



RIETI Policy Discussion Paper Series 11-P-009

# 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

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\*

宮島英昭

(早稲田大学・経済産業研究所・WIAS)

### 要 旨

2008 年 9 月のリーマン・ショックは、1980 年代初頭にはじまり、その後 30 年に渡って進展した規制緩和・資本市場の役割の拡大の再検討を促す重要な契機となった。「行き過ぎた市場化」が指摘され、外国人投資家の増加が近視眼的な企業経営を誘発する、あるいは、雇用を犠牲にして過度な配当・報酬が支払われているといった批判が強まった。他方、その逆に、日本企業の企業統治の国際的標準からの遅れが、海外投資家の日本市場からの逃避を招いているとして、上場子会社の禁止、外部取締役の強制、持合いの解消の促進などの一連の制度改革が主張されている。もっとも、いずれの主張も、正確な現状認識と制度変化の効果に関する十分な分析に支えられているわけではない。リーマン・ショック後の企業統治の再設計のためには、銀行危機以降、日本の企業統治がいかなる要因によって、どの程度変化したのか、リーマン・ショックはこの企業統治の進化にどのようなインパクトを与えたのかを正確に理解する必要がある。本稿の課題は、こうした問題意識から、銀行危機以降の企業統治に発生した変化を可能な限り包括的に解明する点にある。以下、2 節では、日本の企業統治の進化に関する概観が与えられる。第 3 節では、銀行危機以降の日本企業の変化を多様化とハイブリッド化を鍵として理解する見方が示される。4 節は、企業統治・組織アーキテクチャの変化と企業行動・パフォーマンスの関係を追跡する。5 節は、近年の日本企業システムのハイブリッド化に伴うコストについて仮説的な見方を提示する。6 節は、危機後の企業統治の再設計のアジェンダである。

RIETI ポリシー・ディスカッション・ペーパーは、RIETI の研究に関連して作成され、政策をめぐる議論にタイムリーに貢献することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、(独) 経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

\* 本稿は、宮島英昭編『日本の企業統治：システムの進化と金融危機後の再設計に向けて（仮題）』（東洋経済新報社）の序章として作成された。本稿作成にあたっては、泉裕和、小川亮、片倉陽子、生形香織氏の助力を得た。記して感謝する。また、本稿は、独立行政法人経済産業研究所「企業統治分析のフロンティア研究会」の研究成果の一部であり、独立行政法人日本学術振興会の科研費（19203017）の助成を得た。

## 1. はじめに

### 課題

1980年代から規制緩和・金融の自由化を背景に徐々に進展した日本企業の統治構造の変化は、銀行危機以降、大きく加速した。銀行危機の発生、経済成長の低迷、IT革命の進展などの外部環境が急激に変化する中で、日本企業は、企業統治の改革、事業ポートフォリオの組み換え、組織アーキテクチャの再編成に関して大規模な実験を開始した。「失われた10年」と呼ばれる時代は、同時に「改革と実験の10年」でもあった。その結果、メインバンク・株式相互持合い・内部者からなる取締役会などによって特徴づけられた日本企業の企業統治（コーポレート・ガバナンス）は大きく変容した。

ところで、2008年9月のリーマン・ショックは、1980年代初頭にはじまり、その後30年に渡って進展した規制緩和・資本市場の役割の拡大の再検討を促す重要な契機となった。「行き過ぎた市場化」が指摘され、外国人投資家の増加が近視眼的な企業経営を誘発する、あるいは、雇用を犠牲にして経営者に過度な報酬が支払われているといった批判が強まった。他方、その逆に、日本の企業統治の国際標準からの遅れが、海外投資家の日本市場からの逃避を招いているとして、上場子会社の禁止、外部取締役の強制、持合いの解消の促進などの一連の制度改革が主張されている。

もっとも、いずれの主張も、正確な現状認識と制度変化の効果に関する十分な分析に支えられているわけではない。リーマン・ショック後の企業統治の再設計のためには、銀行危機以降、日本企業がいかなる要因によって、どの程度変化したのか、リーマン・ショックはこの日本企業の進化にどのようなインパクトを与えたのかを正確に理解する必要がある。ところで、筆者を代表とするRIETI「企業統治分析のフロンティア研究会」は、こうした問題意識から過去2年に渡って、銀行危機以降の企業統治に発生した変化を実証的に分析してきた。その成果は宮島英昭編『日本の企業統治：システムの進化と金融危機後の再設計に向けて』（東洋経済新報社）として公刊の予定である（その構成は、付録参照）。本稿の課題は、この分析成果を利用して、日本の企業統治の現状を可能な限り包括的に整理し、今後の企業統治の再設計の論点を提示する点にある。

### 日本の企業統治に関する研究史と現在の焦点

日本企業システムに関する理論的・実証的研究は、Aoki (1988)によって開かれ、Aoki

and Patrick (1994), Aoki and Dore (1994)によって一つの頂点を迎えた。この日本企業システム分析の黎明期では、1970年代後半から80年代の日本企業の実態を念頭に置きながら、日本企業システムの様々な特徴が様式化され、その分析の主要な関心は、日本経済のプレゼンスの上昇を背景として、日本企業の国際競争力を支えた制度的基礎の解明におかれた。例えば、Kaplan and Minton (1994)は、日本では、企業パフォーマンスが低下した場合、メインバンク・親会社のイニシアティブによって経営者の更迭や役員派遣がシステムティックに実現され、この仕組みは、米国における敵対的買収（経営権市場）による経営者に対する規律付けと同様の役割を演じていることを示した。また、Berglof and Perotti (1994)は、相互持合いが大株主間の相互監視の機能を担うことを示した。こうした分析を通じて、日本企業の特徴的な仕組みが合理性をもち、日本企業の競争力を支えていることが示された<sup>1</sup>。

しかし、皮肉なことに日本企業の理論化が進展していた1990年代前半には、当の日本企業システムはその機能を転じ始め、それを反映して、90年代後半から、日本企業システムの効率性に関して懐疑が生まれた。この点をいち早く指摘したのは、ワイシュタインの一連の業績である。例えば、Weinstein and Yafeh (1998)は、日本企業システムの1970-80年代を対象とした分析によって、メインバンク関係は、顧客企業に高い金利を課して成長を阻害する可能性を指摘した<sup>2</sup>。その後、1997年の銀行危機の発生とともに、日本企業システムの負の側面に注目が集まり、日本企業の分析は新たな局面を迎えることとなった。不良債権問題が深刻化し、その負の実体的な影響が明らかとなるにつれ、メインバンク関係のコストの側面の分析が進展した。バブルの発生や銀行危機の要因、その後の不良債権処理の遅れと、メインバンクシステムの関係に分析の焦点が当てられた<sup>3</sup>。その頂点が、メインバンクや規制のために本来淘汰されるべき企業（いわゆるゾンビ企業）が存続しているというCabarello, Hashi and Kashyap (2008)の提示した見方であろう。ほぼ並行して、これまでポジティブな側面が注目されていた株式相互持

---

<sup>1</sup> こうした理解は、機能的収斂 functional convergence と呼ばれる (Gilson 2001)。この機能的収斂の他の例として、しばしば必要な労務コストの削減における日米の違いが指摘される。米国では、レイオフとアウトソーシングが支配的であるのに対して、日本では、ボーナスの削減、早期退職募集、子会社化による事業分離が採用される (Jacoby 2004)

<sup>2</sup> Hall and Weinstein (1996)は、R&Dを取り上げ、メインバンク関係や企業グループが長期的な投資の基礎となっている証拠はないとして、これまでの理解を批判した。高度成長期以来のその経済的役割の変化に関するサーベイとしては、Yafeh (2000)、宮島 (2002)、花崎 (2008)を参照。

<sup>3</sup> 例えば、Morck, Nakamura and Shividasani (2000)、Peek and Rosengren (2005)参照。

合いや垂直系列についても評価は一転し、相互持合いのエントレンチメント効果や支配株主（親会社）の子会社の収奪の側面に関心が向けられることとなった。

他方、1997年の銀行危機以降、景気回復が明確となる2003年頃までの間に、伝統的な日本企業システムの改革が急速に進展し、それとともに、その変化をいかに理解するかに関して、内外の研究が進展した。例えば、海外では、Dore(2000), Hoshi and Kashyap (2001), Yamamura and Streeck (2003), Jacoby (2004), Inagami and Whittaker (2005), Vogel (2006), Aoki, Jackson and Miyajima (2007), Whittaker and Deakin (2009)などが相次いで公開された。また、日本の研究では、稲上・連合(2000)、伊藤編(2002)、寺西(2003)、鶴(2006)、花崎(2008)、宮島編(2009)が、銀行危機以降の企業システムの変化の解明に取り組んだ。

いずれの研究も、日本企業システムの従来の様式化された特徴が、IT化、グローバル化、金融化を背景として、多かれ少なかれ変化を経験した点を重視してきた。しかし、その変化の規模ないし性格、つまり、変化はシステムの性格を変えるほどの規模か、その変化は英米型システムへの収斂を意味するのかについていまだ一致は得られていない。一方で、製品市場、資本市場の国際化の進展とともに、株主主権モデルの他のモデルに対する優位が確立し、その拡大は不可避であるばかりか、規範的にも望ましいという意見は有力であり（Hansman and Kraakman 2001）、こうした主張は2000年代初頭には我が国でも多くの支持者を見出した（中谷 2003）。他方、こうした単線的な収斂論に対して、既存のシステムの持続が様々な角度から主張されている。例えば、Bebchuk and Roe (2004)は、いったん形成された構造は、あらたなシステムに移行するために大きなコストを要し、そのコストはそれ自体としてはより効率的なモデルが生み出す価値を上回る。また、既存のシステムは、企業あるいは政治面での既得権益者によって維持される傾向にあり、この構造的、ないし政治的な理由のために容易に変化しないと主張した<sup>4</sup>。また、日本企業システムの本質を、従業員主権、あるいは長期雇用に基づく熟練の形成に求め、この間の外部環境の変化にもかかわらず、その経済合理性は変化しておらず、また変化させるべきではないという見方も有力であった（伊丹 2000）。こうした論争に対して、筆者もその編集に参加したAoki, et al. (2007)では、日本経済をリードする大企業、あるいは近年急成長した新興企業では、伝統的な関係ベースの仕組みと、あらたな市場ベース

---

<sup>4</sup> この論争について、詳しくは、Hall and Soskice (2001), Yamamura and Streeck (2003), Gordon and Roe (2004), Streeck and Thelen (2005), Shishido (2007), Aoki (2010, chap.5)参照。

の仕組みが結合するハイブリッドな企業統治の仕組みが支配的となっているとの見方を示した。

以上のように、日本企業システムの分析の視点は、競争力の源泉の解明からバブル・不良債権問題の発生の解明や、日本企業システムの変化を理解するかに移動してきた。ところで、2008 年秋のリーマン・ショック後には、日本企業が一連の改革にもかかわらず、その競争力を必ずしも十分に回復していないことが明らかとなった。この事実は、日本企業システムの分析における当面の課題として、多様化とハイブリッド化に要約される日本企業のこの間の制度変化が企業の行動やパフォーマンスにいかなる影響を与えているか、という問題を提議しているといえよう。言い換えれば、銀行危機以降に進展した、伝統的な関係ベースの仕組みと新たな市場ベースの仕組みの結合（ハイブリッド化）にともなうコストが、日本企業の競争力の回復の制約の一因となっているのではないか、もし部分的にせよこの見方が妥当するとすれば、どの程度、どの領域において、いかなるメカニズムを通じてか、こうした点の解明が新たな分析課題として浮上したとみられるのである。

#### 4つの論点

以上の認識から、本稿が検討しようとする具体的論点は次の4点である。

- 1980 年代から徐々に進展し、1997 年以降に加速した日本企業の企業統治の様々な側面の変化を可能な限り包括的に概観する。単に、外部・内部ガバナンス面における変化のみでなく、これまで必ずしも注目されてこなかった事業単位ガバナンス、つまり、経営本部、持ち株会社と事業単位・傘下子会社の関係にも注目する。
- 様々な企業統治の変化は、どのような相互関係にあるか。外部ガバナンスと内部ガバナンスの関係、あるいは、企業統治と組織アーキテクチャ（事業ポートフォリオ、企業組織における権限配分の変化、雇用システム）の相互関係の解明に注意が向けられる。
- 企業統治・組織アーキテクチャのハイブリッド化、多様化は、投資・財務政策・雇用政策などの企業行動にいかなる影響を与えているのか。機関投資家の増加、取締役改革、組織アーキテクチャの変化は、企業行動に実質的な影響を与えているのか、与えているとすれば、いかなる意味においてかが概観される。
- 以上の実証分析の成果をもとに、金融危機後の日本の企業統治の再設計に関して含

意を引き出す。リーマン・ショック後、企業は事業戦略・組織、内部統治の再検討を開始した。また、法的にはソフトローの面では東証の上場ルールの改訂、ハードローの面でも会社法改正の検討など、企業統治の再設計の試みが進展している。こうした議論に対して、実証的エヴィデンスの提供を通じて貢献することが、最後の課題である。

以下の本稿の構成は次の通りである。2節では、日本の企業システムの進化に関する概観が与えられる。3節では、銀行危機以降の日本企業の変化を多様化とハイブリッド化を鍵として理解する見方が示される。4節は、企業統治・組織アーキテクチャの変化と企業行動・パフォーマンスの関係を追跡する。5節は、近年の日本企業システムのハイブリッド化のともなうコストについて仮説的な見方を提示する。6節は、危機後の企業統治の再設計のアジェンダである。

## 2. 日本企業システムの進化

### 2.1 日本型企业システム

まず、1980年代からの金融革命、市場化の進展の中で、日本企業のコーポレートガバナンス(企業統治)はいかに進化したかを概観しておこう。表1には、1980年代後半から企業統治・組織アーキテクチャの変化を捉える基本的な変数の過去20年間にわたる変化が要約されている。

=====  
表1 企業統治・組織アーキテクチャ  
=====

1980年代までの日本企業の企業金融と企業統治は、メインバンク関係、株式相互持合い、内部昇進者からなる取締役会によって特徴付けられ、この点で同質的であった。こうした特徴は、長期雇用、サプライヤーとの間の長期取引などの他の経済制度とも補完的關係にあると指摘されてきた。メインバンク関係は、借り手と貸し手との間の非対称情報を緩和し、企業の設備投資を促進する一方、顧客企業が外生的なショックによって一時的に財務危機に陥った場合、救済にあたり、人的資産の散逸に繋がる過剰清算を回避した(状態依存型ガバナンス、Aoki 1994a、宮島 1998)。また、長期取引関係にある銀行・事業法人との間の株式相互持合は、株式市場のかく乱的な影響を抑制し、長期的な視点に立つ企業経営を可能とした。

1980年代までの日本企業は、取締役会の規模が大きく、そのメンバーが基本的に企

業の内部昇進者からなっている点に大きな特徴があった。他方、社長（CEO）および取締役会メンバーの報酬が低く、しかも、報酬の業績（正確には当期の業績）に対する感応度が低かった（Kato and Rockel 1992）。社長の報酬は、候補者プールが従業員に限定され、かつそれ以前のランクの報酬水準に制約されるため、その水準は低くならざるをえない。他方、ランクトーナメントを通じた社長の選抜は、定額部分の比重の高い報酬体系を要請し、その結果、短期的な業績に非感応となる。

以上の長期雇用・年功に基づく評価システムは、組織内の権限配分における、人事の集権制と強い現場（業務的意思決定の高い分権度）と対応していた。集権的な人事管理が企業特殊な熟練の形成を可能とする職場間の移動を可能とし、現場への裁量の提供が、従業員の能力形成のインセンティブを高め、異常への対応能力を引き上げた。他方、1980年初頭まで、日本企業の事業ポートフォリオは専門的性格が強く、各事業単位への戦略的意思決定の分権度は低かった。

外部・内部ガバナンス、雇用システム、組織アーキテクチャにおける以上の特性はその制度内部において補完的であり、また、外部ガバナンス（外部投資家との関係）と雇用システムとの間などそれぞれの制度間においても補完的であった（Aoki 1994b）。こうした特性を持つ制度は、成長志向的な投資行動、専門的な事業ポートフォリオ、利益の変動に非感応な配当政策などの行動特性をもたらす一方、人的資本の蓄積・企業特殊な熟練の形成を通じて、日本企業の国際競争力の向上に寄与したとみることができる。

## 2.2 漸進的進化

1980年代前半までの日本企業は、以上の特性の点で同質的であった。では、いかに多様化が進んだのか。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<sup>5</sup>。しかし、近年の研究は、制度変化には内生的な変化が重要な役割を演ずること<sup>6</sup>、制度間の補完性は、ある制度の変化が他の領域の制度の変化の契機となるため<sup>7</sup>、これが制度変化のプロセスに漸進的（incremental）な性

---

<sup>5</sup> 例えば、Hall and Soskice (2001)参照。

<sup>6</sup> Aoki (2001, chap.10), Aoki (2007a) 参照。

<sup>7</sup> Milgrom et al. (1991)は、例え、ある制度の潜在的現実性が低い場合でも、他の領域の補完的の制度や政策の変化が、その現実性を引き上げ、いったん契機が与えられると漸進的に共進化することを指摘している。



格を与えること、また、制度変化の過程では、異なったモードの併存（layering）が可能なことに注目している<sup>8</sup>。

以下では、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) 規制緩和による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年の銀行危機後に外部ガバナンス・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。

### 起点：規制緩和とグローバル化

関係ベースの日本の企業統治の変化の起点は、1980年前後から始まる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、80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、これがメインバンク関係の後退の契機となった。1984年度末でみると、上場企業1,691社中、無担保社債の適債基準を満たす企業が271社、有担保社債の基準を満たす企業は731社に増加し、さらに段階的に拡大した（宮島・蟻川、1999）。80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債の発行が急速に進展した。この結果、社債依存度は、91年には単純平均で45.9%まで上昇した（表1）。

