

# 日本企業における執行役員制導入の要因

——コーポレート・ガバナンス改革の視点から——

青木英孝

- I. はじめに
- II. 日本型コーポレート・ガバナンスの特徴と問題点  
——なぜ執行役員制が重要か——
- III. 導入要因のケース分析——ソニーにおける執行役員制の導入——
- IV. 分析の戦略——計量モデルの設計——
- V. 執行役員制の導入要因分析——ロジット・モデルによるアプローチ——
- VI. まとめ——残された課題と今後の展望——

## I. はじめに

1990年代の日本経済が「失われた10年」と評価されるように、日本企業はバブル経済崩壊後のショックからいまだ完全には立ち直れずに、低迷を続けている。その間にも、企業の不祥事は続発し、健全な経営に対する要請は一層強まってきている。さらに、経済のグローバル化が進展する中で、経営システムにも国際的なスタンダードを模索する動きも見られる。このような背景のもと、コーポレート・ガバナンスに関する議論も活発に行われるようになった。

コーポレート・ガバナンス論は、企業を取り巻く様々なステークホルダーの利害をいかに調整するかといった広い視点から議論されることもあるが、主にプリンシパルとしての株主とエージェントとしての経営者の関係に注目し、いかにして効率の良い経営を達成させるかという視点から議論されることも多い<sup>(1)</sup>。

90年代の不況は一般に、バブル経済崩壊のショックを引きずり続けていると認識されているが、日本経済がいまだに順調な回復を見せないのは日本型の企業システムに本質的な問題点があるのではないとも考えられている。つまり、その要因をコーポレート・ガバナンスの機能不全に求める議論である。企業の経営執行機関としての取締役会に関して、役員の数が多すぎて実質的な議論が行われていないといった批判や、戦略的な意思決定を行い経営者の業務執行を監督する役割と、実際の業務の運営を行なう役割の両方を取締役が担っているという監督と執行機能の未分離といった、より本質的な批判もなされている<sup>(2)</sup>。

しかしながら90年代の後半には、以上のようなコーポレート・ガバナンスの機能に対する批判に対応する形で、取締役会の構造改革の動きも見られるようになった。その中でも注目されるべき動向の一つが執行役員制度の導入である。執行役員制度は、1997年6月にソニーが日本企業ではじめて導入した制度である。この制度の本質は、「経営と執行の分離」である。つまり、経営の戦略的意思決定機能と業務執行者の監督機能を取締役に集中させ、実際の日常的な業務執行の権限と責任を執行役員に与えることによって、従来の取締役会におけるガバナンス上の問題点を克服しようとするものである。この執行役員制度には、企業トップの役割と責任を明確にすることによって、最終的にはより効率的な企業経営の達成が期待されている<sup>(3)</sup>。

したがって本稿は、執行役員制の導入をコーポレート・ガバナンス改革の一環として積極的に評価したうえで、日本の大企業における執行役員制度の導入

要因を解明することを目的とする。対象とするサンプルは、1995年度時点における製造業の大企業357社である。日本企業における執行役員制の導入状況を確認したうえで、同制度の導入に影響を及ぼす要因を計量的に分析する。具体的には、パフォーマンス要因、取締役会の構造、グローバル化などの影響を検討する。ただし、執行役員制度の導入は、比較的最近の出来事のため、執行役員制度の導入が企業の効率性に与える影響に関しては本研究の対象外となる。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、日本企業のトップ・マネジメントに関するガバナンス上の論点を整理し、先行研究の問題点を指摘するとともに、なぜ執行役員制が重要なのかを提示する。第3節では、執行役員制の導入事例としてソニーを取り上げ、簡単なケース分析を行なう。第4節では、執行役員制の導入要因に関する仮説を提示した後、サンプルとデータを説明し、計量モデルの定式化を行なう。第5節では、日本企業における執行役員制の導入状況を概観した後、計測の結果を要約する。最終節では、本稿の結果をまとめるとともに、残された検討課題について触れる。

## II. 日本型コーポレート・ガバナンスの特徴と問題点

### —— なぜ執行役員制が重要か ——

アングロ・サクソン型の企業と比較した場合、日本型企業システムにおけるコーポレート・ガバナンスの特徴として、株式の相互持ち合いのため経営者に対する市場からの圧力が相対的に低いこと<sup>(4)</sup>、取締役会構成において企業内昇進者が優位にあることなどを挙げるができる<sup>(5)</sup>。前者の特徴は、市場からの圧力に代替する何らかの規律の必要性を高めるが、日本企業の場合メインバンクが市場に代替する規律として有効に機能してきたことは広く知られている<sup>(6)</sup>。一方後者の特徴は、本来株主を中心とするステークホルダーの利害の代表者であるはずの取締役会という企業の意思決定機関が、主に従業員の利害を優先させる可能性を示唆する。つまりエージェントである経営者のモラル・ハ

ザードによって、プリンシパルとしての株主の利害が守られない可能性である<sup>(7)</sup>。しかし、取締役会の構造が内部者優位であっても、企業全体の価値を最大化させるような経営が行われていれば問題はないはずである。したがって本質は、エージェンシー理論が指摘するようにトップ・マネジメントに対する規律が有効に機能するかどうかである。

この取締役会に関する議論の論点は主に次の二つである。一つ目は経営の意思決定の問題、特に全社的な意思決定や戦略的意思決定がいかなるプロセスでなされるのかに関する論点である。二つ目は、経営陣に対する監督上の論点である。

意思決定に関しては、取締役会が、肥大化のために実質的な議論がなされず会議体としての機能を果たしていないことから、常務会や戦略会議などの意思決定を追認するだけの機関になってしまっていることへの批判であり、「取締役会の形骸化」と呼ばれる問題である。また取締役は工場長などの部門長を兼任するケースが多いため、取締役会の中でも自分の担当部署の利益代表としての性格が強く、全社的な視点からの議論が発展しにくいという問題点や、自分の部門に口出しされたくないため、他人の部門のことは口出ししない風潮が強いことなどが批判の対象となっている。さらに内部昇進者が多数を占めることは、視野が限定的になる傾向があるというリスクや、社内のしがらみによって大胆で革新的・独創的な戦略の策定が困難になるといったリスクを負っている<sup>(8)</sup>。

一方、監督上の問題点は、取締役会の意思決定機能と執行機能の未分化や、監督と執行の未分化を特徴とする「兼務担当取締役」または「使用人兼務取締役」に起因する問題であり、執行者が自らを監督するという矛盾が指摘されている。要するに、取締役の選任プロセスにおいて、法的にはその業務執行を監督されるべき立場にある経営者が、監督すべき立場の取締役の人事権を事実上掌握している点が批判の対象となっている。また、このトップに対する規律づ

けや牽制の問題は、取締役会が一種のヒエラルキー構造になっている点もトップに対する牽制力を弱めていると批判されている<sup>(9)</sup>。そこで、「米国流のボード・システムを参考にすべし」という議論もなされている<sup>(10)</sup>。米国企業のボード構成は、社外取締役が大勢を占め、その意味で経営チームに対する規律が効いていると考えられるからである<sup>(11)</sup>。

このように、日本企業の取締役会は意思決定と監督の両機能の面で問題を抱えている。日本経済が右肩上がりの成長を続けていた時代には、従業員の昇進目標としての取締役のポストを増加させることはインセンティブ・システムの設計上大きな意味を持っていたと考えられる。しかし、低成長に移行し企業の効率性が求められるようになると、日本型取締役会の持つ上述のコストの側面が次第に明確化したのである。そこでこれらの問題点を緩和する試みとして注目されるのが、執行役員制度である。「経営と執行の分離」を目的とする執行役員制の導入によって、意思決定・監督機能と業務執行機能の双方が強化されれば、ガバナンスの機能不全問題が緩和され、最終的に効率的な企業経営が達成される可能性があるからである。したがって、執行役員制が注目される理由

表1 執行役員制の導入理由

- ・調査時期=1999年4月
- ・調査対象会社数=140社（上場105社，店頭19社，非公開16社）
- ・回答会社数=71社
- ・集計対象会社数=63社（上場52社，店頭6社，非公開5社）

導入の理由（複数回答可）	回答会社数	比率（％）
① 意思決定のスピードアップ	55	87.3
② 取締役会の活性化	41	65.1
③ 取締役数の削減	35	55.6
④ 取締役会の監督機能の強化	30	47.6
⑤ 取締役が高度な経営判断に専念するため	27	42.9
⑥ 米国流の経営手法の導入	2	3.2
⑦ その他	17	27.0

※その他は、「責任と権限の明確化」、「業務執行機能の明確化」などである。

【出所】商事法務研究会 [1999], p 26.

はまさに、取締役会の機能回復にあるのである。

そこで、日本企業で導入された執行役員制の意味について若干検討しておこう。表1は、商事法務研究会によって行なわれたアンケート調査結果の一部を示している。執行役員制の導入理由としては「経営と執行の分離」による取締役会の活性化や、意思決定・監督機能の強化などがほとんどである<sup>12)</sup>。導入の際にアメリカ型のボード構造を参考に行っている点も指摘されているが、アメリカ型のボード・システムと日本型執行役員制は同一のものではない。相違点は、取締役に期待される「意思決定」と「監督」機能のウエイトの差である。米国大企業のボード構成は、取締役数がおおよそ10人であり、その点では執行役員制導入後の日本企業の取締役数と大差はなくなったと言えよう。しかし、米国企業のボード構成は社外取締役がおおよそ8割を占め、株主を中心としたステークホルダーの利害を経営に反映させようとする意図が窺える。つまり、執行機関であるトップ・マネジメント・チームに対する監督・モニタリングの強化にウエイトが置かれている。しかし執行役員制導入後の日本企業の取締役会構成を見ても、社外取締役が過半数を超えるようなケースはなく、依然として社内昇進者が優位を占めている。取締役と執行役員の兼任も多いことを合わせて考えると、取締役に期待される役割としては、監督機能よりはむしろ意思決定機能の充実にウエイトが置かれていると判断できよう<sup>13)</sup>。そもそも従来の日本企業の強みとしては、取締役が業務執行者の役割を兼ねているために、豊富な現場の情報に基づいた意思決定ができる点が指摘されてきたはずである<sup>14)</sup>。したがって、日本型執行役員制の成否は、意思決定と業務執行の未分離による有効な意思決定というベネフィットと、監督機能の弱体化というコストとのバランス問題に本質が隠されている。

