

機関番号：32504

研究種目：若手研究（B）

研究期間：2007～2010

課題番号：19730262

研究課題名（和文） コーポレート・ガバナンスと企業変革のメカニズム

研究課題名（英文） Corporate Governance and Business Restructuring

研究代表者 青木 英孝 (Aoki Hidetaka)  
千葉商科大学・商経学部・教授  
研究者番号：90318759

研究成果の概要（和文）：本研究では、企業のガバナンス特性が、企業の変革行動を促進することで経営の効率化に寄与する可能性を示した。具体的には、所有構造や取締役会構造、すなわち、企業経営に対する改革圧力を増加させたとみられる「もの言う」株主である外国人株主や機関投資家、そして、取締役会の戦略的意思決定機能やモニタリング機能の強化を狙った執行役員制や社外取締役の導入は、「選択と集中」をキーワードとする事業ポートフォリオの再編（事業集約化）や、事業ガバナンスの強化（事業単位に対するモニタリングの強化）を促進したのである。

研究成果の概要（英文）：This research showed the possibility that corporate governance characteristics such as ownership structure and board structure contributed to increase managerial efficiency by facilitating corporate reforms. More concretely, “outspoken” shareholders such as foreign investors and institutional investors which are considered to increase a pressure for corporate reforms, and board reforms such as introductions of the executive officer system and outside directors which aimed to strengthen decision making and monitoring functions of board of directors, actually promoted business portfolio restructuring under the buzzword “choose and focus”, and strengthened business unit governance.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2007年度	1,300,000	0	1,300,000
2008年度	1,000,000	300,000	1,300,000
2009年度	700,000	210,000	910,000
2010年度	300,000	90,000	390,000
総計	3,300,000	600,000	3,900,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・経営学

キーワード：コーポレート・ガバナンス，事業ポートフォリオ，多角化，選択と集中，事業集約化，事業ガバナンス

## 1. 研究開始当初の背景

伝統的な日本企業のコーポレート・ガバナンス構造は、1990年代の後半、特に97年の銀行危機以降、大きく変容した。経営者を株式市場からの短期的利益圧力から解放し、長期的な視点に立った経営戦略の立案を可能にしたとされる株式の相互持ち合いは解消の方向に向かった。この安定株主比率の減少とは対照的に、企業経営に積極的にコミットする外国人株主や機関投資家のプレゼンスが上昇した。また、大規模で内部昇進者優位といった特徴をもつ伝統的な取締役会も、スリム化、執行役員制度や社外取締役の導入などの構造改革が進んだ。そこで本研究では、日本企業におけるコーポレート・ガバナンスの変容が、企業にどのような影響を与えたのかを検討した。企業のガバナンス構造は、企業の意思決定者である経営者のインセンティブ、あるいは経営に対する規律づけを通して、企業行動に影響を与えるからである。

## 2. 研究の目的

本研究の目的は、企業のガバナンス構造が経営の効率化に寄与するメカニズムを明らかにすることである。コーポレート・ガバナンスに関する先行研究の多くは、ガバナンス構造（所有構造、メインバンク関係、取締役会特性など）と企業パフォーマンスとの直接的な関係を検討し、事後的パフォーマンスが高い場合に、ガバナンスが有効に機能していると判断してきた。しかし、ガバナンスが有効に機能しているとすれば、それはどのようなプロセスを経て高いパフォーマンスに結びつくのだろうか。そこで本研究では、企業の変革行動に対するガバナンスの影響を検討した。つまり、ガバナンス構造と企業パフォーマンスとの間に介在する内部プロセスへの接近を試みた。

## 3. 研究の方法

本研究では、企業のガバナンス構造が企業行動に与える影響を検証するために、主に東京証券取引所第一部上場企業（金融・保険を除く）をサンプルとしたデータベースを構築し、計量分析を行った。分析に必要な主なデータ項目としては、株式所有構造、負債構成、メインバンク関係、取締役会特性（規模、社外取締役、執行役員制度の導入の有無など）などのガバナンス関連データ、および企業のパフォーマンス指標を作成するために必要な財務関連データなどである。必要な情報は、日経 NEEDS データベース、東洋経済新報社の会社四季報や役員四季報、各社のホームページや有価証券報告書、新聞・雑誌などから得た。なお、分析対象期間は、研究全体としては1990年代から直近までをカバーしているが、個別のテーマに応じて対象期間を限定して分析を行った。例えば、事業ポートフォリオの再編（選択と集中の決定要因の分析）に関しては主に1990年代の後半、事業ガバナンスの実態に関しては2000年代後半が中心となっている。

