



RIETI Policy Discussion Paper Series 13-P-012

日本型コーポレート・ガバナンスはどこへ向かうのか？： 「日本企業のコーポレート・ガバナンスに関するアンケート」調査から読み解く

宮島 英昭

経済産業研究所

齋藤 卓爾

慶應義塾大学

胥 鵬

法政大学比較経済研究所

田中 亘

東京大学社会科学研究所

小川 亮

経済産業研究所 / 早稲田大学



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/>

日本型コーポレート・ガバナンスはどこへ向かうのか？：
「日本企業のコーポレート・ガバナンスに関するアンケート」調査から読み解く¹

宮島 英昭

(経済産業研究所ファカルティフェロー/早稲田大学商学大学院教授/WIAS)

齋藤 卓爾

(慶應義塾大学大学院経営管理研究科准教授)

胥 鵬

(法政大学比較経済研究所教授)

田中 亘

(東京大学社会科学研究所准教授)

小川 亮

(経済産業研究所リサーチアシスタント/早稲田大学大学院商学研究科博士後期課程)

要 旨

経済産業研究所は、2012年5月に日本企業のコーポレート・ガバナンスに関する包括的なアンケート調査を実施した。アンケート調査の質問項目は、企業の経営目的、株式持合い、敵対的買収、株主代表訴訟、経営者の選任・報酬、取締役会構成、労使関係など、多岐に渡る。本稿では、アンケート調査の結果と企業の財務データを組み合わせることで、日本企業のコーポレート・ガバナンスの様式化された特徴のうち、何がどの程度変化したのか、現況は安定的な状態にあるのか、それとも均衡へと向かう過渡的な状態にあるのかを検討し、今後の制度改革の方向を模索する上で有益ないくつかの政策的含意を提示する。

Keywords: 日本的経営、株式持合い、敵対的買収、株主代表訴訟、取締役会、労使関係

JEL Classifications: G32, G34, L21, M51, M52

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。

¹ 本稿は、経済産業研究所における「企業統治分析のフロンティア：日本企業の競争力回復に向けて」プロジェクトの研究成果の一部である。本研究の基礎となるアンケート調査(題目「日本企業のコーポレート・ガバナンスに関するアンケート」)の質問票作成にあたっては、研究会メンバーから多くの有益なコメントを頂戴した。記して感謝申し上げる。また、本調査は、東京大学社会科学研究所のアンケート調査(題目「機関投資家向けコーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査」)との緊密な連携の下に実施された。なお、本調査の集計結果は、以下のウェブサイトから入手可能である。
http://www.rieti.go.jp/jp/projects/research_activity/governance/

1. はじめに

1997年の銀行危機以降、日本企業のコーポレート・ガバナンスは大きく変化した。グローバル化を背景として、企業法制は株主保護の方向に変更された。93年の会社法改正によって株主代表訴訟が容易となった。また、相次ぐ会社法改正を通じて、ストックオプションの採用、委員会設置会社への移行が可能となった。それと並行して日本企業の統治構造も変化した。最大の変化のひとつは、事業法人・金融機関間の株式相互持合いを中心とした株式所有構造の解体と、海外機関投資家を中心とする機関投資家の保有比率の上昇である。この株式所有構造の変化を背景として、わが国でも敵対的買収が見られるようになり、外部の経営権市場が形成されつつある。また、企業の内部ガバナンスも大きく変容した。ストックオプションの導入によって業績連動型の報酬体系が普及するようになり、社外取締役の選任によって従来の内部昇進者中心の取締役会はいくつにも変貌を遂げている。また、「選択と集中」が企業経営の重要な課題となる中で、雇用システムも大きく変化した。正規従業員の圧縮と非正規従業員の拡大が進展する一方で、これまで限定的であった成果主義賃金が定着するようになった。

もっとも、こうした変化は、必ずしも外部ガバナンスと内部ガバナンスの両面で並行して進展しているわけではなく、しかも、企業間の偏差は大きい²。1990年代末以降、英米型の企業統治（株主主権）の導入が、経済メディアや市場関係者によって提唱されたにもかかわらず、従業員主権の側面の強い日本の企業統治に本質的な変化は生じていないという見方も根強い（伊丹 [2000]、広田 [2012]）。現在、日本企業のコーポレート・ガバナンスの特徴のうち、何がどの程度変化したのか、現況は安定的な状態にあるのか、それとも均衡へと向かう過渡的な状態にあるのか。この点を企業の意識という視点から検討するため、経済産業研究所は、2012年5月に日本企業のコーポレート・ガバナンスに関する包括的なアンケート調査を実施した。アンケート調査の質問項目は、企業の経営目的、株式持合い、敵対的買収、株主代表訴訟、経営者の選任・報酬、取締役会構成、労使関係など、多岐に渡る。本稿の課題は、このアンケート調査の結果と企業の財務データを組み合わせて、現在の日本企業のコーポレート・ガバナンスの実態を確認し、今後の制度改革の方向を模索する上で有益な政策的含意を引き出すことにある。

以下で具体的に解明しようとするのは、次の一連の問いにある。

- 企業法制や株式所有構造の変化を背景に、従来の日本企業を特徴づけた従業員主権は変化したのか。
- 機関投資家の保有比率が上昇し、株式持合いが縮小する中で、日本企業はその所有構造をいかに変化させようとしているのか。
- 日本企業は、経営権市場（買収市場）の形成をいかに意識し、いかに対応しようとしているのか。

² Jackson and Miyajima (2007)、宮島（2011）を参照。

- 企業法制や株式所有構造の変化は、日本企業の経営者報酬の決定や経営者の交代に影響を与えているのか、また、増加しつつある社外取締役にはいかなる役割が期待されているのか。
- 機関投資家の保有比率が増加する中で、日本企業の従業員の関与度は低下しているのか。

企業統治に関するアンケート調査は、これまで数多く試みられてきたが、本稿の基礎になるアンケート調査には以下の特徴がある。第1に、本アンケート調査は、財務省財務総合政策研究所が1999年と2002年に実施したアンケート調査との比較を念頭に置いて周到に設計されている。これによって、1990年代末から2010年代初頭にかけての時系列的な変化を追跡することが可能となっている。

第2に、本アンケート調査は、東京大学社会科学研究所が2012年に実施した機関投資家向けアンケート調査と緊密な意見交換を通じて設計されている。これにより、両アンケート調査を比較することが可能となり、企業側と投資家側のコーポレート・ガバナンスに関する見解の異同を検討することができる。

最後に、本アンケート調査の質問項目は、企業の経営目的、株式所有構造、敵対的買収、取締役会の特徴、従業員の関与など企業統治を決定する要因を包括的に取り上げている。そのため、これまでに日本企業を対象に実施されてきたいくつかのアンケート調査との比較が可能となっている。例えば、企業の経営目的に関する調査（Yoshimori [1995]、田中 [2006]：アンケート実施機関はRIETI）や、買収防衛策に関する調査（花枝・胥・鈴木 [2010]）、さらに、従業員へのアンケート調査（宮本 [2008]：アンケート実施機関は労働政策研究・研修機構）などの先行研究との比較が可能である。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、アンケート調査の概要と回答企業の基本特性をいくつかの視点から確認する。第3節から第7節にかけては、アンケート調査の回答結果と財務データを統合した分析結果を順に報告する。第3節は企業の経営目的、第4節は株式持合い、第5節は敵対的買収と株主代表訴訟、第6節は経営者の選任・報酬と社外取締役、第7節は人事方針や従業員の関与に関する項目を扱う。第8節では、現時点の日本企業の統治構造に関する意識の特徴を要約し、今回のアンケート調査から得られた政策的含意を提示する。

2. アンケート調査の概要と回答企業の基本特性

2.1. アンケート項目と回答企業の分布

本調査は「日本企業のコーポレート・ガバナンスに関するアンケート」という題目で、全国証券取引所に上場しているすべての企業に質問票を郵送した³。実施時期は、2012年5月から8月である。質問票は以下の6項目から構成されている。①企業の概要について（枝間数4）、②経営上の基本方針について（同5）、③株式持合いについて（同10）、④敵対的買収・その他株主対応

³RIETIが株式会社サーベイリサーチセンターに委託する形で実施された。質問票を郵送した上で、郵送返信・ファックス返送・インターネット回答のいずれかの方法によって回収した。

について（同 14）、⑤経営層の状況について（同 8）、⑥従業員の状況・人事方針について（同 8）である⁴。質問票の有効回答数は 419 社であり、有効回答率は 11.7%（質問票郵送先は 3,582 社）であった。

回答企業の公開市場の分布については、表 1 にまとめられている。全国証券取引所 1 部・2 部上場企業（以下、1 部・2 部企業、または成熟企業と略記する場合がある）と JASDAQ などの新興市場上場企業（以下、新興企業と略記する場合がある）に分けると、前者が 65.9%、後者が 34.1%であり、調査票送付先企業（全上場企業）の比率である 67.3%、32.7%とほぼ一致していることが確認できる。ただし、今回調査の回答企業が概ね実際の全上場企業を代表しているとみなすことができるものの、前回調査との比較では、全回答企業に占める新興企業からの回答の割合が高い点に注意を要する。新興市場が整備されて間もなかった 1999 年調査と 2002 年調査では、新興企業（店頭登録を含む）からの回答の割合は、それぞれ 95 社（7.9%）、62 社（7.1%）にとどまっていたから、本調査は、この 2000 年代の新興市場の整備を反映した回答状況といえる。以下の分析では、可能な限り、全国証券取引所 1 部・2 部上場企業と JASDAQ などの新興市場上場企業を区分して結果を報告する。

== 表 1 ==

つぎに、表 2 から回答企業の業種の分布を確認する。製造業 175 社（41.8%）、非製造業 244 社（58.2%）と、非製造業に属する企業からの回答が製造業に属する企業からの回答を上回る。1 部・2 部企業と新興企業を区分して、それぞれを調査票送付先企業の業種分布と比較すると、1 部・2 部企業については概ね実際の業種分布と一致しているが、新興企業については実際の業種分布よりも、非製造業に属する企業からの回答の比率がやや高いという偏りがある。また、今回調査の 1 部・2 部企業と前回調査を比較すると、製造業と非製造業の構成比が逆転しているものの、その他に大きな変化はない。表掲はしていないが、1 部・2 部企業で最大の業種は、製造業では機械（24 社）、非製造業では小売業（26 社）であり、新興企業で最大の業種は、製造業では電気機器（8 社）、非製造業では情報通信業（28 社）で、サービス業（24 社）がそれに次いでいる。

以上、公開市場の分布と同様に、今回調査の回答企業の業種分布は実際の業種分布と大きな乖離はなく、新興市場における主要な業種が情報通信業やサービス業であるという一般的な認識とも合致している。

== 表 2 ==

2.2. 企業特性：成熟企業と新興企業

⁴なお、質問項目とは別に、「企業名」や「証券コード」の記入を求めたため、各企業の財務データと組み合わせることで、回答結果と企業特性との関連を調べる事が可能となっている。

回答企業には成熟企業と新興企業が含まれており、その特性には大きな差があることが予測される。そこで、最後に、回答企業の規模、財務特性、取締役会構成、所有構造について、表 3 で確認しておく。なお、本稿で用いる財務データは日経 NEEDS-FinancialQUEST と日経 NEEDS-Cges から入手した。財務データは、2012 年 3 月期以前の直近の決算期データで、連結財務諸表を提出していない企業が 74 社含まれるため、単独決算のデータを用いた⁵。

まず、回答企業の規模を時価総額、総資産、従業員数で確認する。全回答企業の時価総額の平均は 899 億円で、総資産の平均は 2,488 億円、従業員数の平均は 1,342 人である。上場市場でサンプルを分割すると、両者には統計的に有意な大きな差がある。成熟企業は新興企業と比較して、従業員数でみれば 7 倍程度であるものの、時価総額と総資産では 30 倍を超える。

つぎに、企業業績を ROA、ROE、時価簿価比率（トービンの Q）の 3 つの指標で確認する。全回答企業の ROA の平均値は 4.1%、中央値は 3.7%であり、ROE の平均値は 3.5%、中央値は 3.7%である。また、時価簿価比率の平均値は 1.01、中央値は 0.92 である。上場市場別にサンプルを分割した場合に、平均値で見ても、中央値で見ても、両者に有意な差はないものの、新興企業の各変数の標準偏差は有意に大きい。

さらに、サンプル企業の資本構成、財務政策の特徴を確認する。全回答企業の現預金比率の平均は 16.4%、純運転資本比率の平均は 16.8%、負債比率の平均は 48.9%である。成熟企業と新興企業を比較すると、予測される通り、成熟企業の社債比率が有意に高く、新興企業の現預金比率と純運転資本比率が有意に高い。両者の資本市場へのアクセスの難易度の差が反映されていると理解することができよう。他方、自己資本配当率と配当性向は、いずれの指標でも、成熟企業で有意に高くなっている。成長機会の高い新興企業が内部留保を優先するという標準的な理解と整合的である。

最後に、企業統治構造の特徴を確認しておく。所有構造については、上場市場別のサンプル企業群で両者に統計的に有意な大きな差がある。成熟企業は新興企業と比較して、機関投資家保有比率で 10%以上、外国人投資家保有比率で 7%程度、持合比率で 6%程度高い。反対に、安定株主比率は新興企業の方が有意に高くなっている。これは、新興企業において安定株主に含まれる役員（経営者）の持株比率が高いためである。他方、取締役会の特徴については、全回答企業の取締役会人数の平均は 7.4 人、執行役員を兼務している取締役の比率の平均は 68.7%、社外取締役比率の平均は 12.4%である。取締役会人数と企業規模には正の相関があるため、成熟企業の実務取締役会規模は有意に大きくなる。他方、意外なことに、両者の社外取締役比率に有意な差はないが、執行役員兼任取締役比率は新興企業で有意に高く、新興企業において経営の執行と監督の分離の程度が低いことがわかる。

⁵ 本調査の回答企業には、銀行業（8 社）、証券業（2 社）、保険業（1 社）に属する企業が含まれているが、財務データを用いて分析する場合には、特に注記がない限り、これらの企業はサンプルから除いている。また、回答時点で最初の決算期を迎えていない（つまり、新規上場企業）1 社もサンプルから除いている。

== 表3 ==

3. 企業の経営目的

3.1. 「株主主権・株主重視」の実態

企業の経営目的、あるいは、「会社は誰のものか」という認識の点で、日本企業と欧米企業、特に、英米企業とは大きく異なると理解されてきた。図1は、近年に至るまで国内外の文献で広く引用されてきた Yoshimori (1995) の「あなたの国の大企業は株主の利益とステークホルダー全体の利益のどちらを優先して経営されていると考えますか」という質問に対する回答結果である⁶。

== 図1 ==

ほとんどすべての日本企業は、“株主の利益”よりも“ステークホルダー全体の利益”と回答している。フランスとドイツにおいては約2割、イギリスとアメリカにおいては約7割が“株主の利益”と回答しているのに対して、日本においてこの比率は3%にも満たない。しかし、この Yoshimori (1995) の調査以降、日本企業のコーポレート・ガバナンスは大きく変化した。事業法人・金融機関間の株式相互持合いは解体し、海外機関投資家を中心とする機関投資家の保有比率は上昇した。また、この所有構造の変化を背景として、機関投資家の議決権行使が積極化し、わが国でも敵対的買収案件が見られるようになった。では、こうした変化は、実際に日本企業の従来のステークホルダー重視の経営姿勢に変化をもたらしたのだろうか。

表4は、本調査の「現在、どのステークホルダーの利益を重視していますか」という質問項目に対する回答結果である。企業には“非常に重視している”から“まったく重視していない”までの5段階で回答（評価）してもらっているが、特筆すべきは、株主を“非常に重視している”と回答した企業が271社（65.1%）に上り、“やや重視している”と回答した企業123社（29.6%）を合わせても、その他のステークホルダーを上回る結果が得られたことである。また、“非常に重視している”に2点、“やや重視している”に1点、“どちらともいえない”に0点、“あまり重視していない”に-1点、“まったく重視していない”に-2点を付して平均得点を求めた場合にも、（2）従業員の1.41点、（3）取引先企業の1.27点、（4）取引先銀行の0.74点、（5）地域社会の0.95点に対して、（1）株主は1.59点であり、その他のステークホルダーを上回る結果が得られた。さらに、1部・2部企業と新興企業にサンプルを分割しても、（1）株主、（2）従業員、（3）取引先企業の平均得点に統計的に有意な差がないことが確認できる。以上の結果は、日本企業の経営姿勢が従業員などのステークホルダーに加えて、株主を重視し始めていることを明確に示し

⁶例えば、最近、Yoshimori (1995) を引用している海外の研究として、Allen, Carletti and Grinstein (2012) や Mayer (2012) が挙げられる。なお、Yoshimori (1995) のアンケート調査は、1990年10月から12月にかけて実施されており、その回答者は東証1部に上場している製造業に属する企業の中間管理職層である