適債基準を満たした企業は、企業規模が大きく、財務健全性が高く、パフォーマンスの高い企業であり、しかも適債基準を満たした企業の中では、成長可能性が高く、リスクの低い企業が社債を選択するという明確な傾向があった<sup>9</sup>。この結果、メインバンク関係のワークする領域が縮小し、他方で、銀行の顧客プールはリスクの高い企業に偏ることとなった。

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96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と同一

---

<sup>8</sup> Streeck and Thelen (2005), Sako (2007) 参照。

<sup>9</sup> しかも、興味深いことに、強いメインバンク関係はこの選択を増幅していた。企業の期待収益が上昇すると、それ以前にメインバンク関係が強かった企業ほど、社債への依存を強めることが確認されている。メインバンクによる監視は、企業経営者にとってはコストであり、倒産リスクが低下すれば、このコストを負担する理由がなくなるというわけである。（宮島・蟻川 1999）

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）。

こうしてメインバンク関係によって特徴づけられた企業・銀行関係は、1990年代前半には、従来の緊密な関係を弱める企業群と、いぜんその関係を維持する企業に分化した。

### 所有構造の静かな変化

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（表1）。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いまだ本格化していなかった。

もっとも、1990年代初頭から、海外機関投資家の日本市場への投資の増加を背景として、外国人保有比率が徐々に増加した。しかも、重要な点は、この外国人投資家の投資行動には強いバイアスがあったことである。この時期の海外機関投資家は、規模が大きい、収益性が高い、高い格付けを取得し、海外売上比率が高いなど、すでに市場で名声の確立した企業を選好した（Miyajima and Kuroki, 2007、pp.86-88）。例えば、輸出企業として知られるキャノンの外国人所有比率は、1991年の21.5%から96年には39%に上昇した。同様にソニーの外国人所有比率も、同期に21.6%から38.9%に上昇した。かつて高い借入比率とメインバンクとの密接な関係、低い外国人投資家所有比率によって特徴付けられた日本企業は、90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。

## 2.3 同時的進化： 銀行危機以降における改革の進展

### 2.3.1 銀行危機と外部ガバナンスの変化

1997年の銀行危機を画期として、日本企業のコーポレート・ガバナンスは大きく変容した<sup>10</sup>。外部・内部ガバナンス（以下CGとする場合がある）と、雇用システム・企業

---

<sup>10</sup> 1997年、あるいは、1990年代末に企業システムの変化の大きな転換点がある点についてはほぼ一致がある。例えば、Shishido (2007)は、法制面で1997年の画期性を強調している。また Sako

内の権限配分（以下、組織アーキテクチャ OA とする場合がある）が同時に変化し、CG/OA の結合は大きな変動を経験したのである。変化は、①外部環境の変化が制度のペイオフ（限界生産性）を変化させた側面と、②ある制度の変化が別の制度の変化を誘発した側面との 2 側面からなる。

システム変化の重要な契機となったのは、1997 年の銀行危機である<sup>11</sup>。銀行危機は、メインバンク関係のコーポレート・ガバナンスにおける役割に重大な影響を与えた<sup>12</sup>。既述の通り、これまで財務危機に陥った顧客企業を救済することが期待されていた銀行自体が、深刻な財務危機に陥ったからである。よく知られている通り、メインバンクに期待されてきた機能は、業績の悪化した企業に対して、救済パッケージを提供しながら、事業再組織化のイニシアティブを取る点にある。一見、顧客のモラルハザードを誘発しがちなこの救済が、経営の規律付けの仕組みとして適切に機能するための決定的な条件は、救済不能の企業から資金を引き揚げて清算するという脅威が信ずるに足る（credible）点にある<sup>13</sup>。しかし、深刻な不良債権問題に直面した 1990 年代末には、銀行部門は財務的健全性を失い、そのため、上記の脅威の信頼性が低下した。また、銀行、特にメインバンクは、自行の不良債権が確定し、過去の貸出の責任を問われることを避けるため業績の悪化した顧客企業を金利減免や追加融資を通じて救済した。他方、顧客企業は、銀行の救済を予測して、必要な事業再組織化を先送りした。こうして金融機関の追加融資と顧客企業のモラルハザードの悪循環が発生した<sup>14</sup>。こうして銀行（メインバンク）は、企業統治における機能領域を縮小させるばかりでなく、メインバンクが影響を維持する領域では本来、淘汰・再編成されるべき企業を人為的に温存させるというネガティブな機能を果たし始めたのである<sup>15</sup>

---

(2007, p.405) は、90 年代末に組織的多様化が離陸したと指摘している。

<sup>11</sup> バブル期の資金調達行動の結果であるから銀行危機自体も、内生的な側面がある。

<sup>12</sup> もっとも、企業金融における銀行の役割はすでに後退していたから、銀行危機が企業に与えた影響は一様ではなかった。Miyajima and Yafeh (2007) の分析によれば、R&D 支出が大きく、レバレッジが低く、資本市場へのアクセスの容易な企業は、銀行危機に関連した一連のイベント（銀行の格下げ、政府の公的資金注入）から影響を受けることが少なかったのに対して、R&D 支出比率が低く、レバレッジが高く、銀行依存度の高い企業は、上記のイベントから大きな影響を受けた。危機は「緩慢な淘汰」を要請したのである。

<sup>13</sup> なお、メインバンクの有効な機能のいま一つの条件は、規制によって銀行部門にレントが保証されていることである。この規制によって、救済後の顧客企業との取引拡大が可能となり、メインバンクの救済のインセンティブとなる。

<sup>14</sup> 例えば、三和銀行（のちのUFJ銀行）をメインバンクとするスーパー大手ダイエーの再建の遅れは、この典型例であった。

<sup>15</sup> 詳しくは、Caballero et al. 2008, Peek and Rosengren 2005, Arikawa and Miyajima 2007, 小川・北坂

### インサイダー所有からアウトサイダー所有へ

1997年の銀行危機を境に、それまで驚くほどの安定性を示した事業法人・金融機関（銀行・生保）などのインサイダー中心の株式所有の構造は、大きく変容した<sup>16</sup>。変化の中心は、銀行・事業法人間の相互持合関係の解消である。一方で、銀行危機が発生した97年以降、事業法人の保有銀行株の売却が進展した。銀行の格下げ、破たんのために、銀行株の低下は加速し、銀行株の保有リスクは明らかに上昇した。事業法人は、戦後初めて銀行株を保有し続けるか、売却するかを選択に直面したのである。他方、不良債権問題に直面し、償却原資が必要となった銀行は、1997年から保有株売却を開始し、01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、その売却はさらに加速した。2001年の売越額は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。

この相互持合の解消もまた上場企業間で一様に進展したものではなく、選択的に進展した。Miyajima and Kuroki (2007) は、1995~01年の東証1部上場企業を対象に、企業・銀行間の相互持合の解消過程を、双方の保有継続、売却の意志決定の分析を通じて解明した。その分析によれば、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、逆に外国人の所有比率が低く、いぜん銀行借入に依存する企業は、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があった。

この持合の解消と並行して、内外、とくに海外機関投資家の所有が顕著に増加した。海外機関投資家の銘柄選択に見られた強いホームバイアスはこの時期も観察され、しかも、この時期には、成長性の高い企業の株式が選好された。また、機関投資家は、後述の内部ガバナンスの改革に自発的に取り組んだ企業に対してプレミアムを付与したとみられる（宮島・新田（宮島2011、第2章））。

その結果、日本企業の株式所有構造は大きく変化し、2000年前後には、印象的なこ

---

2002、宮島・蟻川・齊藤（2003）参照。

<sup>16</sup> 1970年代から90年代半ばまでの日本の上場企業の所有構造の安定性を、多くの観察者は、驚愕を持って注目した（Flath, 1993、川北、1995）。インサイダー所有とアウトサイダー所有の定義、その観点からの所有構造の進化については、Franks, Mayer and Miyajima (2009)参照。

とに、東証時価総額でみたインサイダーとアウトサイダーの所有比率が再び逆転した。わが国上場企業の所有構造は、安定化が進展する以前の 60 年代前半の水準に戻ったのである。もっとも、復活したアウトサイダー優位の所有構造の中心は、60 年代の個人から内外の機関投資家に移動していた。

しかも、株式市場における外国人投資家のプレゼンスの上昇はさらに著しい。1998 年には東京証券取引所における外国人の売買シェアは 40%弱に達し、01 年には 50%を超えた。外国人投資家は株価形成に重要な影響を与え、企業の投資プロジェクトの評価の中心となった<sup>17</sup>。

以上の内外の機関投資家の所有比率の増加と並行して、銀行・事業法人の株式保有に対する政府の姿勢や安定保有に対する社会規範もアウトサイダー所有を促進する方向に変化した。第 1 に、銀行危機以前には、肯定的、少なくとも中立的であった株主の安定化に対する制度的枠組みが変化した。株価の変動が銀行の貸出行動に大きな影響を与えたため、銀行等の株式保有を制限する法律が制定された（2001 年）。また、時価会計の導入（1999 年）は、株式保有のリスクを企業に強く意識させる重要な契機となった。

第 2 に、少数株主保護の意識が高まり、これまでの安定株主の慣行に批判が強まった。海外機関投資家に加えて、厚生基金連合会（現・企業年金連合会）などの国内機関投資家が株主意識を強め、議決権行使に積極的となった。また、これまで、「もの言わぬ株主」と呼ばれた生命保険会社も、受託者責任をこれまで以上に強く意識し、独自の議決権行使の手続きを整備し始めた。こうした中で、安定株主の慣行に関する社会的規範も変化したのである。

### 経営権市場の形成

こうした企業・銀行関係や株式所有構造の変化は、日本における M&A の増加の条件となった。IT 革命、規制緩和、銀行危機などの外部ショックを背景に、1990 年代の末から M&A が増加した。株式交換による買収、会社分割、持ち株会社を可能とした企業結合法制の整備も M&A の増加を促した。戦後初めて、日本企業にとって、M&A が成長戦略あるいは事業再組織化にとって重要な選択肢となったのである（宮島 2007、序章；蟻川・

---

<sup>17</sup> もっとも、Aoki (2007b) の EMIL モデルのいう外部モニターとして、外国人機関投資家が、企業の事業・組織戦略を、事前的に的確に評価できたか否かは、今後、実証的に検討されるべき問題である。

宮島 2007)。

M&A の増加の過程で、企業評価の仕組みが徐々に形成された。99 年以前の合併における買収プレミアム (M&A 公表 4 週間前市場価格に対するプレミアム) はマイナスであったが、2000-05 年の買収プレミアムは 11% まで上昇した。また、M&A 公表に対するターゲット企業の CAR も 2000 年代に入って上昇した<sup>18</sup>。しかも、2000 年に入ると敵対的買収事例が増加した。当初、ファンドの大量買い付けが注目されたが、2005 年にはライブドアによる日本放送、楽天による TBS、さらに、王子製紙による北越製紙の敵対的買収案件が注目を集めた (井上 2007)。

もっとも、以上の法制度の標準化、M&A の増加という傾向にもかかわらず、日本の経営権市場は米国・英国とは異なる特徴をもっていた。日本における M&A は、①組織融合の必要な合併ではなく買収を中心としていること、②グループ内、あるいは事前にすでに一定ブロックを持つ企業を対象とした買収が中心であること、③私的交渉の比重が高く、TOB が少ない、また友好的買収が支配的で敵対的買収事例が少ない、などの点で調整された経営権市場 (coordinated market for corporate control) ともいべき特徴をもった (Jackson and Miyajima 2008, p. 200)。この点で、日本における M&A の増加は、米国型の経営権市場の形成を意味せず、変化のパターンは他の経済制度によって大きく影響されていた。

### 2.3.2 内部ガバナンスの改革

#### 取締役改革

銀行危機とほぼ前後して、日本企業の内部ガバナンスの改革が始まった。グローバル化、IT 化、国内市場の成熟化など外部環境の変動が大きくなる中で、「大きな」取締役、年功ルールに基づく経営者の交代の慣行は、意志決定の遅れや質の低下を伴うことが問題視された。また、インサイダーからなる取締役会は、内外の機関投資家から、その「自己監査」の側面が批判され、低い報酬、業績に非感応な報酬制度は、経営者が果敢にリスクをとらない原因となっていると指摘された<sup>19</sup>。外部環境の変化が従来の内部ガバナンスの仕組みの合理性を低下させたのである。

---

<sup>18</sup> 詳しくは、Jackson and Miyajima (2008)、宮島 (2007) 終章、参照。

<sup>19</sup> また、米国経済が高成長を維持し、アジア金融危機後、IMF の介入を受けた韓国では、家族支配の濃厚な財閥 (チェボル) の改革の切り札として 25% 以上の外部取締役の採用が義務付けられたことも、米国型の取締役会が新たなモデルとして検討された重要な背景と見られよう。

1997年6月、ソニーは日本企業で初めて監督と経営執行を組織的に分離する執行役員制を導入した。このソニーを嚆矢として、執行役員制の導入は景気後退が深刻化すると並行して急速に進展した。99年には140社、翌00年には160社が執行役員制を導入した。さらに上場企業に委員会（等）設置会社の選択を可能とした2002年の会社法の改正（翌年3月施行）が、取締役改革の次の重要な契機となった。同法の改正をめぐって、外部取締役の採用を強行規定とする動きに対して日本経済団体連合会が強く反対し、激しい論議が闘わされた。その結果、改正された会社法は、従来型の監査役設置会社とともに、米国型の委員会等設置会社の選択を可能とし、企業に機関設計の選択の自由を与えた。しかし、皮肉なことに、同改正は、日本のリーディング企業が委員会（等）設置会社ではなく、従来型の監査役会社の下で執行役員制を選択する重要な契機となった。1990年代後半から急速な海外への子会社展開が進み、こうしたグローバル・グループ経営は、世界標準に合致した統治構造の設計を要請したが、トヨタ・松下電器（現パナソニック）などは、指名・報酬・監査の3委員会に過半数以上の外部取締役の就任が必要な委員会（等）設置会社ではなく、従来型の監査役設置会社のもとで執行役員制を導入することによって、この要請に対応したのである。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、導入企業数は04年度末にほぼ半数に達した。こうして執行役員制は日本企業の実務の標準となった（宮島・新田2007）。

### ストックオプションの「導入」

次に、報酬制度をみれば、1997年の商法改正によりストックオプションの導入がはじめて可能となり、その後、商法の改正により制度面の整備が図られた。米国で1990年代後半に急速に拡大したストックオプションが株主と経営者の利害の調整を通じて企業の効率性の改善に寄与したという認識が広がったこともその導入を促進した要因とみられる<sup>20</sup>。東証1部上場ベースで、導入企業は1999年には171社、ITブーム直後の2002年には508社を超え、そのシェアは32.5%に達した（表1）。

ストックオプションの採用比率は、部門別には、医薬・電機・情報通信などR&D支出の高い部門、及び小売・卸売・サービスなどの消費セクターで高い。企業特性に即して

---

<sup>20</sup> Holmstrom and Kaplan (2001)は、この業績連動報酬の拡大が米国企業の効率性の改善に寄与したと評価している。しかし、ストックオプションの普及は、経営者の行動にバイアスを生み出し、エンロン事件などを生み出したという側面もある。

見ると事前の収益が高いが、内部資金の蓄積の乏しい新興企業で導入確率が高い。また、内外の機関投資家所有比率が高く、メインバンクの融資比率が低く、市場ベースのガバナンス特性を持つ企業でも、その導入の確率が高い（宮島・黒木、2004）。

もっとも、導入企業は急激に増加したものの、大企業で導入されたストックオプションは、米国のそれとは大きく異なる特徴をもった。例えば、早期の導入事例であるトヨタの制度は、オプションの行使価格が低い、付与割合が小さい、権利行使期間が短い（4年程度）、付与対象が広いという特徴があり、こうした特徴は他の大企業の導入事例でもほぼ共有されていた（宮島・黒木、2004）。つまり、経営者と株主の利害の調整とともに、あるいはそれ以上に中間管理者へのインセンティブの付与の側面が強かった。その結果、90年代末からの議論の高まりと、ストックオプションの導入にもかかわらず、日本では報酬制度の実体的変化は驚くほど小さく、むしろ米国との差は拡大したのである<sup>21</sup>。

### 2.3.3 組織アーキテクチャ

#### 雇用システムの変化

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が高まり、従来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。

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、これまで管理職に限定されていた成果主義賃金が、一般従業員に拡大された。目標管理制度が普及し、従来の職能給（職能資格制度）に代えて職務給（役割等級制度）が導入された。この結果、年齢別の賃金カーブは、90年代前半に比べて目立って緩やかとなった（Jackson 2007、齊藤・野田・菊谷（宮島2011、第5章））。

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。また、Jackson (2007)は、外国人投資家比率

---

<sup>21</sup> 詳しくは、久保・齋藤（2009）、久保（2010）、宮島・河西（2010）、また、米国の報酬の変化については、Frydman and Saks (2008)参照



が高いほど、年功賃金を維持する程度が低いことを示している。

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、一部の先進的企業から始まった改革でも、既存企業では、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。従業員主権と言われる意思決定の仕組みは基本的に維持されたのである。また、第2に、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。

### 組織アーキテクチャの革新

各事業単位の戦略意思決定の分権度の低い日本企業の組織構造も、1997年以降、大きな変化を経験した。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。もっとも、「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。企業の多角化度は、いずれの指標をとっても2000年代初頭まで上昇し、その水準で安定化することとなった（表1）。2000年代初頭からの多角化比率の安定は、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>22</sup>。さらに、景気回復期にあたる2003-07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>23</sup>。