この執行役員制度に関する先行研究は、主に法律の分野で蓄積が進んでいる。その理由として、同制度の導入が企業側主導で進められたため、執行役員の位置づけに関して法整備が現状に追いついていないことが挙げられる<sup>15)</sup>。先

行研究においては、最近の日本経済の低迷とガバナンスの機能不全が前提とされており、執行役員制を実際に導入した企業における現状分析や、今後導入する際の提言といった規範論が中心になっている。ただし、個々の企業のパフォーマンスや経済的側面に関しては十分に検討されているとは言えないのが現状である。したがって本稿の意義は、従来の執行役員制に関する議論に、企業のパフォーマンス要因を明示的に分析に組み込んだ計量的なevidenceを加えることにある<sup>16)</sup>。

### Ⅲ. 導入要因のケース分析

#### —— ソニーにおける執行役員制の導入 ——

1997年6月、ソニーは日本企業ではじめて執行役員制を導入した。制度導入の理由としては、橋本 [1997] が、「グループ事業の多角化とグローバル化を視野に入れ…グループとしての経営方針を決定し業務執行を監督する機能を強化するとともに、意思決定・監督と業務執行の分担を明確化し業務執行体制を強化する目的で取締役会の大幅な改革を実行し、あわせて執行役員制を新たに導入した」と説明している<sup>17)</sup>。

ソニーにおける執行役員制の導入を考える場合には、一連の組織改革に注目しなければならない<sup>18)</sup>。ソニーでは、83年に導入した事業本部制組織の肥大化（19事業本部・7営業本部）と既存ビジネス（A Vエレクトロニクス）の成熟化が引き金となり、94年に事業部制組織から権限委譲をさらに進めた組織形態であるカンパニー制（8カンパニー）が導入された。カンパニー制導入の目的は、分権の徹底によって中核ビジネスを強化することであった<sup>19)</sup>。その後、出井社長の就任を挟んで、96年4月にはデジタル・ネットワークへの対応を目的とした組織改革が実行された。この改革では、カンパニーが従来の8から10へと再編されるとともに、マーケティング部門も分離された<sup>20)</sup>。

カンパニー制の根底には、本社の戦略機能を強化しつつ各カンパニーに大幅

な権限を委譲するという考え方がある。プレジデントにはカンパニーの経営に専念させたほうが効率性の向上が期待されるため、全社的な戦略的意思決定（取締役）からカンパニーの業務執行（プレジデント）を分離させる組織編成上の要請が高まったのである。したがってソニーでは、カンパニー制を補完するという意味から執行役員制の導入が行なわれたと理解できる。つまり、カンパニー制と執行役員制は相互補完的な関係にあるのである。実際このカンパニー制は、執行役員制の導入に伴う組織上のコンフリクトを削減する効果も持っていた<sup>21)</sup>。グループとしての戦略策定を担当するのが取締役であり、部門にあたるカンパニーの業務執行を担当するのがプレジデントであるというコンセンサスが形成されていれば、直感的に「プレジデント＝執行役員」という解釈が可能である。つまり、社内ではプレジデントへの就任が昇進の目標として認識されていたので、「経営と執行の分離」に対する抵抗も少なかったと理解できる。

それでは、なぜソニーは「経営と執行の分離」によって意思決定・監督機能と業務執行機能を強化する必要があったのだろうか。

第一の要因は、導入理由でも説明されていた通り、グループ事業の多角化とグローバル化への対応である。グループ事業の多角化とグローバル化が進展すれば、グループとしての経営方針を決定し業務執行を監督する機能と、実際の業務執行の役割分担を明確にし、効率性を向上させようとする管理上の要請も強くなる。また、89年に約4800億円で買収したコロンビア映画（現ソニー・ピクチャーズ・エンタテインメント）の放漫経営という子会社管理の苦い経験を持っているソニーでは、監督機能を強化する必要性も体験していたのである<sup>22)</sup>。

第二に、構造改革に対する圧力の背景として、株主構成における海外の機関投資家の持株比率が高いことが挙げられる。表2は執行役員制が導入される直前（97年3月時点）の10大株主を示している。海外の機関投資家保有は、筆頭



表2 ソニーの10大株主

(1997年3月31日現在)

株主名	所有株式数	比率
ザ・チェース・マンハッタン・バンク・エヌ・エイ・ロンドン	18,937	4.93%
さくら銀行	13,862	3.61%
三井信託銀行	13,446	3.50%
モクスレイ・アンド・カンパニー	13,371	3.48%
ステート・ストリート・バンク・アンド・トラスト・カンパニー	13,309	3.46%
レイケイ	12,605	3.28%
住友信託銀行	8,138	2.12%
東京三菱銀行	8,060	2.10%
安田信託銀行	7,320	1.91%
東洋信託銀行	7,297	1.90%
合計	116,345	30.28%

信託銀行保有	所有株式数	比率	信託勘定分	信託比率
三井信託銀行	13,446	3.50%	4,476	33.29%
住友信託銀行	8,138	2.12%	3,180	39.08%
安田信託銀行	7,320	1.91%	5,284	72.19%
東洋信託銀行	7,297	1.90%	4,039	55.35%
合計	36,201	9.43%	16,979	46.90%

【資料】 有価証券報告書 (H9. 3)

注) 1. 「所有株式数」と「信託勘定分」の単位は千株である。

2. 比率は、発行済株式総数に対する比率である。

3. 信託比率は、信託銀行の所有株式に対する信託勘定分の株式の比率である。

株主のザ・チェース・マンハッタン・バンク・エヌ・エイ・ロンドン (4.93%)、4位のモクスレイ・アンド・カンパニー (3.48%)、5位のステート・ストリート・バンク・アンド・トラスト・カンパニー (3.46%) の合計11.87%であり、10大株主合計 (30.28%) の約3分の1を占める<sup>23)</sup>。また三井、住友、安田、東洋の各信託銀行による保有は合計9.43%であるが、そのうちの46.9%は信託勘定に含まれており、安定的な持ち合い株式ではない。一方、10大株主の中で安定株主と考えられるのは、さくら銀行 (3.61%) と創業者・盛田一族の所有するレイケイ (3.28%) と東京三菱銀行 (2.10%) の合計8.99%のみである。したがって、10大株主保有に占める海外機関投資家と信託銀行の

信託業務保有株の合計は53.8%であり、安定株式の合計は46.2%となる。つまりソニーでは、10大株主で見ても過半数がポートフォリオ・インベスターによる保有であり、改革への圧力は高いと判断できる。この点は執行役員制導入前の初期条件をまとめた表3からも確認できる。執行役員制導入前年のソニーの外国人持株比率は39.3%であり、早期導入6社平均の10.1%、導入企業47社平均の14.1%、非導入企業303社平均の10.1%と比べて極めて高水準である（表3-2）。

ソニーでは、以上のような経緯で執行役員制が導入された。本稿の計量に対する主なインプリケーションとしては、執行役員制の導入には、①事業の多角化やグローバル化が影響していること、②株主の構成が影響していること、を挙げることができる。

表3-1 初期条件：取締役会特性

会社名	年 度	代表取締役	取締役数	常 務 会
ソニー	1996	7	38	20
<b>●早期導入6社（98年導入）</b>				
日清食品	1997	3	20	9
中外製薬	1997	3	20	9
東芝	1997	12	34	21
アイワ	1997	2	21	13
日産ディーゼル工業	1997	3	21	10
島津製作所	1997	2	27	14
	平 均	4.2	23.8	12.7
	標準偏差	3.9	5.6	4.6
<b>●導入47社（99年導入）</b>				
	平 均	3.3	22.1	10.5
	標準偏差	1.9	7.3	4.6
<b>●非導入企業303社</b>				
	平 均	2.9	19.7	9.3
	標準偏差	2.1	7.1	4.1

表 3-2 初期条件：パフォーマンス・資本構成・所有構造・投資

会社名	年度	売上高	経常利益	純利益	総資本	設備投資	経常利益率	ROE	雇用伸び率	負債比率 <sup>2</sup>	負債比率	外国株主比率	ポートフォリオ	投資比率	トビンの q
ソニー	1996	2,169,885	85,727	39,707	2,750,562	68,816	0.03	0.03	-0.01	0.51	0.64	39.28	56.91	0.04	1.57
●早期導入 6 社 (98年導入)															
日清食品	1997	237,051	22,716	548	265,573	6,284	0.09	0.00	-0.01	0.25	0.47	8.68	18.58	0.05	1.41
中外製薬	1997	164,102	20,084	10,593	281,373	14,578	0.07	0.07	-0.04	0.49	0.92	19.11	41.89	0.13	1.07
東芝	1997	3,699,969	38,601	33,047	3,480,954	208,156	0.01	0.03	-0.03	0.68	0.43	10.93	43.95	0.14	1.19
アイワ	1997	316,405	13,443	5,813	176,369	7,929	0.08	0.11	0.00	0.69	0.42	16.12	23.46	0.18	1.94
日産自動車	1997	298,680	-1,110	-1,301	345,192	16,127	0.00	-0.02	0.00	0.83	0.72	1.88	16.28	0.11	0.93
島津製作所	1997	161,811	5,254	2,910	223,934	6,063	0.02	0.03	-0.04	0.55	0.50	3.72	31.97	0.09	1.02
平均		813,003	16,498	8,602	795,566	43,190	0.04	0.04	-0.02	0.58	0.58	10.07	29.36	0.12	1.26
標準偏差		1,415,808	14,042	12,686	1,316,784	80,930	0.04	0.05	0.02	0.20	0.20	6.76	11.82	0.05	0.37
●導入47社 (99年導入)															
平均		481,993	1,276	-8,444	613,185	27,987	0.01	-0.06	-0.01	0.60	0.53	14.06	39.09	0.12	1.13
標準偏差		720,369	23,818	28,446	828,674	45,986	0.04	0.14	0.13	0.16	0.26	15.34	12.27	0.26	0.35
●非導入企業303社															
平均		375,979	14,751	4,260	428,979	18,993	0.03	0.01	-0.02	0.53	0.48	10.48	33.14	0.10	1.20
標準偏差		683,159	43,485	24,949	694,865	36,292	0.04	0.60	0.07	0.20	0.28	9.93	12.08	0.08	0.52

