

## 書評

## 『日本の企業統治 その再設計と競争力の回復に向けて』

小原 久美子

宮島英昭 編著

東洋経済新報社, 2011年6月

1990年代後半、日本企業を取り巻くマクロ環境は大きく変化を遂げた。わが国では規制緩和や制度改革が急進展したことから、日本企業では、企業統治（コーポレート・ガバナンス）、事業・組織に関して大規模な改革が展開されてきた。かつての、メインバンク制、株式相互持合い、インサイダー（内部昇進者）からなる取締役会や従業員重視によって特徴づけられてきた日本の企業統治は、1997年の銀行危機を境に急速な変容を示し、その進化の方向と改革の成果は、内外の大きな注目を集めてきた。

本書の特徴は、97年の銀行危機から2008年のリーマンショックを経て現在にいたるまでの日本の企業統治の進化を包括的に追跡している点にある。これまでの研究の多くは、その実証分析の対象が不良債権問題の深刻化した2000年代初頭までに留まり、その後の、景気回復期やその後の景気後退期の変化がカバーされていないものが多かった。また、これまでの研究の主たる関心も、米国型モデルへの収斂か、又は多様性の持続かに集中しており、企業統治の変化が企業行動やそのパフォーマンスに与える影響の分析は手薄であったと言わざるを得ない。さらには、その分析がなされた場合であっても、伝統的なこれまでの日本企業が、バブルやその経済的停滞をもたらした経路を明らかにするのみで、これからの日本企業の回復に向けた新たな知見を示すような研究は少なかったと言えよう。

それに対して、本書では、ただ単に、外部ガバナンスや取締役改革の変化ばかりではなく、①企業統治と組織アーキテクチャーとの関係、②企業統治と企業行動、さらに企業パフォーマンスとの関係などについて包括的な分析を試みている。特に、新たなメインバンクの関係の可能性や、株式持合いの復活の実態と外国人投資家増加の機能、バイアウトファンドの経済的役割について新たな知見が見られる。さらに、本書は、企業統治と雇用システムの選択との関係、事業組織のガバナンスの実態と問題点、上場子会社の経済的機能の解明などは、独自の実践的インプリケーションを示している。さらには、企業統治が、R&D投資、財務選択、配当や雇用政策に与えた影響を実証的に分析している点も、これまでの類書にない極めて広い視野での領域をカバーしているのである。

本書の目次は、以下の通りである。

はしがき

序章 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

第I部 日本企業の外部ガバナンスはどう変化したか

第1章	「メイン寄せ」による規律付けと実証分析
第2章	株式所有構造の多様性とその帰結－株式持ち合いの解消・「復活」と海外投資家の役割
第3章	日本における経営権市場の形成－バイアウトを中心として
第II部	内部ガバナンスと組織アーキテクチャー
第4章	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
第5章	何が成果主義賃金制度の導入を決めるか－人事制度改革と企業統治
第6章	多角化・グローバル化・グループ化の進展と事業組織のガバナンス
第7章	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	企業統治の変化と企業行動への影響
第8章	R&D投資と資金調達・所有構造
第9章	日本の大企業の資金調達－企業の存続確率最大化の観点から
第10章	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

さて、以上の目次に示されるように本書はきわめて多様な角度から日本の企業統治についての分析を行っており、発見事実も多義にわたるため、読者の関心に応じて様々な内容を読み取れることとなり、要所要所で有意義な知見を見出せると思われるが、ここでは評者が注目した発見事実をいくつか挙げておきたい。

まず、本書が共同して検討しようとする具体的課題は次の4点である。

- (1) 1980年代から次第に進展し、1997年以降に加速した日本の企業統治の変化を可能な限り包括的に分析することであり、その際、単に外部・内部ガバナンス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組織のガバナンス、つまり、経営本部、持ち株会社と事業部、社内カンパニー、傘下子会社の関係に注目する。
- (2) 企業統治に影響を与える様々な制度の変化が、どのような相互関係にあるかを解明する。その際、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ー（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を向けられる。
- (3) 企業統治・組織アーキテクチャーの変化が、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を分析する。特に、海外機関投資家の増加、取り締まり改革が企業行動やパフォーマンスに与えた影響の分析に焦点が置かれる。
- (4) これまで述べた(1)～(3)の実証分析の成果の下に、リーマンショック後の日本の企業統治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する一方、法制度面でも東証の上場ルールの改定、会社法改正の検討などが進展している。こうした試みに対して、実証的エビデンスの提供を通じて貢献することが最後の課題となっている。

これら4点の課題のうち、(1)の日本の企業統治のプロセスの特徴を要約すると以下のようになる。

日本の企業統治の進化プロセスは、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。海外機関投資家の投資急増に示される外部環境の変化は、企業にとって株式持ち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、経済成長の停滞によって、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。さらに、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）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。

制度変化と組織の多元化には、企業の自由な選択を可能とする規制緩和や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。また、2002年の商法改正は、取締役会の自由な選択を可能とし、その結果、監査役会設置会社と委員会設置会社とが並行することとなった。さらに、独禁法の改正による持ち株会社の解禁とその後の企業結合法制の整備は、キリンビール、NTTといった成熟した企業だけでなく、ソフトバンク等の新興企業が持ち株会社を採用することを可能にした。