この事業ポートフォリオの再編成と並行して、企業の内部組織の再検討が始まった。第1に、銀行危機の前後から各事業単位の分権度を引き上げる試みが始まった。1994年、ソニーが各事業部門への権限の移譲を明確とするカンパニー制を導入した。その後、多部門に展開し、セグメント数の多い繊維メーカー（東レ・帝人・旭化成）、総合電機（東芝・日立製作所・NEC）、総合商社で、名称に差はあれ、各事業組織への権限移譲と責

---

<sup>22</sup> 宮島・稲垣（2003）、Kikutani, Itoh and Hayashida（2007）も同様の認識を示している。

<sup>23</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>

任を強化する組織再編成が進展した。

第2に、グループ化が進展した。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）は傾向的に上昇した（表1）。総資産上位200社に限ると、2006年の連単倍率は1.8に達する。この上昇の背景には、分社化、M&Aの増加、海外進出の進展による子会社の増加があった。このうち分社化の動機としては、それによって傘下企業内で、複数の雇用システムの利用を可能とする点が重要であった。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、分社化によって、複数の処遇制度を採用することが可能となり、雇用システムの選択における自由度が上昇する。

第3に、2001年からは持株会社化が進展した。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。この組織変更によって、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。持株会社は2001年から着実に増加し、東証1部上場企業のうち、2007年度末に持株会社形態をとる企業は128社に達した。このうち94社が会社分割等による純粋持株会社の設立である（表1）。

しかも、企業統治との関係で重要なのは、この事業単位への権限の移譲とモニターの強化は、外部ガバナンスの変化に促進されたと見られることである。青木・宮島（宮島2011、第6章）によれば、資本市場の圧力が強いほど、内部ガバナンスが整備されているほど、事業単位に対するモニタリング強度が強い。

もっとも、この組織変化は、米国型の分権的組織（H-form）への収斂ではない。

第1に、米国では、事業部と完全子会社との間に権限配分に関して実質的な差がないのに対して、日本では、戦略的意思決定、人事権の両面で付与される権限に両者に実質的な差があった。この差は、日本企業では、これまで事業部に付与されている戦略面の権限が小さく、人事が集権的であったことに起因していた（Aoki 1988）。子会社化することによって、戦略面の権限が付与され、人事の独立性が高まった。

第2に、日本では、上場子会社が積極的に利用されるという特徴があった。米国でも、成長部門をIPOするケース（カーブアウト）や、衰退部門を市場で売却するケースはまれではない。ただ、売却（親）会社が被売却（子）会社の株式を保有するのは、経過的であり、最終的に完全に売却されるか、逆に再び買収される。それに対して、日本では、

IPO 後も継続的に親会社の子会社の株式を保有するケースが多い点に特徴がある（宮島・新田・宍戸（宮島 2011、第 7 章））。日本では、上場子会社は重要な組織設計の選択肢であり、その利用の合理性も高い。

#### 2.4 進化プロセスと経路： 5 つの特徴

以上の日本の企業統治の進化のプロセスの特徴を要約しておこう。第 1 に、技術ショック、経済の成熟化、規制緩和などの外部環境の変化が、制度変化の起点となっている点が強調されてよい<sup>24</sup>。海外機関の投資急増に示される外部環境の変化は、企業にとって持合いを維持するコストを増加させた。また、雇用システムの変化は、1990 年代の経済の成熟化によって、長期雇用や年功賃金制度の利得（ペイオフ）が低下したことに起因していた。同様に、一連の取締役会の改革の要因も、外部環境の変動（不確実性）の増大が従来の内部者からなる大きな取締役会のペイオフを引き下げた点にあった。この点は、①業績が悪化するか株価の変動の大きい企業ほど、また、②期初の取締役会の規模が大きい、事業ポートフォリオの多角化、グループ化が進展しているほど、取締役改革に取り組む傾向が高いという宮島・新田（2007）の提示した推計結果とも整合的である。取締役会改革は、意思決定の質とスピードの向上を狙いとして自発的に選択された。

第 2 に、制度変化と組織の多元化には、Sako（2007）が強調するように、企業の自由な選択を可能とする、規制緩和・自由化が重要であった。例えば、メインバンク関係の解体は、適債基準の緩和を契機としていた。適債基準の緩和により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、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愛好し、この自己選択の結果、メインバンク関係が解消されることとなる。また、2002 年の商法改正は、取締役会の選択を可能とし、その結果、監査役設置会社と委員会設置会社とが並存することとなった。さらに、独禁法の改正による持ち株会社の解禁は、キリンビール、NTT といった成熟した企業だけでなく、ソフトバン

---

<sup>24</sup> この点に関して、伊藤秀史との議論から有益な示唆を得た。記して感謝申し上げる。

ク等の新興企業が持ち株会社を採用することを可能とした。Shishido (2007 ; p.323) は、2000 年代初頭には一連の法制度改革の結果、日本の会社法は米国法に接近し、米国企業のみで選択可能な選択肢はもはや実質的にはないと評価している。

ただし、第3に、制度変化には、行動主義的 (behavior) な要素も副次的な影響を与えた。例えば、外国人投資家の投資行動には、ホームバイアスと呼ばれる偏りがあり、規模が大きい、市場でよく知られている、海外輸出比率が高い、などの企業が選好され、必ずしも常に成長可能性が高い企業、あらたなビジネスモデルを設定した企業が厳密なモニタリングを通じて選択されたわけではない (宮島・新田 (宮島 2011、第2章))。また、執行役員制は、2003 年を境に、業界の標準となり、他社に追随する形で急速に普及した (宮島・新田 2007)。逆に、ストックオプションは、当初ブームの様相を呈して急速に普及した後、株価が低迷した 03 年からその採用ブームは消失した。

第4に、伝統的な日本企業を構成する各制度がタイトな関連をもっていたため、Milgrom et al. (1991) の指摘するように、ある制度の変化が他の領域の制度の変化を誘発し、これが制度変化に漸進的 (incremental) な性格を与えた。また、この補完性に基づく制度変化の誘発の結果、日本の企業システムは、銀行危機から 2002 年のわずか 5 年間に大きく変容した。例えば、メインバンク関係の縮小に見られる企業・銀行関係の変化は、外国人投資家のホームバイアスをともなう投資行動を介して、外国人保有比率の格差を生みだした。こうした企業・銀行関係、株式所有構造の差は、次に銀行危機の発生のために持合い維持のペイオフが変化した際、各企業の持合い解消・継続の選択に実質的な影響を与えた。さらに、この増幅された株式所有構造の差は、企業の取締役会の選択に影響を与えることとなった。執行役員制の導入は、海外機関投資家の所有比率に正に感応し、取締役会の規模の縮小は、安定保有比率、親会社ダミーなどのインサイダー所有を示す変数に負に感応した (宮島・新田 2007)。他方、こうした内部・外部ガバナンスの変化は、雇用システムの革新の程度や、組織アーキテクチャの再編成への取り組みに影響を与えることとなった。海外投資家の保有比率の高い企業ほど、賃金制度における成果主義の導入、組織アーキテクチャにおける分権的な組織構造の採用に積極的であった。

最後に、外部環境の変化を起点とする制度変化は、経路依存的な性格を持つ一方、制度内で、Streeck and Thelen (2005) のいう制度の修正や、古い制度と新しい制度の並存・重層化 (layering) を伴った。IT 革命を背景とした新興企業の増加とともに、関

係ベースの資金供給システムと並んで、独立のベンチャーキャピタルを中心とする市場ベースの金融システムが形成された（Sako 2007）。内部ガバナンスでは、内部者からなる取締役会という特徴を維持しながら、監督と執行の組織的分離、外部取締役の導入が進み、同様に、従来の報酬制度にストックオプション制度が追加された。また、雇用システムでは、長期雇用の仕組みに成果主義的な賃金制度が追加されることとなった。このように金融、あるいは、雇用システムという領域内部で、これまでコヒアラントであった諸制度が一挙に変化するのではなく、既存の制度の修正を伴いながら新たな制度と古い制度が並存するという重層化が進展したのである。

### 3. 企業統治の多様化とハイブリッド化

#### 3.1 分析枠組み

以上のように、1985年以降、従来の日本型企业は、金融面から漸進的に進化し、1997年の銀行危機以降には、所有構造、内部ガバナンスが他の経済制度（内部組織構造・雇用システム）と並んで同時に変化した。しかし、注目されるべきは、その変化が企業間で均等に進んだわけではなく、その結果、日本企業の企業統治の特性は大きく多様化したことである。では、その多様化の実態はいかに理解できるか。以下では、Jackson and Miyajima (2007) の成果によりながら、銀行危機後の再編成が一段落した 2002 年度末のスナップショットを描くことによって、その点を確認しておこう<sup>25</sup>。この分析は、02年 12 月財務省財務総合研究所が東証 1 部・2 部上場企業を対象に実施したアンケート調査を利用し、サンプル企業は有回答企業 723 社（非金融事業法人）である<sup>26</sup>。分析手法としては、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する手法であるクラスター分析を用いた。注目されたのは、表 2 の 14 の変数であり、それらは以下の 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が高い機関投資家所有に特徴付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付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。

---

<sup>25</sup> この枠組みの詳細は、Aoki (2007b), Aoki (2010)を参照。

<sup>26</sup> 詳細は、Miyajima (2007)を参照。サンプルには、ソニー、オリックスなど米国型の取締役会採用事例としてよく知られた企業はサンプルに含まれていない。

- 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付けられる構造か、内部昇進者からなる取締役会、私的情報の優位に特徴付けられる内部者優位の構造かを識別する。
- 組織アーキテクチャ構造：ここには、報酬体系（ストックオプションの導入の有無）に加えて、組織内の分権化の程度、雇用制度の特徴を示す変数が含まれる。これにより、上記の内部・外部ガバナンスの特徴が、有期雇用、成果主義賃金などの明示的・公式な契約にもとづく雇用システムか、あるいは暗黙の長期雇用契約、勤続年数と相関の高い（年功序列的）賃金によって特徴付けられる長期関係ベースの雇用システムのいずれと結びついているかを識別する。

以上の変数に基づく分析結果は、表2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では、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、サンプルの従業員合計(単体ベース)に占める各クラスターのシェアを示している。

=====  
表2 図1 挿入  
=====

### 3.2 3つのクラスター

#### 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・所有構造と組織アーキテクチャ（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、この意味の米国型企業は、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組織アーキテクチャ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、外部負債の調達には主として社債を利用し、高い外国人所有比率によって特徴付けられる。また、取締役会改革に対して積極的であり、前

節で検討した執行役員制・ストックオプションを導入した企業の多くはこのタイプに属し、情報公開のレベルも高い。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付けられる。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、その程度がより低い企業（図 1 の hybrid J-firm、日立製作所、NTT ドコモ）に分かれる。

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、2002 年の時点では企業数では 23%に留まるものの、雇用者数では 67%に達した。言い換えれば、企業規模が大きく、社齡の長く、輸出比率及び R&D 比率の高い日本のリーディング企業はハイブリッド化した。図 2 によって、2002 年にタイプ I ハイブリッドと分類された企業のその後の所有構造を確認すれば、外国人保有比率は継続的に上昇し、06 年のピークには 22.8%に達した。また、社債依存度はやや低下したが<sup>27</sup>、いぜん 6 割以上の企業が社債による資金調達をすすめている。市場ベースの外部ガバナンスの特徴は強化された。また、このタイプの企業では、07 年時点で、68%の企業が執行役員制を採用し、外部役員の比率は 14.3%、1 名以上独立取締役のいる企業は半数を超え、内部ガバナンスの改革も進展した。

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、第 1 に、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、既述の通り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、2003 年に執行役員制を導入したトヨタ自動車は、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、外部監査役を導入した。逆に、取締役と執行役員の兼任を意識的に認めた（井上、2004）。また、第 2 に、既述の制度内の階層化、古い制度と新しい制度の並存、あるいは、それにとまなう制度の修正が顕著に見られるのもこのタイプの企業である。このタイプの企業では、組織面では、持ち株会社化、カンパニー制の導入によって、分権化が進み、雇用システム面では、従来の長期雇用の維持しつつ、年齢給の廃止し、成果主義の導入が進展した。

=====

図 2 所有構造の推移

<sup>27</sup> 社債/総資産の平均値は、2002 年の 6.2%から 07 年には 4.6%に低下した。

=====

## 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、機関投資家の所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、単純な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組織アーキテクチャという異なった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。1990年代末から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中心の構成に傾斜し、情報公開度も中程度である。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、小売業などに多く分布し、創業者に率いられた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か（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（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、その比重は従業員ベースで10%であるが、企業数では21%を占める。

以上の特性を持つ企業は、1999年以降、新興市場（ジャスダック・マザーズ・ヘラクレス）の整備とその後のIPOブームの進展とともに増加した。新興市場の上場企業数は、1999年からライブドアショックに見舞われる2006年までの間に1081社に達した。新興企業の産業分布は、IT関連（情報・通信）が40%、サービス産業が30%を占めた。これらの新興企業の企業統治は、支配株主と個人株主の保有比率が高く、負債に占める銀行借入依存度が高いという特徴をタイプⅡハイブリッド企業と共有していた。また、取締役の構成としては、インサイダー優位の構造をもった。他方、業績連動報酬の導入の傾向が高く、この特性が中途採用の多い雇用システムの特性と対応していた。組織面では、米国では、新興企業が専門的なスタンドアローンの形をとる場合が多いのに対して、



日本の新興企業は、子会社上場、M&A を通じてグループ化を進め、持ち株会社形態を取るケースも少なくない。

図 2 によれば、2002 年以降、外国人保有比率は増加しているものの、大きくは増加していない。また、07 年時点で社債/総資産が 1%を超える企業は 15%程度にとどまり、外部ガバナンスの変化は少ない。他方、執行役員制の導入は進展したが、独立取締役の採用が進展したわけではない。

=====  
表 3 IPO 件数 挿入  
=====

### 伝統的日本企業

1990 年代後半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。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・所有構造と組織アーキテクチャ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低い。外国人所有比率も低く、銀行・事業法人などのインサイダー所有の比率が高い。こうした企業は、内部ガバナンス改革や、雇用システム改革の取り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、情報公開度も低い。この伝統的日本企業は、すべて次元の軸で最大値を取る 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 (Jackson and Miyajima 2007, pp. 36-7)。部門的には建設、化学、電機、輸送機械に多く、その比重は、2002 年時点では従業員ベースで 25%であるが、企業数では過半に達する。

この伝統的日本企業では、2003 年以降、2 つの変化が生じた。第 1 に、一部の企業は、03 年以降、タイプ I ハイブリッドへの移行が進展した。ただ、そうしたケースは多くない。02 年から 07 年に外国人保有比率が 15%以上増加した企業が 332 社中 27 社にとどまる。

より大きな変化は、第 2 に、緩慢な淘汰と再組織化が進展したことである。2002~08 年末までに、伝統的日本型企業に分類された企業のうち 57 社が上場を廃止した。このうち 27 社が親会社、あるいはすでにブロックを保有していた企業によって買収され、12 社がライバル企業等によって買収された。ほかに、MBO が 3 件、民事再生法による上

場廃止が 12 件であった<sup>28</sup>。2002 年以降、多様な形を取りながら緩慢な淘汰の過程が進行したとみてよからう。

#### 4. 統治構造の多様化と企業行動

銀行危機以降、以上のように、日本企業の統治構造と組織アーキテクチャは大きく多様化した。では、こうした多様化は企業行動に実質的な影響を与えたのであろうか。

伝統的日本企業の絶頂期には、企業の投資は国内の実物投資が大部分を占め、また、M&A は少なくグリーンフィールド投資を中心としていた。しかし、1990 年代以降の日本企業の投資の重点は大きく変化した。技術水準のフロンティアへの接近、IT 革命に代表される技術革新の進展の結果、企業の投資の中心は、物的投資から R&D 投資に移動した。また、1999 年以降、日本企業は、新たな成長戦略としても、事業再組織化の手段としても、M&A を積極的に利用した。さらに、国内需要が低迷する中で、日本企業の実物投資の中心は、国内投資から対外直接投資へ移動した。

企業統治・組織アーキテクチャの変化は、このように重点移動を示した投資行動に実質的影響を与えた。その経路として注目されるのは、次の諸点である。

第 1 に、機関投資家の増加が R&D、M&A 投資に影響を与えた。蟻川・河西・宮島（宮島 2011、第 8 章）によれば、R&D に関して、機関投資家、特に海外機関投資家の増加は促進的に作用した。しばしば、機関投資家が経営の時間的視野の短期化をもたらすことが指摘されるが、同論文によればそうした証拠はない。同論文は、企業を連結総資産 3000 億円以上の大企業と、1000 億円以下の成熟企業、新興企業に分割し、R&D 支出のキャッシュフロー感応度に対する外国人投資家保有比率の影響をテストした。その結果、大企業の R&D 投資はキャッシュフローに影響されることが少なく、外国人保有比率の水準はこの感応度に影響を与えなかった。それに対して、1000 億円以下の成熟企業、新興企業では、R&D 支出のキャッシュフロー感応度が高いが、外国人投資家保有比率はその感応度を引き下げていた。つまり、外国人投資家は、ある種の保証効果を通じて、企業の R&D を促進していた可能性が高いとみてよい。

第 2 に、M&A に関しては、機関投資家の保有比率が高いほど企業の M&A を選択する確率が高く、逆に、取締役会が内部者から構成される傾向が強いほど M&A を選択する確率の低いことが明らかとなっている（蟻川・宮島 2009）。前者は、外部ガバナンスが市場