- 注) 1. 取締役数は、監査役を含まない。  
2. 常務会は、常務以上の取締役の人数の合計である。  
3. 売上高、経常利益、純利益、総資本、設備投資の単位は、百万円である。  
4. 経常利益率=経常利益/総資本である。  
5. 雇用伸び率は、臨時従業員・出向者を含まないコアの従業員の伸び率である。  
6. 負債比率=負債/総資本、負債比率<sup>2</sup>=(借入+社債)/総資本である。  
7. 外国株主は外国株主の特株比率、ポートフォリオは個人・外国人・証券会社の持株比率の合計である。  
8. 投資比率=設備投資額/前期末固定資産である。  
9. トビンの q=(株式時価総額+負債)/総資本である。

## Ⅳ. 分析の戦略——計量モデルの設計——

### Ⅳ—1：仮説

はじめに、本稿の計量モデルでテストする仮説を、その背後にあるアイデアと共に提示する。

#### ①企業パフォーマンス

取締役会の構造改革に対する直接的な圧力が強いかどうかは、企業パフォーマンスの影響を受けると考えられる。従来の研究では、執行役員制の導入に対する個別企業のパフォーマンスの影響が明確には検討されてこなかったため、本研究ではこの点を明確にする。直感的な理解は、企業のパフォーマンスが低下した場合に改革の圧力が高まり、執行役員制を導入するというものである。

コーポレート・ガバナンスの観点からは、企業経営の効率性が低下した場合に、何らかの改革が行なわれることが重要な意味を持つ。例えば、企業のパフォーマンスと役員派遣の関係を検討し、低い企業パフォーマンスが銀行や親会社からの役員派遣を促進することを通じて経営者の交代確率を上昇させることを実証した Kaplan and Minton [1994] や、パフォーマンスの低下が経営者の「強制された交代」と関係していることを検証した Kang and Shivdasani [1995] などでは、低い企業パフォーマンスの影響が問題にされている<sup>24)</sup>。ここでの重要なポイントは、企業の効率性が低い時に役員派遣や経営者の交代が促進される場合には、経営に対する規律づけメカニズムが有効に機能していると判断できる、ということである。さらに、日本企業における状態依存ガバナンスの問題に対して経営者の交代分析からアプローチした宮島 [1998] でも基本的なアイデアは同様であり、低い企業の効率性がコーポレート・ガバナンスの有効性を検証する際の出発点となっている。したがって、本稿の計測で期待される結果は、執行役員制の導入が企業のパフォーマンスと負の相関を持つことである。

仮説1：企業のパフォーマンス水準が低いほど、執行役員制の導入確率は上昇する。

## ②所有構造

エージェンシー関係の観点からは、株主はプリンシパルとしてエージェントである経営者をモニターする立場にある。したがって、コーポレート・ガバナンスの問題を考慮するに当たっては株主の役割を検討することは極めて重要な意味を持つ。株主の役割を強調する研究は多いが例えば、Denis, Denis and Sarin [1997] は所有構造がトップ・エグゼクティブの交代に与える影響を検討し、外部のブロックホルダーの存在がパフォーマンスに対する交代の感応度を増幅させるという意味で、外部ブロックホルダーがモニタリングの機能を果たす可能性を示唆している。ただし、日本の大企業を分析の対象とする場合、安定株主の存在が前提条件となるため、本稿の関心はブロックホルダーの役割というよりはむしろ、「exit」や「voice」によって投資収益率の最大化を目指す外国株主やポートフォリオ・インベスターの影響力を検証することにある。

ソニーのケースで見たように、外国株主やポートフォリオ・インベスターの持株比率が高くなれば、経営に対する圧力が上昇し、オープンな取締役会の構造を持つことへの要請が強くなることが予想される<sup>(25)</sup>。株式の相互持ち合いという日本型企业システムの特徴は、経営に対する圧力を弱め、企業の自発的改革を妨げている一因とも考えられる。したがって本稿では、近年の株式安定保有比率の低下に伴い外国株主（あるいはポートフォリオ・インベスター）の相対的地位が上昇したことが、日本企業の経営構造改革に対して実際にインパクトを持っているのかどうかを検討する<sup>(26)</sup>。期待される結果は、外国株主あるいはポートフォリオ・インベスターの株式保有比率が、執行役員制の導入と正の相関を持つことである。

仮説2：外国株主（ポートフォリオ・インベスター）の持株比率が高いほど

ど、執行役員制の導入確率は上昇する。

### ③資本構成

エージェンシー理論では、株主（外部者）と経営者（内部者）間の情報の非対称性が、経営者のモラル・ハザードを発生させるため、経営者に対するコントロールの必要性を説いている。この経営者に対する規律づけのメカニズムとしては、伝統的な見解である「株主によるコントロール」と、近年注目され始めた「負債によるコントロール」を挙げることができる<sup>87)</sup>。株主に関しては既に説明してあるため、ここでは負債によるコントロールの側面を考察する。

負債の持つ役割としては、Aghion and Bolton [1992] で提示されている企業の再組織化機能 (reorganization) が重要である。負債比率の上昇はデフォルトのリスクを増大させるが、ここでポイントとなるのは、デフォルトが経営者のモラル・ハザードを第三者に対して立証できる (verifiable) という点である。デフォルトが発生した場合には、倒産により経営権が経営者から債権者に移転してしまうため、非効率な過大投資・過剰規模を抑制できると考えられる<sup>88)</sup>。つまり、負債比率の上昇は経営に対する規律づけを強化するのである。したがって、負債比率が高くなればなるほど経営に対する規律が高まり、改革圧力も高くなるため、執行役員制導入の確率が上昇するという結果が期待される。

仮説 3：負債比率が高いほど、執行役員制の導入確率は上昇する。

### ④取締役会の構造

執行役員制の導入要因として、アンケート結果などでは、役員数を削減して取締役会の会議体としての機能を回復し、意思決定機能を強化するという回答が多く見られることは既に述べた通りである。つまり、取締役会が本来期待される役割を十分に果たせず、常務会や経営戦略会議の決定事項の単なる事後追

認機関になっていることの一因は、「取締役会の肥大化」に求められている。役員数と企業のパフォーマンスの関係を直接検討した研究としては中山 [1999] が挙げられる。中山 [1999] は、Stochastic Production Frontier により企業の非効率を推定し、役員数との関係を計測している。計測時期は89年から95年の7年間であり、サンプルは通信用・家庭用電気機器産業18社と産業用電気機器産業14社である。サンプルの対象が電気機器産業のみであるため他産業での計測結果が待たれるが、役員数の多い企業で非効率が発生していることが報告されている<sup>29)</sup>。したがって取締役数の増加は、役員削減の圧力を増大させ、その結果執行役員制の導入確率を上昇させることが期待される。

仮説4：取締役の人数が多いほど、執行役員制の導入確率は上昇する。

#### ⑤投資戦略

背後にある基本的なアイデアは、投資家に対する企業側のアピール、シグナリングである。米国では取締役会の良否が投資対象の尺度になることは前述の通りだが、成長機会 (growth opportunities) が豊富にあり資金需要も大きいような企業では、調達コスト削減のために、投資家に対して自社が優れた経営構造を持っていることを示すインセンティブが働くと考えられる。つまりシグナリング理論が想定するように、外部投資家と経営者間に情報の非対称性が存在する場合、経営者は自社が優れていることをシグナルすることによって資金調達コストを引き下げようとするのである。シグナリング理論では、①シグナルの伝達にコストがかかり、②そのコストは質の低い企業でより高くなることが、シグナルが有効に機能する条件とされている<sup>30)</sup>。役員数の削減を伴う執行役員制の導入は、取締役にとっては自らの利害が直接左右されるため簡単には模倣困難であり、制度を導入できる何らかの組織能力が求められる。したがって、執行役員制の導入は投資家に対するシグナルであると考えられ、その必要性は投資水準が高い場合に大きくなると考えられる。ここでは、投資比率が高

いような企業において執行役員制の導入確率が高くなるという結果が期待される<sup>61)</sup>。

仮説 5：投資水準が高いほど、執行役員制の導入確率は上昇する。

#### ⑥多角化戦略

最後に本稿では、執行役員制の導入に影響を与える戦略要因として企業の多角化に注目する。ソニーのケースでは、執行役員制導入の目的として、グループ事業の多角化とグローバル化への対応が念頭におかれていた<sup>62)</sup>。事業が多角化されればされるほど、部門の数も増加し内部組織もより複雑になるので、管理上のコストは増大する<sup>63)</sup>。そこで、全社的な意思決定をする者と、担当部署の経営執行に専念する者との役割を明確に分離したほうが、効率性の向上が期待される。したがって、多角化の程度が大きくなればなるほど、管理コスト上の要請から、執行役員制導入の誘因は大きくなると予想される。

仮説 6：多角化の程度が大きいほど、執行役員制の導入確率は上昇する。

#### IV—2：サンプルとデータ

上述の仮説をテストするために本稿では、以下の手順に従いサンプル企業を選定した。はじめに1995年度（1996年3月）時点の東証1部2部上場の製造業企業1765社から、同時点での売上高、総資産、従業員数のいずれかが上位300社に含まれる企業をピックアップする。この手続きで選定された368社から、93年度から98年度までの財務データ、株価データ、役員データが連続して遡及できない企業11社を除去する。この結果、最終的なサンプルは357社になった。本稿では、執行役員制の導入に際して取締役会の規模が問題とされている点を考慮し、取締役の人数が相対的に多い大企業をサンプルとして選定した。また、株式所有が分散した大企業のほうが「所有と経営の分離」に起因するエージェンシー問題が相対的に深刻であると考えられることも、分析対象を大



企業にした理由である。

データソースは次の通りである。企業の財務データに関しては、日本開発銀行『企業財務データベース』、株価データに関しては、東洋経済新報社『株価総覧』、役員のデータに関しては、東洋経済新報社『役員四季報』を利用した。

#### IV—3：推計モデル

本稿で採用する計量モデルは、ロジットと呼ばれる質的変量モデルである。計測式は、

$$EOS = F[\text{Performance, Shareholder, DA, Board, Investment, Diversification}]$$

である。ここで *EOS* (*Executive Officer System*：執行役員制の導入) は、企業が執行役員制を導入した場合に1、導入していない場合に0をとる離散量であり、この執行役員制の導入を、企業のパフォーマンス (*Performance*)、株主構成 (*Shareholder*)、資本構成 (*DA*：負債比率)、取締役会特性 (*Board*) と戦略変数である投資 (*Investment*) および多角化 (*Diversification*) で説明するというモデルである。