伝統的な日本企業を構成する各制度がタイトな関連を持っていたために、ある制度の変化が他の領域の変化を誘発し、これが制度変化に漸進的（incremental）な性格を与えた。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ーの再編成への取り組みに影響を与えることになった。海外投資家の所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ーにおける分権的な組織構造の採用に積極的であった。

このように、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もつ一方、金融システムや雇用システムといった領域内の制度の修正や、古い制度と新しい制度の並存や階層化を伴った。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。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、社外取締役の導入が進み、同様に、従来の報奨制度にストックオプション制度が追加された。さらに、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階層化が進展したのである。

また、評者の関心から言えば、次に(2)以降の課題のうち、第6章 多角化・グローバル化・グループ化の進展と事業組織のガバナンスとの関係についてである。

高度成長期から石油ショック後の調整期の日本企業の事業ポートフォリオは、専制型あるいは関連多角化であり、経営者と事業部門長との間のエージェンシー問題は相対的に深刻ではなかった。しかし、バブル崩壊後の不況期、1990年代以降の環境変化の下で、日本企業の事業ポートフォリオ構造は大きな変容を遂げた。大企業では多角化が進展するとともに、海外展開によって事業のグローバル化が進展した。さらに、分社やM&Aの積極的な活用によって子会社数が増加し、グループ化が進展した。事業ポートフォリオの複雑性が増加したばかりではなく、グループ組織も巨大化した企業では、トップと事業部門間の情報の非対称性問題は深刻化したとみられる。経営者の専門性の低下、部門間調整コストの上昇、経営トップと事業部門トップとのコミュニケーションの問題など、戦略的な意思決定の機能不全が発生した可能性が高いのである。その結果、事業部門や子会社をいかにしてコントロールするかという事業組織のガバナンスの問題の重要性が飛躍的に増大した。投資家と経営者間のエージェンシー問題と並んで、経営者と事業トップ間のエージェンシー問題が重要な経営課題として浮上したのである。

事業組織のガバナンス改革の基本的方向は、事業単位に対して戦略的意思決定の分権化を進めるというものであったが、その決定要因を分析した結果、事業ポートフォリオの複雑化、特に多角化の進展が事業単位への分権化を促進した可能性が示されていた。このように、基本的には多

角化に伴って分権化が進められたが、より重要な点は、「分権化された事業単位に対するガバナンスのあり方が、親会社の内部組織（事業部や社内カンパニー）と子会社とでは明確に異なっていた」ことである。親会社内部の事業単位に対するガバナンスでは、戦略的な意思決定の分権度が高いほど内部資本市場に関する制度的基盤は充実しており、人事に関する意思決定の分権度が高い企業ほど、利益指標に基づくモニタリングが厳格であるという意味で、分権化とモニタリングの補完関係が明確に確認できる。それに対して、子会社ガバナンスではこの関係が確認できないのである。つまり、子会社ガバナンスにおいては、戦略的意思決定の分権化に応じたモニタリングの強化がまだ不十分なのである。

以上の本書での分析から、多角化を伴う過度の分権化は、事業の再組織化を妨げる傾向にあるということが明らかとなった。今後は、事業間の連携や重複する管理機能の共通化（シェアードサービス）が必要となるであろう。また、多角化でも事業の関連性が高い場合には、そもそも分権的組織を採用するメリットが十分なのかは慎重に検討されるべきである。

また、グローバル化に分権化が追いついていない可能性も指摘できる。多角化が事業単位への分権化を促進することは明らかとなったが、多角化とともに事業ポートフォリオの地理的多様性を増加させることで、経営者と事業部門間の情報の非対称性を大きくし、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というグローバル化の進展の特有の問題が挙げられる。グローバル化によって部品や原材料の現地調達比率が上昇し、さらに部品の共有化が進むと、品質管理における1つの不具合の影響が全体に波及するリスクは一層大きくなる。品質管理の品質を高めるため、あるいは、現地法人の迅速な対応を可能にするためにも分権化は必要なことではある。

しかし、問題は、本社のコントロールを維持しつつも、いかに権限移譲を進めるかにあるだろう。事業ポートフォリオの複雑化やグループ組織の巨大化が進展した結果、日本の企業統治問題として深刻化したのは、企業ガバナンスと事業ガバナンスの2重のエージェンシー問題を露呈することとなったことである。今後の日本企業は、事業ガバナンスの問題として、分権化と集権化のバランス、および分権化とモニタリング強度のバランス、それぞれを適切な水準に維持する努力が求められるということにある。

本書は、このように日本の企業統治に関わる課題を広領域に様々な角度から多様な分析を行っており、本稿に記述しきれないほどの発見事実を示している。したがって、本書は、読者の関心に応じて様々な洞察を与えてくれるものである。本書で示された内容や発見を起点として、この領域での研究がさらに深化し、さらなる新たな発見事実が多くなることを期待したい。