---

<sup>28</sup> この 57 社の他に 3 社が持ち株会社を設立のため上場を廃止した。

ベースに変化し、潜在的に買収の脅威の高まった企業ほど、自ら進んで M&A 戦略を採用する傾向を示し、後者は、取締役会が従業員の代表の側面の強い企業ほど、組織の融合のコストを回避するため企業は内部成長を選好したものと解釈できる。

また、分権的な組織形態の採用が M&A に実質的な影響を与えた。企業が持ち株会社を選択するのは、M&A を促進することを動機としていた。例えば、2005 年 4 月に発表された三菱化学ホールディングスの設立は、「M&A や他社との連携を容易にする」ことがその目的の一つとされた<sup>29</sup>。実際、2007 年傘下のウエルファーマーと田辺製薬の合併が実現した。蟻川・宮島（2009）のシステムテックな分析も、持ち株会社が M&A の選択確率を有意に引き上げることを報告している。

さらに、第 3 に、CG/OA の変化は企業の事業再組織化を促進した側面があった。外国人投資家はコアビジネスへの集中を望み、多角化をディスカウントする傾向がある。また、株価に関連した指標に企業経営の重点が置かれる結果、収益性の低い事業を縮小する圧力が強まる。さらに、機関投資家は付加価値のより大きな分配を求める。こうした資本市場の圧力は、収益性の低い事業の分離、生産性に応じた分権的な賃金決定を要求する。実際、Amdjian and Robinson (2005)、Amdjian (2007) は、企業の外国人保有が増加するにつれて、ダウンサイジングや資産売却の可能性が高まることを指摘している。

### 付加価値・利益分配

銀行危機以降の企業統治・組織アーキテクチャの変化が企業行動に与えた変化は、たんに投資、財務選択ばかりではなかった。CG/OA の変化は、付加価値分配のパターンをそれ以前から大きく変化させることとなった。表 4 パネル 1 は、東証 1 部非金融事業法人の集計レベルの付加価値分配が要約されている。そこから次の 3 点を確認することができる。

=====  
表 4 労働分配率  
=====

<sup>29</sup> 「三菱化、三菱ウエル、持株会社設立」『日本経済新聞』2005 年 4 月 27 日。同記事はさらに次のように続けている。「医薬業界は従来、化学会社の支配を受けることに抵抗があった。持ち株会社の下に当社と三菱ウエルが並立する形にすれば、その抵抗が和らげられる利点もある」。また、金融面でも、「株式移転により、三菱化学が保有することとなる持株会社株式について、株式交換による M&A などの投資戦略に利用したい」。

第1に、銀行危機以前に高水準を示した労働分配率は、Jackson (2007)も指摘するように、銀行危機後、1999年から低下し、とくにCG/OAが大きく変化した03年以降には大幅に低下した。もっとも、一般に、労働分配率は好景気の時に低下する傾向にあるから、バブル期(86-91年)と比較すると、03-07年平均はバブル期に比べても6%ポイント低い。また、パネル2の企業毎の単純平均で見ても、03-07年の労働分配率はバブル期に比して3%弱低下していた。第2に、労働分配率、及び金利支払いなどのシェアの低下の反面で、配当のシェアはバブル期の3.3%から7.1%に上昇した。しばしば指摘される通り、付加価値分配のパターンは、CG/OAの変化した03年以降、明らかに修正された。しかし、第3に、同時に注目されるのは、内部留保のシェアも6.5%から8.8%へと2.3%ポイント上昇したことであって、企業は、たんに配当として社外に流出させるだけでなく、内部留保を積み増した。この付加価値分配、利益金処分の動向は、「株主重視」で想定されるほど、配当性向が上昇していないというパネル2の結果とも整合的である。03-07年の配当性向の中央値は、バブル期に比して3%程度しか上昇していない。むしろ、違いが目立つのは、標準偏差が大きく拡大したことである。要する、2003年以降の回復局面では、労働に対する分配がマイナスを続ける中で、アウトサイダーへの配分、配当が増加するばかりでなく、同時に、インサイダーが少なくとも一部の配分権を持つ、内部留保も大きく増加したのである。

また、CG/OAの変化は、経営者CEOが配当削減と従業員の削減のどちらかを選ばなければならない財務状況に直面した場合の選択にも影響を与えた。松浦(2001)によれば、1990年代までの日本企業では、ROAが悪化した場合でも、雇用を圧縮した企業は同時に配当も圧縮し、雇用の圧縮のみ、または、雇用の圧縮と配当の引き上げを同時に行う企業はまれであった。しかし、久保(宮島2011、第10章)の推計は銀行危機以降、ROAの悪化に対する雇用削減の確率がそれ以前に比べて上昇し、この傾向は2003年以降さらに強まった。この点は、雇用調整速度が上昇したという近年の研究成果とも整合的である。日本企業は、全体として米国企業の行動に接近した。

しかも、より注目すべき点は、CG/OAの企業間の差が、この雇用の削減・配当圧縮に実質的な影響を与えたことである。例えば、久保(宮島2011、第10章)の分析は、外国人持株比率が高く、取締役改革を行った企業(変革企業、イブリッドタイプI)とほぼオーバーラップする)と、それ以外の企業(伝統企業、伝統的日本企業とオーバーラップする)にサンプルを区分した場合、伝統企業では、ROAが悪い時に配当のみ削減する

確率は 77.7%といぜん著しく高い。また配当のみ削減と配当・雇用のどちらも削減を合計した値は 83%に達し、逆に配当を維持し、雇用のみを削減するケースはわずか 0.8%であった。これに対して、変革企業では配当のみを削減する確率は 39.2%にとどまり、また、雇用のみを削減する確率が 9.8%と有意に高かった。外国人持株比率が高く、取締役改革を進めた企業（タイプⅠ ハイブリッド）では、業績が悪い時にも配当を削減しない傾向にあるといえる。このように、企業統治の変化は、企業の雇用調整・配当政策にも実質的な影響を与え、ハイブリッドタイプⅠ企業では、株主価値を重視した行動に変化しつつあるとみることができる。

### 事後的パフォーマンス

企業統治・組織アーキテクチャの変化は、企業の事後的なパフォーマンスに影響を与えた。第 1 に、外国人投資家の保有が企業パフォーマンスに正の影響を与えた点は、多くの研究が強調している。すでに見たように、外国人投資家はパフォーマンスの高い企業に投資する傾向が強いから、これまでの分析は、この逆の因果関係をコントロールすることに腐心してきた<sup>30</sup>。宮島・新田（宮島 2011、第 2 章）は、海外機関投資家のホームバイアスを考慮した同時推定を試み、外国人投資家が有意な経営の規律づけ効果を果たしたことを示した。それに対して、安定株主、インサイダー保有比率が高いほど、企業のパフォーマンスが低い点で、ほぼ一致している（Miyajima and Kuroki 2007）。

第 2 に、内部ガバナンス改革のパフォーマンス効果に関する実証分析の結果は、やや複雑である。執行役員制の導入は、ほとんどの研究でポジティブなパフォーマンス効果が確認できない。これは、組織改革が規模の縮小などの実質的な変化をともなわなないため、あるいは、他社に追随した側面が強いためとみられる<sup>31</sup>。それに対して、確実な点は、取締役会の縮小がパフォーマンスの上昇をもたらす傾向のあることである。取締役会の規模の縮小は、意思決定のスピードの上昇を介してパフォーマンスの改善に寄与した（胥・鈴木 2000、宮島・新田 2007、Miyajima 2007）。

他方、企業の内部者にとっては、私的便益の縮小を意味する外部取締役の効果について

---

<sup>30</sup> 最近の成果としては、岩壺・外木（2007）がある。

<sup>31</sup> 宮島・新田（2007）によれば、取締役会規模、執行役員制・外部取締役のいずれの指標でも、取締役会改革は、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、単に外部投資家に対するシグナル、企業の組織上の必要からのみでなく、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。

ては、齊藤（宮島 2011、第 4 章）が厳密な推計を通じてポジティブな効果を持ったことを示している。同論文の導入の決定要因の分析結果は、日本では導入の効果の大きい企業、つまり、フリーキャッシュフローの多い企業で導入確率が低い半面、社外取締役を導入した企業はしなかった企業よりも有意に利益率が改善していることを示している。つまり、社外取締役の導入は、仮に社外取締役が比較的活躍しにくいと考えられる企業であっても、企業業績の改善に貢献しているのである。

最後に、総括として、3つのタイプの企業パフォーマンスを比較しておこう。図3には、東証1部上場企業のパフォーマンス（ROA）の平均と標準偏差（パネル1）と、3タイプ別のパフォーマンスの動向が示されている。1997年まで低水準であった企業パフォーマンスの分散は、制度改革、組織の多様化が進展した90年代末以降拡大した。また、3つのタイプ毎にみると、90年代後半からすでに各タイプのパフォーマンスの格差が拡大していたこと、また、2003年以降、伝統的企業とタイプIハイブリッド企業のパフォーマンスの差が、安定的、またはやや拡大していることが確認できる。この結果は、1990年代前半の企業規模、資本市場における名声、企業パフォーマンスの差が機関投資家のホームバイアスや企業・銀行の自己選択を介して株式所有構造の分化を生み、この所有構造の差がそれ自体の規律づけ効果や、内部ガバナンス、組織アーキテクチャの改革促進効果を通じてパフォーマンスの格差を固定化、場合によっては、増幅するというダイナミックな関係があることを示している（宮島・新田（宮島 2011、第 2 章））。

=====  
 図3 企業統治・組織アーキテクチャ  
 =====

## 5. 制度変化のコスト

企業統治構造・組織アーキテクチャの変容は、以上のように、企業行動の変容を介して企業パフォーマンスに影響を与えた。企業パフォーマンスの分散の拡大は、CG/OAの変化に一因を見出すことができよう。ところで、2003年から2006年まで、日本経済は世界経済の拡大に支えられた穏やかなブームを経験した。しかし、2007年夏サブプライム問題の発生と前後して日本経済は減速し、リーマン・ショックによって日本企業は他の先進国に増して深刻なパフォーマンスの低下に直面した。総じて言えば、日本企業は、この間のCG/OAの大きな改革にもかかわらず、成長性・企業収益を十分に回復していない。

その一例は、日本の大企業の世界市場におけるプレゼンスの低下である。1993年フォーチュン誌「世界500社」において日本企業は141社を占め、収入ベースのシェアは35.2%に達した。それに対して、2008年に日本企業は68社、11.2%にとどまる。この間、米国企業は、1995年の30.0%に対して08年の28.4%とシェアを維持し、EU（スイスを含む）は、95年の31%から08年の36%へとむしろシェアを増加させている。この事実は、日本企業が他の先進国のライバル企業に対して規模・範囲の経済の実現の点で遅れをとり、それが組織効率の低下をもたらしていることを示唆する。

そこで、提議される疑問は、銀行危機以降、日本企業で発生した制度変化・ハイブリッド化が無視しがたいコストを伴っている可能性である。言い換えれば、関係ベースの仕組みと市場ベースの仕組みの結合、あるいは、制度内の階層化が資源配分効率、あるいは、組織効率にネガティブな影響を与え、日本経済の停滞、日本企業の競争力の回復の制約となっているのではないか。この見方が妥当するとすれば、どの程度、どの領域において、またどのようなメカニズムを通じてであるのか。以下では、この点について仮説的な見方を提示しておこう。

### 5.1 制度の固定性 (institutional rigidity)

制度変化の遅れが、企業パフォーマンスの停滞をたらしている可能性である。言い換えれば、旧来の制度がその生産性を低下させているにもかかわらず、新たな制度によってスムーズに代替されない可能性である<sup>32</sup>。典型的な事例は、伝統的日本企業の企業統治の再編成の遅れである。かつて、そこでは、低パフォーマンスが銀行介入のトリガーとなって、経営者の交代を促すという状態依存型ガバナンスが機能していた。しかし、銀行がモニタリング能力を低下させる一方、企業の現預金保有の増加の結果、銀行の関与する企業は減少した。他方、従業員によるガバナンスの作用は弱いから、経営者交代の企業パフォーマンスに対する感応度が低下した（久保 2010）。

このように、一部の伝統的日本型企业では、従来のメカニズムが後退する一方、それに代わるメカニズムが形成されていない。しかも、この事態は一時的というより、構造的であり、ある種の組織的固定化 (organizational lock in) に陥っている。既述の通り、97年の銀行危機以降、株式相互持合いの解消が遅れた企業は、資本市場からの圧力が弱いだけに、取締役改革への取り組みが遅く、ストックオプションの導入にも消極的で

---

<sup>32</sup> Hoshi and Kashyap (2001) もこの点を強調している。

ある。敵対的買収、大量買い付けが現実化した 2005 年以降の局面で、買収防衛策の導入や、また、必ずしも戦略的提携とは言えない相互持合いの強化に積極的であったのもこのタイプの企業であった（胥 2009、宮島・新田（宮島 2011、第 2 章）<sup>33</sup>）。その結果、本来淘汰されるべき企業の再編成が遅れ、資源配分上の非効率が発生している可能性がある。

もっとも、上場企業の中でもこうした企業は成熟部門に属する比較的小規模な企業であり、日本の企業セクター全体を見る限り、かつてゾンビとして注目されたこうした企業の比重は低く、緩慢に縮小しつつある（中村・福田 2008）。その意味で、問題は相対的に小さい。むしろ、日本の企業セクターにとってより深刻な問題は、これまで十分に認識されていないタイプ I、タイプ II ハイブリッド企業の抱えるコストである。

## 5.2 制度内の調整コストの上昇

銀行危機後の大企業に発生した市場ベースの外部ガバナンスへの移行と、関係ベースの内部ガバナンス・組織アーキテクチャの改革は、後者の制度内部における修正・階層化を伴い、この修正、あるいは、階層化の無視しがたい調整コストが企業の組織効率を引き下げた可能性がある。次の 2 局面のコストがとくに注目されるべきであろう。

第 1 の局面は、組織の分権化に伴うコストである。日本経済をリードする大企業は、外部環境の変化に対応してグループ化による規模の拡大を進め、これと並行して組織レベルでの分権化が進展した。しかし、このグループ化に伴う組織アーキテクチャの再設計はいぜん最適な組織を求める試行錯誤の過程にある。青木・宮島（宮島 2011、第 6 章）の分析によれば、問題は大きく 3 つある。

- ① 過度の分権化にともなうコストである。分権度の決定要因に関する分析によれば、多角化が進むほど、内部組織・子会社のいずれも、権限の委譲が進展した。また多角化企業ほど、組織面ではカンパニー制などの分権的組織の採用が進む傾向のあることも確認できる。しかし、行き過ぎた分権化は組織効率に悪影響を与える恐れがある。例えば、本社の統制力の相対的低下が、「選択と集中」を遅らせた一因になった可能性が強い。また、利益責任の強化は、自部門（自社）に直接利益をもたらさない開発・業務が回避される傾向を生む。さらに、複数の独立した事業単位、完全子会社がそれぞれ間

---

<sup>33</sup> この長期雇用と買収防衛策の補完的な関係は、国際的にも観察される（Pagano and Volpin 2005）



接部門をもつため、資源の重複が生じる。こうした問題は 2004 年前後から意識され、カンパニー制を最初に導入したソニーも、組織形態の見直しを行った。また、IT バブル崩壊後に大幅な権限移譲をとまなう組織改革を実施した企業も、各事業組織の横断的な結合の強化やシェアードサービスの導入を通じて事業間の連携や重複する管理機能の共通化を試み始めた。

- ② 逆に、必要な分権化自体が遅れているケースが存在する。事業ポートフォリオの地理的多様性を増加させるグローバル化は、多角化と同様に、経営者と事業部門間の情報の非対称性を拡大し、エージェンシー問題やコーディネーション問題を深刻化させるから、その進展は分権化を促進することが予測される。しかし、青木・宮島（（宮島 2011、第 6 章））の分析では、そうした関係はシステムテックには確認できず、むしろ、海外売上高比率が高いという意味でグローバル化が進展している企業ほど、子会社に対する戦略的意思決定の分権度は低かった。この結果は、日本の親会社が海外子会社に対する支配権を強く維持していることを意味する。この強い支配権の要因としては、生産機能中心の海外子会社の戦略的位置づけが依然として低いことに加えて、急速にグローバル化が進展したために、海外子会社に対するガバナンスの整備が遅れている可能性が指摘できる。例えば、2010 年に発生したトヨタのリコール問題は、この最適な権限配分の遅れに起因する可能性が高い。グローバル化の急速な進展に分権化が追いつかず、海外現地法人の意思決定に遅れた面と、逆に、分権化に対応したモニタリング体制が不十分であった面の両方の結果として、リコール問題が深刻となったと考えられるからである。
- ③ 分権化の進展にもかかわらず、それと補完的な制度の設計が不十分という意味で、内部組織のガバナンスに関する効率的な組織設計の課題が残っている<sup>34</sup>。例えば、権限の移譲は進展したが、一部の企業では、権限移譲に整合的なモニターと報酬制度の設定が整備されていない。また、撤退の基準が明確に設定されていないか、設定された場合も、実際には厳格に運用されていないため低収益部門からの撤退が遅れるという非効率が生ずる。しかも、とくにこの問題が深刻なのは子会社であった。権限委譲とモニタリングの補完性に焦点を合わせた分析によれば、内部組織のガバナンスに関しては、戦略的意思決定の分権度が高い企業ほど、社内資本金制度など内部資本