ている⁷。

== 表 4 ==

3.2. 配当と雇用のどちらを重視するのか

日本企業は以前に比べて明らかに株主重視の姿勢を強め始めているが、ではどの程度、株主を重視しているのか。この点に接近するひとつの有効な設問は、企業が財務危機に直面した際に、配当維持と雇用維持のいずれを選択するのかという問いである。本調査では、Yoshimori (1995) の「CEO が配当の維持と雇用の維持の決断を迫られたとき、あなたの国ではどちらが優先されると考えますか」という質問に倣って、「企業は業績悪化時に、配当と雇用のどちらを優先すべきと考えますか」という質問項目を設けた。

回答結果の比較は図 2 に示されている。最上段の今回調査の結果（ここでは、Yoshimori (1995) との比較可能性を考慮して 1 部・2 部企業の回答のみを取り上げている）を見ると、ちょうど 9 割の企業が「雇用」、残りの 1 割が「配当」と回答している。2 段目以降の Yoshimori (1995) の回答結果と比較しても、当時の欧米 4 カ国よりも「雇用」と回答する企業が断然に多いことが確認できる。図掲はしていないが、新興企業において「雇用」と回答した企業の割合は 87.9% である。つまり、全般的に株主重視の姿勢を明確に示した後も、株主の利害と従業員の利害が決定的に対立した場合には雇用を優先するという日本企業の姿勢について本質的な変化は生じていない⁸。この結果は、先の株主重視の意識の上昇が、従業員重視と代替的に進んだのではなく、並行して生じたことを示唆している⁹。

== 図 2 ==

3.3. 機関投資家の見方

⁷ 前回調査とは質問が若干異なるため厳密な比較はできないが、2002 調査では、企業に「現在、重要な利害関係者としてどの主体を考えていますか」と尋ね、一般顧客、従業員、個人投資家、国内機関投資家、海外機関投資家、取引先銀行、取引先企業、系列企業集団、その他の中から 2 つ回答（選択）するように求めている。最も回答が多かったのは一般顧客（50.0%）、2 番目に回答が多かったのは従業員（28.5%）、3 番目に回答が多かったのは個人投資家（18.6%）であった。また、国内機関投資家と海外機関投資家の合計は 16.3% であり、取引先銀行の 16.6% を下回っていた。

⁸ 田中（2006）は、上場企業 232 社を対象としたアンケート調査において、「会社は株主のものである」を 1 点、「会社はそこにコミットしている従業員のものである」を 7 点として企業に回答を求めると同時に、10 年前がどうであったかも尋ねている。その結果、2005 年時点の平均得点は 3.1 点であり、10 年前の平均点は 4.0 点であった。同様に、業績悪化時の対応として、「まずは従業員のリストラを行い、株主への配当は維持する」を 1 点、「まずは配当をカットして、従業員の雇用は維持する」を 7 点として企業に回答を求めている。その結果、2005 年時点の平均得点は 4.2 点であり、10 年前の平均点は 4.7 点であった。

⁹ なお、「配当」を選択した企業に 1、「雇用」を選択した企業に 0 を与えるダミー変数を被説明変数とし、外国人投資家保有比率とその他のコントロール変数を説明変数とする回帰分析（ロジット分析）を試みた場合、「配当」の選択確率と外国人投資家保有比率には統計的に有意な正の相関が確認された。この結果は、久保（2011）の外国人投資家の増加によって企業が株主価値を重視するようになったという結論と一致する。

日本企業がどの程度株主を重視しているのかは、投資家側の認識を知ることからも接近できる。企業向けアンケート調査と同様に、機関投資家向けアンケート調査においても、企業が各ステークホルダーの利益をどの程度重視しているのかについて回答者（機関投資家）の見解を尋ねている。同アンケートでも、“非常に重視している”から“まったく重視していない”までの5段階で評価してもらっている。企業向けアンケート調査と機関投資家向けアンケート調査の平均得点を比較したものが図3である。

同図から明らかな通り、企業自身が株主を最も重視していると回答しているのに対して、その認識は機関投資家には必ずしも共有されていない。特に、信託銀行・投資信託・投資顧問は、企業はその他のステークホルダー（従業員、取引先企業、取引先銀行）に比べて株主を重視していないと回答している。機関投資家は、企業自身がそう考えているほどには株主の利益を重視しているとは考えていない。言い換えれば、企業が株主重視の意識を強めているにもかかわらず、機関投資家は、取締役会の構成、報酬制度、さらに財務政策などにそれが十分に表れていないと判断していることを意味する¹⁰。

== 図3 ==

4. 株式所有構造の現在と将来

4.1. 現時点の株式持合い

日本企業の企業統治構造における様式化された特徴のひとつは、事業法人間、あるいは、事業法人と金融機関との間の相互の株式保有関係にあった。これが資本市場からの経営者に対する短期的な圧力を遮断し、従業員重視の経営姿勢を所有構造面から支えていた。しかし、1997年の銀行危機以降、こうした株式相互持合い・安定保有は急速に縮小した（宮島・新田 [2011]）。本調査では、この10年間に急速な変化を経験した事業法人との株式持合いと金融機関との株式持合いについて、それぞれ同一の質問項目を設けて、従来、日本企業の特徴とされる株式持合いの現状と、今後の方針を明らかにした。

表5には、現在の事業法人と金融機関との株式持合いについての回答結果がまとめられている。企業間の持合いを実施している企業は56.7%、金融機関との持合いを実施している企業は54.5%である。成熟企業と新興企業にサンプルを分割すると、前者では、“している”（“していない”）と回答した企業の割合は、事業法人については69.1%（26.2%）、金融機関については64.6%（28.8%）である。これを2002年調査と比較すると、事業法人との持合いにほとんど変化がないのに対して、

¹⁰ 機関投資家向けアンケート調査では、投資判断に際し、企業のコーポレート・ガバナンスを考慮していると回答した機関（68機関、77.3%）に対して、具体的にどのような事項（14項目）を考慮しているのかを尋ねている。その結果、“不祥事発生の有無（56機関）”、“株主構成（46機関）”、“社外取締役の独立性（27機関）”、“買収防衛策の導入の有無（26機関）”で3分の1以上の回答が得られている。

金融機関との持合いは78.3%から64.6%へと14%近く低下している。つまり、この10年間で金融機関との持合い解消が進展したのに対して、依然、事業法人との株式持合いは安定的である¹¹。

== 表5 ==

他方、新興企業においては、事業法人、金融機関のいずれとの間の持合いについても6割以上が“していない”と回答している。表掲はしていないが、事業法人と金融機関の両者ともに株式持合いを“していない”と回答した企業は成熟企業では54社（19.7% = 54/274）であるのに対して、新興企業では77社（54.6% = 77/141）と半数を超えている¹²。

以上の結果は、近年の株式所有構造に関する実証研究（宮島・新田[2011]）とも一致しており、成熟企業では金融機関との持合いが低下する一方、事業法人間の持合いは維持され、全体として依然持合いが重要な役割を演じている。それに対して、新興企業では事業法人・金融機関との株式持合いの役割は小さいと理解してよいだろう¹³。意識的に株式持合いを維持している企業は、概ね成熟企業ではその6割強程度、新興企業ではその3割程度という結果は、かつての法人優位、あるいは、株式相互持合いによって特徴づけられた日本の上場企業の所有構造が大きく多様化したことを裏付けている。

4.2. 今後の株式持合い

表6には、事業法人と金融機関との間の株式持合いについての今後の方針に関する回答結果がまとめられている。事業法人（金融機関）との株式持合いについて、全回答企業では、“現行通り”と回答した企業の割合は、85.5%（92.0%）を示した。成熟企業と新興企業を区分すると、“現行通り”という企業の比率は新興企業の方がやや高く、93.6%（98.0%）である¹⁴。

¹¹ なお、今回調査と2002年調査の両方に回答した95社のうち、事業法人との株式持合いについて、継続して“している”（“していない”）と回答した企業は59社（11社）、一方、金融機関との株式持合いについては、68社（8社）である。

¹² 株式持合い“している”と回答した企業と“していない”と回答した企業の実際の株式持合い比率の平均値を比較すると、事業法人との株式持合いを“している”と回答した企業では10.4%（中央値は8.1%、90%値は23.2%）、“していない”と回答した企業では2.2%（中央値は0.0%、90%値は7.1%）であった。同様に、金融機関との株式持合いを“している”と回答した企業では9.9%（中央値は7.7%、90%値は36.3%）、“していない”と回答した企業では3.1%（中央値は0.0%、90%値は9.6%）であった。日経NEEDS-Cgesが提供する持合比率の集計は、企業間の持合いの意図の如何にかかわらず、両者の株主名簿に上位株主として存在すれば、機械的に持合い関係にあると判断する。しかし、上記の事実は、意図的に持合い関係を構築していないにもかかわらず、持合比率が高い企業と判断されるという問題が実際に生じる可能性は著しく低いことを示している。

¹³ 本調査では、株式持合いを“している”と回答した企業に、そのメリットを尋ねている。その結果、事業法人との株式持合い、金融機関との株式持合いともに、“長期で安定した取引関係を形成できる”という回答が最大であり（それぞれ、84.8%、85.4%）、前回調査と比較しても10%以上増加している。他方、“戦略的・敵対的買収を未然に防げる”と回答した企業の割合（それぞれ、31.6%、23.9%）は、前回調査と大きな差はない。

¹⁴ また、本調査では、株式持合いを“強化する”、“やや強化する”、“現行通り”と回答した企業に、その理由を尋ねている。その結果、事業法人との株式持合い、金融機関との株式持合いともに、前回調査と比較して低下しているものの、“今後、より強固な地盤固めや生き残りをかけたグローバルな戦略的提携手段として必要

この結果に関して、次の2点を指摘しておこう。第1は、1999年調査、2002年調査と比べると、将来方針が大きく変化したことである。90年代末、および2000年代初頭には、“弱める”と“やや弱める”を合計すると半数を超え、この過去の調査で示された“弱める”という将来方針はその後の持合いの解消と対応していた。従って、今回の“現行通り”という回答結果は、今後株式所有構造が安定する可能性が高いことを示唆している。

第2に、機関投資家保有比率の高い企業でも、逆に、安定保有比率の高い企業でも、この“現行通り”という今後の所有構造に対する姿勢に有意な差はない。“弱める”と“やや弱める”に0を、“現行通り”に1を、“強化する”と“やや強化する”に2を与える変数を被説明変数として、調査時点の機関投資家保有比率（または外国人投資家保有比率）と安定保有比率（または持合比率）、その他のファンダメンタルな要因を説明変数とする回帰分析（多項ロジット・モデル）でも、機関投資家保有比率の高い企業が持合いを強化するという関係や、安定保有比率の高い企業が持合いを解消するという姿勢を示す傾向は確認できない。

== 表6 ==

以上の結果は、銀行危機以降に進展した「持合い解消」がほぼ峠を越えたこと、逆に、2005年以降に注目された「持合い復活」も一時的な現象にとどまったことを示唆している。わが国の上場企業の自己選択による新たな株式保有関係の形成はほぼ終了した。その結果、意識的に株式持合いを維持している企業は、成熟企業ではその6割強程度、新興企業ではその3割程度となった。かつての法人優位、あるいは、株式相互持合いによって特徴づけられた日本企業の所有構造は大きく多様化した。しかも、現時点では、日本企業は所有構造の大きな変化を望んでいない。この姿勢は、機関投資家保有比率が上昇した企業でも、逆に安定保有比率の高い企業でも同じであり、上場企業間で大きく多様化した所有構造が今後も維持されると推測できる。

5. 買収防衛策と株主代表訴訟

5.1. 経営者の目に映る敵対的買収

2000年代における日本の企業統治における大きな変化は、持合いの解消や機関投資家の保有比率の上昇を背景として、敵対的買収が初めて増加したことである。特に、2005年のライブドアによるニッポン放送買収の試みなど、いくつかの敵対的買収事例を受けて、一挙に買収防衛策の導入が進んだ。現在では、500社程度の上場企業（全上場企業の約15%）が、「事前警告型防衛策」ないし「ライツプラン」と呼ばれる買収防衛策を導入するに至っている（田中 [2012]）。本節では、この新たな事態が企業によってどのように意識されているのかを検討する。

なので”という回答が最大であった（それぞれ、32.2%、29.7%）。また、“株主総会対策に有効なので”と回答した企業は、それぞれ27.7%、26.2%で、前回調査よりも10%程度増加している。

まず、買収自体に対する企業（経営者）の姿勢を確認する。本調査では「敵対的買収（経営陣の同意なく行われる買収）に対する次の各項目のような見解について、どのようにお考えですか」という質問で、考えられる見解を8つ列挙し、一般論として、それぞれの見解について、“強くそう思う（2点）”、“ややそう思う（1点）”、“どちらともいえない（0点）”、“あまりそう思わない（-1点）”、“まったくそう思わない（-2点）”という5段階評価で回答を求めた。

回答結果を示した表7によれば、（1）株の売り抜けて短期的利益を得ようとするものであり許せない、（2）従業員の利益を株主に移転することとなり、士気低下を招く、（4）会社が切り売りされることとなる、（6）短期の株価を気にし、長期的視野に立った経営が損なわれる、など、企業の長期的利益や従業員の利益に基づく否定的意見が強い。また、新興企業の方がやや平均得点が低いものの、買収に対する否定的評価の点で、1部・2部企業と新興企業で実質的な差はほとんどない。

さらに、この結果をリーマンショック以前の2008年7月から8月の時点で同様の調査を試みた花枝他（2010）と比較すると、敵対的買収に対して否定的な考え方が以前より強くなっている¹⁵。

（7）緊張感をもたらすということで評価できるという肯定的な選択肢の平均得点は、花枝他（2010）の0.09から、今回調査の-0.27に低下している。また、（8）企業価値を高めるものであれば受け入れられると答えた企業の割合は32%にとどまる¹⁶。つまり、残りの68%の企業は、必ずしも企業価値に対する効果で買収が敵対的かどうかを判断していない。しかも、企業価値を高めるにもかかわらず、敵対的買収が受け入れられないと答えた企業の割合は19.3%にも達する¹⁷。

== 表7 ==

5.2 買収防衛策

持合い株式の議決権行使

では、敵対的買収に対して企業はどのように対処しているのでしょうか。本調査の利点のひとつは、持合い株式の議決権行使、買収防衛策の導入、企業業績の改善などの対応策に関する企業の行動・意識を捉えることができる点にある。

最初に、株式持合いが敵対的買収防止策として実際にどれほど有効なのかについて尋ねている。「御社が株式持合いなど親密関係にある会社に対して他社による敵対的買収行為がなされたとき、

¹⁵ 花枝他（2010）の調査対象は、本調査と同様に全国証券取引所に上場しているすべての企業であり、回答企業は546社である（うち、分析対象は匿名企業と金融業を除く526社であり、新興企業は33.0%を占めている）。

¹⁶ 花枝他（2010）には、本調査の（8）企業価値を高めるものであれば受け入れられるという項目は設けられていない。

¹⁷ また、表掲はしていないが、敵対的買収への備えとして（5）業績改善により高い株価を達成・維持すると回答した企業138社のうち、“そう思う”と回答した企業は52社（37.7%）、“そう思わない”と回答した企業は22社（15.9%）、平均得点は0.20点であった。（5）業績改善により高い株価を達成・維持すると回答しなかった企業の平均得点は0.07点とやや低いが、両者の平均得点の差は統計的に有意ではない。

御社はどのように行動しますか」という質問に対して、保有株式の売却について、“いかなる状況でも売却しない”、“状況次第で売却する”、“どちらともいえない”の3つの選択肢からひとつを選択してもらった。同様に、委任状合戦の対応について、“いかなる状況でも経営者側（被買収企業）に投票する”、“状況次第で買収側に投票する”、“どちらともいえない”の3つの選択肢からひとつの回答を求めた。

回答結果を示した表8によれば、“いかなる状況でも持合い株式を売却しない”と“いかなる状況でも経営側に投票する”と回答した企業の割合は、それぞれ23.1%、25.6%である。言い換えれば、保有株式の売却については、“状況次第で売却する”と“どちらともいえない”の両方で76.9%となっており、持合い関係は一見、強固なものではないことが窺える。同様に、委任状合戦の対応を見ても、“状況次第で買収側に投票する”と“どちらともいえない”の両方で74.4%を占めており、ここでも株式持合いが敵対的買収防止策として果たして有効なのかと疑問を抱かせる結果である。株主重視の姿勢の上昇がここに反映しているとも見ることができよう。もともと、本調査の結果では、花枝他（2010）と比べて、“状況次第で売却する”、“状況次第で買収側に投票する”と答えた割合（それぞれ、17.5%、10.7%）が、いずれも半分以上に低下しており、リーマン危機後には、自社が投資（株式持合い）する企業が敵対的買収に直面した場合、その対応が保守化した面も見逃せない。