計測のデータ系列はクロス・セクションである。ただし年度に関しては、1997年度から1999年度が分析対象であり、サンプル企業によって基準となる年度 *t* が異なっている。本稿のモデルでは、執行役員制の導入年度を *t* とし、*t*-1 期のパフォーマンスや株主構成、役員構成で *t* 期の制度導入を説明している。したがって、1997年度に執行役員制を導入したソニーの場合、96年度のパフォーマンスや役員構成で導入を説明することになる。サンプルの構成は、*t*=97が1社（ソニー）、*t*=98が6社（1998年度に執行役員制を導入した6社）、*t*=99が350社（1999年度に執行役員制を導入した47社と執行役員制を導入していない303社）である。

#### IV—4：変数

##### 【従属変数】

従属変数は執行役員制の導入であり、導入した場合に1、導入していない場合に0をとるダミー変数である。

##### 【独立変数】

企業パフォーマンス：本稿で用いたパフォーマンス指標は以下の通りである。企業の全般的な効率性を測る指標としては、最も代表的な収益性指標である総資本経常利益率（OPR）とROEを採用する。ROEは、バブル崩壊後、非効率な経営スタイルを改善するために株主価値の向上が叫ばれるようになり、株主利益を意識した経営指標が重視されだした事情を考慮して採用した<sup>84</sup>。また、会計上の利益指標ではないが従業員の伸び率（DEMP）も採用する。日本型経営の特徴として、ステークホルダーとしての従業員のウェイトが高いことは周知の事実である<sup>85</sup>。したがって、従業員の雇用を守れない場合、経営者に対する責任の追及が最も激しくなることも予想される。この変数はまた、「取締役会は聖域でありリストラの対象外である」というよく耳にする現象を検討する意義も持つ。計測結果が負の相関を示せば、従業員のリストラと取締役の改革が同時に行なわれていることを意味し、相関がなければ従業員のリストラと取締役の改革は無関係であることを意味する。また正の相関を持つとすれば、雇用が順調でパフォーマンスの良い企業が自律的に改革を行なっていると評価できよう。なお、これらのパフォーマンス変数は宮島 [1998] や Morck and Nakamura [1999] に従い、各年度の産業平均との差分をとって標準化した。データ標準化の意味は、同業他社と比較した場合のパフォーマンス水準が低い場合に、執行役員制の導入確率が高まるかどうかを判断することにある。

所有構造：変数としては、外国株主の持株比率（FORE）とポートフォリオ・

インベスターの持株比率 ( $PI$ ) を採用した。 $PI$  は、個人株主と外国株主と証券会社の持株比率の合計である。

資本構成：変数としては、負債比率 ( $DA$ ) を採用する。

取締役会の構造：取締役会の構造に関する変数としては、取締役数 ( $NOD$ ) と常務会規模 ( $JMK$ ) を採用する。取締役数 ( $NOD$ ) には監査役を含まない。また常務会規模 ( $JMK$ ) とは常務以上の役員、すなわち会長・副会長・社長・副社長・専務・常務の合計人数である。

投資戦略：投資に関しては、設備投資額を前期の固定資産で除した投資比率 ( $INVEST$ ) を用いた。

多角化戦略：多角化の定量的尺度として代表的なものにはハーフィンダル指数とエントロピー指数があるが、後者の有効性が実証されているため本稿ではエントロピー指数 ( $ENTRO$ ) を採用した<sup>69</sup>。エントロピー指数は、1 から  $n$  までの事業分野を持つ企業の第  $i$  番目の分野の売上構成比を  $P_i$  とした場合に、

$$\sum_{i=1}^n [P_i \times \ln(1/P_i)]$$

で与えられる ( $\ln$  は自然対数)。各事業分野の分類は、総務庁『日本標準産業分類』の3桁分類 (小分類) を基準としている<sup>67</sup>。また、多角化指標もパフォーマンス指標と同様に、産業平均を用いて標準化した。

なお、各変数の基本統計量と相関係数は表4に示されている。

表 4-1 基本統計量

	N=357			
	平均	標準偏差	最小値	最大値
OPR	0.00	0.04	-0.14	0.14
ROE	0.00	0.54	-2.01	9.20
DEMP	0.00	0.08	-0.40	0.81
FORE	11.02	10.88	0.05	71.24
PI	33.93	12.29	7.62	76.50
DA	0.54	0.20	0.06	0.97
NOD	20.18	7.18	5	56
JMK	9.56	4.20	2	25
INVEST	0.10	0.12	-0.01	1.82
ENTRO	0.00	0.19	-0.45	0.51

表 4-2 Correlation Matrix

	OPR	ROE	DEMP	FORE	PI	DA	NOD	JMK	INVEST	ENTRO
OPR	1.00									
ROE	-0.02	1.00								
DEMP	0.16	-0.10	1.00							
FORE	0.23	0.06	-0.03	1.00						
PI	-0.07	-0.10	-0.15	0.50	1.00					
DA	-0.52	-0.03	-0.12	-0.32	-0.05	1.00				
NOD	0.05	-0.05	0.07	0.16	-0.11	0.11	1.00			
JMK	0.03	-0.03	0.05	0.07	-0.11	0.16	0.88	1.00		
INVEST	0.02	0.00	0.66	-0.05	-0.13	-0.03	0.05	0.01	1.00	
ENTRO	-0.11	-0.11	-0.05	-0.07	0.04	0.15	0.17	0.15	-0.06	1.00

- 注) 1. OPR=総資本経常利益率, ROE=株主資本利益率, DEMP=期末従業員数伸び率, FORE=外国株主持株比率, PI=ポートフォリオ・インベスター持株比率, DA=負債比率, NOD=取締役数, JMK=常務会規模(人数), INVEST=投資比率, ENTRO=多角化指標: エントロピー指数。
2. 各変数は, t-1期のものである。
3. OPR, ROE, DEMP, ENTROの平均値は, 産業平均との差分をとって標準化してあるため0になっている。

## V. 執行役員制の導入要因分析

### —— ロジック・モデルによるアプローチ ——

#### V—1：執行役員制の導入状況

実際の計測の前に、日本企業における執行役員制の導入動向を簡単に整理しておく。執行役員制は、1999年12月現在、全国証券取引所上場会社2461社中226社（9.2%）において導入されている<sup>88</sup>。本稿の製造業サンプル357社で見ると、1997年に執行役員制を導入したのは、ソニー1社だけである（『役員四季報』98年版、97年7月現在）。ソニーの導入から1年後の1998年7月時点までに導入した早期導入企業は、日清食品、中外製薬、東芝、アイワ、日産ディーゼル、島津製作所の6社である。さらに1年後の99年7月時点までに新たに導入に踏み切った企業は、合計47社である。なお、導入企業の一覧はAppendixに示した。

執行役員制の導入直前（ $t-1$ 期）における取締役会特性、所有構造およびバ

表5 産業別導入状況

産 業 名	企業数	導入企業数	導入比率
食料品	38	3	7.9%
繊維品	16	1	6.3%
紙・パルプ	8	1	12.5%
化学工業	37	6	16.2%
医薬品	16	4	25.0%
窯業・土石製品	12	2	16.7%
鉄鋼	21	2	9.5%
非鉄金属	16	1	6.3%
金属製品	13	1	7.7%
一般機械	40	9	22.5%
電気機械器具	52	8	15.4%
輸送用機械器具	48	6	12.5%
精密機械器具	10	2	20.0%
石油精製+ゴム製品	10	4	40.0%
その他製造+木材・木製品+出版印刷	20	4	20.0%
合 計	357	54	15.1%

フォーマンズの初期条件は前出の表 3 にまとめられている<sup>69)</sup>。執行役員制の導入企業と非導入企業で取締役会特性の初期条件を比較すれば、導入企業のほうが代表取締役・取締役・常務会ともに人数が多いことがわかる(表 3-1)。また、産業ごとの導入動向は表 5 に示してある。産業ごとにサンプル企業数が異なるため単純な産業間比較には問題が残るが、導入に積極的な産業は、石油精製・ゴム製品の40%、医薬品の25%、一般機械の22.5%であり、逆に導入が進んでいない産業は、繊維と非鉄金属の6.3%、金属製品の7.7%、食料品の7.9%である。

## V-2：全サンプル・推計結果

表 6 は、執行役員制の導入要因を計測したロジット・モデルの推計結果を示している。

### ①パフォーマンスの影響

総資本経常利益率 (*OPR*) に代表される企業のパフォーマンスは、モデル 1 から 4 のいずれの計測式でも、1%水準で有意な負の相関を示している。したがって、企業のパフォーマンスが低下すれば、執行役員制の導入確率が有意に上昇することが統計的に確認された。しかも注目すべき点は、*OPR* の限界効果<sup>70)</sup>が他の説明変数の限界効果と比較して大きいことである。*OPR* が 2 標準偏差 (0.08%) 低下した場合、執行役員制の導入確率は、約14%も上昇する。したがって、低い企業パフォーマンスが経営改革の直接的な圧力となり、執行役員制の導入を促進させるという仮説 1 は強く支持された<sup>70)</sup>。

一方、利益指標として *ROE* を用いた計測 (モデル 5) では、期待通りの結果が得られていない。企業が調達した資本全体に対する効率性が低い場合には改革の圧力が高まるが、株主資本で見た場合には、執行役員制の導入に与える影響は限定的であると言える。また、雇用 (*DEMP*) と執行役員制導入の関係性を考察したモデル 6 の推計からは、雇用の維持と執行役員制の導入には、統計

表 6 執行役員制の導入要因

従属変数	頻度	比率	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
0	303	0.849						
1	54	0.151						
独立変数								
OPR			-17.211[.001]***	-17.109[.001]***	-14.692[.003]***	-14.157[.004]***	-0.209[.708]	
ROE							0.039[.003]***	1.823[.262]
DEMP								0.038[.004]***
FORE			0.035[.005]***	0.038[.003]***	0.037[.004]***	0.037[.004]***	2.052[.025]**	2.154[.015]**
PI							0.028[.174]	0.028[.177]
DA								
NOD			0.041[.055]*		0.056[.007]***	0.088[.012]**	1.443[.137]	
JMK			1.175[.243]	1.260[.206]	1.244[.227]	1.362[.181]		
INVEST			2.446[.004]***	2.487[.004]***	2.114[.013]**	2.168[.011]**	2.462[.005]***	2.442[.005]***
ENTRO			-1.974	-1.958	-1.682	-1.623		
dP/dOPR							-0.025	0.215
dP/dROE								0.004
dP/dDEMP								
dP/dFORE			0.004	0.004	0.004	0.004	0.005	
dP/dPI								
dP/dDA							0.241	0.254
dP/dNOD			0.005	0.008	0.006	0.010	0.003	0.003
dP/dJMK			0.135	0.144	0.142	0.156	0.170	
dP/dINVEST			0.281	0.285	0.242	0.249	0.290	
dP/dENTRO			33.837[.000]***	34.338[.000]***	34.346[.000]***	33.826[.000]***	27.43[.000]***	26.44[.000]***
$\chi^2$ 統計量								
Fraction of Correct Predictions			0.863	0.866	0.854	0.860	0.846	0.846