---

<sup>34</sup> この点を初めて指摘したのは、伊藤・菊谷・林田(2002)である。その視角から実証分析を試みた宮島・稲垣(2003)参照。

市場に関する制度的基盤が充実し、人事の分権度が高いほど、資産効率など利益指標に基づく事後的モニタリングが強いという関係が確認できた。それに対して、子会社に関しては、分権度に応じて事後的モニタリングが強化されるという証拠はなく、権限は与えるがモニタリングは弱いという不整合な状況にあった。つまり、現状では、子会社には結果責任を伴わない過剰なフリーハンドが付与されており、モラルハザードやグループ戦略からの逸脱などの危険性がある。

第2に、雇用システム内の問題としては、成果主義の導入の持つコストがあげられる。成長の鈍化と正規従業員の高齢化を背景とした成果主義の導入が常に効果を上げるわけではない。一方で、企業特性から見て、成果主義の導入が必ずしも合理的でない企業が賃金コストの削減のみを動機に成果主義を導入する場合、かえって従業員の働く意欲をそぐ可能性がある。他方、技術・事業の特性から成果主義が従業員の意欲に貢献する場合であっても、成果主義の導入は補完的な制度を導入しないと成果を上げない。これまでの研究は、成果主義の導入にあたって、評価基準や評価結果のフィードバックなど人事評価過程における情報公開度が高いほど、従業員の満足度が高まること（守島2004）、また、成果主義の導入は、「裁量範囲の増大」や「仕事分担の明確化」などといった働き方の変化が伴う場合、及び「能力育成の機会」が提供される場合に限って勤労意欲に対して正の影響を与えるという結果を示している（玄田・神林・篠崎、2001、大竹・唐渡2003）<sup>35</sup>。

### 5.3 ハイブリッド化のコスト

市場ベースと関係ベースという異なったモードの結合を意味するハイブリッド化が新たなコストを生み出している可能性がある。

第1に、制度間のモードの違いのために、追加的な調整コストが発生する。タイプIハイブリッド企業では、いまや支配的となった内外の機関投資家に対して、自社が自己監査の危険から自由であるというシグナルを送るために、外部取締役を導入する可能性がある。しかし、外部取締役の導入がモニターやアドバイスを通じて企業価値の上昇に寄与するか否かは、企業が直面するビジネス環境や技術・事業構造などの幾つかの条件に依存し、また、外部経営者市場の形成されていない日本ではその選任のコストは大きい。実際、齊

---

<sup>35</sup> 詳しい整理は、齊藤・野田・菊谷（宮島2011、第5章）参照。

藤（（宮島 2011、第 4 章））の分析結果は、外部取締役導入が合理性を欠く企業でかえって外部取締役を導入している可能性を指摘している。

他方、アウトサイダー優位となった所有構造は、内部者から見れば不安定である。例えば、受託者責任を負う機関投資家は、買収提案が十分なプレミアムを伴っていれば（実務的には 35%程度と言われる）、それが企業価値の創出面で問題含みであっても応ずる可能性があり、この可能性は経営者に潜在的な脅威を与える。そのため、一部の企業には、他社の株式を保有することのリスクが大きいにもかかわらず、コストを支払ってでも株主を安定化する誘因がある。実際、宮島・新田（（宮島 2011、第 2 章））の推計結果は、海外機関投資家の保有比率の上昇した企業で、2006 年以降、事業法人間の相互保有が増加したことを報告している。

第 2 に、これまでワークしていた制度間の補完性が失われ、そのため企業行動にバイアスが発生した可能性がある。例えば、タイプ I ハイブリッド企業は、資本市場の強い圧力に直面しているとはいえ、いぜん企業統治ではインサイダーが優位しており、そのため、戦略的意思決定にバイアスが生ずる可能性がある。一つは、負債が投資行動を過度に制約する可能性である。企業にとって、外部環境の変動や不確実性が上昇すれば、従来と同じ負債比率であっても、その倒産リスクは上昇する。他方、メインバンク関係の後退や株式相互持合いの解体は、従来のリスクシェアリングのメカニズムが消失したことを意味する。こうした条件の変化が、企業経営者、（あるいは企業に長期に勤続し、埋没コストの大きいコア従業員）に意識される「最適」な負債水準を引き下げた可能性がある。この点は、前期に負債を増加させた企業ほど R&D 投資が抑制され、この傾向は負債水準の高い企業で増幅されるという推計結果とも整合的である（蟻川・河西・宮島（宮島 2011、第 8 章））。また、広田（（宮島 2011、第 9 章））は、日本企業が 1990 年代後半以降も企業の存続可能性を重視して財務政策を選択していること、その結果、期初の負債比率が高ければ高いほど負債を圧縮する（低い負債比率を選択する）傾向の強いことを示した。

また、IT 関連などビジネス・チャンスの多い分野の企業群では、企業経営者にリスクをとる意思があるにもかかわらず、ベンチャーキャピタルの形成をはじめとする市場ベースの仕組みが未形成であるため、リスクマネーの供給が停滞し、資金面からイノベーションが制約されている可能性がある。蟻川・河西・宮島（（宮島 2011、第 8 章））の分析によれば、上場後 15 年以内の新興企業の R&D 投資は、成熟企業と異なって、キ

キャッシュフローに感応的であり、資金制約に直面していると考えられる。しかも、より重要な点は、これらの企業の R&D が増資に感応していないことである。新興企業は資金制約に直面し、しかも、増資による調達に困難であるという事実は、理論的想定や米国の IT バブル期の資金調達の実体とも大きく異なる。また、同様の資本市場の整備の遅れは、新興企業の IPO のケースでも確認できる。宮島・新田・宍戸（（宮島 2011、第 7 章））の分析は、独立系企業が IPO に当たって大きなディスカウントに直面した点を指摘している。いずれのケースも、タイプ II ハイブリッド企業では、契約ベースの CG/OA が形成される反面、それと補完的な制度整備が遅れているために資金配分面の歪みが発生している可能性を示唆している。

#### 5.4 新たな制度間の補完性の形成の遅れ

最後に、制度間の補完性が新たに形成されていない可能性が指摘できる。この 2 つのタイプのハイブリッド型企業は、図 4 の通り、異なった経路を通じて出現したが、人的には労働市場を介してダイナミックな補完性の作用する可能性があった。タイプ II ハイブリッド企業の一部は、大企業を退職して起業した経営者に率いられ、また、事業再組織化を進めたタイプ I・ハイブリッドからの退職者を雇用した。こうした労働市場の流動化は、タイプ I 企業の従業員にとって、長期雇用を継続することの価値と外部就業機会の価値の乖離を縮小させることとなる（Aoki 2010）。理想的には、タイプ II 企業の成長がタイプ I 企業の従業員に雇用機会を与え、そのことがタイプ I 企業の雇用システムの革新を支えるという関係が形成されることが望ましい。他方、タイプ I ハイブリッドもタイプ II 企業から有力な人材を中途採用で確保するというのが、2 つのタイプの企業群が補完的に成長するシナリオである（Aoki 2010）。ただ、実際には、タイプ I とタイプ II の間の労働力の移動はいまだ小さく、期待されたダイナミクスが十分に形成されているとはいえない。

=====  
図 4 システム進化  
=====

## 6. 危機後の企業統治の再設計に向けて

### 6.1 リーマン・ショックのインパクト

1997年の銀行危機以降、日本企業は多元化・ハイブリッド化し、その移行過程は必ずしも十分に認識されていないとはいえ、無視しがたいコストを伴った。ところで、2007年夏のサブプライムローン問題に端を発する今回の金融危機では、日本企業の企業統治は、97年の銀行危機時とは異なって、危機の直接の原因ではなく、危機はもっぱら外生的なショックによっていた。この点で、日本危機は、危機の震源の米国・英国ではなく、輸出の急減から急速な景気後退に陥ったドイツのケースに似ている。日本の金融機関の損失は小さく、報酬制度が金融機関の過大なリスクテイクをもたらした形跡はない。しかし、逆に、世界金融危機が日本の企業統治に与えたインパクトは大きい。次の3点がさしあたって重要であろう。

第1に、リーマン・ショックは、1980年代から継続した市場化に対する懐疑を生み出す契機となった。これまでモデルとされていた米国モデルの信頼性が大きく揺らいだ。また、危機後の海外機関投資家の日本株の売却などのボラタイルな動きは、企業経営に深刻な悪影響を与え、「行き過ぎた市場化」批判の登場を促すこととなった。第2に、リーマン・ショック後の生産の回復の遅れは、国内の成熟化、過剰設備を顕在化させることとなった。事業再組織化の必要がいま一度増加したのである。第3に、世界経済の成長の中心が新興国・資源国に移動し、日本企業の海外進出がさらに加速し、円高がその促進要因となった。日本の大企業は、海外資産を急速に増大させており、多国籍化が進展した。

## 6.2 再設計の視点

こうした世界金融危機後の新たな環境の下で、危機後の企業統治の再設計の動きが始まっている。東京証券取引所は、上場ルールの改正、さらに、2010年5月からは上場会社を対象とする公開会社法の検討が始まった。危機後の企業統治の再設計にあたって重要な点は、日本企業が多様化し、それぞれの直面する課題、抱える問題が異なることである。そのため、企業統治の再設計にあたって、one size fits all、つまり、全ての企業に妥当する解決策はない。

各タイプの企業が直面する問題を要約すれば、表5の通りである。タイプⅠ企業の直面する重要な課題は、機関投資家の増加に対応した企業統治のファインチューニング、成長部門の拡大、低収益部門の撤退を可能とする内部資本市場の整備にある。それに対して、タイプⅡ（新興企業）では、企業経営者のリスクテイクを促進する一方、支配株主

と少数株主の利益相反問題を解決する必要がある。さらに、伝統的日本企業では、事業再組織化やフリーキャッシュフロー問題の解決が重要な課題である。

=====

表5 課題の多様化

=====

このように、現代の日本企業では、直面する課題が異なるため、制度改革が非対称な結果を生む可能性がある。既述の通り、伝統的日本企業では、外部ガバナンスの変化の遅れが取締役会の機関設計や報酬制度などの内部ガバナンスの改革の遅れに繋がり、その結果、低いパフォーマンスが継続する一方、機関投資家の投資が進まないという組織的な固定化に陥っている。これから脱却するためには、規制の強化による持合いの解消の促進、外部取締役の義務化、企業側に厳格な買収防衛ルールの設定などが重要な方策となるが、これらを一律のルール・法制として強制すると、タイプIハイブリッド企業に無視しがたいコストを発生させる可能性がある。そのため、危機後の企業統治の再設計は、制度の導入による非対称な効果を考慮することが不可欠である。

また、企業システムを構成する要素は相互に関連している。例えば、報酬制度の機能は、株式所有構造、債権者の関与などの外部ガバナンスのあり方、取締役会の機能と密接な関係を持ち、他方では、従業員のインセンティブシステムや企業内部の権限の分配の仕組みといった組織アーキテクチャとも補完的である。そのため、報酬制度の設計は、これらの補完的な制度との整合性を図る必要があり、それだけを単独で変更しても十分な効果を上げないし、場合によっては、他の制度のワークにも悪影響を与える。

以上要するに、今後の企業統治の再設計にあたっては、日本の企業統治の課題の多様化、さらに、制度間の補完性を考慮した冷静でかつ正確な実証分析に基づく議論が必要であろう。以下、本稿が焦点を当てた企業統治・組織アーキテクチャを中心に論点を提議する<sup>36</sup>。

## 6.3 再設計のアジェンダ

### 6.3.1 外部ガバナンス

#### 経営権の保護と持ち合いに依存しない仕組みの創出

外部投資家との関係で検討を要する第一の課題は、経営者を資本市場の攪乱的な影響

<sup>36</sup> ただし、以下では企業統治と内部組織の再設計に論点を限定し、雇用制度、金融機関・ファンド・資本市場規制の検討は今後の課題とする。

から、いかに、どの程度保護するかという問題である。一般に、企業統治を設計する場合、株主保護、すなわち少数株主の利益を経営者あるいは支配株主の専横からいかに守るかが焦点とされる。しかし、1997年以降、企業の所有構造がアウトサイダー優位の方角に大きく転換した日本の場合、改めて外部株主の攪乱的介入から経営者をいかに守るかが重要である。この点は、機関投資家を中心にアウトサイダー所有の増加したタイプⅠハイブリッドに該当し、また、個人株主比率の高いタイプⅡハイブリッドにも別の形ではあるが該当する。

理論的には、資本市場・株主の介入から経営者を保護する必要は、企業価値の上昇・イノベーションの源泉を経営者の裁量に求める見方（Burkart, Grombo and Pannazi 1997、Agihon and Bolton 1997）や、近視眼的な市場圧力（Stein 1989）などから正当化されてきた。また、実際にも、先進各国は様々な制度を通じて、経営者の自律性を株主の攪乱的介入から保護してきた（江口 2010）。例えば、米国では、法的に株主（株主総会）に認める権利を大幅に制限する一方、取締役会に大きな権限を与えることによってこの問題に対処してきた。他方、英国では、株主（株主総会）に与えられる権利が大きい一方で、買収における全部買い付け義務や、少数の機関投資家の協調によって実現される介入の予見可能性が経営者に自律性を保証している。また、大陸ヨーロッパでは、法的に株主権が強い枠組みのもとで、種類株の利用、ピラミッド型組織が経営権を保護してきた<sup>37</sup>。同様に、1997年まで日本に支配的であった株式持合いは、法的に保障された株主権が強い法的環境の下で、経営権を株主の攪乱的影響から保護する仕組みとして形成され、上記の先進各国の仕組みと同様の経営権保護の機能を果たしてきた。

しかし、1999年以降、持合いは急速に解消し、08年秋のリーマン・ショック以降には、外国人投資家の資金逃避が企業経営に影響を与えている。こうした環境は、企業規模の大きなタイプⅠハイブリッド企業ですら買収の潜在的危機にさらされていることを意味する。資金的余裕をもつ買収主体が、ファンディメンタルヴァリューに比して過度に高い価格で買収を仕掛けるケース、あるいは、株式市場の一時的なミスヴァリエーションによって買い手の株価が過大評価されるか、逆に、ターゲットの株価が過少評価された場合を想定してみよう。アウトサイダー保有が過半を超えた日本企業（タイプⅠハイブリッド企業）は、重大な脅威に直面することとなる。

もっとも、従来型の持合いを「復活」させることは、もはや正当性も現実性も持ちえ

---

<sup>37</sup> もっとも、大陸諸国の場合、経営者の私的利益が過剰に保護されている可能性もある。

ない。機関投資家の監視は厳しく、戦略的保有以外の他社の株式保有は困難である。また、一定以上の保有株式の減価に対して減損処理を義務付ける時価会計導入は、企業の株式保有のリスクを引き上げた。実際、「戦略的提携」を試みた多くの企業は、リーマン後には深刻な保有資産の減価に直面した（宮島・新田（宮島 2011、第 2 章））。この意味で、タイプ I ハイブリッド企業にとって、機関化の進展した株式所有構造を前提として、持合いに依存しない新たな仕組みをいかに創出するかは重要な課題である。

また、外部株主からの経営権の保護は、タイプ II ハイブリッド、あるいは新興企業にも妥当する。この場合、解決すべき問題は、企業経営者のイニシアティブの維持と資金調達上の必要をいかに両立させるかにある。成長過程にある新興企業は、増資を通じて資金調達上の制約を回避しようとする。しかし、企業家によるこの増資の選択は、それに伴う株式の分散と株主の介入に対する危惧によって制約される。リスクの高いハイテク産業では、エクイティ・ファイナンスの合理性が高いが、もし支配権の低下に対する危惧のために新興企業の増資が実現されないとすれば、その経済的な損失は大きい。

以上の経営者を株式市場の過度の介入から保護するための制度設計の論点としては、次の 3 点が重要であろう。

第 1 に、法的には、種類株（複数議決権株式）の発行が一つの有力な選択肢である。普通株式よりも一株当たりの議決権数の多い株式の発行を許すこの仕組みは、事業成長に伴う支配株主の議決権の希薄化を回避する目的から広く利用されてきた。もっとも、その効果が発揮されるのは、IPO 前の企業など大株主が存在する場合であり、我が国では新興企業に妥当する。それに対して、すでに発行株も多く、株式が広く分散しているタイプ I・ハイブリッド企業では、発行市場の措置である種類株の発行に大きな効果を期待できない。

第 2 に、アウトサイダーの保有比率の上昇したタイプ I ハイブリッド企業では、議決権行使を視野に入れた株主（例えばヘッジファンド）に対する何らかの規制が想定される<sup>38</sup>。英国では、取締役会の独立性要件を規制することによって、既に大量の株式を保有する大株主（機関投資家）が取締役会を支配することを困難としている<sup>39</sup>。また、議決権の

---

<sup>38</sup> 他に従業員株主の増加があるが、従業員のリスク分散から見ると、過大な期待をかけることはできない。

<sup>39</sup> 英国の統合規範は、取締役の過半が独立と認められることを求めている。ここでいう「独立」とは経営陣からの独立のみならず、10%以上の大口株式保有者からの独立も意味する。江口 (2010)



行使のコストを全部買付義務などの措置で引き上げている<sup>40</sup>。もちろん、英国における投資家の規制は固有の条件に支えられているから、安易な移植は困難だが、適切な規制の検討が望まれる。

第3に、以上の議決権行使の濫用を抑止する法的措置に加えて、機関投資家の行動に対する企業の予測可能性を引き上げる仕組みを設計することが重要であろう。英国では、株主の介入の予見可能性は、機関投資家間の協調によって支えられ、しかも、法的にそうした協調が許されていることが、重要な条件である。英国型の仕組みの導入を検討する場合、この点の整備が不可欠である。