== 表8 ==

また、①現在の株式持合いの状況を尋ねた質問で株式持合いを“している”と回答した企業、②実際の株式持合い比率が10%以上の企業、③敵対的買収への備えとして“株式持合いを拡大する”と回答した企業、④株式持合いと事前警告型買収防衛策の関係を尋ねた質問で“株式持合いの方が重要である”と回答した企業は、そうでない企業と比較して“いかなる状況でも持合い株式を売却しない”と“いかなる状況でも経営者側に投票する”と答えた割合が高い。両者の差は比較的僅少であるため、慎重な評価が必要であるが、株式持合いを自社の買収防衛策の一環として考えている企業は、他社が買収提案を受けた際にも、それがどのような提案であっても売却しないという姿勢を堅持しているようである。

企業は買収防衛策として何が有効であると意識しているのか

つぎに、敵対的買収に対する備えについて質問した。図4によれば、「御社は敵対的買収への備えとして、以下の対策のうちどれを実施していますか」という質問に対して、（5）業績改善により高い株価を達成・維持すると回答した企業は34.6%、（3）増配による株主利益還元を実施していると回答した企業は13.9%である。つまり、敵対的買収に対する否定的なイメージにもかかわらず、企業価値が低いことこそ敵対的買収を招く原因であると多くの日本企業の経営者は認識しており、高い株価を達成・維持することに努めている。また、社外取締役を導入すると回答した

企業の割合は22.2%であり、(1) 事前警告型防衛策（新株予約権の無償割当）ないしライツプランを導入すると回答した企業の15.1%を上回る¹⁸。

敵対的買収への備えとして、(5) 業績改善による高い株価の達成・維持することが重要視されることは、花枝他（2010）の結果に近い。花枝他（2010）では、持合いの拡大が事前警告型防衛策より重要視されていたが、今回調査では、(2) 株式持合いを拡大したと答えた企業がわずか5.1%で、(1) 事前警告型防衛策を導入したと答えた企業は約3倍の15.1%であった¹⁹。また、5.6%の企業が(9) 友好的な引受先に対する第三者割当増資ができるように、定款で株式の授権枠をとっていると回答している。単純比較は難しいが、今回調査と花枝他（2010）のアンケート調査との違いは、持合いを拡大することを重視することと、実際に持合いを拡大していることの差を反映したものだと解釈することができる。つまり、この事実から、株式持合いは究極の防衛策として重視されているが、実際に持合いを拡大することは必ずしも容易ではないことが窺える。言い換えれば、買収を否定的に捉えている企業は、安定的な所有基盤を求めているものの、持合いを拡大することはもはや現実的な選択枝ではなく、企業価値の上昇という「正攻法」を主要な防衛策として位置づけ始めた。これが、既述の日本企業の株主重視の姿勢の上昇と対応しているのであろう。

== 図4 ==

買収防衛策をめぐる企業と機関投資家

さらに、本調査では、ライツプランなどの買収防衛策を導入している企業（62社、15.1%）について、導入目的を質問している。この結果は、機関投資家向けアンケートにも同様の質問を設けているため、機関投資家の評価と比較可能である。そこで、この点に関する両者の意識の差を確認しておく、10項目のうちには、多くの企業が防衛策の目的とし、機関投資家も概ねそれを支持しているものもある。図5によれば、特に、(1) 取得した株式の高値買取りを迫る目的での株式の買い集めを防ぐ、(2) 会社と不当な条件で取引をしたり、会社の営業秘密を奪取するなどして会社の利益を奪う目的での買収を防ぐ、(3) 公開買付けの後にそれよりも低い価格キャッシュアウトを行う2段階買収のような、強圧的手段による買収を防ぐ、などの項目では両者の認識はほぼ一致している。しかし、企業と機関投資家（とりわけ、信託銀行・投資信託・投資顧問）と

¹⁸ (6) 社外取締役を導入すると回答した企業に1、回答しなかった企業に0を与えるダミー変数を被説明変数に、先の買収防衛策に対する見解(8) 企業価値を高めるものであれば受け入れるへの点数(5段階評価)と、その他のコントロール変数(買収防衛策導入ダミーを含む)を説明変数とする回帰分析(ロジット分析)を試みた場合、両者の間には統計的に有意な正の相関が確認される。つまり、すでに買収防衛策を導入している企業がその発動の正当性を確保するために社外取締役を導入することをコントロールしても、企業価値を高めるものであれば受け入れるに対して肯定的な企業ほど、その対策として、社外取締役を導入している。これは、企業が買収提案が果たして本当に企業価値を高めるものであるのかを、社外取締役に客観的な立場から判断してもらうという姿勢を捉えているためと解釈できる。

¹⁹ 花枝他（2010）のアンケート調査では、敵対的買収に対する備えとして、どのような対策(14項目)をどの程度重視するかについて5段階評価で回答を求めているのに対して、本調査では、実際に実施している敵対的買収への対策を回答してもらっている。

の間には、先の企業の経営目的の比較と同様に、考え方の相違が強く表れている項目もある。特に、(10) 従業員・取引先などのステークホルダーの利益を害するような買収を防ぐという目的では、企業自身は、これが防衛策の目的として最も強く当てはまると回答しているが、信託銀行・投資信託・投資顧問は、企業がこの目的で防衛策を行使することに対して否定的である。これに対して、興味深いことに、銀行（信託以外）・生損保はこの目的に肯定的であり、防衛策に対する態度では金融機関の属性による相違が明確に現れている²⁰。他方、通常、買収防衛策の主要な目的とされる、(6) 買収者と交渉し、買収条件をよりよいものにすることを防衛策の目的として挙げる企業は少なく、平均得点は0.20、10項目中最下位である²¹。このように、調査結果は、日本企業が防衛策を株主のための買収交渉の手段としてではなく、ステークホルダーの利益を害するような買収を阻止する手段と考えていることを明確に示している。

== 図5 ==

5.3. アクティビストの実態

アクティビストの活動の実態とその効果に関するこれまでの実証分析は、もっぱら物言う株主が企業に大量保有報告書を提出するという事例に注目してきた²²。しかし、こうしたイベントを用いた実証分析では、ターゲット企業の特徴、アクティビストの出現に対する企業の対応、および経營業績の推移について定量的な関係を把握することができるが、その背後にある企業の経営者の考え方については推測するしかない。それに対して、アンケート調査では、直接水面下のアクティビストと企業とのコンタクトの有無を聞くことができるという利点がある。さらに、水面下のコンタクトが決裂した事例のみが公になるという特性を考えると、アンケート調査を通じて、村上ファンドやスティール・パトナーズなどの社会的な注目を集めたケースのみではなく、それ以外のアクティビストの役割を解明することが期待できる。

デューク大学・CFO マガジンのビジネス・アウトルック・サーベイ（以下、ビジネス・アウトルックと略す）によると、2006年までに米国上場企業の実に40%は、アクティビストファンドのターゲットとなった経験がある。しかし、アクティビストと経営陣のやり取りについて、35%は友好的であり、48%は中立的であり、敵対的なケースは17%に過ぎない。アクティビストにコンタクトを求められた企業の3割は、アクティビストの提案が経営方針に影響を及ぼしたと答えた。その多くは、経営戦略、M&A 計画、取締役派遣、人事変化と資金調達に関わるものである。つまり、

²⁰ 信託銀行・投資信託・投資顧問と銀行（信託以外）・生損保の銘柄選択行動を分析し、両者の有意な違いを示した、宮島・保田（2012）の結果とも整合する。

²¹ 企業の平均得点が統計的に有意にゼロと異なるかを検定したところ、(6) 買収者と交渉し、買収条件をよりよいものにすることが非有意である以外は、1%水準で有意であった。

²² 敵対的買収やアクティビストファンドに関する代表的な先行研究として、Jensen (1988)、Holmstrom and Kaplan (2001)、Brav, Jiang, Partnoy and Thomas (2008)、Becht, Franks, Mayer and Rossi (2009)が挙げられる。また、日本企業を分析対象とした研究に、Uchida and Xu (2008)、胥（2009）、胥・田中（2009）がある。

米国では多くの物言う株主が友好的に水面下の接触を試み、また、多くのターゲット企業がアクティビストの意見を聞き入れる。さらに、アクティビストの意見を取り入れた企業のうち、その後業績が良くなったと答えた比率は26%で、悪くなったと答えた比率の15%を大きく上回る。

日本以外のアジア企業に対するアクティビストのコンタクトは、米国よりもさらに頻繁である。アクティビストの提案を取り入れて業績が悪化したと答えたアジア企業の割合はわずか4%に過ぎない。戦略決定に関する提案は8割に近く、48%は財務関連のものであり、M&Aに関する提案は40%になるという。

ビジネス・アウトルックのアンケート結果を額面通りに受け取れば、アクティビストの提案を採用すれば、企業業績が良くなる可能性は高く、とりわけ、アジア企業がアクティビストの提案を受け入れるデメリットは小さい。換言すれば、アクティビストは企業価値の脅威ではなく、企業の経営改善に資するものが多いといえよう。

この米国・アジア企業に対する結果をベンチマークに、本調査の回答結果を見ると、「アクティビストファンドや物言う株主からコンタクトを求められたことはありますか」（問4-7）という質問に対して、“ある”と答えた企業の割合はわずか12.7%である²³。米国やアジア諸国と比べて、日本企業のコーポレート・ガバナンスにおいて、物言う株主の圧力やアクティビズムは明らかに脅威には程遠い存在である。まして、アップルのような大企業に対して物言う米国のような事態は現時点では想像すらできない。

他方、「アクティビストファンドや物言う株主からのコンタクトにはどのように対応されましたか」（問4-8）という質問に対して、“すべて応じた”企業の割合は32.7%、“一部は応じた”企業は55.8%、“すべて拒否した”企業はわずか11.5%である。

アクティビストファンドや物言う株主からのコンタクトに応じた企業のうち、「経営に対してアクティビストファンドや物言う株主から具体的な提案はありましたか」（問4-10）という質問について、56.5%の企業は提案が“あった”と答えた。さらに、提案を受け入れたかどうかについて尋ねたところ、“すべて取り入れた”企業が3.8%、“一部は取り入れた”企業が38.5%、“全部断った”企業が57.7%となっている。単純比較は難しいが、アクティビストにコンタクトを求められた米国企業の3割が、経営方針についてアクティビストの提案から影響を受けたと報告されており、この結果と比較すると、提案自体は少ないものの、アクティビストからの提案があった場合には、日本企業もその提案から少なからぬ影響を受けていることがわかる。

5.4. 株主代表訴訟はリスク態度に影響を与えているのか

²³ なお、「アクティビストファンドや物言う株主からのコンタクトに対応した担当者クラスについて」（問4-9），“会長や社長などのトップ経営者（30.4%）”、“部長（28.3%）”、“取締役（26.1%）”の順となっている。

1993年の会社法改正によって、株主代表訴訟の手数料が著しく安価となり、訴訟が容易になった。この株主代表訴訟の可能性が、経営者の意思決定をリスク回避的にすると指摘されている²⁴。そこで、最後にこの点に関する企業の意識を検討する。

株主代表訴訟とは、企業（株式会社）の取締役ら役員が、企業に対して損害賠償責任を負っている場合に、株主が企業に代わってその責任を追及する訴訟である（江頭（2011）456頁以下）。これは、役員の責任追及を企業自身に任せると、役員同士の馴れ合いにより責任が追及されない恐れがあることに対処しようとするものである。この代表訴訟の役割については、役員に対する規律が図られるというメリットがある半面、理由のない訴訟により役員や会社には負担がかかったり、責任追及の恐れから経営が萎縮したりするといったデメリットが生じる可能性も指摘されてきた。

本調査では、このような株主代表訴訟に対して、企業や投資家がどのように評価しているのかを尋ねる質問項目を設けた。具体的には、企業向けアンケート・機関投資家向けアンケートのいずれにおいても、代表訴訟に対する見解として考えられるものを6つ提示し（（1）経営を萎縮させる、（2）社外役員などの役員のなり手を少なくする、（3）理由のない訴訟により役員や会社には負担がかかる、（4）通常の社内手続をしていれば責任が認められる恐れはほとんどない、（5）経営に緊張感をもたらす、会社・株主の利益となる、（6）ほとんど提起されないもので、特に意味のある制度ではない）、各見解のそれぞれについて、“強くそう思う”、“ややそう思う”、“どちらともいえない”、“あまりそう思わない”、“まったくそう思わない”の5段階で評価してもらった（企業向けアンケート問4-14、機関投資家向けアンケート問IV-1）。先の質問と同様、各回答を+2～-2まで点数評価し、企業と機関投資家で平均得点を比較したものが図6である。

== 図6 ==

（6）ほとんど提起されないもので、特に意味のある制度ではないは、実際の株主代表訴訟の提起数が年間100件程度であることを考慮して設けた項目であったが、このような見解に対する評価は、企業・機関投資家とも否定的（平均得点はマイナス）であり、良かれ悪しかれ、代表訴訟は企業利益に何らかの影響を及ぼしていると考えられていることがわかった。

総じて、企業の方が機関投資家と比較して、株主代表訴訟に対し否定的な見解である（1）から（3）への支持が多いが、企業と機関投資家のいずれも、（3）理由のない訴訟により役員や会社には負担がかかるという意見に賛同するものが、他の否定的な見解である（1）や（2）に賛同するものよりも多い。つまり、代表訴訟の弊害としては、実際に訴訟で責任が認められることへの恐

²⁴ 例えば、木下（2012）は、日本企業の特異な財務特性（低収益と多額の内部資金留保）が他国と異なる企業法制に由来するとの議論を展開する中で、わが国では投資家等による私的エンフォースメントにおいて、証券訴訟よりも株主代表訴訟が多用されている結果、経営者が経営者個人の責任追及を避けるためにリスクテイクに消極的になっている可能性があると指摘している。

れから来るもの（経営の萎縮や役員のなり手不足）よりは、むしろ、理由のない訴訟に応じることの負担が中心に考えられているということである。これは、（4）通常の社内手続をしていれば責任が認められる恐れはほとんどないという認識（この見解に対する企業の平均得点も 0.62 と高い）を踏まえたものといえる²⁵。表掲はしていないが、企業向けアンケートの他の質問項目（問 4-12）において、経営判断に関わるリスクへの対処として、代表訴訟の可能性を考慮して、投資案件を見送ったことがあると回答した企業が 8 社（1.9%）とごくわずかであることも、株主代表訴訟が経営の萎縮をもたらすことは実際には少ないことを物語っていると思われる。

6. 経営者インセンティブと社外取締役の実態

取締役会の機関設計と報酬制度は、2000 年代以降、最も議論が集中した問題のひとつであった。委員会設置会社制度の導入、ストックオプションの制度化、報酬開示制度の導入など、多くの措置が取られた。本節では、アンケート調査の経営者インセンティブ、並びに、取締役会に関する質問に対する回答結果を検討する。

6.1. 経営者インセンティブ

低い報酬水準と業績感応度

経営者報酬は株主とは異なる利害を持つ経営者を株主の利害に沿って行動させるための重要なコーポレート・ガバナンスのメカニズムのひとつである。しかし、日本企業の経営者の報酬が米国企業のそれとは大きく異なっていることは広く知られている。日本企業の経営者にどの程度の株主価値を最大化する金銭的インセンティブがあるかを分析した Kubo and Saito (2008) によれば、日経 225 企業の社長が受け取っている 1 年間の報酬の平均が約 5000 万円であるのに対して、S&P500 企業の CEO の受け取っている報酬の平均額は 14 億円となっている。

異なるのは報酬額だけではない。企業業績が変化した場合に変化する報酬額も大きく異なる。例えば、米国で 1000 ドル株式価値を上昇させた際に経営者が受け取る報酬額などがいくら変化するかを分析した Jensen and Murphy (1990) は、その額は 3.25 ドルであるとしている。Hall and Liebman (1998) は、株価を 15 パーセント上昇させた時に受け取る米国の経営者が受け取る報酬は約 3 億円であることを報告している。これらと同様の額を日本で計測した Kubo and Saito (2008) は日本企業の経営者が株式価値を 1000 円上げても 0.3 円、株価を 15 パーセント引き上げても約 700 万円しか受け取れる報酬が増えないことを報告している。

経営者のインセンティブを考える上で、役員報酬と企業業績の相関関係の強さは極めて重要である。なぜなら、インセンティブは業績が上がった（下がった）際に、どれだけ報酬が増える（減る）かに依存しているからである。このように、これまでの研究は日本企業の経営者報酬が他国と比較して、低額であること、業績への感応度が弱いことを示しているが、経営者報酬が実

²⁵ 上場市場別にサンプルを分割した場合に、1 部・2 部企業と新興企業の平均得点に統計的に有意な差は確認できない。

際にどのように決定されているのかについては不明な点が多い。そこで、本調査では経営者報酬がどのように決定されているのか、何を基準に決定されているのかを尋ねている。

表9は「経営者報酬の決定においてどのような基準を重視されていますか」という質問に対する回答をまとめたものである。最も重視されていたのは(1) 自社の業績であり52.2%の企業が“非常に重視している”と回答し、40.6%の企業が“やや重視している”と回答している。これに対して、(2) 同業他社の経営者報酬、(3) 同規模の企業の経営者報酬を基準としていると回答した企業は極めて少なかった。米国では多くの企業が、同業や同規模の企業をベンチマークとして経営者報酬を決めていることが知られている。これは米国では経営者の引き抜きなどが頻繁に起こるためである。これに対して、日本では経営者が会社を異動することはほとんどなく、そのため経営者報酬において他社を意識する必要がないことを示唆しているのだろう。

