリッド化のコスト Ⅰ

- ▶ 制度の固定性 (institutional rigidity)  
制度変化の遅れ = 新たな制度に代替 (replacement)  
されない → 企業パフォーマンスの停滞  
例: 伝統的日本企業 (負の循環から抜け出せない)

— 低い海外投資家保有比率 ⇒ 銀行依存・持合いの解消の遅れ ⇒ 内部ガバナンス改革の遅れ ⇒ 低パフォーマンス ⇒ 買収防衛策・持合いの強化

⇒ 資源配分効率の改善の遅れ

# 多様化・ハイブリッド化のコスト II

- ▶ 制度内の調整コストの上昇  
制度内部における修正・階層化(layering)の調整コスト

例1:分権化:

- 組織内の調整コストの上昇、業務の重複
- 分権化の不足・海外子会社
- 一貫した制度の未形成(権限・責任・報酬)

例2:成果主義:従業員のモチベーションの低下

→組織効率の低下

# 多様化・ハイブリッド化のコスト III

- ▶ 異質なモードの制度の結合に伴うコストの発生  
タイプI:

Ex.1: 合理性のない企業の外部取締役の導入

Ex.2: 「戦略提携」による持合いの復活

Ex3: リスクシェアリングのメカニズムの消失ーデフォルトリスクの上昇⇒負債の過剰圧縮

タイプII: リスクマネーの供給制約

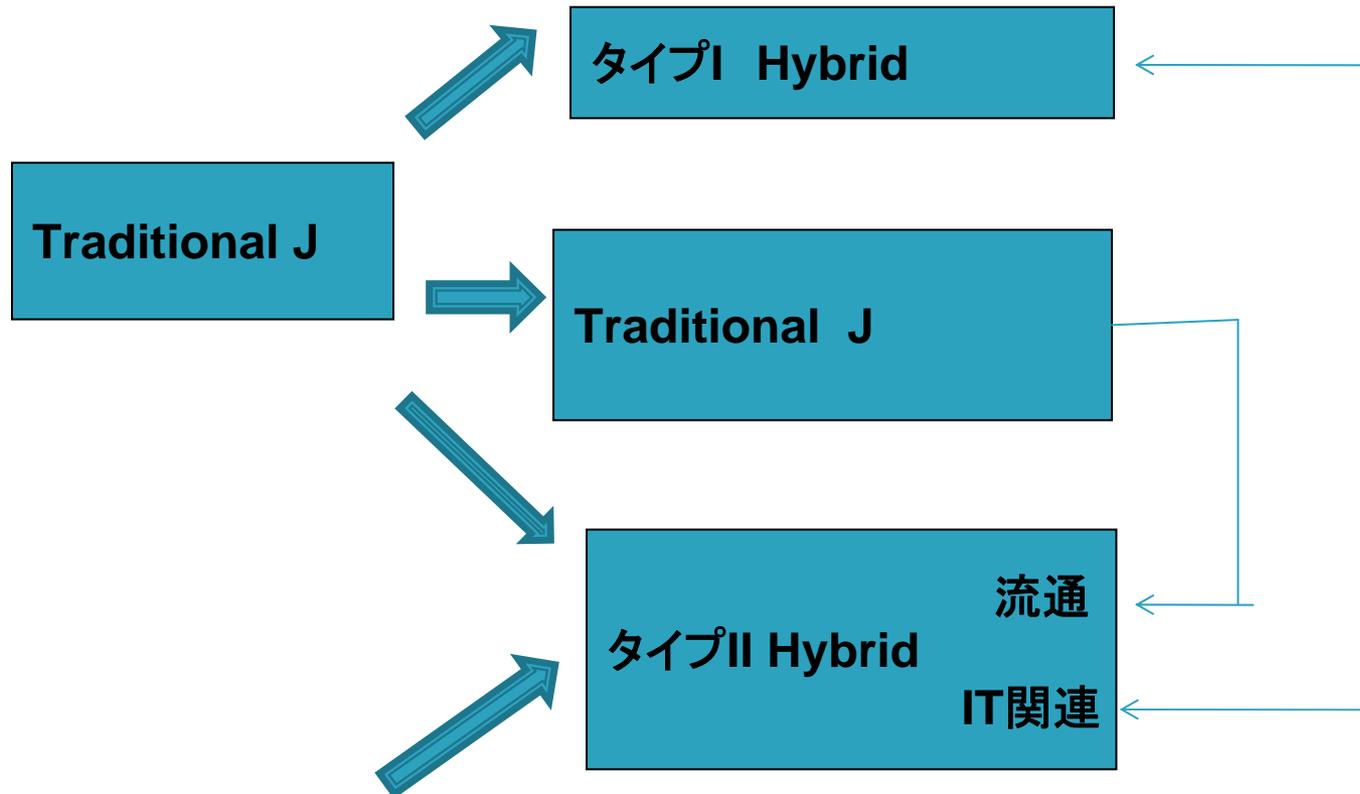
# 多様化・ハイブリッド化のコスト IV

- ▶ ダイナミックな補完性 (Aoki 2010) の遅れ  
タイプI・タイプII間の労働力移動  
タイプII(新興企業)によるタイプI、伝統的企業の従業員  
の雇用  
→ タイプIの労働市場の流動化  
  
→ 実態、まだパイプは細い

# 企業システムの進化とダイナミクス

▶ 1980s

After 1997



# 危機後の企業統治の再設計 に向けて

- ▶▶ 再設計の視点  
再設計のアジェンダ

# 再設計の視点

## ▶ 日本企業の企業統治の多様化

ある制度に望ましい改革、規制が他のタイプには望ましくない

例： 持合い規制・外部取締役の強制

伝統的の日本に対して有効、タイプIIに対してコスト

## ▶ 制度の補完性

例： 報酬制度、成果主義

他の制度との整合性を維持しないと却って効率低下

# 企業タイプと改革課題

	タイプ I	タイプII	伝統的日本企業