### インサイダー保有の規制

上記の経営権の保護の対極には、少数株主権の保護がある。1997年以降の法制度改革は、基本的にこの側面の強化を意図して実施された。しかし、既述の通り、安定保有比率が高く、資金調達を借入れに依存する伝統的日本企業はなお無視しがたく存在する。株式相互持合いの高い企業群が、フリーキャッシュフローを抱える傾向の強いこと（胥2007）、M&A戦略の採用に消極的なこと（蟻川・宮島2009）、パフォーマンスに対して負の効果を持ち、特にその傾向は2003年以降拡大していることは、多くの実証研究が共通して指摘している。他方、2006年以降には、大量買い付けの対象となった企業が持合いを復活させる傾向が強いから<sup>41</sup>、経営者のエンtrenチメントを抑制する意味からも持合いの規制、さらにその解消の促進措置の整備は重要な課題である。この文脈では、2010年3月に導入された持合情報の開示の義務化は、重要な一歩であった。この義務化がインサイダー保有を維持するこのタイプの企業群に対してどのような効果を持つかに今後注目する必要がある。

資本市場の適切な圧力、あるいは少数株主の保護は、タイプIIハイブリッド、新興企業でも別の角度から重要である。このタイプの企業は、支配株主が実質的株式を所有する一方、少数株主は個人株主が多く、株主のフリーライド問題から企業家型経営者の帝国形成、発行市場における問題があるファイナンス手法の採用（例えば、既存株主の利益に反する第三者割当増資など）といった問題が発生する可能性がある。前者に対して

---

<sup>40</sup> また10%以上の株式保有者が係わる関係当事者取引については、株主総会で承認を得ることが求められる。（江口2010）

<sup>41</sup> 詳しくは、胥（2009）、蟻川・光定（2008）、宮島・新田（（宮島2011、第2章））参照。

は、銀行等の大株主が監視の中心を担うことが期待され、後者に対しては、今後一層の資本市場の整備が不可欠であろう。

### 状態依存型ガバナンスの再構築

メガバンクの再建と不良債権問題の収束した 2005 年前後には、ソフトな予算制約とクレジットクランチの並存という事態はほぼ解決された（Arikawa and Miyajima 2007）。ところで、資金供給を銀行借入に主として依存する伝統的日本企業では、長期的取引を基礎とした顧客の情報を蓄積した銀行の企業統治における役割はいぜん大きい。銀行が、必要な場合、経営者の交代のトリガーを引き、再建計画の設定に主導的な役割を演ずることが期待される。しかも、世界経済危機後、国内市場向けのこれらの企業群の再編成は本格化する可能性があり、メインバンクの重要性はいつそう上昇する。また、1990 年代末から増加したタイプ II ハイブリッド（新興企業）でも銀行の潜在的役割は大きい。一般に、資本市場からの調達价格合理とされる IT 関連の企業でも、日本ではジャンク債市場や新興市場が未整備なため、銀行貸出しの重要性が高い。実際、蟻川・河西・宮島（宮島 2011、第 8 章）の試算でも、新興企業の R&D 投資は米国とは異なって銀行借入の増減との相関が高く、しかも、その関係は負、つまり、前期に負債が増加すると当期の R&D が減少するという関係があった。したがって、これらの企業群では、R&D 投資成長資金の供給源として銀行部門が一定の役割を演じ続ける可能性がある。また、新興企業は起業家型経営者のリーダーシップに依存しているため、その暴走を抑止するための株式保有を基礎とした銀行の関与は、経営の規律付けとしても意味がある。

以上の意味で、新興企業と伝統的日本企業群で、銀行はなお重要な役割を演ずる可能性がある。しかも、2000 年代初頭から銀行部門の再編成が進展してメガバンクが形成され、行内の内部統制も整備された。また、2002 年前後を境に、不良債権処理が進展するとともに、メガバンクの財務的健全性はほぼ回復し、財務危機企業に対する資金引き揚げが「信ずるに足る脅し」として機能する条件が整いつつある。また、小佐野・堀（宮島 2011、第 1 章）は、協調融資に参加する地方銀行の離脱の可能性（メイン寄せ）が顧客企業に対するメガバンクのモニタリングのインセンティブを与える可能性を示している。もっとも、状態依存型ガバナンスを再構築するためには、少なくとも 3 つの条件が必要であろう。

第 1 に、銀行の優位が私的な情報生産にある以上、審査部の充実が不可欠である。1990

年代には、不良債権処理に追われたため、十分な審査能力を備えた人材の育成が遅れたといわれる。審査の質の向上のためには、人材育成が急務である。

第2に、金融危機後の環境のもとで財務危機に陥った企業の再建は容易ではない。銀行には資産売却やコストの削減など財務面のスリム化を主導する点ではノウハウは蓄積されているが、新たなビジネスモデルの構築など企業価値を創出する再建計画の設定に関して銀行の力のみでは限界がある。そのため、顧客企業の再建に関与する場合、今後バイアウトファンドやコンサルティング会社との幅広い連携・協調が不可欠であろう。

この条件が満たされた上で、第3に、制度的な要因としては、銀行の株式所有に関する規制緩和が必要であろう。既述の通り、銀行が顧客企業の株式保有を継続するインセンティブは低下している。銀行が積極的に関与するためには、近年強化された銀行の顧客企業に対する規制の見直しが必要である。

### 6.3.2 内部ガバナンス

#### 取締役改革：外部役員への促進

内部ガバナンスの再設計の第1のアジェンダは、取締役改革である。機関設計の問題は、既述の通り、取締役会規模の縮小、執行役員制の普及を通じて、2004年前後までにはほぼ一巡した。他方、外部取締役の導入は漸進的であり、現在の焦点はこの外部取締役の導入を促進すべきか否かである。

齊藤（（宮島 2011、第4章））が的確に紹介しているように、外部取締役の導入が長期的な企業価値の最大化にとって常に合理的であるとは限らない。現・預金比率が高いようなエージェンシー問題が深刻な企業、あるいは規模が大きく、多角化が進展するなど外部のアドバイスが必要な企業では、外部取締役の有効性は高いが、監視・助言に必要な情報が企業特長的であり、外部取締役によるその獲得が困難である場合には、内部取締役が合理的であることが知られている（Adams and Ferreira 2007, Harris and Raviv 2008）。日本企業でも、自動車産業などのすり合わせ型企业では、取締役と執行役員との兼任が意識的に維持され、外部取締役の導入が周到に回避される一方、総合電機のように、多角化が進み戦略的意思決定の分権度の高い企業では、経営と執行の意識的分離と同時に外部取締役の採用が進展していた。その意味で、外部資本市場の圧力の強いハイブリッドタイプ企業では、自律的ガバナンスが作用し、環境変化に対応した最適な取締役会の選択が進展しているとみてよい。この点に注目すれば、外部取締役を一

律に強制することは弊害が大きい。

もっとも、タイプⅠハイブリッドの企業では、機関投資家が増加した環境の下で、既述の通り、取締役会のファインチューニングが不可欠である。経営者の選任、報酬の決定にあたる取締役の構成を企業のインサイダーが決定するという現状は、いまや過半を占めた機関投資家にとって、内部者からなる取締役会には透明性の欠如と映るのは避けられない。そのため、外部取締役が合理的ではない場合でも、外部取締役の採用する圧力に直面することとなる。今後、タイプⅠハイブリッド企業は、その選択に対する一層明確な説明が必要となろう。

他方、タイプⅡハイブリッド企業では、成長可能性が高く高度な技術に依存するため、外部取締役の合理性が低い。他方で、内部の自律的コントロールが未形成なために、取締役会に内部者=創業者の暴走を阻止し、過度の報酬の設定を抑制する役割が期待される。また、伝統的日本企業では、深刻なエージェンシー問題に直面しているため、外部取締役の有効性が高いにもかかわらず、インサイダーの私的利益のためにその導入が遅れている可能性が高い。東京証券取引所は、2009年末に、上場会社一般に対して、「独立役員」（一般株主と利益相反が生じる恐れのない社外取締役または社外監査役）を1名以上確保しなければならない旨を企業行動規範の「遵守すべき事項」として規定した。こうしたゆるい形で義務化を促す一連の措置は、上記のタイプの企業の内部ガバナンスの改善にプラスに作用する可能性が高く、今後の運用が注目される。

### 報酬制度改革

内部ガバナンスの再設計の第2のアジェンダは、報酬制度改革である。成長部門の拡大と成熟部門からの撤退が求められている環境の下で、経営者に果敢なリスクテイクを促す業績連動報酬の持つ意義は大きい。しかも、2000年以降、役員報酬は上昇しているものの、業績との連動度はいぜん低いから、その適切な設計は金融危機後の企業統治の再設計に向けた重要な課題といえる。率直に言って、日本企業の報酬の現状は「非常に高額な報酬やストックオプションが経営者の経営姿勢を過度に短期的なものとする」という批判が妥当な状況ではない。現在、要請されているのは、経営者に対してリスクに見合った水準の報酬を「運」の要素を適切に排除して設計することである。

タイプⅠハイブリッド企業では、業績連動報酬・ストックオプション付与の必要度や期待される効果は中程度である。長期の勤続とそれに基づく熟練に依存する側面が強い

これらの企業では、コアの従業員のインセンティブとの整合性を維持する必要性が高く、経営者報酬を過度に業績に連動させることは、従業員の動機付けの点でもコストが大きい。したがって、こうしたタイプⅠハイブリッドの企業群の報酬制度改革としては、第1に、組織アーキテクチャとの整合性を維持する形で報酬制度のファインチューニングを図ることが重要である。第2に、機関投資家の増加に対応して、報酬決定の透明性を高めることが重要である。内部昇進者から取締役会が構成されるハイブリッド型企業は、内外の機関投資家から報酬決定にあたって内部者の利益が過度に重視される危険があるとの批判を避けられない。この批判に答えるためにも、過半数の外部役員からなる報酬委員会を設置するなど外部から分かりやすい仕組みを作る一方、自社の報酬制度が組織アーキテクチャに整合性があることを自発的に説明することが求められよう。この点で、報酬開示の促進になんら躊躇する必要はない。

業績連動度の高い報酬制度、特に経営者のストックオプションの役割が大きいと見られるのは、リスクの高いR&D集約産業を中心に展開する新興企業（タイプⅡハイブリッド）である。しかも、これらの企業群では、経営者の持ち株比率が高い反面、個人株主の保有が多く、外部大株主による経営陣に対する直接的なモニターが弱い。そのため、報酬制度が企業統治において果たす潜在的役割は大きい。また、事業分野が限定されているため、中核従業員の報酬制度を業績と連動させることは相対的に容易であり、こうした成果主義の側面の強い雇用システムと業績連動的な経営者の報酬制度は整合的である。報酬制度の設計の方向としては、これらの企業群の直面する外部環境の変化が激しいため、事業の外部環境の変化、つまり、「運」の要素を取り除く報酬制度の設計が重要である。そのためには、久保(2010)の指摘するように、長期的な業績指標を用い、同業他社との差を重視した相対的な業績指標を利用することが望ましい。

最後に、伝統的な日本企業では、これらの企業の多くは成熟部門に属し、事業再組織化の必要性が高いから、経営者や従業員にリスクを取ってでも、経営革新を促すインセンティブの仕組みは望ましく、業績連動度の高い報酬、特にストックオプションの制度の潜在的な重要性は高い。

しかし、その反面、社歴の長いこれらの企業群では、長期雇用が維持されているから、従業員と格差のある報酬設定には抵抗が大きい。また、外国人投資家の保有比率が低いため報酬制度を変更する外部からの圧力も乏しい。さらに、負債比率が高いためリスクをとる仕組みであるストックオプションの利用には債権者からブレーキがかかる等の

要因も作用している。したがって、このタイプの企業の報酬制度の問題点は、企業統治や組織アーキテクチャからみれば、報酬制度の改革が望ましいにもかかわらず、その改革が遅れている点にある。そこで、いかに改革を促すかが問題となる。

さらに、このタイプの企業群の報酬制度を検討する場合は、次の2点に考慮する必要がある。

第1は、外部ガバナンスの再構築と報酬制度をセットで考える必要がある。これらのタイプのコーポレート・ガバナンスの問題点は、メインバンクが後退したにもかかわらず、外国人投資家などの資本市場の圧力が弱く、外部ガバナンスが弱体化している点にある。したがって、この外部ガバナンスの再構築を欠いたまま報酬制度を変更しても、効果が乏しい。今後、外部ガバナンスの中心に、財務健全性を回復したメガバンクが再び復帰するのであれば、業績連動型報酬の導入の必要性は小さい。それに対して、プライベート・エクイティなどの主体が事業再組織化に関与するのであれば、株式連動報酬を大胆に導入したり、経営者に大規模のストックオプションを付与することが外部モニターとの利害を一致させるという意味で望ましい。

第2に、仮にこのタイプの企業群の役員報酬制度の業績連動度を高めるとすれば、従業員に対する報酬制度を同時に変更することが不可欠である。このタイプの企業では、今後積極的に事業再組織化を図る必要がある。それを促進するためには、経営改革や事業売却による M&A の成功によって得られる企業価値の上昇を従業員が享受できる仕組みの創出が条件となる。小佐野(2005)も指摘するように、従業員に対してもストックオプションの付与や従業員持ち株制度を活用し、こうした従業員のインセンティブシステムの変更とセットとして、積極的な事業組織化を可能とする業績連動的な報酬システムを設計することが重要である。

### 6.3.3 事業単位のカバナンス

銀行危機以降の日本企業で新たに浮上した企業統治上の問題は、持ち株会社化、グループ化にともなう「2層のエージェンシー問題」である。

既述の通り事業ポートフォリオの多角化と事業の国際展開を背景として、日本企業では、グループ化が急速に進展する一方、持ち株会社の利用が進展した。こうした動きは、タイプⅠハイブリッドの企業群のみでなく、1999年にいち早く持ち株会社制を導入したソフトバンクに代表されるように、新興のタイプⅡ企業にも妥当する。この企業グル

ープにおける企業統治上の問題は、独立性を高めた事業子会社が「暴走」して親会社・親会社株主に損害を与えるケースであり、実際にバブル期からバブル崩壊期にそうした事例があった。しかも、近年の新しさは、持ち株会社を採用した結果、持ち株会社の株主がかつては自社の事業部として発言権が及んでいた事業単位に対して十分に発言できなくなる、あるいは、子会社の情報開示について事業部に比べて低下する恐れが生じたことである。例えば、企業 A が抜け殻方式で持ち株会社 X を設立した場合を考えてみよう。企業 A の株主は、株式交換により持ち株会社 X の株主となるが、傘下の完全子会社となった企業 A の活動に対して直接の支配力を行使できない。また、持ち株会社 X の株主は、かつてのように企業 X の活動の情報にアクセスできない<sup>42</sup>。

このため、法的には、持ち株会社 X と傘下の非上場子会社 A との関係が問題となり、現在、①子会社 A の重要な意思決定は親会社の株主総会での承認事項とする、②親会社 X に子会社の取締役による業務執行に対する指揮権を与える、③親会社株主に子会社への代表訴訟提起権を付与する、などの項目の立法化が公開会社法の一部として検討されている。しかし、これらの法的な規制の強化は慎重であるべきである。銀行危機以降の過程で、日本企業は外部環境に適応した組織革新の実験を試みており、その機会を閉ざし企業グループ設計上の選択肢を狭めるべきでない。また、親会社株主は、非上場子会社である事業会社に何か問題がある場合には、子会社の管理が不十分であるとして、親会社の経営陣の責任を追及できるため、特別の規制を設ける必要性も強くないと判断されるからである<sup>43</sup>。

### 親子上場：利益相反問題の解決

企業グループに関連して、近年の企業統治上の問題として浮上した第 2 の問題は、親子上場問題である。実際、タイプ I ハイブリッド、さらに、タイプ II ハイブリッドや新興企業は、組織選択の一つとして、子会上場を進めているし、また、持ち株会社による M&A 戦略の実践によって、上場子会社を傘下に置いている。上場子会社は、①親会社の増資によって生じる可能性のあるディスカウントの回避、②子会社経営者の努力水準の引き上げ、③内部情報を利用した直接的なモニタリングと株式市場を利用した間接的

---

<sup>42</sup> 具体的な事例としては、企業 A は三菱ケミカルあるいはキリンビール、持ち株会社 X は三菱ケミカル HD、キリン HD を考えればよい。

<sup>43</sup> この点で、宍戸・柳川・大崎（2010）と同意見である。

なモニタリングの相乗効果などが期待できる点が、親会社の重要な組織設計の選択肢である。（宮島・新田・宍戸（宮島 2011、第 7 章））

ただ、親子上場には利益相反構造が内包されており、世界的に注目されているストック・ピラミッドと共通の経済厚生上の問題をもつことも事実である。親子上場における利益相反のコストは、直接的には、親会社が子会社に対する支配権を行使して、子会社少数株主から親会社へと利益を移転させることで生じる。支配株主によるこうした裁量的行動（トンネリング）は、利己的取引と金融取引の 2 つの経路から発生する（Johnson *et al.* 2000）。しかし、宮島・新田・宍戸（宮島 2011、第 7 章）の実証分析によれば、今のところ、日本の上場子会社においては、上記のいずれの経路の問題も顕在化していない。上場子会社は、日本企業の組織設計においていぜん重要な機能を果たしていると評価できる。

ただ、機関投資家が増加し、訴訟リスクの上昇した新たな環境の下では、企業にとって、子会社上場、あるいは、買収によって支配権を獲得した企業の株式保有比率の選択が重要な組織戦略上の問題となったという認識は不可欠である。現在、親企業は、親子上場を維持するか、完全子会社化するか、あるいは、売却するかについて、これまで以上に大きな説明責任が課されているといえよう。