== 表9 ==

役員報酬の実態

つぎに、取締役報酬制度の実態に関しても尋ねている。図7に回答結果がまとめられているが、驚くべきは、(4) 取締役の報酬額について明文化された規定(支給基準)が存在するという問いに対して、約65%の企業が存在しないと答えている点である。1部・2部企業に限って見ても、存在しないと答えた企業は約60%に上る。また、ほとんどの企業が報酬委員会を設置しておらず、コンサルタントも利用していないことも回答結果は示している。役員報酬に関して明文化された規定を持たず、報酬委員会も存在せず、外部のコンサルタントも用いていない企業の比率は全回答企業の56%、1部・2部企業でも50%に及んだ。これらの結果は、日本企業の経営者報酬が報酬を受け取る側である経営者のみによって決められていることを示していると考えられる。このように、日本企業の経営者報酬が経営者自身によって決定されるにもかかわらず、米国企業よりも大幅に低いのは一見矛盾する。これを説明するひとつの推論は、取締役報酬が従業員給与とのバランスを強く考慮して決定されているためとの解釈であるが、この点に関しては今後も研究を行っていく必要がある。

== 図7 ==

経営者の後継人事

報酬と並んで経営者のインセンティブに大きな影響を与えるのは経営者人事である。米国企業では社外取締役を中心とした指名委員会が経営者人事において大きな権限を握っていることが知られているが、ほとんどの日本企業がそのような機関を持っておらず、本調査の回答結果からは、現経営者、元経営者である会長、相談役が経営者人事をほぼ独占的に決めている姿が浮かび上がってくる。「次の各項目に挙げた主体のそれぞれにつき、後継人事にどの程度影響力があります

か」という質問（5段階評価）に対する回答結果をまとめた表 10 によれば、87.2%の企業が（1）現経営者が後継人事になんらかの影響を及ぼしている、44.3%の企業が（2）会長・相談役などの社長経験者がなんらかの影響を及ぼしていると回答している。さらに、この点について、1部・2部企業と新興企業とに実質的な差はみられない。銀行危機を経ても日本企業の経営者の選任方法には、大きな変化は生じてないと判断してよいだろう。

== 表 10 ==

6.2 取締役会の役割：誰のために入れているのか

社外取締役による監視と助言

世界的にも取締役会は株式会社のコーポレート・ガバナンスにおいて最も重要な機関と考えられており、日本においても会社法 362 条において、取締役会の職務は重要な事項の決定、経営の監視、経営者の評価・選任とされている。しかしながら、日本以外の国の株式会社の取締役会では社外取締役が大きな比率を占めているのに対して、日本の株式会社の取締役会ではほぼ社内取締役で占められていることは広く知られている。2000 年代初頭に比べれば、徐々に増加しているものの、2011 年度末で、東証 1 部上場企業のうち独立社外取締役（社外取締役から銀行出身者と関係会社出身者を除く）を 1 人以上選任している企業は、50%にとどまる。本調査の回答企業で見ても、45.1%の企業が社外取締役を導入しておらず、導入している企業の多くも社外取締役の人数は 1 人か 2 人と少数であり、過半数を社外取締役としている企業はわずか 3%に過ぎなかった。日本において社外取締役の導入が進まない理由のひとつとして、監視される側である経営者が社外取締役の導入の決定権を握っていることが指摘されている。このような場合、経営者が社外取締役を導入する理由は主に経営の監視ではなく、助言を得ることにあると考えられる²⁶。

果たしてそのような指摘が妥当であるのかを見極めるために、本調査では、社外取締役を導入している企業（229 社、54.9%）について、「どのような事案において社外取締役の重要な貢献がありましたか」という質問を設けた。図 8 にはその回答結果が示されている。なお、この質問は社外取締役導入企業のみ尋ねた質問であるため、図中の比率は社外取締役導入企業に占める、貢献があったと回答した企業の比率である。

== 図 8 ==

最も多かった答えは（11）議案の適法性である。なお、このように回答している企業には、実際に弁護士を社外取締役としている企業が多かった。この結果から、企業が取締役会の決定に社

²⁶ 日本企業における取締役会構成（社外取締役の導入）の決定要因を分析した先行研究として、齋藤（2011）、内田（2012）、宮島・小川（2012）が挙げられる。いずれの研究でも、日本企業の取締役会において、社外取締役を導入することが望ましい企業ほど、導入が進展していないことを指摘している。

外の人物、特に、弁護士を関与させることによって、決定の適法性・妥当性を確保しようとしている姿を見て取ることができる。3番目に回答が多かった(12) 会計の適正さに関しても、実際に公認会計士を社外取締役として迎えている企業が多く、同様のことがいえる。2番目に社外取締役の貢献があったという回答が多かったのは(5) 新規事業であり、社外取締役導入企業の36.8%が社外取締役の貢献があったと答えている。これはまさしく経営に関する助言を社外取締役から得たことを示していると考えられる。これに対して、経営者の監視(2) 経営者の交代(評価)について社外取締役の貢献があったという答えは極めて少なく、社外取締役導入企業の6.3%のみが貢献があったと答えている。この結果は、日本企業による社外取締役導入の主たる理由は経営者の監視ではないという主張に合致するものと考えられる。このように社外取締役の貢献に関するアンケートの結果からは日本企業の社外取締役導入の主な理由は経営者が歓迎できる経営への助言であり、経営者が歓迎できない監視ではないということが見て取れる。

では、このような社外取締役はどのように選ばれているのだろうか。本調査では社外取締役との事前の関係についても尋ねている。その結果は、図9の通りである。最も回答数が多かったのは、(2) 事業上の関係がかつてあったというものであった。この回答の企業の中には多くの上場子会社が含まれており、親会社からの社外取締役も指しているものと考えられる。次に多かったのは(1) 経営者と個人的な交友関係があったという回答であった。このように社外取締役の選任においては事前になんらかの関係があり、自社の事業に関する知識を持った者が選ばれる傾向が見て取れる。しかし一方で、(5) 事前に接点はなかったと回答を行った企業も多くあり、独立性を重視して社外取締役を選任している企業が一定数存在していることを示している。

== 図9 ==

なぜ社外取締役は必要ないのか

ここまでは、社外取締役を導入している企業に焦点を当てた質問項目を確認してきたが、本調査では、さらに、社外取締役を導入していない企業(188社)に対しても、なぜ導入していないのかを尋ねている。最も回答数が多かったのは(2) 社外監査役が十分に機能しているからというものであり、社外取締役を導入していない企業の74.3%がこのように答えている。また、19.3%の企業は(3) 社外取締役の必要性を認めていないと回答している。導入企業の回答結果からもわかるように、もし仮に、社外取締役に期待する役割が適法性の確保であり、経営に対する助言であるのならば、その役割は社外監査役でも十分にこなすことができると考えられる。非導入企業も社外取締役の役割をこのように考えているため、社外監査役で十分、必要性を認めていないという回答が多かったのかもしれない。

このように、取締役会、特に、社外取締役にに関する回答結果からは、日本企業による社外取締役の導入の主な理由は経営に対する助言とコンプライアンスの確保であり、一般に社外取締役の役割と考えられている経営者に対するモニタリングとは異なることを示している。

7. 雇用・人事方針と従業員の関与

7.1. 雇用システムの変化と「従業員軽視」への批判

1990年代末から2000年代、日本の雇用システムは大きく変化したといわれる。第1に、早期退職の勧奨と新規学卒者の採用圧縮によって正規従業員は削減され、その欠員は非正規従業員で補充されたため、平均勤続年数が短期化した。第2に、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ため、賃金と勤続年数の相関が低下した。第3に、労働組合の組織率の低下と労働組合を組織していない新興企業の増加が、従業員の経営参加や労使間の情報共有の程度の低下をもたらした、従業員参加型の雇用慣行が衰退した。

しかし、これらの大規模な改革はある種の批判を招くようになった。日本企業が市場志向に傾斜したことで、従業員の雇用や賃金を犠牲にして、株主への過度の配当や経営者への過大な報酬が支払われるようになったという批判が一部のマスメディアによって展開された。実際に、財務省の法人企業統計調査を用いて、1997年度と2010年度の大企業（資本金10億円以上）の付加価値額、従業員給与・賞与、配当金を比較すれば、付加価値額が87.7兆円から88.6兆円とほぼ変化がないのに対して、従業員給与・賞与は43.9兆円から41.8兆円へと低下する一方、配当金は3.0兆円から7.4兆円へと倍増している。また、宮本（2008）によれば（労働政策・研究機構が2005年に実施した従業員アンケート調査を用いている）、過去3年間の経営に対する従業員の評価に関する、「従業員の意向を反映した経営が行われている」、「従業員は大切にされている」という質問項目に対して、“低下した”を選択した従業員はそれぞれ3割を超えている。

そこで本節では、本調査の経営陣の意思決定事項が団体交渉・労使協議の場でどのように扱われているのかという質問の回答結果を用いて、「株主重視、従業員軽視」の実態を検証する。

7.2 雇用・人事方針の変化

まず、本調査の回答企業の従業員の状況や雇用・人事方針について確認しておく。回答企業の総従業員数に占める非正規従業員の割合については、30%未満の企業が78.3%（324社、うち10%以下の企業は207社）、50%以上の企業は13.0%（54社）である（問6-1）。この点に関して、第1に、1部・2部企業と新興企業の間にはほとんど差はなく、新興企業で非正規従業員への依存度が有意に高いという見方は支持されない。第2に、前回調査の結果（30%未満の企業が79.5%、50%以上の企業が14.6%）と比較しても、非正規従業員比率に変化はない。非正規雇用の利用についてはほぼ上限に達したと見てよい。

総正規従業員の平均年齢は予想される通り上昇した（問6-2）。最大数は、40歳以上45歳未満の企業の42.4%（177社）であり、35歳以上40歳未満の企業の36.9%（154社）を上回る。前回調

査では、35歳以上40歳未満の企業が最大数（48.8%）を占めていたから、企業の従業員の高齢化が一段と進展していることがわかる²⁷。

つぎに、労働組合が存在する企業は53.6%（224社）、労働組合以外に労使協議の仕組みが存在する企業は53.3%（220社、うち労働組合が存在する企業は166社）であり、労働組合の組織率の平均は76.2%である（問6-3、問6-4）。もっとも、1部・2部企業で組合が存在する企業は71.3%、労使協議制が存在する企業は65.4%であり、前回調査の、それぞれ、69.3%、65.3%と変わらない²⁸。それに対して、新興企業のうち、組合の存在する企業は19.6%、労使協議制が存在する企業は29.8%であり、大きな差がある。

また、雇用・人事方針が終身雇用を前提としている企業の割合は88.5%（371社、どちらかといえば前提としている172社を含む）であり、賃金体系に成果主義を導入している企業の割合は89.3%（374社、部分的に導入している300社を含む）である（問6-6、問6-7）。図10には、上記の組み合わせを図示しているが、一見して明らかな点は、終身雇用を前提としながら部分的に成果主義を導入している企業が突出していることである（269社、64.2%）。従来の日本型企業の特徴である終身雇用と年功賃金を維持している企業がごく少数であることも確認できる（39社、9.3%）²⁹。また、質問内容が若干異なるため厳密な比較は困難であるが、過去調査の回答結果では、終身雇用と年功賃金を維持している企業の割合は、2002年調査では10.8%、1999年調査では19.9%である一方、これとは正反対の終身雇用を廃止して成果主義を全面的に採用している企業の割合は、2002年調査では11.2%、1999年調査では6.1%であった。今回調査を1部・2部企業に限定した場合、終身雇用と年功賃金を維持している企業の割合と終身雇用を廃止して成果主義を全面的に採用している企業の割合は、それぞれ、9.4%、2.2%であるから、この期間の雇用制度と賃金体系に関しては、成果主義の導入を拡大させつつ、伝統的な日本型企業の特徴からの極端な乖離を修正する方向で調整が行われたと推測することができる。

== 図10 ==

さらに、人事方針に関する企業の方針を前回調査と比べても全体的に変化は小さい（問6-8）。（3）抜擢人事の導入や（7）年俸制の導入を具体化・検討していると回答する企業は減少傾向にある。（4）複線型人事制度の実施、（9）中途採用の実施も横ばいであり、必要な企業では導入を終えたと見ることができる。また、（10）人材派遣の受入、（11）退職金・企業年金制度の変更

²⁷ ただし、新興企業の従業員の平均年齢は、35歳以上40歳未満の企業が最大数（56社、39.2%）を占めており、40歳以上45歳未満の企業は28.0%（40社）で2番目に多い回答であった。

²⁸ ただし、労働組合の組織率については、今回調査で77.4%、前回調査で84.5%と、若干の低下が確認できる。

²⁹ 終身雇用を前提としている企業の割合は、1部・2部企業で94.2%、新興企業で77.6%である。また、終身雇用を前提としながら部分的に成果主義を導入している企業の割合は、1部・2部企業で67.0%、新興企業で58.7%である。新興企業のうち4分の3以上の企業で、終身雇用が前提とされていることは注目に値する。

はむしろ低下傾向にある。(6)雇用の流動化、(8) EVA に連動した給与体系の導入は、一貫して低水準にあり、雇用システムの改革もほぼ峠を越えたと見ることができる。

7.3. 従業員の関与度：労使協議事項

本調査では、「下記の意思決定項目は団体交渉、または労使協議の場でどのように扱われていますか」という質問に対して、それぞれ、“扱われない”、“説明事項”、“合意が必要”の3つの選択肢から回答するという質問項目を設けている。具体的な「以下の意思決定項目」とは、

(1) 製品の生産計画や販売計画、(2) M&A や事業部門の売却、(3) 収益指標の決定、(4) 経営者へのストックオプション付与、(5) 従業員持ち株制度に関わる決定、(6) 取締役会メンバーの変更、(7) 一定規模以上の設備投資、(8) 資金調達方法の変更、(9) 新技術の導入や開発、(10) 雇用調整の10項目である。

表 11 には、上記の各項目に対する今回調査と前回調査の回答結果がまとめられている。最右列は、“扱われない”に0点、“説明事項”に1点、“合意が必要”に2点を付し、その平均得点を示したものである。これを見ると、(4) 経営者へのストックオプション付与以外のすべての項目で、成熟企業の平均得点は新興企業のそれを上回っており、従業員の関与に関しては、成熟企業と新興企業に明確な差がある。ただし、(10) 雇用調整に関しては、成熟企業(1.46)と新興企業(0.98)の両方で最高点であり、雇用の重要性を確認できる。次に、この平均得点を、成熟企業に限って、今回調査と前回調査で比較すると、2002年と2012年の間に相対的な平均得点の高さ(優先順位)に大きな差はなく((4)と(6)が入れ替わるのみ)、(10) 雇用調整についてはその他の項目に比べてはるかに重要性が高く、(8) 資金調達方法の変更については依然として重要性が低い。一方で、ほぼすべての項目において今回調査の平均得点は前回調査のそれを下回ることも確認できる。特に変化が見られるのは、(2) M&A や事業部門の売却についてと(5) 従業員持ち株制度に関わる決定についてで、“合意が必要”、“説明事項”と回答する企業の割合もそれぞれ10%程度低下し、“扱われない”と回答する企業が大幅に増加している³⁰。

== 表 11 ==

7.4. 関与度の決定要因

もっとも、経営の意思決定項目に対する従業員の関与は、企業が上場している市場のみでなく、企業が属している産業、労働組合や労使協議の有無や、さらに、株式市場から圧力の有無によっても大きく異なると予想される。そこで、これらを分割して平均得点を比較した結果が、表 12 である。製造業に属する企業と非製造業に属する企業を比較した場合、前者がほぼ全項目において

³⁰ なお、今回調査と2002年調査の両方に回答した78社の平均得点を比較すると、(2) M&A や事業部門の売却、(3) 収益指標の決定、(4) 経営者へのストックオプション付与、(5) 従業員持ち株制度に関わる決定で統計的に有意な差(低下)が確認されるが、その他の項目は有意ではない。

上回る。また、労働組合の有無で分類した場合にも、明確な差が確認できる。この傾向は、特に、
(2) M&A や事業部門の売却と (10) 雇用調整で顕著である。

同様に、表 12 には、外国人投資家保有比率の高低によって 2 つのグループ (1.0%未満、10.0%以上) に分類した場合の結果が示されている。「株主重視、従業員軽視」、つまり、株主重視と従業員重視が代替的關係にあるとの主張に従えば、外国人投資家保有比率が高まるほど、各項目の平均得点は低くなると予測される。しかし、結果は正反対である。10 項目中 6 項目において、外国人投資家保有比率が高まるほど、有意に平均得点が高くなっている。逆の關係、つまり、外国人投資家保有比率が高まるほど、平均得点が低くなっている項目もあるものの、統計的には非有意であり、外国人投資家保有比率の上昇と従業員の高い関与度は代替的な關係ではなく、両立している。