- 注) 1. 独立変数はいずれも t-1 期のものである。  
 2. [ ] 内は p 値。  
 3. \*\*\*:  $p < 0.01$ , \*\*:  $p < 0.05$ , \*:  $p < 0.1$ 。

的に有意な関係は観察されない。通常言われる「上が変わらなければ…」という不満は、リストラの主な対象が従業員であることを示しているが、トップ・マネジメントの構造改革と従業員のリストラが無関係であるという本稿の推計結果もその事実の可能性を示唆している。ただし、統計的に有意な結果は得られていないが、*DEMP*の係数が仮説の想定とは異なり正であったことには注意が必要である。この結果は、雇用が安定しているほうがむしろ執行役員制の導入確率が上昇する傾向が見られることを示すものであり、何らかの改革、特に、重要な組織上の改革を行なうためにはある種の余裕がなければならない可能性を示唆する。

## ②所有構造の影響

ここでは企業の株主構成が執行役員制の導入に与える影響について考察する。モデル1・2および5・6では外国株主の持株比率(*FORE*)の効果を、モデル3・4ではポートフォリオ・インベスターの持株比率(*PI*)の効果を計測している。外国株主、ポートフォリオ・インベスターの持株比率はともに、いずれの計測式でも1%水準で有意な正の相関を示している。この結果は、外国人投資家の持株比率が高いほど、またポートフォリオ・インベスターの持株比率が高いほど、執行役員制の導入確率は高くなることを示しており、したがって仮説2は支持された。*FORE*と*PI*は分散が大きいため限界効果が低くなっている点に注意が必要ではあるが、これらの変数が2標準偏差(約20%)上昇した場合、執行役員制の導入確率はおよそ10%上昇する。

## ③資本構成の影響

負債比率が執行役員制の導入に与える影響は、モデル5・6で示されている<sup>(41)</sup>。負債比率は執行役員制の導入と5%水準で有意な正の相関を示しているため、負債比率が上昇すれば経営に対する規律づけの効果が増加し、その結果



執行役員制の導入確率が高まると判断できる。したがって仮説3も概ね支持される。また負債比率も2標準偏差(40%)上昇した場合、執行役員制の導入確率は約10%上昇する。

#### ④取締役会特性の影響

はじめに取締役の人数と執行役員制導入の関係について検討する。モデル1(10%水準)とモデル3(1%水準)では、有意な正の相関が確認できるものの、モデル5・6では有意性を失っている。つまり、取締役人数の増加が執行役員制の導入を促進するという関係が一応は確認でき、「取締役会の形骸化」の一因が肥大化にあることが示唆されるものの、改革圧力を高める直接的な原因ではないという可能性も高い。したがって、仮説4が支持されるかどうかは更なる検討を要する<sup>42)</sup>。

むしろ注目されるのは常務会の規模が執行役員制の導入に与える影響である。モデル2・4が示すように、常務会の規模は執行役員制の導入に対して5%水準で有意な正の相関を持っている。この推計結果を素直に読めば、常務会が肥大化しているほど執行役員制の導入確率が高まることになる。ただし、常務会の規模が執行役員制の導入と正の相関を持つという計測結果は、常務以上の人数が多いために規模を縮小しようとして執行役員制を導入したというよりはむしろ、常務会が企業の意思決定機関としてすでに十分に機能していたことに原因を求めるほうが妥当である。執行役員制導入後の取締役に期待される意思決定の役割を、制度導入前の常務会が果たしていたことで、「意思決定と執行の分離」が行ないやすかったという可能性である。つまり、戦略的意思決定を担当する常務会(制度導入後の取締役)と、主に業務執行を担当する取締役(制度導入後の執行役員)という役割の分化が明確になっていたため、制度導入によって両機能を分離することへの抵抗が少なかったと考えることができる<sup>43)</sup>。カンパニーのプレジデントが部分最適を担当し、取締役が全体最適を担

当するソニーのように、役割の分化に対するコンセンサスが社内で形成されているような状況では、執行役員制の導入に対する抵抗も相対的に少なかったことと判断できる。

#### ⑤投資の影響

仮説 5 では投資と執行役員制導入の関係を考慮し、資金需要が豊富であり、投資水準が高い企業ほど、投資家に対するシグナルとして執行役員制を導入すると想定した。しかし、モデル 1 から 5 が示すように、投資比率は係数こそ期待通り正であるが、統計的に有意な結果は得られなかった<sup>44</sup>。

#### ⑥多角化の影響

最後に、企業の多角化と執行役員制導入の関係を考察する。エントロピー指数は、モデル 1 と 2 および 5 と 6 で 1% 水準、モデル 3 と 4 では 5% 水準で有意な正の相関を示しており、多角化が進行している企業ほど執行役員制を導入している傾向が確認された<sup>45</sup>。したがって、多角化が執行役員制の導入と正の相関を持つという仮説 7 は支持された。多角化の度合いが大きくなるにつれて、グループあるいは全社としての組織が複雑化するため、部門間の調整コストは当然大きくなる。そこで、効率性向上のために戦略的意思決定・監督機能と業務執行機能を分離・強化する執行役員制導入の要請が強くなると考えられる。多角化は、エントロピー指数が 2 標準偏差 (0.38) 上昇した場合、執行役員制の導入確率を約 10% 上昇させる。

### V-3：低パフォーマンスと高パフォーマンス・推計結果

上記の計測は、執行役員制の導入に対する各説明変数の独立の影響を推計しているものである。したがって本稿の次の関心は、パフォーマンスが低下した場合に、所有構造や取締役会の構造などが執行役員制の導入にどのような影響

を与えるかを検討することである。そこで、サンプル企業をパフォーマンス（*OPR*）が同一産業の平均（= 0）よりも高いグループ（*H-Group*）と低いグループ（*L-Group*）に二分し、それぞれのサブサンプルに関してロジット方程式を推計した<sup>49</sup>。計測の結果は表7に要約されている。

*H-Group* では、いずれのモデルでも多角化指数のみ10%水準で有意な正の相関を示しているが、両グループの推計式に対する  $\chi^2$  統計量から判断して *H-Group* ではモデルの妥当性に問題が残るため、ここでは *L-Group* の推計結果を中心に報告する。

*L-Group* では *FORE* と *PI* が1%水準で有意な正の相関を示しており、外国株主やポートフォリオ・インベスターの持株比率が増加すれば執行役員制の導入確率が上昇する関係が明確であるが、*H-Group* では両変数ともに説明力を失っている。取締役会の特性に関しても、*L-Group* では *NOD* と *JMK* が有意な正の相関を示すが、*H-Group* では説明力を失っている。パフォーマンスが高い場合（本稿の計測では同業他社と比較して、パフォーマンスが産業平均以上である場合）には、「モノ言う」株主の持ち株比率が高くとも、あるいは取締役の人数が過剰であっても改革の圧力はそれほど強くはない。しかしパフォーマンスが低い場合には、外国株主やポートフォリオ・インベスターの規律づけが効いてくるのである。

負債比率に関しては、すべての計測式で統計的に有意な結果は得られていない。つまり、パフォーマンスの高低にかかわらず、負債比率は執行役員制の導入に対して無相関であることが示された。サンプルを分割しない場合の計測では、負債比率は執行役員制の導入と正の相関を持つが、有意水準も5%であったことと合わせて考えると、負債比率の影響はそれほどロバストなものではないと判断できよう。また投資に関しても、両方のグループともに有意な結果は得られていない。

最後に、多角化に関してみれば、*L-Group* の企業群のほうがやや有意水準が

表 7 執行役員制の導入要因：パフォーマンス別

独立変数	L-Group			H-Group			
	従属変数	頻度	比率	従属変数	頻度	比率	
		0	151	0.791	0	152	0.916
		1	40	0.209	1	14	0.084
	Model 1			Model 2			
	L-Group	H-Group		L-Group	H-Group		
FORE	0.045[.002]***	-0.014[.727]		0.048[.001]***	-0.011[.778]		
PI							
DA	0.770[.498]	0.971[.615]		0.673[.555]	1.013[.605]		
NOD	0.052[.057]*	0.024[.540]					
JMK				0.090[.042]**	0.028[.696]		
INVEST	1.265[.214]	1.560[.730]		1.376[.173]	1.458[.747]		
ENTRO	2.154[.038]**	2.818[.087]*		2.234[.031]**	2.880[.083]*		
dP/dFORE	0.007	-0.001		0.007	-0.001		
dP/dPI							
dP/dDA	0.111	0.072		0.097	0.076		
dP/dNOD	0.008	0.002					
dP/dJMK				0.013	0.002		
dP/dINVEST	0.183	0.116		0.198	0.109		
dP/dENTRO	0.311	0.210		0.321	0.215		
$\chi^2$ 統計量	23.342[.000]***	5.421[.367]		24.204[.000]***	5.236[.388]		
Fraction of Correct Predictions	0.806	0.916		0.822	0.916		
	Model 3			Model 4			
	L-Group	H-Group		L-Group	H-Group		
FORE							
PI	0.044[.006]***	0.022[.405]		0.042[.008]***	0.022[.396]		
DA	-0.078[.943]	1.475[.394]		-0.207[.850]	1.461[.405]		
NOD	0.080[.004]***	0.020[.608]					
JMK				0.119[.008]***	0.025[.727]		
INVEST	1.131[.271]	2.513[.580]		1.308[.199]	2.448[.590]		
ENTRO	1.788[.082]*	2.789[.096]*		1.931[.059]*	2.840[.092]*		
dP/dFORE							
dP/dPI	0.006	0.002		0.006	0.002		
dP/dDA	-0.011	0.109		-0.030	0.108		
dP/dNOD	0.012	0.001					
dP/dJMK				0.017	0.002		
dP/dINVEST	0.165	0.186		0.192	0.181		
dP/dENTRO	0.261	0.206		0.284	0.210		
$\chi^2$ 統計量	21.314[.001]***	6.177[.289]		20.372[.001]***	6.029[.303]		
Fraction of Correct Predictions	0.806	0.916		0.817	0.916		

- 注) 1. 独立変数はいずれも t-1 期のものである。  
 2. [ ] 内は p 値。  
 3. \*\*\*:  $p < 0.01$ , \*\*:  $p < 0.05$ , \*:  $p < 0.1$ .