他方、制度的には、日本市場に参加する投資家、特にその存在感が大きくなった海外投資家からの信任を得るためにも、ベネフィットを維持しつつ、コストを最小化する制度改善に向けた吟味は重要である。そこで考えられるのは、①情報開示を含む何らかの事前手続の要求と、②事後的に利益相反行為の内容を審査する制度の導入である。事前手続制度の焦点は、子会社取締役会による利益相反取引ないし利益相反的要素を含む決定に対するレビューを実効化することである。そのためには、会社内部からのモニターと情報開示を通じた外部からのモニターという 2 つの視点から制度を再検討する必要がある。他方、②の事後的に利益相反行為の内容を審査する制度としては、支配株主の忠実義務を会社法によって導入することが考えられる。これにより、利益相反行為によって損害を被ったと主張する子会社少数株主が親会社に対して損害賠償請求訴訟を提起し、裁判で争う途が拓かれる（宍戸・新田・宮島 2010）。



### 参考文献

- 蟻川靖浩・宮島英昭(2009)「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』第 56 巻第 3 号, 74-91 頁。
- 蟻川靖浩・光定洋介(2008)「日本企業の買収防衛策導入と株主価値への影響」宮島英昭編『企業統治分析のフロンティア』日本評論社, 165-184 頁。
- 伊丹敬之(2000)『日本型コーポレート・ガバナンス』日本経済新聞社。
- 伊藤秀史編(2002)『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。
- 伊藤秀史・菊谷達弥・林田修(2002)「子会社のガバナンス構造とパフォーマンス：権限・責任・モニタリング」、伊藤秀史編『日本企業 変革期の選択』東洋経済新報社。
- 稲上毅・連合総研(2000)『現代日本のコーポレート・ガバナンス』東洋経済新報社
- 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」『フィナンシャル・レビュー』第 68 巻, 194-202 頁。
- 井上光太郎(2007)「アクティビストファンドの功罪」『経済研究』第 58 巻第 3 号, 203-216 頁。
- 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』第 58 巻第 1 号, 47-60 頁。
- 江口高顯(2011)「株式会社の支配を巡る経営者と株主との間の力関係—各国比較と日本の株式持ち合いへの示唆」宍戸善一編『「企業法」改革の論理：インセンティブ・システムの制度設計』日本経済新聞社。
- 大竹文雄・唐渡広志(2003)「成果主義的賃金制度と労働意欲」『経済研究』Vol. 34, No. 3.
- 小川一夫・北坂真一(2002)「わが国の銀行貸出行動：その決定要因とマクロ経済への含意」『日本金融システムの危機と変貌』, 日本経済新聞社, pp. 183-225。
- 小佐野広(2005)『コーポレートガバナンスと人的資質』日本経済新聞社。
- 川北英隆(1995)『日本型株式市場の構造変化』東洋経済新報社。
- 久保克行(2010)『コーポレート・ガバナンス：経営者の交代と報酬はどうあるべきか』日本経済新聞社。
- 久保克行・齋藤卓爾(2008)「日本の経営者は株価を最大化するインセンティブをもっているのか」宮島英昭編『企業統治分析のフロンティア』日本評論社, 44-60頁。
- 玄田有史・神林龍・篠崎武久(2001)「成果主義と能力開発」『組織科学』Vol. 34, No. 3.

- 丸戸善一・柳川範之・大崎貞和（2010）『公開会社法を問う』日本経済新聞社。
- 丸戸善一・新田敬祐・宮島英昭（2010）「親子上場をめぐる議論に対する問題提起：法と経済学の観点から（上）（中）（下）」、『商事法務』 No. 1898、38-45 頁、No. 1899、4-9 頁、No. 1900、35-46 頁。
- 胥鵬（2009）「買収防衛策イン・ザ・シャドー・オブ株式持合い」『商事法務』 No. 1874、45-55 頁。
- 胥鵬・鈴木誠・（2000）「取締役の人数と企業経営」『証券アナリストジャーナル』第 38 巻第 9 号、47-65 頁。
- 鶴光太郎（2006）『日本の経済システム改革』日本経済新聞社。
- 寺西重郎（2003）『日本の経済システム』岩波書店。
- 中谷巖編著（2003）『コーポレート・ガバナンス改革』東洋経済新報社。
- 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」『経済経営研究』第 28 巻第 1 号、1-36 頁。
- 花崎正晴（2008）『企業金融とコーポレート・ガバナンス：情報と制度からのアプローチ』東京大学出版会。
- 松浦克巳（2001）「雇用削減と減配・無配の関係—企業利潤，企業財務，コーポレート・ガバナンスからの視点—」『ファイナンシャル・レビュー』60, 106-138
- 宮島英昭（1998）「戦後日本大企業における状態依存的ガバナンスの進化と変容：Logit モデルによる経営者交代分析からのアプローチ—一橋大学『経済研究』第 49 巻第 2 号、97-112 頁。
- 宮島英昭（2002）「日本的企業経営・企業行動」貝塚啓明・財務省財務総合政策研究所編『再訪日本型経済システム』有斐閣、9-54 頁。
- 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。
- 宮島英昭編（2011）『日本の企業統治：システムの進化と金融危機後の再設計に向けて』（仮題）東洋経済新報社、刊行予定。
- 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」、伊藤編(2002)所収、71-106 頁。
- 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」大蔵省財務金融研究所『ファイナンシャル・レビュー』第 49 巻、133-166 頁。
- 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・蟻川靖浩・齊藤直（2003）「金融危機前後の投資行動と企業統治：過剰債務問題とメインバンク」花崎正晴・寺西重郎編『コーポレート・ガバナンスの経済分析：変革期の日本と金融危機後の東アジア』東京大学出版会，261-289頁。
- 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『企業統治の多様化と展望』金融財政事情研究会，27-77頁。
- 宮島英昭・河西卓弥（2007）「企業システムと企業統治：日本型企业システムの多元的進化」、橘川武郎・久保文克編著『講座・日本経営史6 グローバル化と日本型企业システムの変容』ミネルヴァ書房。105-156頁。
- 守島基博（2004）「成果主義は企業を活性化するか」『日本労働研究雑誌』Vol. 525。
- Abe, M. and T. Hoshi (2007) “Corporate finance and human resource in japan” in Aoki, Jackson and Miyajima, eds. (2007), pp.257-281
- Adams, R., and Ferreira, D., 2007, “A Theory of Friendly Boards,” *Journal of Finance* 62, 217-250.
- Agihon, P. and J. Tirole, (1997),” Formal and Real Authority in Organization, *Journal of Political Economy*, Vol. 105, pp.1-29.
- Ahmadjian, C. (2007), “Foreign Investment and Corporate Governance in Japan”, in Aoki, Jackson and Miyajima, eds. (2007), pp. 125-150.
- Ahmadjian, C. and G. Robinson (2005), “Crash of Capitalism: Foreign Ownership and Restructuring”, *American Sociology Review*, Vol. 70, No. 2, pp. 451-71.
- Aoki, M. (1988), *Information, Incentives and Bargaining in the Japanese Economy*, Cambridge, UK and New York: Cambridge University Press. (永易浩一訳『日本経済の制度分析—情報・インセンティブ・交渉ゲーム』筑摩書房、1992年)
- Aoki, M. (1994a), “Monitoring Characteristics of the Main Bank System”, in M. Aoki and H.Patrick (ed.), *The Japanese Main Bank System: Its Relevancy for Developing and Transforming Economies*, Oxford: Oxford University Press, pp. 109-41.
- Aoki, M.(1994b),”The Japanese Firms as A System of Attributes” in Aoki, M. and R. Dore (1994), pp.11-40
- Aoki, M. (2001), *Toward a Comparative Institutional Analysis*, Cambridge, MA: MIT Press. (瀧澤弘和・谷口和弘訳『比較制度分析に向けて』NTT出版、2001年)
- Aoki, M. (2007a). ‘Endogenizing Institutions and their Changes,’ *Journal of Institutional Economics*, Vol.3, pp.1-18

- Aoki, M. (2007b), “Conclusion: Whither Japan’s Corporate Governance,” in Aoki, Jackson and Miyajima, (ed.), *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford: Oxford University Press, pp. 427-448.
- Aoki, M. (2010), *Corporations in Evolving Diversity: Cognition, Governance, and Institutions*, Oxford, Oxford University Press.
- Aoki, M. and R. Dore (1994), *The Japanese Firm :Sources of Competitive Strength*, Oxford: Clarendon Press. (N T T データ通信システム科学研究所訳『国際・学際研究 システムとしての日本企業』NTT 出版、1995 年)
- Aoki, M. and H. Patrick (1994), *The Japanese Main Bank System: Its Relevancy for Developing and Transforming Economies*, Oxford: Oxford University Press. (白鳥正喜監訳・東銀リサーチインターナショナル訳『日本のメインバンク・システム』東洋経済新報社、1996 年)
- Aoki, M., G. Jackson, and H. Miyajima (2007), *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford: Oxford University Press.
- Arikawa, Y. and H. Miyajima (2005), “Relationship Banking and Debt Choice: Evidence from Japan”, *Corporate Governance*, vol.13-3, pp.408-418.
- Arikawa, Y. and H. Miyajima (2007), “Relational Banking in Post Bubble Japan: Co-existence of Soft-and Hard Budget Constraint”, in Aoki, Jackson and Miyajima, ed (2007.) pp. 51-78.
- Burkart, Grombo and Pannazi (1997), “Large Shareholder, Monitoring and the value of the firms”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, pp.693-728.
- Bebchuk, L. A. and M. J. Roe (2004), “A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership”, in J. Gordon and M. Roe (ed.), *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge: Cambridge University Press, pp. 69-113.
- Belgrof E. and E. Perroti (1994), "The Governance Structure of the Japanese Keiretsu", *Journal of Financial Economics*. Vol. 36, pp. 259-184
- Caballero, R. J., T. Hoshi, and A. K. Kashyap (2008), “Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan”, *American Economic Review*, Vol. 98, pp. 1943–77.
- Dore, R. (2000), *Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism: Japan and Germany versus the Anglo-Saxon*, Oxford: Oxford University Press, 藤井真人訳『日本型資本主義と市場主義の衝突』東洋経済新報社。
- Flath, D. (1993) “Shareholding in the Keiretsu, Japan’s Financial Groups,” *The Review of Economics and Statistics*, Vol.75, pp.249-257.
- Franks, J., C. Mayer, and H. Miyajima (2009), “Equity Market and Institutions: The Case of Japan”,

- RIETI Discussion Paper, 09-E-039.
- Frydman C. and R. E. Saks (2008), “Executive Compensation: A New View from a Long-Run Perspective, 1936-2005”, NBER Working Paper No. 14145.
- Gilson, R. J. (2001), “Globalizing Corporate Governance: Convergence Forum or Functional”, *American Journal of Comparative Law*, 49, in Gordon and Roe (2004).
- Gordon, J. and M. Roe (ed.), (2004), *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Hall, B. J. and D. E. Weinstein (1996). *The Myth of the Patient Japanese: Corporate Myopia and Financial Distress in Japan and the US*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Hall, P. and D. Soskice (2001), *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, New York, Oxford University Press.
- Hansmann, H. and R. Kraakman (2001), “The End of History for Corporate Law”, *Georgetown Law Journal*, Vol. 89, pp. 439-68.
- Harris , M., and Raviv, A., (2008), “A Theory of Board Control and Size,” *Review of Financial Studies*. Vol. 21, 1797-1832.
- Holmstrom, B. And S. N. Kaplan (2001), “Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, pp. 121-144.
- Hoshi, T. and A. Kashyap (2001), *Corporate Finance and Governance in Japan*, Cambridge, MA: MIT Press. (鯉淵賢訳『日本金融システム進化論』日本経済新聞社、2006年)
- Inagami, T. and D. H. Whittaker (2005). *The New Community Firm. Employment, Governance and Management Reform in Japan*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Jackson, G. (2007), “Employment Participation, Adjustment and Distributional Conflict in Japanese Firms”, in Aoki, Jackson and Miyajima, eds(2007), pp. 282-47.
- Jackson, G. and H. Miyajima (2007), “Introduction: The Diversity and Change of Corporate Governance in Japan”, in Aoki, Jackson and Miyajima, eds(2007), pp. 1-47.
- Jackson, G. and H. Miyajima (2008), “A Comparison of Mergers and Acquisitions in Japan, Europe and the United States”, in Strange R. and G. Jackson, eds. *Corporate Governance and International Business: Strategy, Performance and Institutional Change*, Palgrave Macmillan , pp. 186-207.
- Jacoby, S. (2005), *The Embedded Corporation*, Princeton University Press, 鈴木良始・伊藤健一、

- 堀龍二訳『日本の人事部・アメリカの人事部』東洋経済新報社。
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (2000) “Tunneling,” *American Economic Review*, 90, pp.22-27.
- Kang, J. and A. Shivdasani (1997), “Corporate Restructuring during Performance Declines in Japan”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 46, pp. 29–65.
- Kaplan, S. N. and B.A. Minton (1994), “Appointments of Outsiders to Japanese Board: Determinants and Implication for Managers, *Journal of Financial Economics*, Vol. 36, pp. 225.
- Kato, T. and M. Rockel (1992) “Experiences, Credentials, and Compensation in the Japanese and U.S. Managerial Labor Markets: Evidence from New Micro Data”, *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 6, pp. 30-51.
- Kikutani, T., H. Itoh, and O. Hayashida (2007) , “Business Portfolio Restructuring of Japanese Firms in the 1990s: Entry and Exit Analysis” in Aoki, Jackson and Miyajima, eds(2007), pp. 229-256.
- Milgrom, P. R. Y. Qian, and J. Roberts (1991).”Complementarities, Momentum, and the Evolution of Modern Manufacturing”, *American Economic Review*, 81, pp.84–8.
- Miyajima, H. (2007), “The Performance Effects and Determinants of Corporate Governance Reform”, in Aoki, Jackson and Miyajima, eds(2007), pp. 330-369.
- Miyajima, H. and F. Kuroki (2007), “The Unwinding of Cross-Shareholding in Japan: Causes, Effects, and Implications,” in Aoki, Jackson and Miyajima, eds (2007), pp. 79-124.
- Miyajima, H. and Y. Yafeh (2007), “Japan’s Banking Crisis: An Event-Study Perspective”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 31, pp. 2866-2885.
- Morck, R., M. Nakamura, and A. Shivdasani (2000), “Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan”, *The Journal of Business*, Vol. 73, pp. 539–67.
- Pagano M. and P. Volpin, (2005) “Managers, Workers and Corporate Control”, *Journal of Finance*, 2005, Vol. 60, pp 841-868
- Peek, J. and E. Rosengren (2005), ”Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan”, *American Economic Review*, Vol. 95, pp. 1144-1166.
- Sako, M. (2007), “Organizational Diversity and Institutional Change: Evidence from Financial and Labour Markets in Japan”, in Aoki, Jackson and Miyajima, eds (2007), pp. 399-426.
- Shishido, Z. (2007) “The Turnaround of 1997: Changes in Japanese Corporate Law and Governance,” in Aoki, Jackson and Miyajima, eds (2007), pp. 310-329.
- Stein, J. (1988),”Takeover Threats and Managerial Myopia”, *Journal of Political Economy*, Vol. 96,

pp.61-80.

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

Vogel, S. K. (2006). *Japan Remodeled*. Ithaca, NY: Cornell University Press.

Whittaker, H. and S. Deakin (2009), *Corporate Governance and Managerial Reforms in Japan*, Oxford: Oxford University Press.

Weinstein, D. and Y. Yafeh (1998). ‘On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan,’ *Journal of Finance*, Vol. 53, pp.635–72.

Yafeh, Y. (2000), “Corporate Governance in Japan : Past Performance and Future Prospects”, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 16, No. 2, pp. 74-84.

Yamamura, K. and W. Streeck (eds.) (2003). *The End of Diversity? Prospects of German and Japanese Capitalism*. Ithaca: Cornell University Press.