== 表 12 ==

さらに、上記で確認された、外国人投資家保有比率の上昇と従業員の高い関与度が両立しているという見方の妥当性を、回帰分析 (順序ロジット・モデル: 被説明変数は“扱われない”に 0、“説明事項”に 1、“合意が必要”に 2 を与えている) によってその他の要因 (企業業績、財務比率など) をコントロールした上で検証した。表掲はしていないが、労働組合の有無や労使協議の有無は統計的に十分に有意であり、労働組合が存在する企業や労使協議の仕組みが存在する企業では、経営陣の意思決定事項に従業員の意思が反映されることが確認できる。また、一部の項目については、規模の大きい企業 ((1) ・ (2) ・ (3))、業績が良い企業 ((7) ・ (8) ・ (9))、製造業に属する企業 ((1) ・ (4) ・ (9)) ほど、関与度が高いという關係が確認できる³¹。ここでの結果は、総じて、外国人投資家保有比率と従業員の関与度の間には、企業規模、企業業績、組合・労使協議の有無に還元できない固有の關係はないことを示している。

以上、本調査の回答結果から読み解く限り、株主重視は、従業員軽視と並行しているのではなく、「株主重視」と「従業員重視」は両立している考えることが現実的である。確かに上場企業の中で比重を高める新興企業は、労働組合や労使協議の仕組みが存在しない企業が多く、経営への従業員の関与度は、成熟企業に比べれば低い。しかし、依然として、成熟企業では、経営陣の意思決定事項に従業員の意思が反映される程度はほとんど低下していない。この 10 年間、外国人投資家はこれら成熟企業の保有比率を高めたが、その銘柄選択にあたって従業員の関与度の低い企業を選好したという事態、あるいは、保有比率の上昇の結果、従業員の関与度が下がったという事態は想定できない。むしろ、企業規模、企業業績、海外売上高比率に注目して外国人投資家が保有を増加させた企業では、組合の組織率が高く、従業員関与度が高い傾向があった。日本企

³¹ 一方、外国人投資家保有比率の係数がマイナスになるのは、(2) M&A や事業部門の売却のみである。

業が株主を十分に重視していないと不満を持つひとつの理由は、当事者には意識されていないものの、実際にはこうした関係がシステマティックに存在するためと解釈することができる。

他方、新興企業の大半（77.6%）で長期雇用が前提とされているものの、経営陣の意思決定事項に従業員の意思を反映させる程度は低い。今後、従業員の企業特種的な技能形成の促進、モチベーションの維持のためには、経営陣の意思決定事項に従業員の意思を反映させる仕組みを構築することが競争力の向上のためのひとつの選択肢となろう³²。

8. アンケート結果のポイントと政策的インプリケーション

8.1. アンケート結果のポイント

以上のアンケート結果の要点は次の点に求められよう。

- 日本企業は、これまでの従業員に加えて、株主重視の姿勢を強めている。しかし、配当か雇用かの二者択一では、依然として、雇用重視を放棄していない。しかも、これらの点については、成熟企業と新興企業で差はない。この結果は、株主重視の姿勢の強化と従業員重視の姿勢の維持が両立することを示唆する。
- 日本企業は成熟企業、新興企業を問わず、現在の所有構造を変化させようとは考えていない。この点は、機関投資家保有比率の高い企業にも、持合い比率の高い企業にも妥当する。1997年から進展した持合いの解消、機関投資家の増加という所有構造の変化はほぼ収束した。
- 日本企業の敵対的買収に対する姿勢は、依然として否定的である。もともと、この敵対的買収に対するネガティブな評価にもかかわらず、その対応として、日本企業の大部分は、持合いの強化や防衛策（ライツプラン）の導入に依存しておらず、高い株価の達成・維持という正攻法で対応しようとしている。この結果は、株式市場の環境が変化して（上昇局面に入っ）リスクマネーの供給が増加すると、有効な買収防衛策は何か再び論点となることを示唆する。
- 4割以上の米国企業とアジア企業がアクティビストのターゲットになっていることと比べてこれまで日本企業では、アクティビストからのコンタクトは著しく限られている。しかし、アクティビストが接触した限られたケースでは、その提案が企業経営に実質的な影響を与えている。この結果は、日本でもアクティビストファンドが経営の規律付けにおいて一定の役割を演じていることを含意する。
- 企業では、株主代表訴訟に対して否定的な見解が多い。その主たる理由は、理由のない訴訟により役員や会社には負担がかかる点にあり、実際に訴訟で責任が認められることへの恐れによるもの（経営の萎縮や役員のなり手不足）ではない。代表訴訟が企業のリスク回避態度を強めるという見方は支持されないが、濫訴の可能性が企業の潜在的なコストを引き上げているのは事実である。

³² Morikawa (2010) は、日本の企業別労働組合が企業の生産性に対して正の効果を持つことを明らかにしている。

- 所有構造の大きな変化にもかかわらず、その報酬制度へのインパクトは大きくない。日本企業の経営者報酬の決定にあたって最も重視されていたのは自社の業績であり、同業他社、あるいは、他業種の同規模企業の経営者報酬を基準としていると答えた企業は極めて少ない。また、日本企業は、役員報酬に関して明文化された規定を持たず、報酬委員会も存在せず、外部のコンサルタントも用いていない。日本企業の役員報酬制度は、経営者のインセンティブメカニズムとして未だ低い評価しか与えられない。
- 同様に、経営者選任へのインパクトも小さい。日本企業の経営者の決定に最も影響力があるのは、現経営者と元経営者であり、指名委員会が機能している事例は少ない。経営者の決定に対する株主の影響力も上昇しておらず、外部の意向が反映されることはほとんどない。
- 企業の社外取締役に期待する機能、並びに、実際に社外取締役が果たした貢献のうち、最も大きいのは法制面の適法性と会計面からの適合性のチェックであり、また、新規事業進出、海外進出、合併・買収などの案件への期待が大きい。逆に、社外取締役は、事業撤退、従業員削減、経営者の交代、取締役の選任、役員報酬の決定などの案件では期待が小さい。つまり、日本企業の社外取締役の導入の主な理由は経営に対する助言とコンプライアンスの確保であり、一般に社外取締役の役割と考えられている経営者に対するモニタリングとは異なることを示している。
- 雇用システムに関して、賃金制度の大幅な変更や非正規雇用・有期雇用の大幅な拡大を予定している企業は少なく、終身雇用を前提としながら部分的に成果主義を導入している企業が成熟企業のみならず、新興企業でも多数派を占めており、日本企業の標準となりつつある。
- 高い外国人（機関）投資家保有比率、並びに、株主重視の姿勢と高い従業員の関与度とは両立する。機関投資家は、規模・業績・海外売上高比率に注目して銘柄選択を進め、投資対象となった企業では従業員の関与度が高い傾向があった。機関投資家が日本企業に対して株主を十分に重視していないと不満を持つ背後には、こうした関係がシステムティックに存在すると見られる。

8.2. 政策的インプリケーション

では、以上のアンケート結果はどのような政策的含意を持つのか。

- 今後の企業統治の構想にあたっては、株主とステークホルダーの利害の適切なバランスを目的とすべきである。

適切な監視のメカニズムを欠けば、経営者のモラルハザードが発生することとなるが、経営者の裁量・自立性は、企業のイノベーションの源泉でもある。実際に、過去 15 年間で海外機関投資家の影響力は着実に上昇し、この点はアンケートにおける企業の株主重視の方向への意識の変化に表れている。しかし、他方で、日本企業の企業統治における従業員の地位は後退しておらず、しかも、この傾向は新興企業においても確認できる。従って、制度構築にあたっては、株主と従業

員のいずれか一方を重視するのではなく、両者の利害の適切なバランスの実現を目的とするべきである。

- **企業改革にあたっては、すべての上場企業に対する一律の規制よりも、企業の自由な選択に委ねるべきである。**

日本企業の統治構造は多様化している。この点は、株式所有構造の分散の拡大にも表れており、また、社外取締役を積極的に導入している企業からその必要性を認めない企業まで、広く分布する企業の社外取締役に対する姿勢にも反映している。従って、株式持合い規制の一律の強化や社外取締役導入の強制は、一部の企業の問題は解決するにしても、その他の企業に副次的な問題をもたらす可能性がある。一律の法的規制は避け、ルールの特例化と“Comply or Explain”の原則に基づいた制度設計が望ましい。

- **インサイダーの利害からもアウトサイダーの利害からも独立した機関の設置が重要である。**

現行の取締役会構成はインサイダー優位であり、その機能はアドバイスにとどまり、モニタリングの主体としては機能していない。また、経営の意思決定に対する従業員の関与も強い。これが、企業が株主を重視していると意識しているにもかかわらず、機関投資家が企業の株主重視の姿勢に不満を持つ一因である。他方、企業は、社外取締役の必要性を必ずしも認めているわけではなく、社外監査役による監視で十分としている企業も多い。現在欠けているものは、上昇した株主の利益の保護と、依然として強く重視されている従業員の利益とのバランスを図る、株主と従業員から独立した機関の設置である。その方向としては、新会社法の提案する監査・監督委員会の拡充がひとつの現実的な可能性である。

- **企業の長期的利益にコミットし、必要な場合には経営の矯正に関与できる純（収益の最大化を目的とする）株主の育成が不可欠である。**

企業は、敵対的買収に一貫して批判的であるが、その対処として、持合いの強化や買収防衛策の導入ではなく、企業価値の引き上げを重視している。このことは、長期の株式保有主体を期待していることを意味する。他方、機関投資家は企業の姿勢に不満を持っているものの、実態としては、経営に関与する意思・能力・手段を持っていない。従って、企業の将来に長期的にコミットし、必要な場合には経営の矯正に関与できる株主（ブロックホルダー）の創出が必要である。この長期保有主体には、従来の銀行・生命保険会社とは異なって、投資収益の最大化に関心を持ち、長期保有にコミットし、議決権の行使などを通じて経営に関与（承認）することが望まれる。

参考文献

- Allen, F., E. Carletti and Y. Grinstein, 2012, “International Evidence on Firm Level Decisions in Response to the Crisis: Shareholders vs. Other Stakeholders,” Working Paper, University of Pennsylvania.
- Becht, M., J. Franks, C. Mayer and S. Rossi, 2008, “Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes U. K. Focus Fund,” *Review of Financial Studies*, Vol.22, pp.3093-3129.
- Brav, A., W. Jiang, F. Partnoy and R. Thomas, 2008, “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance,” *Journal of Finance*, Vol.63, pp.1729-1775.
- Duke University / CFO Magazine, 2006, *Global Business Outlook Survey Autumn 2006 Press Release*,
<http://www.cfosurvey.org/07q1/index.htm>.
- Hall, B. and J. Liebman, 1998, “Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?” *Quarterly Journal of Economics*, Vol.111, pp.653-691.
- Holmstrom, B. and S. Kaplan, 2001, “Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol.15, pp.121-144.
- Jackson, G. and H. Miyajima, 2007, “Introduction: The Diversity and Change of Corporate Governance in Japan,” in Aoki, M., G. Jackson and H. Miyajima (eds.), *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford: Oxford University Press, pp.1-47.
- Jensen, M., 1988, “Takeovers: Their Causes and Consequences,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol.2, pp.21-48.
- Jensen, M. and K. Murphy, 1990, “Performance Pay and Top-Management Incentives,” *Journal of Political Economy*, Vol.98, pp.225-262.
- Kubo, K. and T. Saito, 2008, “The Relationship between Financial Incentives for Company Presidents and Firm Performance in Japan,” *Japanese Economic Review*, Vol.59, pp.401-418.
- Mayer, C., 2012, *Firms Commitment*, Oxford: Oxford University Press.
- Morikawa, M., 2010, “Labor Unions and Productivity: An Empirical Analysis Using Japanese Firm-Level Data,” *Labor Economics*, Vol. 17, pp.1030-1037.
- Uchida, K. and P. Xu, 2008, “US Barbarians at the Japan Gate: Cross Border Hedge Fund Activism,” Bank of Japan Working Paper Series No.08-E-3.
- Yoshimori, M., 1995, “Whose Company Is It?: The Concept of the Corporation in Japan and the West,” *Long Range Planning*, Vol.28, pp.33-44.
- 伊丹敬之（2000）『日本型コーポレート・ガバナンス：従業員主権企業の論理と改革』日本経済新聞出版社。
- 内田交謹（2012）「社外取締役割合の決定要因とパフォーマンス」『証券アナリストジャーナル』第50巻第50号8-18頁。
- 江頭憲治郎（2011）『株式会社法（第4版）』有斐閣。

- 木下信行（2012）「わが国企業の低収益性等の制度的背景について」日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズ No.2012-J-12.
- 久保克行（2011）「配当政策と雇用調整：日本企業は株主重視になってきたのか」宮島英昭編『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社 409-438 頁.
- 齋藤卓爾（2011）「日本企業による社外取締役の導入の決定要因とその効果」宮島英昭編『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社 181-213 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』第 1874 号 45-55 頁.
- 胥鵬・田中亘（2009）「買収防衛策イン・ザ・シャドー・オブ株式持合い：事例研究」『商事法務』第 1885 号 4-18 頁.
- 田中一弘（2006）「株主主権と従業員主権：日本の上場企業にみるジレンマ」RIETI Discussion Paper Series 06-J-035.
- 田中亘（2012）『企業買収と防衛策』商事法務.
- 花枝英樹・胥鵬・鈴木健嗣（2010）「日本企業の M&A 戦略：サーベイ調査による分析」『現代ファイナンス』第 28 巻 69-100 頁.
- 広田真一（2012）『株主主権を超えて：ステークホルダー型企業の理論と実証』東洋経済新報社.
- 宮島英昭（2011）「日本の企業統治の進化をいかにとらえるか：危機後の再設計に向けて」宮島英昭編『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社 1-70 頁.
- 宮島英昭・小川亮（2012）「日本企業の取締役構成の変化をいかに理解するか：社外取締役の導入の決定要因」『商事法務』第 1973 号 81-95 頁.
- 宮島英昭・新田敬祐（2011）「株式所有構造の多様化とその帰結：株式持ち合いの解消・復活と海外投資家の役割」宮島英昭編『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社 105-149 頁.
- 宮島英昭・保田隆明（2012）「変貌する日本企業の所有構造をいかに理解するか：内外機関投資家の銘柄選択の分析を中心として」金融庁金融研究センター Discussion Paper Series DP 2011-11.
- 宮本光晴（2008）「日本の従業員はなぜ株主重視のコーポレート・ガバナンスを支持するのか」宮島英昭編『企業統治分析のフロンティア』日本評論社 84-112 頁.

図表

図1. 株主重視か？ステークホルダー重視か？

Yoshimori (1995) のアンケート調査の質問「あなたの国の大企業は株主の利益とステークホルダー全体の利益のどちらを優先して経営されていると考えますか」に対する回答結果.

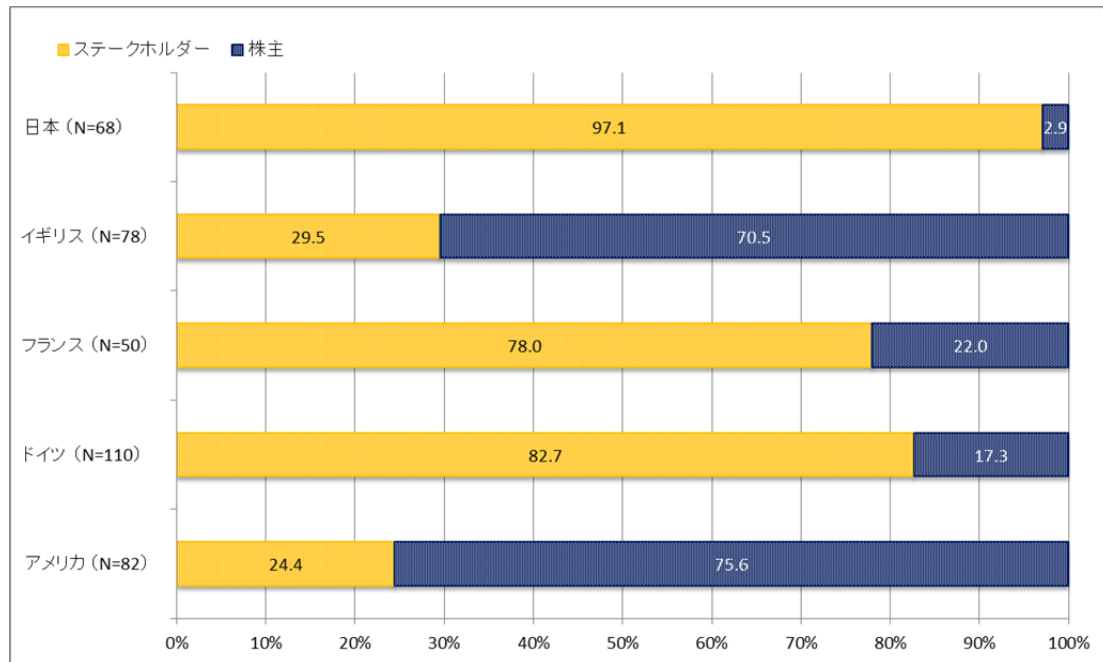


図2. 配当の維持か？雇用の維持か？

Yoshimori (1995) のアンケート調査の質問「CEOが配当の維持と雇用の維持の決断を迫られたとき、あなたの国ではどちらが優先されると考えますか」と、本調査の質問「企業は業績悪化時に、配当と雇用のどちらを優先すべきと考えますか」に対する回答結果の比較.