高いものの、両グループともに執行役員制の導入に対して有意な正の相関を示した。したがって、多角化の進展は調整コストを高めるため、パフォーマンスの高低にかかわらず執行役員制の導入確率を上昇させると判断できる。ただし、その際の改革圧力は、有意水準の若干の差が示すようにパフォーマンスが低い場合のほうが相対的に強いと思われる。

## VI. まとめ —— 残された課題と今後の展望 ——

これまでの執行役員制に関する研究では、制度導入の背後にある経済的な要因が看過されており、本稿の意義はまさにその点を解明することにあった。本稿の計測結果からは、低い企業のパフォーマンス、特に企業の全般的効率性の低さが、執行役員制の導入に直接的な強い影響を与えていることが実証された。そして、パフォーマンスが低水準である場合に、外国株主やポートフォリオ・インベスターが規律づけの役割を果たし、改革の圧力を増加させていることも示された。また取締役会の肥大化も、パフォーマンスが低い場合にのみ問題が深刻化する可能性のあることも示された。さらに、多角化が進行し部門間の調整コストが高まった場合に、経営と執行を分離・強化するという執行役員制のメリットが強く意識され、導入が促進されることも明らかにされた。

ただし、執行役員制の導入を、外部投資家との情報の非対称性を緩和する目的とした経営者からのシグナル、つまり自社がトップ・マネジメントの構造を改革できる能力を持っているというシグナルとして捉えた場合に、投資水準が高い企業で導入が進んでいるという仮説は統計的に支持されなかった。また、総資本営業利益率、総資本経常利益率、ROAなどの効率性指標が執行役員制の導入に対して有意な負の相関を持つのに対して、ROEは有意な結果を示さなかった。近年、「株主重視経営」が叫ばれてはいるが、経営に対する規律という観点からすると、株主への配慮は数値には反映されていない。この結果は、改革圧力がROEに感応して高まるという意味での「株主重視経営」には

まだ到達していないことを示唆している。

本稿の残された主な問題点・課題としては、以下の点を挙げる事ができる。第一に、執行役員制導入後の企業パフォーマンスの改善問題である。執行役員制の導入は近年のイベントであるため、その後のパフォーマンスが改善されたかどうかを現時点では判断できない。第二に、先行研究等で必ず指摘されている点であるが、執行役員と取締役の兼任問題である。本稿の計測では、純粹な執行役員と取締役を兼務している執行役員を区別しておらず、単純に制度を導入したかどうかを考察しているに過ぎない。したがって、意思決定・監督機能と業務執行機能の分離問題を考慮する場合には注意が必要である。第三に、多角化の分類上の問題点である。各企業とも単独決算のデータを使用しているため、グループとしての多角化、子会社・関連会社等を通しての多角化を捉えきれていない。また、執行役員制導入の背後には、パフォーマンスの低下や外国株主の圧力という要因が存在することが明らかにされたが、パフォーマンスが低下した場合に、何らかの改革が可能な企業とそれができない企業が存在する。特に取締役会そのものを改革することは、自分たちの利害が直接反映されるだけに、「他社が導入したから」という横並び意識だけで簡単に実行できるものではない<sup>(47)</sup>。この点で、導入に踏み切れた企業の意思決定は大いに評価されるべきである。したがって、執行役員制の導入という可視的な事実の背後にある、自律的な組織能力や革新的な組織文化などといった潜在変数 (latent variable) の可能性を検討し、自律的ガバナンス・メカニズムを持つ企業と持たない企業の違いを解明することも今後に残された大きな課題である。

注(1) コーポレート・ガバナンスの定義はその捉え方によって様々である。経済企画庁経済研究所 [1998] が先行研究における定義をレビューしている。

(2) 例えば井形 [1999] は、「経営」と「執行」の未分離は、意思決定が効率的・迅速に行われるという長所を指摘しつつも、取締役会組織が活性化せず、自らをチェックする機能が弱いという短所を指摘している。ここで、「経営と執行の分離」や「意思決定と執行の分離」などの表現を使用する場合には注意が必要である。本稿では、「執行」の場合、「日常業務における意思決定」や

- 「担当部署の経営」を念頭に置き、全社的な視点に基づく「経営」および「戦略的意思決定」とは区別して考えている。
- (3) ただし、日本企業における執行役員制度の導入は、ソニーによる導入の後は、不良債権問題に苦しむ金融機関を中心に導入が進んだ。その先例となったのが長銀である。この背景には、公的資金を導入して金融機関の不良債権の償却を援助するという政策批判の高まりに対して、金融機関側が、経営のリストラ策の一環として役員の人数を少なくすることを志向したという事実も否定できない。詳しくは箭内 [1999] 参照。
  - (4) Kaplan [1992] は、日本企業でテイクオーバーや合併が少ないことから (80—89年, 119社中3社)、日本において market for corporate control が不活発であることを指摘している。
  - (5) この点に関して奥野 [1993] は、相互補完性という観点から、株式持ち合いや内部取締役だけで構成される取締役会という仕組みが、日本型労使慣行の安定性を強める役割を果たしていることを指摘している。
  - (6) 例えば、青木 [1995]、青木・ヒュー＝パトリック [1996]、奥野 [1993] など参照。また銀行の役員派遣が経営の効率性改善に与える効果に関して Kaplan and Minton [1994] や Morek and Nakamura [1999] などで概ね積極的に評価されている。
  - (7) 「大企業の経営者」という地位に満足を感じる経営者が、企業規模拡大のために最適水準以上の投資を行ったり、オフィスを必要以上に豪華にしたりすれば、プリンシパルである株主の利害を損ねることになる。
  - (8) 田中 [1999] 参照。
  - (9) 近藤他 [1999b] は、取締役と監査役の役割を比較し、監査役の客観性・独立性を評価する一方で、取締役が現実的には社長・会長を頂点とするピラミッド型の上下関係の中に組み込まれている点から、取締役の監督機能の限界を指摘している。他に丹羽 [1998] でも、取締役間のヒエラルキーが経営監視機能の低下を招く点が指摘されている。
  - (10) 渡邊 [1999] は、社外取締役の増加傾向を評価しつつも、既存の取締役会のあり方の見直しを説き、チェック機能の充実という観点から米国のように取締役とオフィサーを分離したほうが望ましいと指摘している。ただし改革の方法論としては、伊藤 [1999] などのように機関投資家・社外取締役といった外部主導型に対して否定的な見方も多い。
  - (11) 牧野 [2000] では、アメリカ企業の典型的なボードの構成は、社外取締役9名に対して社内取締役2名となっている。また深尾・森田 [1997] では、米国企業の取締役の主な役割は経営の監督であり、ほとんどが社外取締役であることを指摘している。
  - (12) アンケート結果の詳細は商事法務研究会 [1999]、結果の解説は澤口 [1999] を参照のこと。
  - (13) 染宮 [1998] によると、98年のアメリカの大企業30社 (ダウ平均30社構成銘柄) のボード平均人数は13.5人である。これは日本の常務会とほぼ同じ規模である。意思決定の側面に限定されるが、日本企業の常務会が実質的にアメリカのボードと同様の役割を果たしていると考えられる点でこの事実は興味深い。ただし島田 [1998] などのように、取締役と執行役員を兼任するケースが目立つことから、意思決定・監督と執行機能の分離が徹底されていないことを日本型執行役員制の問題点として指摘する研究も多い。
  - (14) 田中 [1999]、藤田・菅野 [1999] など参照。また寺山・降旗 [1998] は、現場主導の意思決定を取り戻そうとするソニーの取締役改革を「純日本型ミドル活用システム」と呼び注目している。
  - (15) 近藤他 [1999a] は、執行役員制は実務の中から生まれたものであり、これに対する現行商法上の制度がないことを指摘している。
  - (16) 参考までに、執行役員制やガバナンス改革に関する先行研究で指摘されている論点としては、社外取締役制度、ストック・オプション制度、指名・報酬委員会などの取締役会内各種委員会の