課題	機関投資家の増加に対応した ファインチューニング 内部資本市場の整備 R&D, M&Aの促進。	成長=果敢なリスクテイク	事業再組織化促進
外部ガバナンス	経営権に対する攪乱的介入の 回避(持合いに代わる新たな メカニズム)	支配株主と少数株主の利益 相反	状態依存ガバナンスの再構築
内部ガバナンス	従業員のやる気と両立的な 報酬体系	ストック・オプション、「運」に 作用されない報酬制度	ストックオプションの拡充・従業員の 報酬システム・従業員持ち株の 同時導入
	機関投資家に説明可能な報酬と 役員を選任	経営者のインセンティブの維持と、 トンネリングの回避	インサイダー・コントロールの 解決
事業単位	2層のエージェンシー問題の 解決	持ち株会社の利用による情報 秘匿	
	最適な集権化と分権化の 組み合わせ		

# 再設計のアジェンダ Ⅰ

外部ガバナンス＝望ましい株式所有構造

- ▶ **タイプI**: 経営権の保護と持ち合いに依存しない仕組みの創出
- ▶ **タイプII**: 企業家の裁量の確保と、帝国形成阻止のバランス
- ▶ **伝統的日本企業**: 持ち合い規制・(情報開示→さらに強い規制?)

状態依存型ガバナンスの再構築(銀行の株式保有)

# 再設計のアジェンダ II

## 内部ガバナンス＝機関設計

### ▶ タイプI: 外部取締役の慎重な導入

外部取締役の合理性は、技術・事業構造・ビジネスモデルに依存 → 外部株主への説明の必要

### ▶ タイプII/ 伝統的日本企業: 外部取締役の導入の促進

新興企業: 経営者の「暴走」の抑制、外部の知識の導入

伝統的企業: インサイダーコントロールの抑制

# 再設計のアジェンダ III

## ▶ 内部ガバナンス＝報酬制度

**タイプI:** 報酬決定の透明性の向上・情報公開

- － 過度の報酬が問題となる局面ではない。
- － 業績連動度の高い報酬の作用する余地は小さい

**タイプII:** ストックOPの積極的利用

**伝統的日本企業:** リスクに見合った報酬制度

- － 従業員の報酬制度との整合性の確保

# 再設計のアジェンダ IV

## ▶ 事業組織のガバナンス

グループ経営：親会社株主による子会社経営のモニター ⇒ 過度の規制は回避

### 親子上場問題：

- 親子上場制度自体は維持すべき（原則禁止は適切でない）。
- 親会社経営者の子会社株主に対する忠実義務規定導入は考慮する必要あり。