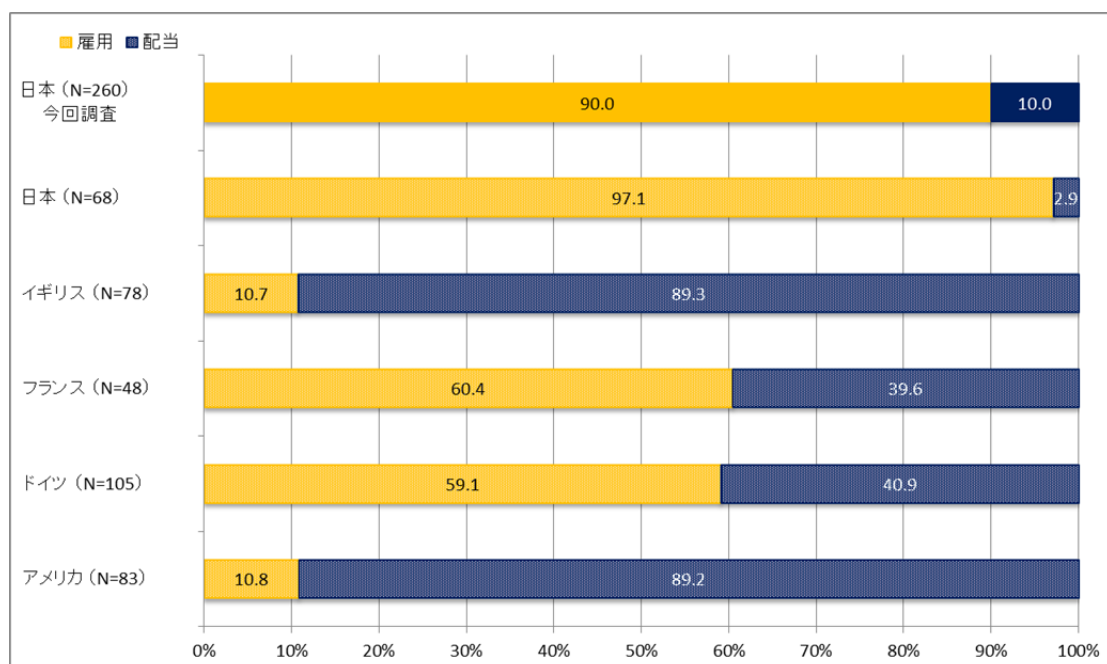
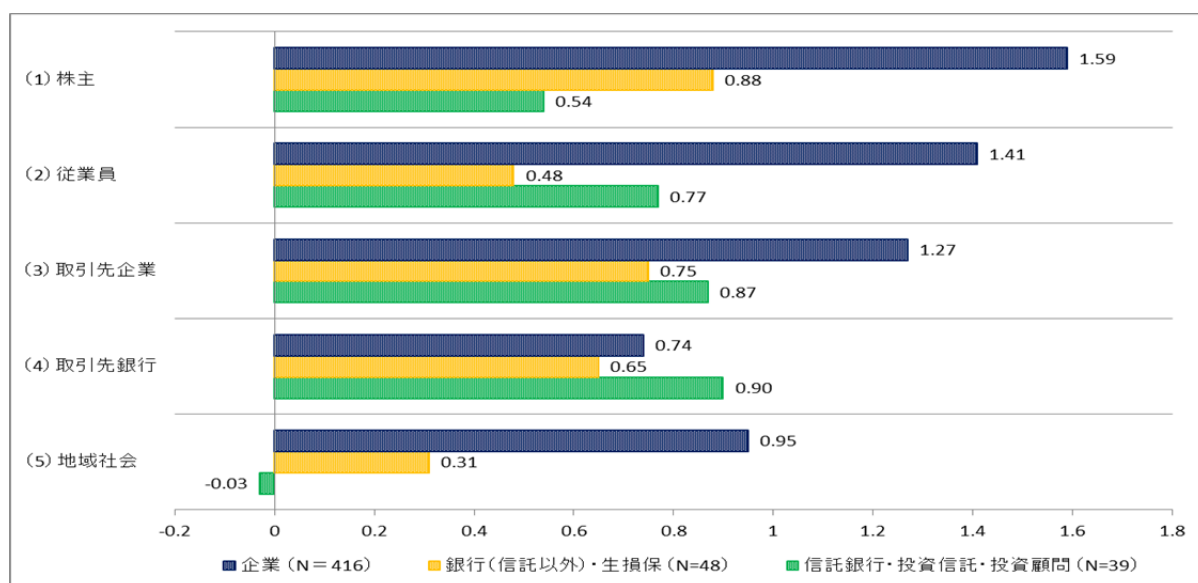


図3. 企業は各ステークホルダーの利益をどの程度重視しているか？：企業と機関投資家の認識の比較



※ 平均得点は、“非常に重視している”に2点、“やや重視している”に1点、“どちらともいえない”に0点、“あまり重視していない”に-1点、“まったく重視していない”に-2点を付した場合の平均である。

図4. 敵対的買収に対する備えとして何を実施しているか？

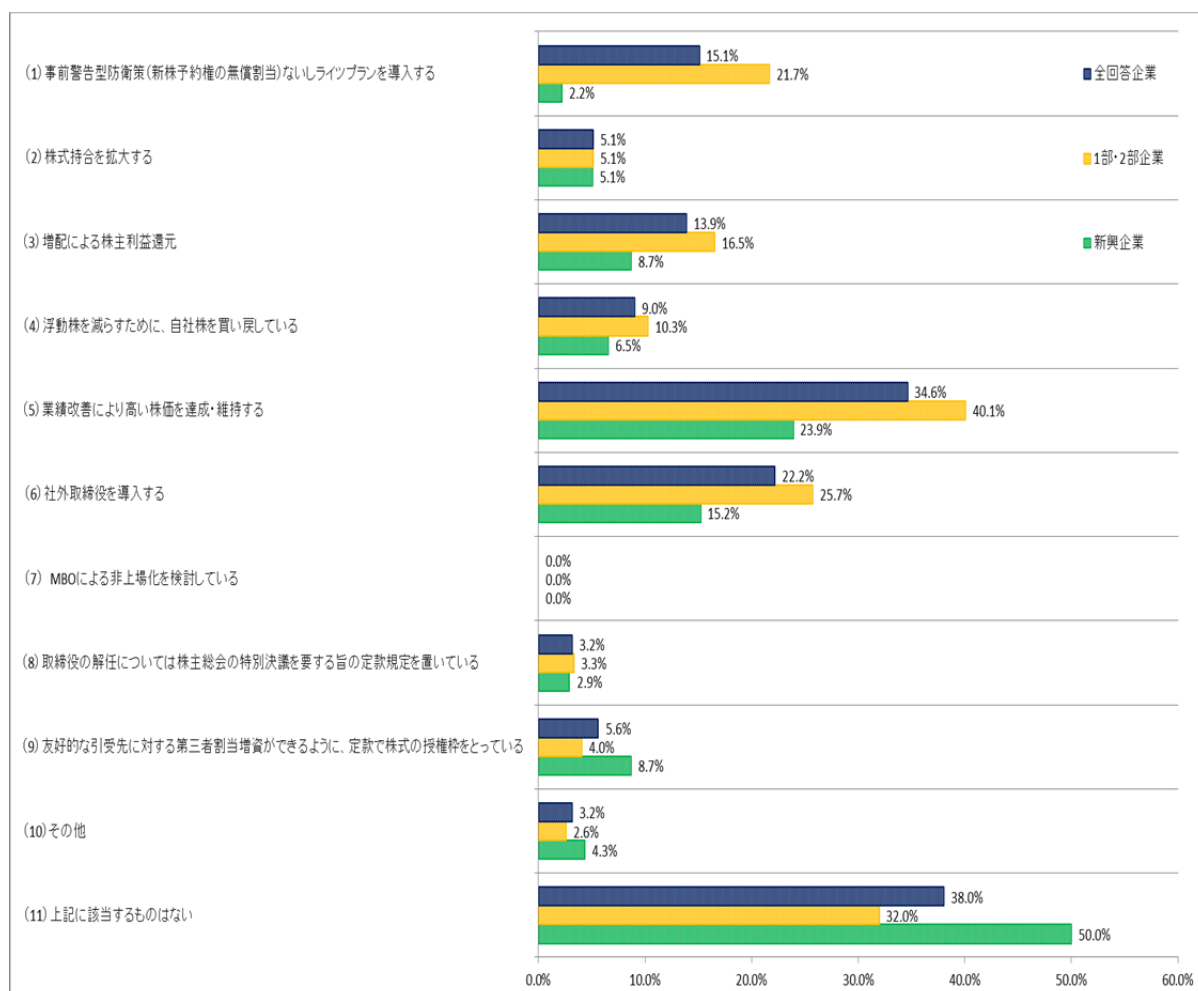
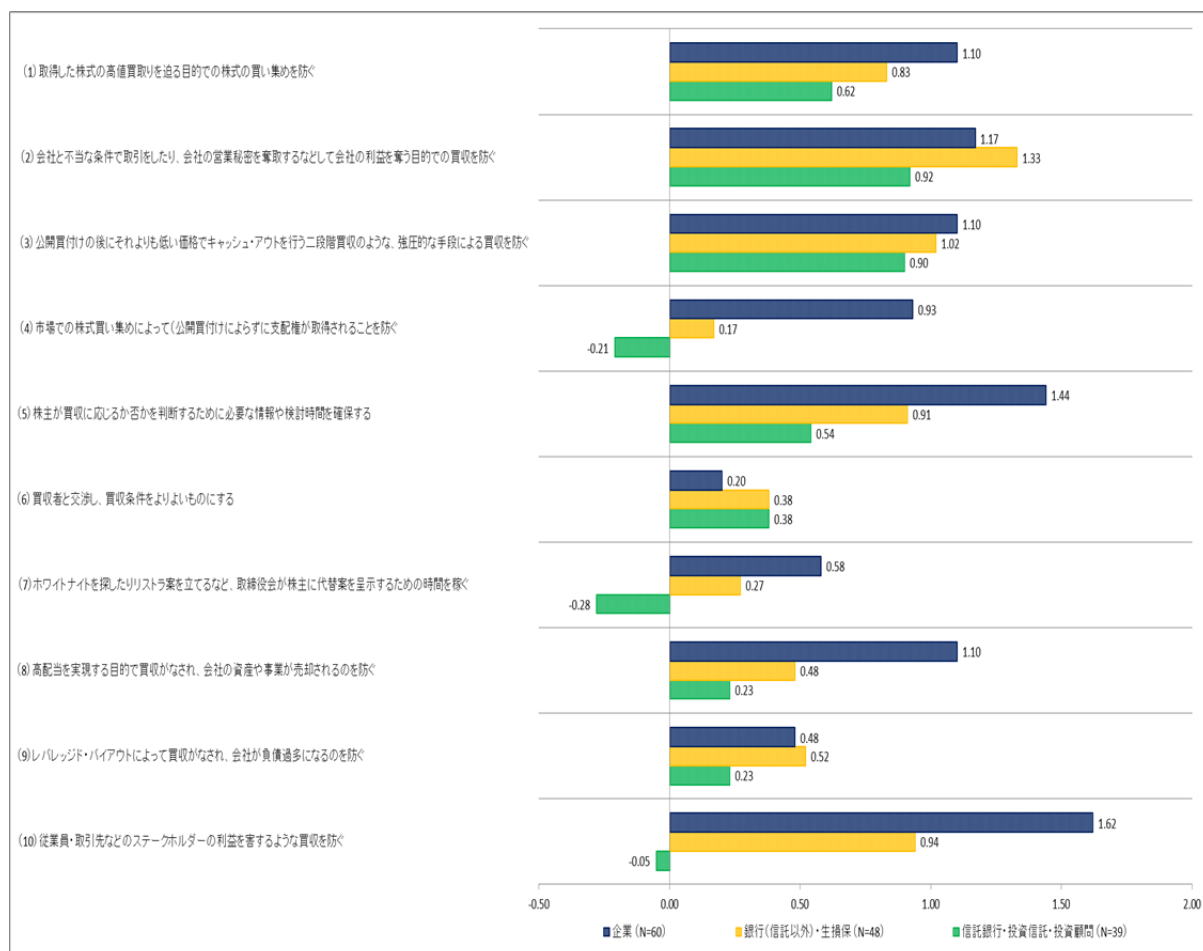
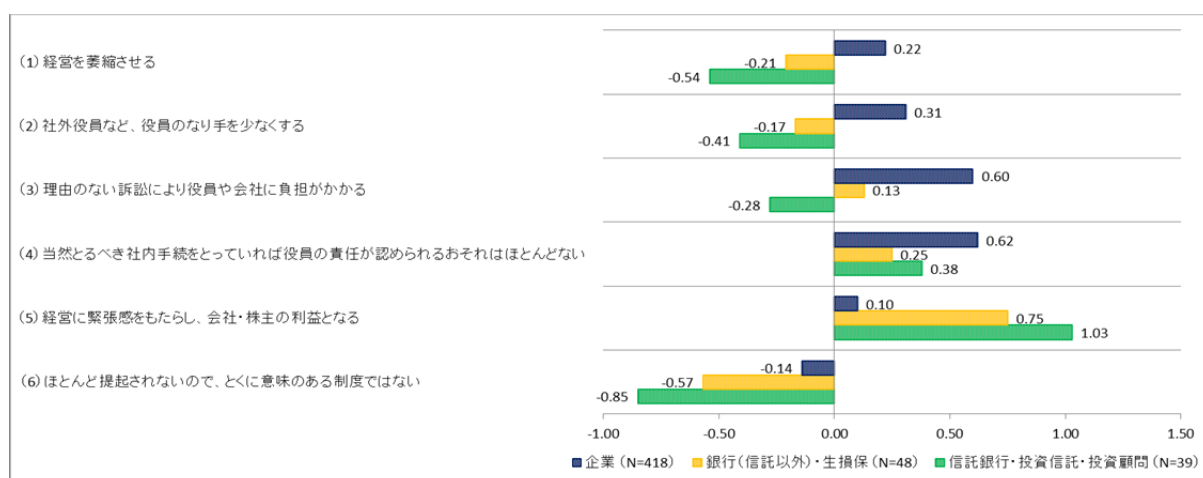


図5. 買収防衛策を導入する目的（企業）と、どのような目的による買収防衛策の導入を支持するか（機関投資家）？



※ 平均得点は、企業については、“強く当てはまる”に2点、“やや当てはまる”に1点、“どちらともいえない”に0点、“あまり当てはまらない”に-1点、“まったく当てはまらない”に-2点を付した場合の平均である。機関投資家については、“支持する”に2点、“どちらかといえば支持する”に1点、“どちらともいえない”に0点、“どちらかといえば支持しない”に-1点、“支持しない”に-2点を付した場合の平均である。

図6. 株主代表訴訟に対する評価。



※ 平均得点は、“強くそう思う”に2点、“ややそう思う”に1点、“どちらともいえない”に0点、“あまりそう思わない”に-1点、“まったくそう思わない”に-2点を付した場合の平均である。

図7. 役員報酬制度.