- 設置問題、監査役会の強化問題、法令遵守の問題、取締役会の規模・開催頻度・所要時間の問題、執行役員と取締役の兼任問題、報酬体系の整備問題、商法上の身分の定義問題、株主代表訴訟の対象問題、将来の経営者育成問題などが挙げられている。石田 [1999]、海賀 [1999]、経済同友会 [1996]、澤口 [2000]、塩田 [1999]、下村 [1998]、矢内 [2000] など参照。
- 17) ソニーにおける執行役員制の導入背景としては、澤口 [1998]、石田 [1999]、丹羽 [1998] などでも「取締役会の効率化と経営と執行の分離」が指摘されている。また立石 [1998] でも、「ボード（役員会）」と「オペレーション（業務の遂行）」を明確に区分することで、指揮命令系統および経営の責任体制をよりはっきりさせる狙いがあったことが指摘されている。
- 18) ソニーにおける一連の組織改革は、田中 [2000] が詳しい。
- 19) 田中 [2000] は、広報資料「経営機構の革新について」(94.1.21)に基づき、カンパニー制の導入目的として以下の5点を挙げている。①中核ビジネスの一層の強化と新規事業の育成、②市場対応型組織を導入し、製販一体となってマーケットの要請に対応、③事業責任の明確化と権限の委譲により、外部変化に迅速に対応できる組織の構築、④階層の少ないシンプルな組織、⑤企業家精神の高揚を図り、21世紀に向けたマネジメントを育成。なお、権限委譲の点からは、各カンパニーのプレジデントには設備投資1案件につき10億円までの決裁権限が与えられていた。
- 20) その後97年4月には、マーケティング・販売体制の強化を目的としてソニーマーケティングが新設された。
- 21) 実際の導入にあたっては、取締役から執行役員に就任することが「降格」と思われてしまうことが問題として認識されていたが、その対応策として大賀会長（当時）が当事者の家族に対して、待遇が変わらない旨を説明した手紙を送ったことなどが立石 [1998] や朝日新聞 (1998.7.18) に記されている。
- 22) 詳しくは朝日新聞 (1997.6.13)、立石 [1998]、田中 [2000] 参照。
- 23) 好川 [1998] は、ソニーの外国人持株比率が高い理由として、①優れた企業業績、②海外証券取引所への上場、③積極的な情報公開、④ソニー・ブランドの知名度、を挙げている。
- 24) ここでの「強制された交代」とは具体的には、退任する社長が会長に就任しなかったケースのことである。日本の大企業の場合、退任した社長は会長に就任するのが一般的な慣行となっているため、このような交代にこそ規律メカニズムが最も反映されるというのが基本的なアイデアである。
- 25) オープンな取締役会の構造に関して澤口 [1998] は、執行役員制度導入後の取締役と執行役員の関係が、アメリカにおけるディレクター（取締役）とオフィサー（役員／執行役員）の関係に類似していることを指摘している。この点は、外国人投資家にとっては、日本企業のトップ・マネジメント構造が理解しやすいというメリットであると考えられる。さらに、良い取締役会は優れた企業業績の前提であるため、米国では取締役会（ボード）の良否が投資対象の尺度になることが若杉 [1998] で指摘されている。他に矢内 [1999] では、取締役会の構成を、企業の株主に対するアカウントビリティとして海外の機関投資家が評価することが示されている。
- 26) 近年の株式市場の構造変化に関しては川北 [1995] を参照のこと。
- 27) この議論では、企業の資金調達パターンが経営者の投資インセンティブを変化させ、結果として企業価値に影響を与えることが前提となっている (Jensen and Meckling [1976])。株式による調達の場合、収益の一部が外部株主に帰属するために経営者の努力水準が低くなる (effort aversion の問題) 可能性があることや、負債による調達の場合、有限責任制のもと創業経営者がハイリスクな投資を選択する (asset substitution の問題) 可能性があるなど、資金調達パターンが経営者の投資インセンティブに影響を与える。解説は広田・池尾 [1996] 参照。
- 28) 負債の持つもう一つの役割として、Jensen [1986] の提示したフリー・キャッシュ・フローの削減機能も挙げられる。これは負債の増加が、経営者が自由にできる資金（フリー・キャ



- シュ・フロー)を削減することで、経営者のモラル・ハザードを抑制するというアイデアである。
- (29) ただし、企業の技術的非効率性に与える役員数増加の影響は、通信用・家庭用電気機器産業でのみ統計的に有意なことに注意する必要がある。
- (30) 古川他 [1999] 参照。
- (31) 大楠・川北 [1998] は、経営の革新を怠れば、株式市場をはじめすべての金融市場から見放され、資金調達が困難になる危険性を指摘している。
- (32) グローバル化に関しては、海外売上比率(海外売上高/売上高)を変数として採用することを検討したが、欠損値のためサンプル数が36減少してしまう。またグローバル化は外国株主の特株比率でも考察可能なことから、この変数は実際の計測式には含めていない。
- (33) Jones and Hill [1988] 参照。
- (34) 渡邊 [1999] 参照。
- (35) 今井・小宮 [1989] など参照。
- (36) Hoskisson et al. [1993], Jacquemin and Berry [1979] などがアントロピー指数の有効性を検証している。また多角化の尺度としては他に、Rumelt [1974] で用いられている「戦略タイプ」(定性的尺度)やハーフィンダル指数をもとに吉原他 [1981] が開発したDI (Diversification Index) などがある。
- (37) 多角化に関する分類上の問題点として、主に以下の2点を挙げることができる。
- 一つは、産業間のバイアスの問題である。多角化の分類は『日本標準産業分類』の3桁分類に従ったが、業種により指数のバイアスも大きいと思われる。例えば自動車産業では、自動車と自動車部品が同一の産業コード(311)に分類されるが、電気機器産業の場合、テレビ(304)とビデオ(306)は分類コードが異なる。つまり多角化の度合いは、その企業が属する産業によって異なる影響を受けるのである。したがって本稿では、次善の策として、年度ごとに各産業のアントロピー指数の平均値を求め、各企業のアントロピー指数との差分をとることによってデータを標準化し、これを計測に用いている。つまり、同業他社と比較した場合の相対的な多角化の程度を検討している。標準化されたアントロピー指数を用いたもう一つの理由は、分類が困難な事業分野(製品)がある場合、産業ごとに分類の基準が異なる可能性である。例えば、鉄鋼では高炉(261)か電気炉(262)かによって分類が異なるが、「鋼材」や「建材」としか表記されていない場合、これらに対して同一産業(鉄鋼業)内の企業では全て同じコードを割り当てている。また、『日本標準産業分類』(平成5年10月改訂)には「コンピュータ」という分類コードが存在しないが、この場合にも「コンピュータ」に関してはすべて同一のコードを割り当てている。このような判断は産業ごとに異なるため、標準化された指数を採用した。なお、不明な個所(製品)がある場合には、可能な限り企業のホームページから製品の内容を補足して分類を行なっている。例えば、化学産業企業では「化成品」という分類項目が多く見られるが、具体的な製品の種類や原材料の種類によって分類は異なってしまう。そこで、ホームページから製品の内容を可能な限り特定し分類を行った。3桁コードが不明な場合に、2桁コードで代用する手段もあるが、細かい情報を公開している企業のほうがより多角化してしまうため、具体的な製品の内容を把握する方法を優先した。
- もう一つきわめて本質的な問題として、企業の事業部門のスピニング・オフが考慮されていない点を指摘できよう。例えば、グループ事業の多角化が執行役員制の導入要因として挙げられていたソニーの場合、グループ内にソニー・ミュージック・エンタテイメント、ソニー・コンピュータ・エンタテイメント、ソニー生命など多くの事業分野を抱えている。しかし分類の過程では、本社のみを独立決算の資料を用いているので、電機機器以外にはそれほど多角化が進んでいない企業と判断されてしまう可能性が残ってしまう。今後は連結ベースでの情報開示が義務づけられ

- るため、グループとしての多角化戦略という視点からこの問題点の改善が期待されるが、現時点では資料の制約上、問題の意味は大きいと言わざるを得ない。
- (38) 商事法務研究会 [2000] 参照。
- (39) 執行役員制の導入によるトップ・マネジメント構造の変化に関しては、延岡・田中 [2000] を参照のこと。
- (40) 計測結果を報告してはいるが、総資本営業利益率、ROA、純利益伸び率をパフォーマンスの指標として計測した場合でも、統計的に有意な負の相関が確認されている。
- (41) 負債比率 (DA) は総資本経常利益率 (OPR) との相関が高い (-0.52) ため、モデル1から4の計測式からは DA を除いている。
- (42) 本稿では取締役会の構造に関するその他の変数として、1991年から1996年までの取締役会の構造変化を考慮した変数も計測した。具体的には、2時点間での役員数の差やランク数の差などを変数に加えている。基本的なアイデアは、91年比べて96年に取締役会構造のスリム化・リストラが進行している企業で、つまりリストラの努力が大きい企業で執行役員制の導入確率が高まるかどうかを考察しようとする試みである。しかし統計的に有意な結果は得られていないため、ここでは報告していない。
- (43) 常務会での議案の非成案化率が19%と高いことを示している経済同友会 [1996] の調査結果と、常務会では日常的案件が少ないことを示した商事法務研究会のアンケート結果に基づき、常務会では戦略的な意思決定に関して活発な議論が行なわれていることを田中 [1999] が示唆している。なお商事法務研究会のアンケート調査の説明は橋本 [1994] を参照。
- (44) 本稿では投資比率のほかにもトービンの  $q$  [(株式時価総額+負債)/総資本] の効果も推計した。投資理論としてのトービンの  $q$  は、企業の総価値  $V$  (株式時価総額と金融負債純額の合計) に対する実物資本の再設置費用  $K$  の相対的な関係を重視する。 $V$  が  $K$  を上回る程度が大きい場合、相対的に低い費用で実物資本を設置し、設置費用を上回る価値を株式市場で実現できるため、投資が促進される。詳しくは堀内 [1990] 第7章を参照。したがって  $q$  の値が大きいほど、成長機会が豊富であり、資金需要が大きいと判断できるため、投資家に対するシグナルの重要性が増加し執行役員制が導入されると期待される。しかし、投資比率と同様に統計的に有意な結果が得られなかったため、ここでは報告していない。
- (45) 本稿ではハーフィング指数を用いた計測も行っており、エントロピー指数と同様に有意な結果が得られている。
- (46) ただし、パフォーマンス (OPR) でサンプルを二分しているため、パフォーマンス指標は推計式に含めていない。
- (47) 高橋 [1995] は、聖域として手をつけられることのない本社組織や取締役会もリストラの対象となり始めたものの、実状として取締役会のスリム化は困難を極めることが容易に想像できると指摘している。

#### 参考文献

- 青木昌彦 [1995], 『経済システムの進化と多元性——比較制度分析序説——』, 東洋経済新報社。
- 青木昌彦・ヒュー=パトリック編 [1996], 『日本のメインバンク・システム』, 東洋経済新報社。
- 『朝日新聞』, [1997], 「ビジネスの現場から⑧: 米流経営に日本色残しソニー役員会「実験」, 6月13日12面。
- 『朝日新聞』, [1998], 「編集長インタビュー: ソニー執行役員上席常務・森本昌義さん」, 7月18日夕刊7面。
- 井形浩治 [1999], 「コーポレート・ガバナンスと取締役会組織の改革」, 村上亨・水谷内徹也・瀬谷