## 4. 研究成果

(1) 事業ポートフォリオの変容に関する事実の様式化

本研究ではまず、経営の効率化、企業の変革行動が強く求められるようになった背景に関する事実の様式化に努めた。すなわち、1990年代以降、多角化やグローバル化の進展によって日本企業の事業ポートフォリオは従来に比べてより複雑になり、分社やM&Aによってグループ組織が巨大化したという事実を、データに基づいて丹念にフォローした。

特に、多角化の推移を把握するためには、企業の事業分野を特定する必要がある。事業

内容はセグメント情報から得られるものの、この情報は企業が裁量的に公表するため、客観的な基準に基づいて各社の事業内容を再分類する必要があった。そこで本研究では、総務省の日本標準産業分類（2002年版）を利用して各社の事業分野を特定し、エントロピー指数等の時系列データを作成した。

日本企業の多角化戦略の特徴に関しては、主に1980年代までは、欧米企業に比べて多角化の程度が低く、多角化のタイプでみると関連多角化が多いことが先行研究で明らかにされており、事実の共有が進んでいた。しかし、1990年代以降の事業ポートフォリオに関しては、これまで研究の蓄積も少なく、様式化された事実が共有されているわけではなかった。本研究は、90年代以降の日本企業の多角化の動向を明らかにしたという意義がある。

## （2）「選択と集中」（事業集約化）の決定要因の解明

多角化やグローバル化によって事業ポートフォリオが複雑化した日本企業では、1990年代の後半以降「選択と集中」が戦略上のキーワードとなった。これは、過度の多角化を修正し、経営者の意思決定問題の複雑性を緩和する意図があったと思われる。

多角化と企業パフォーマンスの関係については、多くの研究が蓄積されてきた。そして近年では、過剰な多角化が企業価値の毀損を招くことはほぼ共通の理解となっている。この多角化の企業価値ディスカウントは、日本企業を対象とした分析でも確認されている。関連多角化と非関連多角化を比較すると、ノウハウや技術などを共通利用できる可能性が高い関連多角化にはシナジー効果が期待される一方、非関連多角化に関しては、リスク分散の効果よりも、経営者と部門間の情

報の非対称性問題や調整コストの上昇などに起因する効率性低下の問題のほうが大きいと考えられる。

そこで、経営効率上問題の多い非関連多角化の解消に寄与する事業再編、つまり事業の集約化に注目し、その決定要因を分析した。非関連多角化が進展している東証一部上場企業（非金融部門）を対象に、「選択と集中」が活発化し始めた1990年代後半における事業集約化を分析の対象とした。

対前年比で事業数が減少したケースを事業集約化の発生と捉え、これを企業パフォーマンスとガバナンス構造で説明する質的変量モデルを用いた分析結果の要点は以下の通りである。第一に、企業の資産効率が高いほど事業集約化の選択確率が高いことがわかった。この結果は、業績不振企業が不採算事業からの撤退などのリストラを行っているだろうという予想に反するものであった。したがって、「選択と集中」は、業績悪化が改革圧力になるといった受動的対応ではなく、むしろ高業績企業による能動的な戦略対応であった。ただし同時に、低業績企業ほど事業集約化が行われず、「選択と集中」が必要な企業ほど事業再編が遅れた可能性が高い。「勝ち組」と「負け組」の差が一層拡大した可能性があるのである。

第二に、企業のガバナンス構造の影響に関しては、外国人株主の持株比率が高いほど、そして借入社債比率が高いほど、事業集約化の選択確率が高かった。したがって、株主総会での議決権行使などによって企業経営に積極的にコミットする、あるいは持分売却による株価下落圧力を通じて企業経営に規律を与える外国人株主の存在や、デフォルト・リスクの上昇が経営者に緊張感を与える、いわゆる負債の規律が、事業集約化を促進する可能性が示された。

さらに、収益性に問題のある企業に焦点を絞り、ガバナンス要因が事業集約化に与えた影響を確認した。ガバナンスが問われるべきは、高業績が維持されているにもかかわらず事業再編を行える企業よりはむしろ、業績が低迷し、本当に事業再編が必要であるにもかかわらず「選択と集中」という戦略的意思決定ができない企業だからである。分析の結果、社外取締役や外国人株主の存在が、既存事業からの撤退という難しい意思決定を促す作用をもつことが確認された。また、メインバンクも事業の「選択と集中」に一定の役割を果たしていた可能性も示唆された。