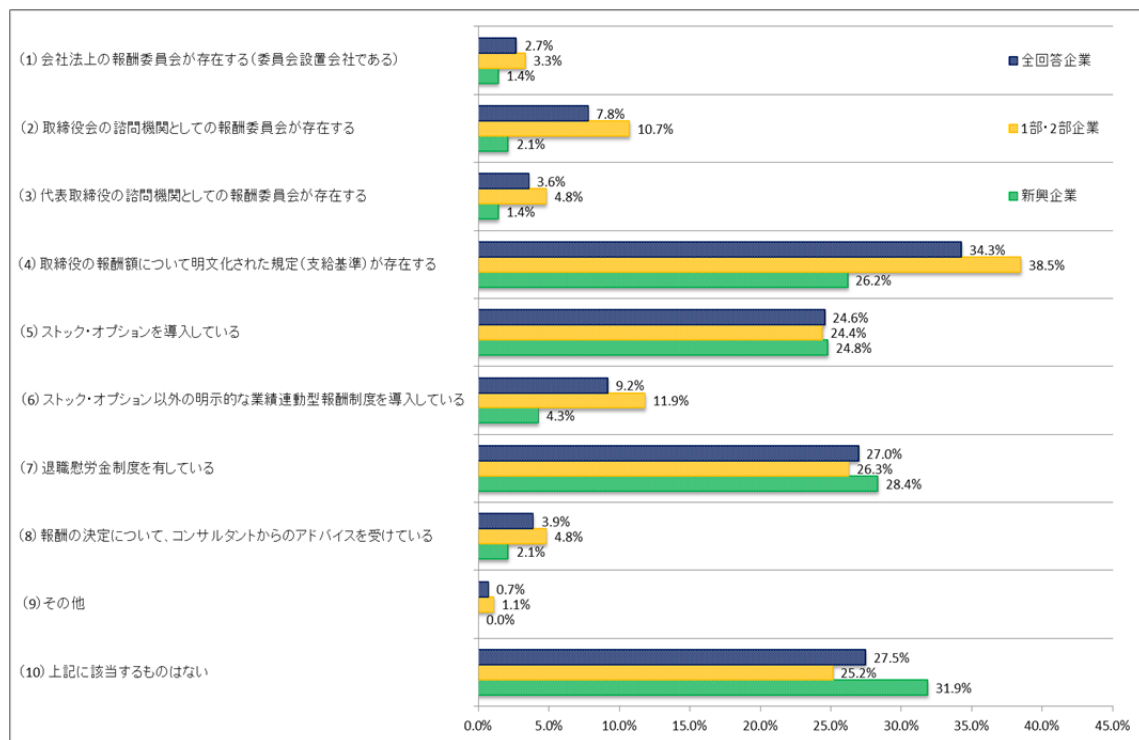


図8. 社外取締役の貢献.

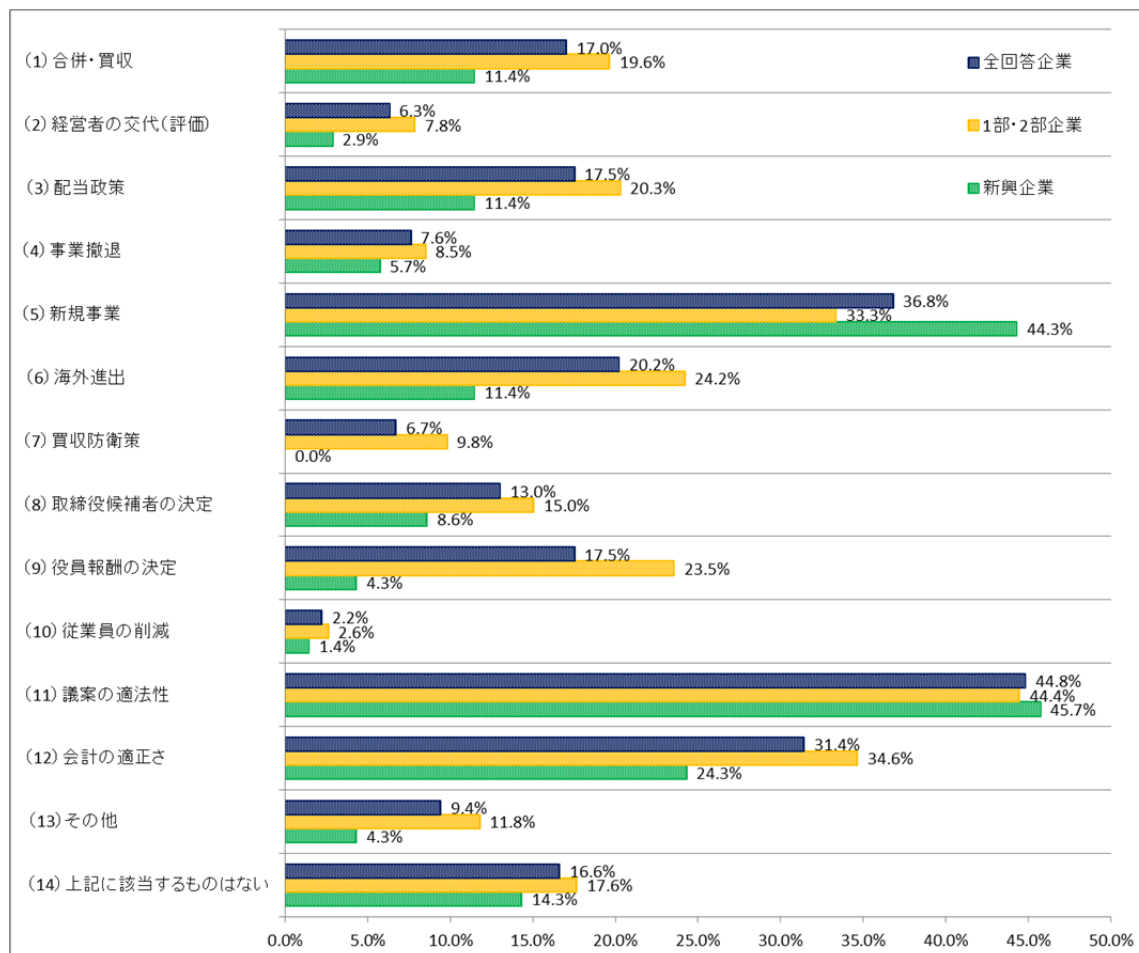


図9. 社外取締役との就任前の関係。

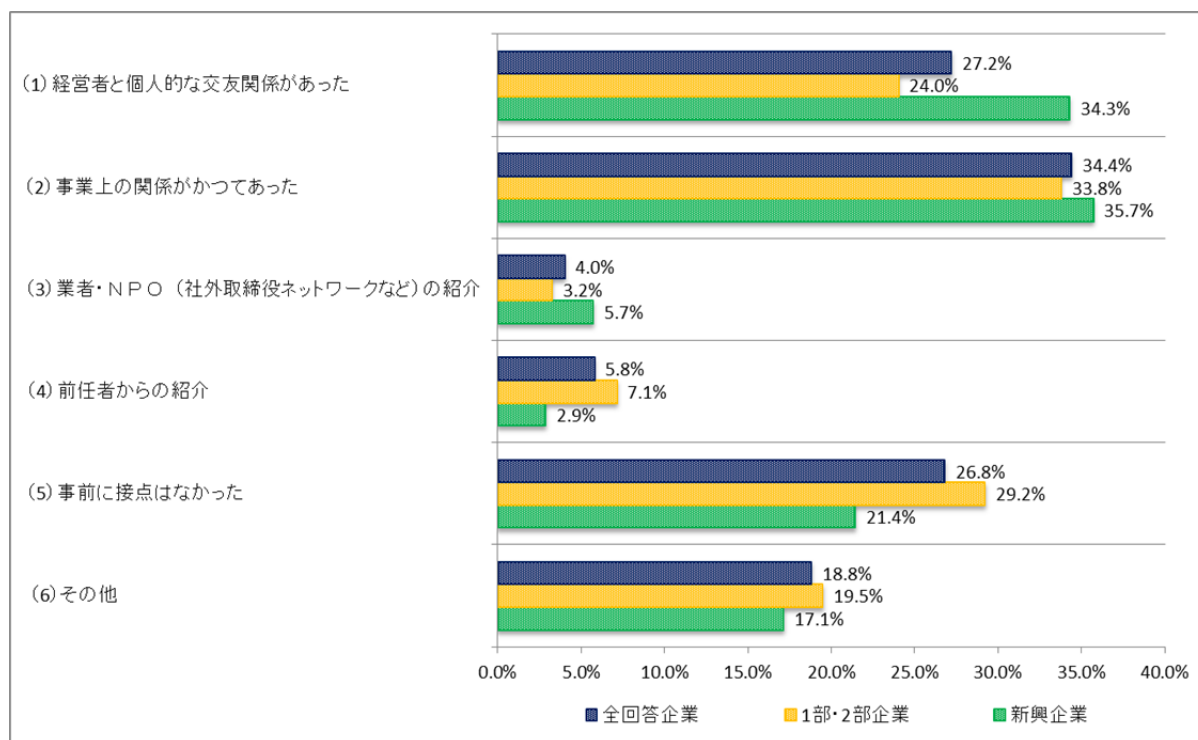


図10. 長期雇用と成果主義の組み合わせ。

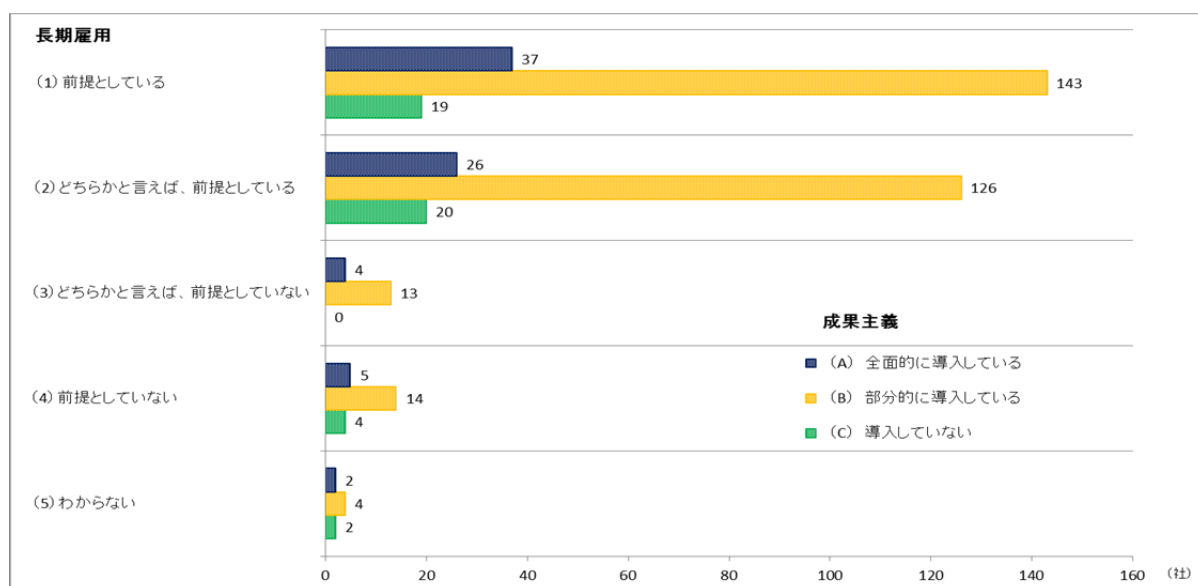


表 1. 回答企業の公開市場の分布.

	全国証券取引所 1部・2部	(東証1部・2部)	(大証1部・2部)	JASDAQ その他新興市場	(JASDAQ)	合計
全上場企業	2410	2035	261	1172	959	3582
(調査票送付先企業)	67.3%	56.8%	7.3%	32.7%	26.8%	100.0%
今回調査	276	225	36	143	122	419
	65.9%	53.7%	8.6%	34.1%	29.1%	100.0%
2002年調査	812	658	105	62	-	874
	92.9%	75.3%	12.0%	7.1%	-	100.0%
1999年調査	1115	885	150	95	-	1210
	92.1%	73.1%	12.4%	7.9%	-	100.0%

表 2. 回答企業の業種の分布.

	水産・農林業	鉱業	建設業	製造業	電気・ガス業	運輸・情報通信業	商業	金融・保険業	不動産業	サービス業	合計
全上場企業	11	9	172	1548	25	467	704	179	120	347	3582
(調査票送付先企業)	0.3%	0.3%	4.8%	43.2%	0.7%	13.0%	19.7%	5.0%	3.4%	9.7%	100.0%
今回調査	3	0	23	175	6	50	85	15	18	44	419
	0.7%	0.0%	5.5%	41.8%	1.4%	11.9%	20.3%	3.6%	4.3%	10.5%	100.0%
全国証券取引所1部・2部上場企業	6	8	135	1206	24	243	427	149	63	149	2410
(調査票送付先企業)	0.2%	0.3%	5.6%	50.0%	1.0%	10.1%	17.7%	6.2%	2.6%	6.2%	100.0%
今回調査(全国証券取引所1部・2部)	1	0	22	137	5	19	51	13	8	20	276
	0.4%	0.0%	8.0%	49.6%	1.8%	6.9%	18.5%	4.7%	2.9%	7.2%	100.0%
JASDAQ・その他新興市場上場企業	5	1	37	342	1	224	277	30	57	198	1172
(調査票送付先企業)	0.4%	0.1%	3.2%	29.2%	0.1%	19.1%	23.6%	2.6%	4.9%	16.9%	100.0%
今回調査(JASDAQ・その他新興市場)	2	0	1	38	1	31	34	2	10	24	143
	1.4%	0.0%	0.7%	26.6%	0.7%	21.7%	23.8%	1.4%	7.0%	16.8%	100.0%
2002年調査	4	1	76	479	11	46	146	0	20	90	873
	0.5%	0.1%	8.7%	54.9%	1.3%	5.3%	16.7%	0.0%	2.3%	10.3%	100.0%
1999年調査	4	5	108	681	17	55	226	0	21	78	1195
	0.3%	0.4%	9.0%	57.0%	1.4%	4.6%	18.9%	0.0%	1.8%	6.5%	100.0%

表 3. 回答企業の基本特性.

	全回答企業 (N=419)			全国証券取引所1部・2部上場企業 (N=276)			新興市場上場企業 (N=143)			平均値の差 t-test	中央値の差 Wilcoxon rank-sum test
	平均値	中央値	標準偏差	平均値	中央値	標準偏差	平均値	中央値	標準偏差		
(1) 時価総額 (10億円)	89.87	8.26	372.60	133.85	18.80	452.52	4.40	2.35	7.05	129.44 ***	16.45 ***
(2) 総資産 (単独:10億円)	248.81	23.08	1628.95	371.53	51.23	1994.76	10.29	5.93	12.49	361.25 **	45.31 ***
(3) 総資産 (連結:10億円)	402.69	35.91	2063.70	547.94	74.35	2404.65	14.84	8.32	18.19	533.10 **	66.03 ***
(4) 従業員 (単独:人)	1342.4	410.0	4226.1	1899.0	735.5	5110.7	260.6	164.0	303.2	1638.4 ***	571.5 ***
(5) 従業員 (連結:人)	6034.2	1003.0	22977.0	8066.2	1702.0	26661.8	608.3	376.5	1018.3	7457.9 ***	1325.5 ***
(6) ROA	4.05	3.72	7.17	3.95	3.53	5.29	4.24	4.44	9.77	-0.30	-0.91
(7) ROE	-3.48	3.69	66.43	0.08	3.63	29.64	-10.12	4.30	104.86	10.20	-0.67
(8) 時価簿価比率	1.01	0.92	0.43	0.99	0.92	0.41	1.05	0.93	0.47	-0.05	-0.02
(9) 現預金比率	16.44	12.25	15.15	12.93	10.91	10.49	22.98	18.10	19.72	-10.05 ***	-7.19 ***
(10) 純運転資本比率	16.75	14.83	24.30	14.50	12.96	21.11	20.95	18.37	28.97	-6.44 **	-5.40 *
(11) 負債比率	48.90	49.73	21.96	49.23	49.73	20.72	48.30	50.04	24.17	0.93	-0.31
(12) 社債比率	8.14	0.00	18.56	9.78	0.00	19.91	5.08	0.00	15.34	4.70 **	0.00 *
(13) 配当比率	1.89	1.58	1.79	1.94	1.65	1.57	1.78	1.26	2.14	0.16	0.39 **
(14) 配当性向 (有配企業)	44.58	36.31	269.11	45.40	41.70	293.58	42.77	31.11	206.34	2.62	10.59 ***
(15) 配当性向 (黒字企業)	69.23	39.10	203.39	72.76	44.31	218.99	61.91	31.35	167.16	10.85	12.97 ***
(16) 機関投資家保有比率	12.37	6.15	14.95	17.14	12.78	15.82	2.84	0.38	5.86	14.30 ***	12.40 ***
(17) 外国人投資家保有比率	7.70	2.81	10.56	10.25	6.72	11.19	2.78	0.22	7.00	7.47 ***	6.50 ***
(18) 安定株主比率	43.51	44.26	17.84	40.69	41.20	17.08	48.95	51.62	18.07	-8.26 ***	-10.43 ***
(19) 持合比率	6.93	4.83	8.15	8.69	6.66	8.53	3.53	0.00	6.08	5.16 ***	6.66 ***
(20) 役員持株比率	7.75	1.55	12.70	3.81	0.80	7.84	15.41	8.67	16.37	-11.60 ***	-7.87 ***
(21) 経営者持株比率	5.70	0.54	11.15	2.67	0.23	7.14	11.60	4.41	14.67	-8.93 ***	-4.18 ***
(22) 従業員持株会持株比率	3.65	2.34	4.14	3.47	2.43	3.53	4.00	2.24	5.11	-0.53	0.19
(23) 取締役会人数	7.41	2.96	7.00	8.23	8.00	3.12	5.82	5.00	1.77	2.41 ***	3.00 ***
(24) 執行役員兼任取締役比率	68.67	83.33	37.94	65.76	77.78	37.22	74.28	100.00	38.82	-8.52 **	-22.22 ***
(25) 社外取締役比率	12.40	9.09	15.15	12.15	10.00	14.63	12.87	0.00	16.15	-0.72	10.00