- ゆり子・鈴木基史・井形浩治著、『コーポレート・ガバナンスの多角的研究』, 同文館。
- 石田哲哉 [1999], 「カンパニー制・執行役員急増の落とし穴」, 『週刊ダイヤモンド』, 5月22日号。
- 伊藤彰一 [1999], 「取締役を減らすだけの執行役員制度は意味がない」, 『エコノミスト』, 7月13日号。
- 今井賢一・小宮隆太郎, [1989], 「日本企業の特徴」, 今井賢一・小宮隆太郎編, 『日本の企業』, 東京大学出版会。
- 大楠泰治・川北英隆 [1998], 「日本型コーポレート・ガバナンス構造の崩壊」, 『ダイヤモンド・ハーバード・ビジネス』, 4-5月号, pp. 46-53。
- 奥野(藤原)正寛 [1993], 「現代日本の経済システム: その構造と変革の可能性」, 岡崎哲二・奥野正寛編, 『現代日本経済システムの源流』, 日本経済新聞社。
- 海賀秀久 [1999], 「日本企業が目指すべき取締役会の方向性」, ウイリアム・マーサー社著, 『取締役イノベーション』, 東洋経済新報社。
- 川北英隆 [1995], 『日本型株式市場の構造変化——金融システムの再編成とガバナンス——』, 東洋経済新報社。
- 経済企画庁経済研究所 [1998], 『日本のコーポレート・ガバナンス——構造分析の視点から——』。
- 経済同友会 [1996], 『第12回 企業白書 日本企業の経営——コーポレート・ガバナンスの観点を踏まえた取締役会と監査役会のあり方——』。
- 近藤光男・牛丸與志夫・田村詩子・川口恭弘・黒沼悦郎・行澤一人 [1999 a], 「執行役員制度に関する法的検討〔上〕」, 『商事法務』, No. 1542。
- 近藤光男・牛丸與志夫・田村詩子・川口恭弘・黒沼悦郎・行澤一人 [1999 b], 「執行役員制度に関する法的検討〔下〕」, 『商事法務』, No. 1543。
- 澤口実 [1998], 「執行役員制度導入上の問題点」, 『商事法務』, No. 1494。
- 澤口実 [1999], 「執行役員制度に関するアンケート結果の概要——商事法務研究会が実施した実態調査結果の分析——」, 『商事法務』, No.1526。
- 澤口実 [2000], 「取締役会の規模・開催頻度・所要時間」, 『商事法務』, No. 1570。
- 塩田宏之 [1999], 「執行役員制に3つのハードル」, 『Nikkei Business』, 9月13日号。
- 下村昌作 [1998], 「コーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査結果の概要」, 『商事法務』, No. 1511。
- 商事法務研究会 [1999], 「執行役員制度に関するアンケート集計結果〔集計対象会社=63社〕」, 『資料版/商事法務』, No. 182。
- 商事法務研究会 [2000], 「執行役員制度導入状況と営業報告書・各種議案における対応事例分析——平成11年度12月31日現在の実態——」, 『資料版/商事法務』, No. 192。
- 総務庁 [1993], 『日本標準産業分類』(平成5年10月改訂)。
- 染宮秀樹 [1998], 「米国コーポレート・ガバナンスの展開——株主と経営者の攻防——」, 『財界観測』, 7月号, pp. 126-167。
- 高橋宏幸 [1995], 「トップ・マネジメントの構造」, 高橋俊夫編, 『コーポレート・ガバナンス——日本とドイツの企業システム——』, 中央経済社。
- 立石泰則 [1998], 『ソニーの「出井」革命 リ・ジェネレーションへの挑戦』, 講談社。
- 田中一弘 [1999], 「日本企業のトップ・マネジメントと意思決定——企業統治の観点から——」, 『国民経済雑誌』, 第181巻第2号, pp. 91-103。
- 田中隆雄 [2000], 「企業価値経営の戦略と組織——ソニーにおけるカンパニー制・執行役員制と業績管理——」, 『研究年報 経済学』(東北大学), Vol. 62, No. 1, pp. 1-28。
- 寺山正一・降旗淳平 [1998], 「ビジネス・リポート」, 『日経ビジネス』, 7月20日号。
- 中山徳良 [1999], 「日本企業の生産性と役員数」, 『日本経済研究』, No. 38, pp. 48-61。

- 丹羽繁夫 [1998], 「コーポレート・ガバナンス論と執行役員の位置づけ」, 『商事法務』, No. 1512.
- 延岡健太郎・田中一弘 [2000], 「トップ・マネジメントの戦略的意思決定プロセスに関する調査」, 通商産業省・通商産業研究所編, 『平成11年度 日本企業研究プロジェクト 個別調査研究報告書—企業組織の効率化・新たな企業システムへの変革可能性について—』, pp. 67-90.
- 橋本孝一 [1994], 「常務会の構成と運営状況——主要企業の実態調査を踏まえて——」, 『取締役の法務』, 11月号.
- 橋本綱夫 [1997], 「グループ経営のためのソニーの機構改革——真のグローバル企業を目指した取締役会の改革及び執行役員制の導入——」, 『取締役の法務』, 9月号.
- 畠田公明 [1998], 「執行役員の法的地位と責任」, 『商事法務』, No. 1505.
- 広田真一・池尾和人 [1996], 「企業金融と経営の効率性」, 伊藤秀史編, 『日本の企業システム』, 東京大学出版会.
- 深尾光洋・森田泰子 [1997], 『企業ガバナンス構造の国際比較』, 日本経済新聞社.
- 藤田宏之・菅野宏哉 [1999], 「取締役会は変わったか——つまずく執行役員制, 改革は第2段階へ——」, 『Nikkei Business』, 2月8日号.
- 古川浩一・峰谷豊彦・中里宗敬・今井潤一 [1999], 『基礎からのコーポレート・ファイナンス』, 中央経済社.
- 堀内昭義 [1990], 『金融論』, 東京大学出版会.
- 牧野勝都 [2000], 「米国企業における取締役会をめぐる諸問題」, 菊池敏夫・平田光弘編, 『企業統治の国際比較』, 文眞堂.
- 宮島美昭 [1998], 「戦後日本企業における状態依存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——」, 『経済研究』, 第49巻, 第2号. pp. 97-112.
- 箭内昇 [1999], 「執行役員——取締役のリストラか, 経営改革の旗手か?——」, 光文社.
- 矢内裕幸 [1999], 「海外の機関投資家は何を評価しているか」, 『週刊ダイヤモンド』, 5月22日号.
- 矢内裕幸 [2000], 「取締役削減の方便ではダメ 執行役員制活用五つの施策」, 『週刊ダイヤモンド』, 9月9日号.
- 好川透 [1998], 『コーポレート・ガバナンスとIR活動——日本大企業の実証的研究——』, 白桃書房.
- 吉原英樹・佐久間昭光・伊丹敬之・加護野忠男 [1981], 「日本企業の多角化戦略」, 日本経済新聞社.
- 若杉敬明 [1998], 「米国企業のガバナンスとマネジメント——経営者支配の終焉と株主支配の復権——」, 『取締役の法務』, 4月号.
- 渡邊恒 [1999], 「インベスター・リレーションズとコーポレート・ガバナンス [上]」, 『商事法務』, No. 1518.
- Aghion, P. and P. Bolton [1992], "An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting", *Review of Economic Studies*, 59, pp. 473-494.
- Denis, D. J., D. K. Denis and A. Sarin [1997], "Ownership Structure and Top Executive Turnover", *Journal of Financial Economics*, 45, pp. 193-221.
- Hoskisson, R. E., M. A. Hitt, R. A. Johnson and D. D. Moesel [1993], "Construct Validity of an Objective (Entropy) Categorical Measure of Diversification Strategy", *Strategic Management Journal*, 14, pp. 215-235.
- Jacquemin, A. P. and C. H. Berry [1979], "Entropy Measure of Diversification and Corporate Growth", *The Journal of Industrial Economics*, 27 (4), pp. 359-369.
- Jensen, M. C. [1986], "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 76, pp. 323-329.
- Jensen, M. C. and W. Meckling [1976], "Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and

- Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Jones, G. R. and C. W. L. Hill [1988], "Transaction Cost Analysis of Strategy-Structure Choice", *Strategic Management Journal*, 9, pp. 159-172.
- Kang, J. and A. Shivdasani [1995], "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan", *Journal of Financial Economics*, 38, pp. 29-58.
- Kaplan, S. N. [1992], "Internal Corporate Governance in Japan and the U. S.: Differences in Activity and Horizons", mimeo.
- Kaplan, S. N. and B. A. Minton [1994], "Appointments of Outsiders to Japanese Boards : Determinants and Implications for Managers", *Journal of Financial Economics*, No. 36, pp. 225-258.
- Morck, R. and M. Nakamura [1999], "Banks and Corporate Control in Japan", *The Journal of Finance*, Vol 54, No. 1, pp. 319-339.
- Rumelt, R. P. [1974], *Strategy, Structure and Economic Performance*, Harvard University Press. (鳥羽欽一郎・山田正喜子・川辺信雄・熊沢孝訳, 『多角化戦略と経済成果』, 東洋経済新報社, 1977.)

## Appendix 執行役員制度導入企業一覧

企業名	導入年度	産業名
昭和産業	99	食料品
サッポロビール	99	食料品
日清食品	98	食料品
帝人	99	繊維品
王子製紙	99	紙・パルプ
三菱化学	99	化学工業
石原産業	99	化学工業
大同ほくさん	99	化学工業
大日精化工業	99	化学工業
協和醱酵工業	99	化学工業
ダイセル化学工業	99	化学工業
大日本製薬	99	医薬品
吉富製薬	99	医薬品
中外製薬	98	医薬品
大正製薬	99	医薬品
日本板硝子	99	窯業・土石製品
ニチアス	99	窯業・土石製品
住友金属工業	99	鉄鋼
神戸製鋼所	99	鉄鋼
古河機械金属	99	非鉄金属
三協アルミニウム工業	99	金属製品
小松製作所	99	一般機械
住友重機械工業	99	一般機械
タダノ	99	一般機械
日本精工	99	一般機械
キッツ	99	一般機械
東芝テック	99	一般機械
カシオ計算機	99	一般機械
日本エヌ・シー・アール	99	一般機械
大日本スクリーン製造	99	一般機械
日立製作所	99	電気機械器具
東芝	98	電気機械器具
富士電機	99	電気機械器具
オムロン	99	電気機械器具
ソニー	97	電気機械器具
アイワ	98	電気機械器具
三洋電機	99	電気機械器具
横河電機	99	電気機械器具
サンデン	99	輸送用機械器具
日立造船	99	輸送用機械器具
日産自動車	99	輸送用機械器具
日野自動車工業	99	輸送用機械器具
日産アイゼル工業	98	輸送用機械器具
富士重工業	99	輸送用機械器具
テルモ	99	精密機械器具
高津製作所	98	精密機械器具
昭和シェル石油	99	石油精製
東燃	99	石油精製
興亜石油	99	石油精製
東洋ゴム工業	99	ゴム製品
アキレス	99	その他製造業
セガ・エンタープライゼス	99	その他製造業
バンダイ	99	その他製造業
コクヨ	99	その他製造業

【資料】 東洋経済新報社「役員四季報」