### (3) 事業ガバナンスの実態解明

多角化やグローバル化によって事業の内容や地理的範囲が拡大し、事業ポートフォリオの多様性が増大したばかりでなく、分社やM&Aの活用によって子会社数が増加し、グループ化が進展した結果、経営トップ（本社統括部門）と各事業単位間の情報の非対称性問題は深刻化した。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問題の重要性が飛躍的に増大した。

そこで、事業単位に対する権限の配分（権限委譲、分権化）とモニタリングの在り方という視点から事業ガバナンスの実態にアプローチした。その際、親会社内部の事業単位（事業部や社内カンパニー）と完全子会社との差異、および企業のガバナンス特性（親会社に対するガバナンスの在り方）が事業ガバナンスに与える影響、の2点に着目して分析を進めた。

主な分析結果は次の通りである。まず、事業ポートフォリオの多様性、特に多角化の進展が、事業単位への分権化を促進することが確認された。これは親会社内部の事業単位に

も子会社にも共通する。ただし、戦略的意思決定、人事に関する意思決定の両面で、子会社の分権度は親会社内部の事業単位に比べて有意に高かった。分社には、経営責任の明確化によるインセンティブの向上や人事制度・賃金体系の柔軟な活用などの戦略的意義があった。

事業単位への分権化を進めた場合に重要になるのがモニタリングの強化である。結果責任を問わない権限委譲はモラルハザードの可能性を高めるからである。したがって、分権化とモニタリングの補完性が維持されているか否かは、事業ガバナンスの重要なポイントと言える。実は、この事業ガバナンスのあり方が、親会社内部の事業単位と子会社とは明確に異なっていた。内部事業単位に関しては、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の内部資本市場に関する制度基盤が充実しており、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事後的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た。しかし、子会社ではこの関係が確認できなかった。つまり、子会社のガバナンスにおいては、分権化に応じたモニタリングの整備がまだまだ不十分である可能性が高い。

企業のガバナンス構造が事業単位のモニタリングに与えた影響を分析した結果、外国人株主や機関投資家の持株比率が高いという意味で資本市場からの圧力が強い企業、あるいは執行役員制度や社外取締役を導入するなど取締役会の改革に積極的な企業ほど、事業単位に対するモニタリングも強いという関係が確認された。外部ガバナンスが市場ベースになり、これに合わせて内部ガバナンスの仕組みを変えている企業ほど、事業ガバナンスも堅実であった。基本的には、企業ガ

バナンスと事業ガバナンスの間には補完的な関係がみられるのである。

以上のように、本研究では、企業のガバナンス構造と企業パフォーマンスとの関係を考察する際に重要となる企業の内部プロセスに光を当てることができた。つまり、企業のガバナンス構造が、事業集約化や事業ガバナンスの強化といった戦略的意思決定や経営行動といったプロセスを通じて、企業パフォーマンスに影響を与える可能性を提示することができた。

#### 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計 4 件)

①青木英孝、宮島英昭、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、宮島英昭編著、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、2011 (近刊)、pp. 245-288.

②青木英孝、企業統治とグループ経営—事業ガバナンスの強化と事業ポートフォリオの再編一、CUC View & Vision、第 31 号、2011、pp. 4-10.

③青木英孝・宮島英昭、日本企業における事業組織のガバナンス—企業の境界と二層のエージェンシー問題の視角から—、経済産業研究所 RIETI Discussion Paper Series、10-J-057、2010、pp. 1-58.

④Aoki, Hidetaka、The Decrease in Diversification and Corporate Governance: Evidence from Japanese Firms、*Corporate Ownership and Control*、査読あり、Vol. 6、Issue4、2009、pp. 28-39.

[学会発表] (計 1 件)

①Aoki, Hidetaka、The Decrease in Diversification and Corporate Governance : Evidence from Japanese Firms、International Federation of Scholarly Associations of Management (IFSAM)、9th World Congress、Shanghai、China、2008

[その他]

ホームページ等

[http://www.rieti.go.jp/jp/publications/act\\_dp2010.html](http://www.rieti.go.jp/jp/publications/act_dp2010.html)

#### 6. 研究組織

(1) 研究代表者

青木 英孝 (Aoki Hidetaka)  
千葉商科大学・商経学部・教授  
研究者番号：90318759