※***、**、*は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示している。

表 4. どのステークホルダーの利益を重視しているか。

	非常に重視 している (+2)	やや重視 している (+1)	どちらとも いえない (0)	あまり重視 していない (-1)	まったく重視 していない (-2)	(A) 平均得点 全回答企業	(B) 平均得点 1部・2部企業	(C) 平均得点 新興企業	(B)-(C) 平均得点の差 t-test
(1)株主 (N=416)	271 65.1%	123 29.6%	20 4.8%	2 0.5%	0 0.0%	1.59 ***	1.62 ***	1.54 ***	0.08
(2)従業員 (N=416)	224 53.9%	143 34.4%	43 10.3%	6 1.4%	0 0.0%	1.41 ***	1.44 ***	1.34 ***	0.10
(3)取引先企業 (N=415)	189 45.5%	154 37.1%	68 16.4%	4 1.0%	0 0.0%	1.27 ***	1.31 ***	1.20 ***	0.11
(4)取引先銀行 (N=410)	101 24.6%	143 34.9%	133 32.4%	23 5.6%	10 2.4%	0.74 ***	0.82 ***	0.57 ***	0.25 **
(5)地域社会 (N=414)	125 30.2%	171 41.3%	94 22.7%	20 4.8%	4 0.1%	0.95 ***	1.12 ***	0.62 ***	0.49 ***

※ **、*は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示している。

表 5. 現在の株式持合い。

	事業法人との株式持合い				金融機関との株式持合い			
	している	していない	わからない	合計	している	していない	わからない	合計
今回調査	237 56.7%	164 39.2%	17 4.1%	418 100.0%	226 54.5%	169 40.7%	20 4.8%	415 100.0%
1部・2部企業	190 69.1%	72 26.2%	13 4.7%	275 100.0%	177 64.6%	79 28.8%	18 6.6%	274 100.0%
新興企業	47 32.9%	92 64.3%	4 2.8%	143 100.0%	49 34.8%	90 63.8%	2 1.4%	141 100.0%
2002年調査	598 69.2%	247 28.6%	18 2.1%	864 100.0%	678 78.3%	174 20.1%	14 1.6%	866 100.0%
1999年調査	1076 88.4%	130 10.7%	11 0.9%	1217 100.0%	1076 88.4%	130 10.7%	11 0.9%	1217 100.0%

※ 1999年調査では、相手企業の業種を問わない（事業法人、金融機関を区別しない）株式持合いについて質問している。

表 6. 今後の株式持合い。

	事業法人との株式持合い						金融機関との株式持合い					
	強化する	やや強化する	現行通り	やや弱める	弱める	合計	強化する	やや強化する	現行通り	やや弱める	弱める	合計
今回調査	2 0.9%	5 2.1%	201 85.5%	24 10.2%	3 1.3%	235 100.0%	0 0.0%	2 0.9%	208 92.0%	13 5.8%	3 1.3%	226 100.0%
1部・2部企業	2 1.1%	4 2.1%	157 83.5%	23 12.2%	2 1.1%	188 100.0%	0 0.0%	2 1.1%	160 90.4%	12 6.8%	3 1.7%	177 100.0%
新興企業	0 0.0%	1 2.1%	44 93.6%	1 2.1%	1 2.1%	47 100.0%	0 0.0%	0 0.0%	48 98.0%	1 2.0%	0 0.0%	49 100.0%
2002年調査	5 0.8%	22 3.7%	310 51.9%	168 28.1%	91 15.2%	596 100.0%	2 0.3%	3 0.4%	327 48.5%	222 32.9%	120 17.8%	674 100.0%
1999年調査	7 0.7%	24 2.2%	358 33.5%	170 15.9%	509 47.7%	1068 100.0%	7 0.7%	24 2.2%	358 33.5%	170 15.9%	509 47.7%	1068 100.0%

※ 1999年調査では、相手企業の業種を問わない（事業法人、金融機関を区別しない）株式持合いについて質問している。

表 7. 敵対的買収に対する見解

	回答企業数	そう思う (肯定)	そう思わない (否定)	(A) 平均得点 全回答企業	(B) 平均得点 1部・2部企業	(C) 平均得点 新興企業	(B)-(C) 平均得点の差 t-test	花枝他(2010)
(1)株の売抜けで短期的利益を得ようとするのが目的であり許せない	408	216 52.9%	22 5.4%	0.66 ***	0.74 ***	0.52 ***	0.22 **	0.45 ***
(2)従業員の利益を株主へ移転することになり、士気低下を招く	409	220 53.8%	22 5.4%	0.62 ***	0.62 ***	0.63 ***	0.00	0.41 ***
(3)一般株主の利益を犠牲にすることになる	409	197 48.2%	28 6.8%	0.55 ***	0.56 ***	0.51 ***	0.05	0.23 ***
(4)会社が切り売りされることになる	408	217 53.2%	20 4.9%	0.64 ***	0.67 ***	0.59 ***	0.09	0.37 ***
(5)顧客・供給先の利益を損なう	407	179 44.0%	30 7.4%	0.49 ***	0.55 ***	0.38 ***	0.16 *	0.35 ***
(6)短期の株価を気にし、長期的視野に立った経営が損なわれる	409	265 64.8%	20 4.9%	0.85 ***	0.89 ***	0.78 ***	0.10	0.84 ***
(7)緊張感をもたらすということで評価できる	409	66 16.1%	143 35.0%	-0.27 ***	-0.32 ***	-0.18 **	-0.14	0.09 **
(8)企業価値を高めるのであれば受け入れられる	409	131 32.0%	79 19.3%	0.11 **	0.13 **	0.05	0.08	-

※“そう思う（肯定）”は“強くそう思う”と“ややそう思う”の合計、“そう思わない（否定）”は“あまりそう思わない”と“まったくそう思わない”の合計である。平均得点は、“強くそう思う”に2点、“ややそう思う”に1点、“どちらともいえない”に0点、“あまりそう思わない”に-1点、“まったくそう思わない”に-2点を付した場合の平均である。***、**、*は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示している。

表 8. 株式持合い先に対する敵対的買収行為への対応

パネルA: 保有株式の売却について

	合計	事業法人との 株式持合い		金融機関との 株式持合い		実際の株式持合い比率			敵対的買収への備え		株式持合いと 買収防衛策の関係	
		している	していない	している	していない	10%以上	0%以上 10%未満	0%	株式持合い の拡大	買収防衛策 の導入	株式持合い の方が重要	買収防衛策 の方が重要
回答企業数	411	236	157	224	163	106	201	104	21	62	17	16
いかなる状況でも売却しない	95 23.1%	60 25.4%	33 21.0%	59 26.3%	33 20.3%	33 31.1%	39 19.4%	23 22.1%	7 33.3%	10 16.1%	7 41.2%	2 12.5%
状況次第で売却する	35 8.5%	20 8.5%	15 9.6%	18 8.0%	17 10.4%	6 5.7%	21 10.4%	8 7.7%	1 4.8%	9 14.5%	1 5.9%	4 25.0%
どちらともいえない	281 68.4%	156 66.1%	109 69.4%	147 65.6%	113 69.3%	67 63.2%	141 70.1%	73 70.2%	13 61.9%	43 69.4%	9 52.9%	10 62.5%

パネルB: 委任状合戦が行われる際の対応について

	合計	事業法人との 株式持合い		金融機関との 株式持合い		実際の株式持合い比率			敵対的買収への備え		株式持合いと 買収防衛策の関係	
		している	していない	している	していない	10%以上	0%以上 10%未満	0%	株式持合い の拡大	買収防衛策 の導入	株式持合い の方が重要	買収防衛策 の方が重要
回答企業数	410	236	156	224	162	106	200	104	21	62	17	16
いかなる状況でも経営者側に投票する	105 25.6%	68 28.8%	34 21.8%	62 27.7%	39 24.1%	34 32.1%	48 24.0%	23 22.1%	7 33.3%	12 19.4%	9 52.9%	5 31.3%
状況次第で買収側に投票する	20 4.9%	10 4.2%	10 6.4%	10 4.5%	10 6.2%	4 3.8%	9 4.5%	7 6.7%	1 4.8%	6 9.7%	1 5.9%	2 12.5%
どちらともいえない	285 69.5%	158 67.0%	112 71.8%	152 67.9%	113 69.8%	68 64.2%	143 71.5%	74 71.2%	13 61.9%	44 71.0%	7 41.2%	9 56.3%

表 9. 経営者報酬の基準.

	非常に重視 している (+2)	やや重視 している (+1)	どちらとも いえ (0)	あまり重視 していない (-1)	まったく重視 していない (-2)	(A) 平均得点 全回答企業	(B) 平均得点 1部・2部企業	(C) 平均得点 新興企業	(B)-(C) 平均得点の差 t-test
(1) 自社の業績 (N=414)	216 52.2%	168 40.6%	29 7.0%	1 0.2%	0 0.0%	1.45 ***	1.49 ***	1.36 ***	0.13 *
(2) 同業他社の経営者報酬 (N=408)	5 1.2%	85 20.8%	179 43.9%	97 23.8%	42 10.3%	-0.21 ***	-0.16 ***	-0.30 ***	0.14
(3) 他業種同規模の経営者報酬 (N=408)	4 1.0%	75 18.4%	179 43.9%	99 24.3%	51 12.5%	-0.29 ***	-0.25 ***	-0.37 ***	0.12

※ ***, **, *は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示している。

表 10. 経営者の後継人事への影響力.

	回答企業数	影響力がある	影響力がない	(A) 平均得点 全回答企業	(B) 平均得点 1部・2部企業	(C) 平均得点 新興企業	(B)-(C) 平均得点の差 t-test
(1) 現経営者	397	346 87.2%	9 2.3%	1.47 ***	1.50 ***	1.42 ***	0.08
(2) 会長・相談役など社長経験者	386	171 44.3%	95 24.6%	0.25 ***	0.29 ***	0.16	0.13
(3) 支配株主(親会社など)	399	110 27.6%	67 16.8%	0.23 ***	0.04	0.53 ***	-0.49 ***
(4) その他株主(機関投資家など)	395	14 3.5%	254 64.3%	-1.02 ***	-1.09 ***	-0.90 ***	-0.19 *
(5) 社内取締役(上記の者以外)	392	109 27.8%	118 30.1%	-0.15 ***	-0.23 ***	0.00	-0.23 **
(6) 社外取締役	394	60 15.2%	115 29.2%	-0.38 ***	-0.44 ***	-0.26 ***	-0.18
(7) 従業員・労働組合	393	15 3.8%	259 65.9%	-1.08 ***	-1.14 ***	-0.97 ***	-0.17
(8) 銀行(メインバンク)	392	25 6.4%	236 60.2%	-0.95 ***	-0.96 **	-0.93	-0.03

※ “影響力がある”は“影響力がある”と“どちらかといえば影響力がある”の合計、“影響力がない”は“どちらかといえば影響力がない”と“影響力がない”の合計である。平均得点は、“影響力がある”に2点、“どちらかといえば影響力がある”に1点、“どちらともいえない”に0点、“どちらかといえば影響力がない”に-1点、“影響力がない”に-2点を付した場合の平均である。***、**、*は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示している。

表 11. 従業員の関与度.

意思決定項目	扱われない (0)				説明事項 (+1)				合意が必要 (+2)				平均得点			
	2012			2002	2012			2002	2012			2002	2012			2002
	全回答企業	1部・2部企業	新興企業		全回答企業	1部・2部企業	新興企業		全回答企業	1部・2部企業	新興企業		全回答企業	1部・2部企業	新興企業	
(1)製品の生産計画や販売計画	256 66.5%	151 57.9%	105 84.7%	382 50.5%	119 30.9%	103 39.5%	16 12.9%	350 46.3%	10 2.6%	7 2.7%	3 2.4%	24 3.2%	0.36	0.45	0.18	0.53
(2) M&Aや事業部門の売却	238 62.1%	139 53.7%	99 79.8%	319 42.4%	120 31.3%	99 38.2%	21 16.9%	301 40.0%	25 6.5%	21 8.1%	4 3.2%	132 17.6%	0.44	0.54	0.23	0.75
(3) 収益指標の決定	278 72.4%	176 67.7%	102 82.3%	414 54.5%	104 27.1%	84 32.3%	20 16.1%	332 43.7%	2 0.5%	0 0.0%	2 1.6%	14 1.8%	0.28	0.32	0.19	0.47
(4) 経営者へのストック・オプション付与	326 85.6%	220 85.6%	106 85.5%	536 75.1%	51 13.4%	37 14.4%	14 11.3%	154 21.6%	4 1.0%	0 0.0%	4 3.2%	24 3.4%	0.15	0.14	0.18	0.28
(5) 従業員持ち株制度にかかわる決定	178 46.6%	114 44.2%	64 51.6%	204 26.9%	143 37.4%	103 39.9%	40 32.3%	365 48.2%	61 16.0%	41 15.9%	20 16.1%	188 24.8%	0.69	0.72	0.65	0.98
(6) 取締役会のメンバーの変更	309 80.5%	200 76.9%	109 87.9%	559 73.5%	73 19.0%	60 23.1%	13 10.5%	199 245.0%	2 0.5%	0 0.0%	2 1.6%	3 0.4%	0.20	0.23	0.14	0.27
(7) 一定規模以上の設備投資	291 75.8%	186 71.5%	105 84.7%	505 66.3%	90 23.4%	74 28.5%	16 12.9%	245 32.2%	3 0.8%	0 0.0%	3 2.4%	12 1.6%	0.25	0.28	0.18	0.35
(8) 資金調達方法の変更	337 87.8%	220 84.6%	117 94.4%	660 86.5%	44 11.5%	39 15.0%	5 4.0%	97 12.7%	3 0.8%	1 0.4%	2 1.6%	6 0.8%	0.13	0.16	0.07	0.14
(9) 新技術の導入や開発	295 76.8%	194 74.6%	101 81.5%	542 71.7%	87 22.7%	66 25.4%	21 16.9%	205 27.1%	2 0.5%	0 0.0%	2 1.6%	9 1.2%	0.24	0.25	0.20	0.29
(10) 雇用調整	90 23.4%	42 16.2%	48 38.4%	87 11.5%	87 22.7%	55 21.2%	32 25.6%	191 25.3%	207 53.9%	162 62.5%	45 36.0%	476 63.1%	1.31	1.46	0.98	1.51

※ 平均得点は、“合意が必要”に2点、“説明事項”に1点、“扱われない”に0点を付した場合の平均である。

表 12. 従業員の関与度と外国人投資家保有比率.

意思決定項目	(A)	(B)	(C)	(B) - (C)	(D)	(E)	(D) - (E)	(F)	(G)	(F) - (G)	(H)	(I)	(H) - (I)
	全回答企業	1部・2部企業	新興市場企業	平均得点の差 t-test	製造業	非製造業	平均得点の差 t-test	労働組合あり	労働組合なし	平均得点の差 t-test	外国人投資家保有比率 10%以上	外国人投資家保有比率 1%未満	平均得点の差 t-test
(1) 製品の生産計画や販売計画	0.36	0.45	0.18	0.27 ***	0.50	0.26	0.25 ***	0.49	0.19	0.30 ***	0.50	0.27	0.23 ***
(2) M&Aや事業部門の売却	0.44	0.54	0.23	0.31 ***	0.63	0.31	0.32 ***	0.64	0.19	0.45 ***	0.56	0.32	0.24 ***
(3) 収益指標の決定	0.28	0.32	0.19	0.13 ***	0.37	0.22	0.15 ***	0.39	0.14	0.24 ***	0.32	0.24	0.08
(4) 経営者へのストック・オプション付与	0.15	0.14	0.18	-0.03	0.21	0.12	0.09 **	0.17	0.14	0.02	0.14	0.17	-0.03
(5) 従業員持ち株制度にかかわる決定	0.69	0.72	0.65	0.07	0.72	0.67	0.05	0.77	0.60	0.17 **	0.65	0.69	-0.03
(6) 取締役会のメンバーの変更	0.20	0.23	0.14	0.09 **	0.27	0.15	0.12 ***	0.27	0.11	0.17 **	0.23	0.15	0.08
(7) 一定規模以上の設備投資	0.25	0.28	0.18	0.11 **	0.35	0.18	0.17 ***	0.35	0.12	0.23 ***	0.33	0.20	0.13 **
(8) 資金調達方法の変更	0.13	0.16	0.07	0.09 **	0.16	0.11	0.05	0.18	0.07	0.11 ***	0.17	0.09	0.08 *
(9) 新技術の導入や開発	0.24	0.25	0.20	0.05	0.36	0.15	0.21 ***	0.31	0.14	0.16 ***	0.32	0.19	0.13 **
(10) 雇用調整	1.31	1.46	0.98	0.49 ***	1.54	1.13	0.42 ***	1.70	0.79	0.91 ***	1.39	1.09	0.29 ***

※ 平均得点は、“合意が必要”に2点、“説明事項”に1点、“扱われない”に0点を付した場合の平均である。***、**、*は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示している。