## 付録

宮島英昭編『日本の企業統治：システムの進化と金融危機後の再設計に向けて』（仮題）  
（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 齊藤隆志・野田知彦・菊谷達弥「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」



図1 クラスタ分析の結果

*Finance* の軸では、ゼロに近いほど、証券市場からの資金調達と機関投資家所有が高く、2に近いほど、銀行借入と安定株主保有が高い。*Board* の軸では、ゼロに近いほど所有と経営の組織的分離、外部取締役の登用、情報公開を進める度合いが高く、2に近いほど、内部昇進者の比重が高く、情報公開に消極的である。*Employment* の軸は、ゼロに近いほど有期雇用、成果主義賃金、ストックオプションなどの明示的・公式な契約にもとづき雇用システムを採用しており、ゼロに近いほど、暗黙の長期雇用契約、勤続年数と相関の高い（年功序列的）賃金を採用している。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。出所は、Jackson/ Miyajima (2007)より。

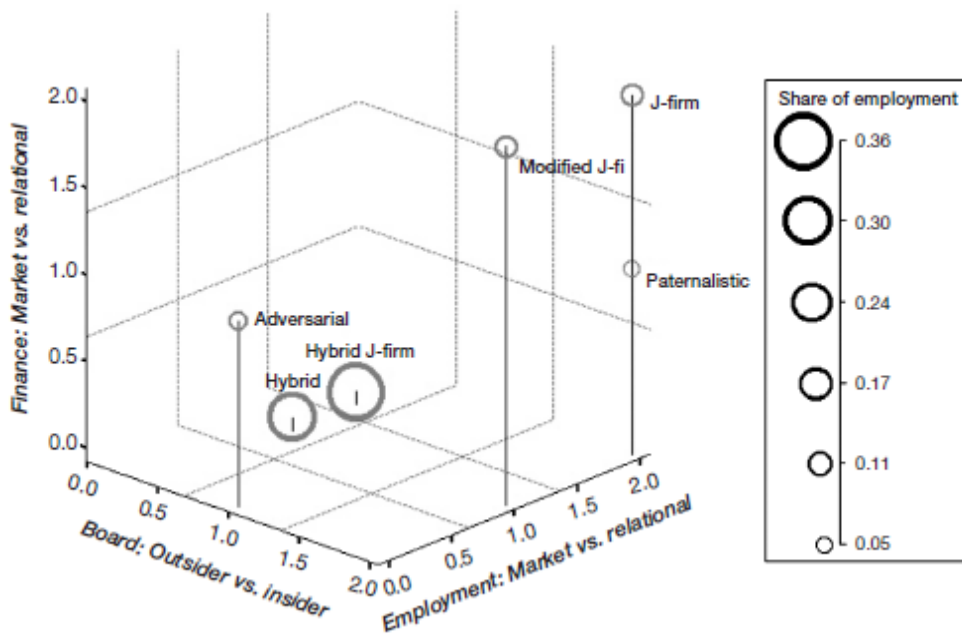


図2 タイプ別海外機関投資家保有比率の推移

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)。タイプは、図1のクラスター分析の結果による。そのため、2002年の企業数が最大で、以前、以降の企業数は少ない。出所：宮島英昭監修『早稲田大学コーポレート・ガバナンスデータベース』

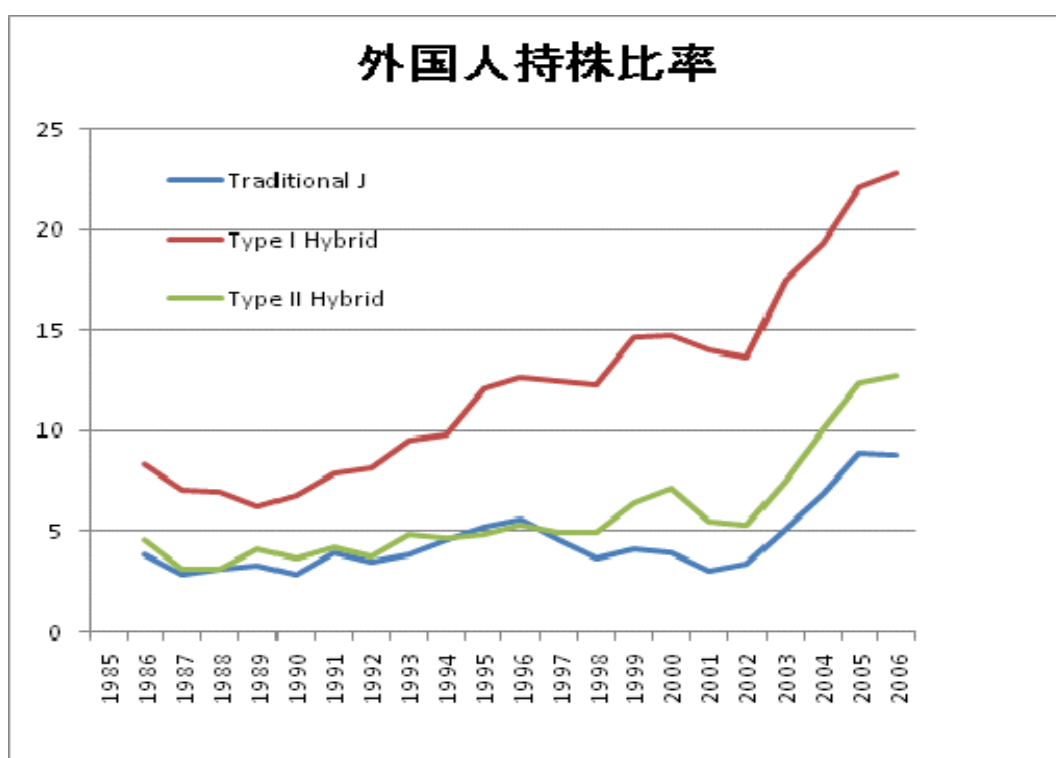
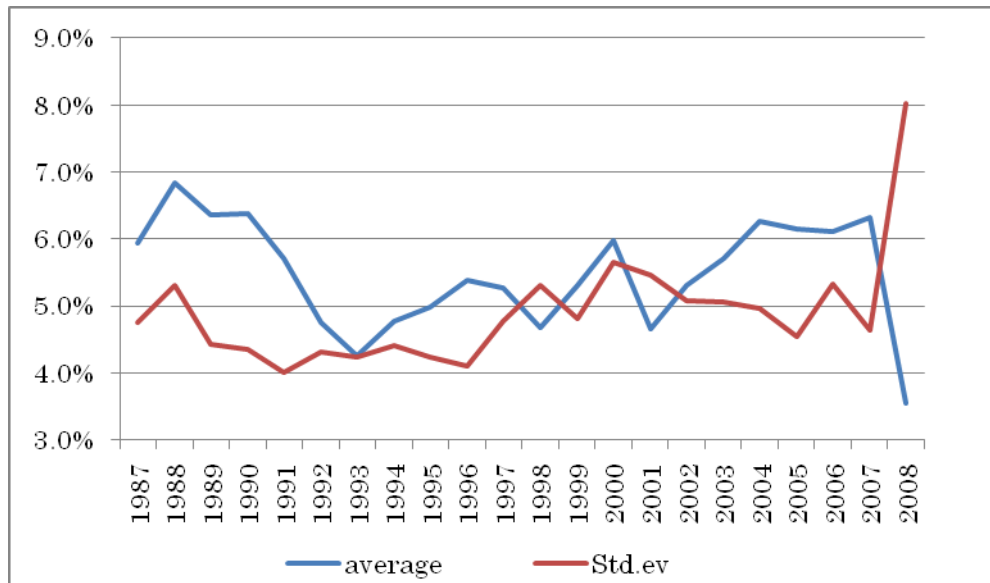


図3 企業パフォーマンス（ROA）の推移

パネル1は、東証1部上場企業。パネル2は、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)。タイプは、図1のクラスター分析の結果による。そのため、2002年の企業数が最大で、以前、以降の企業数は少ない。出所：宮島英昭監修『早稲田大学コーポレート・ガバナンスデータベース』

パネル1：東証1部上場企業



パネル2：タイプ別 ROA

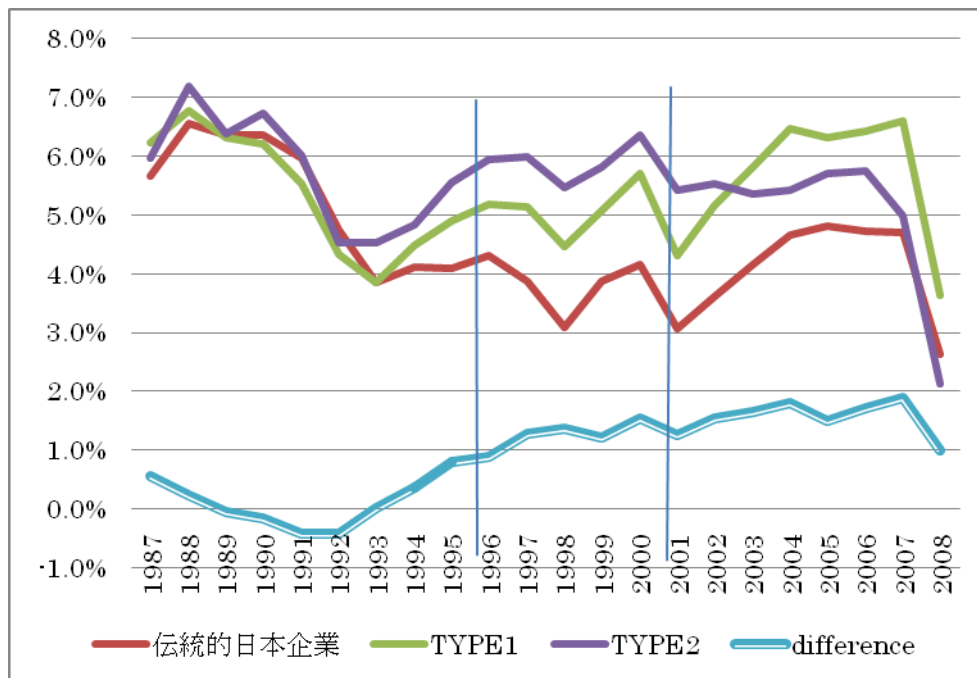


図4. 企業システムの進化とダイナミクス

1980年代

銀行危機以降

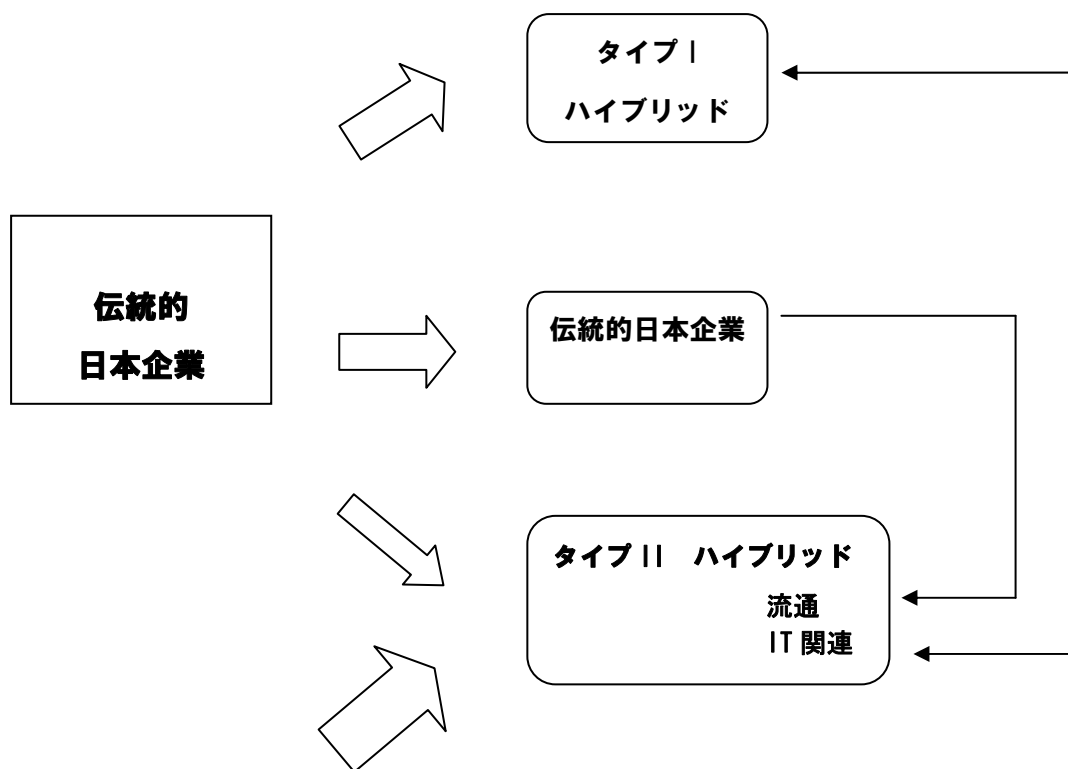


表 1. 内部ガバナンス・外部ガバナンス・組織アーキテクチャの指標の推移

サンプルは特に注記しない限り、東証1部上場企業(非金融事業法人)。メインバンクは日経会社情報・記載筆頭取引銀行をメインバンクと特定した。2002年以降は、日本経済新聞社のアンケート調査に基づくため悉皆調査でない。内部ガバナンス、外部ガバナンスのデータは、宮島英昭監修『早稲田大学コーポレート・ガバナンス・データベース』、及び、日本経済新聞社「Cges(コーポレート・ガバナンス評価システム)」による。セグメント数と、エントロピー指数は連結ベース。2006年は、2005年の数値で代替。詳細は、青木・宮島(2010)参照。組織構成は、2007年4月のアンケート調査に基づく(サンプルは、有効回答企業154社)、2002年は、142社。RIETI「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)。持ち株会社数は、片倉陽子氏の推計による。パーレン内は、東証1部上場企業に占める構成比。

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	7.17	10.03	7.42	11.76	9.42	14.00	11.87	24.57	15.76	23.25	15.15
外国人 持合い	5.28	7.92	5.21	7.19	7.62	9.15	7.34	9.96	15.01	12.76	12.24	11.42
負債比率	14.27	9.29	14.53	8.58	13.48	8.60	10.81	9.36	8.37	8.38	8.54	8.78
社債比率(社債 +借入)	66.9%	18.9%	61.6%	18.8%	58.1%	21.1%	0.57	0.22	54.24	21.79	54.00	23.15
メインバンク比率	30.4%	34.5%	45.9%	35.9%	36.5%	36.7%	2.39	3.94	2.25	3.71	NA	
メインバンク株式 保有比率	23.6%	13.4%	24.6%	14.4%	25.9%	14.1%	NA		30.98	18.18	31.10	18.29
	4.37	1.57	4.23	1.12	4.10	1.16	NA		3.11	2.66	3.09	2.12
<b>内部ガバナンス</b>												
取締役会人数	17.27	7.05	18.82	7.87	16.80	7.34	11.95	5.78	9.53	3.79	9.07	3.55
執行役員採用数	—	—	—	—	1	—	425	(31.9)	910	(53.0)	957	(56.6)
委員会置会社数	—	—	—	—	—	—	32	(2.4)	52	(3.0%)	50	(3.0%)
社取締比率	NA		11.8%		11.3%		14.0%		16.3%		NA	
社取締比率30% 以上			11.8%		10.2%		15.1%		19.6%		NA	
銀行派遣役員数	4.4%	7.2%	3.6%	6.9%	3.9%	7.2%	4.6	8.3	0.6	2.9	0.7	3.4
ストックオプション採用 企業数	—	—	—	—	—	—	508	(32.5)	574	(33.4%)	559	(33.1%)
<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	1.08	2.99	1.13	3.12	1.26	3.15	1.26	NA	
エントロピー指数	NA		0.64	0.38	0.65	0.39	0.67	0.41	0.67	0.42	NA	
分業組織採用比率	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	
平均孫子会社数	NA		19.8	58.5	29.2	73.5	33.8	75.2	35.9	7.5	NA	
連帯株比率	NA		1.26	0.36	1.31	0.39	1.4	0.52	1.48	0.74	NA	
持ち株会社採用数	—	—	—	—	—	—	14	(1.1%)	87	(5.1%)	128	(7.6%)

表 2 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。個人の所有比率には、経営者の所有比率も含まれる。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。雇用システム欄は、順に、各企業のセグメント数、アンケート調査で、「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/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3 新規上場と推移

東証1・2部の新規上場のうち直接上場以外は、他市場・店頭市場経由。パネル2の会社更生・再生には、金融整理管財人による管理を含む。完全子会社化には、統合による旧会社の上場廃止、例えば、JFE HDの設立による日本鋼管・川鉄の株式交換による子会社化などを含む。その他は、上場基準、未達成（株式分布不良、債務超過）など。

	東証1・2部		新興市場 場合計	JASDAQ	TSE Motl	Hercules
	新規上場	直接上場				
1991	18		95	95	-	-
1992	15	4	15	15	-	-
1993	22	11	55	55	-	-
1994	27	11	107	107	-	-
1995	32	14	137	137	-	-
1996	59	14	114	114	-	-
1997	50	11	105	105	-	-
1998	54	15	62	62	-	-
1999	73	8	75	73	2	-
2000	130	26	161	97	27	37
2001	85	24	147	97	7	43
2002	86	34	100	68	8	24
2003	87	34	102	62	33	7
2004	96	36	143	71	56	16
2005	61	24	124	65	37	22
2006	73	39	133	56	40	37
2007	43	22	96	49	22	25
2008	41	19	41	19	13	9
2009	19	16	13	8	4	1

表 4. 労働分配率の動向

サンプルは、東証1部上場非金融事業法人。付加価値の計算は、財務省、法人企業統計にならない、日経 NEEDs により筆者が推計。パネル1の金利支払いなどには、法人税支払いを含む。パネル2は、異常値を除去するため、サンプルの上下1%の企業を除いて推計。配当性向は、配当支払/当期利益。

パネル1: 東証1部上場企業 (単位: 百万円、%)							
期間	企業数	付加価値 /1社当 たり平均	労働分配 率	金利支 払・法人 税など	内留+減 価償却	内部留保	配当
1979-1985	1,365	30,016	48.63	19.68	21.91	5.85	3.32
1986-1991	1,518	41,303	47.80	14.50	26.33	6.50	3.33
1992-1997	1,688	45,838	49.66	13.36	23.97	2.54	3.10
1998-2002	1,766	43,228	47.32	17.29	21.07	-0.71	3.31
2003-2007	1,685	45,134	41.52	11.22	29.08	8.80	7.09
2008-2009	1,615	37,555	48.69	8.41	22.37	-1.76	8.39
パネル2: 東証1部企業・単純平均							
期間	企業数	労働分配率 (1%から99%)			配当性向 (1%から99%)		
		中央値	平均値	標準偏差	中央値	平均値	標準偏差
1979-1985	1,350	56.0	52.6	20.4	29.3	34.5	28.4
1986-1991	1,502	55.2	52.1	19.2	27.4	32.1	25.3
1992-1997	1,667	57.7	55.4	18.0	30.0	43.3	56.8
1998-2002	1,739	56.9	55.0	19.6	23.9	37.4	69.3
2003-2007	1,658	52.3	50.1	20.9	30.5	37.5	45.0
2008-2009	1,572	58.2	57.2	27.6	32.3	42.4	95.5



表5 企業タイプと政策課題

	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
事業単位のガバナンス	機関投資家に説明可能な報酬と役員を選任  2層のエージェンシー問題の解決  最適な集権化と分権化の組み合わせ	経営者のインセンティブの維持と、トンネルリングの回避  持ち株会社の利用による情報秘匿	インサイダー・コントロールの解決