

経営戦略とコーポレート・ガバナンス

—事業ポートフォリオの再編と事業ガバナンスの分析—

青木英孝

目次

序章 巨大化した日本企業とガバナンス構造の変容	5
1. はじめに—研究の背景と問題意識—	5
2. 分析の枠組みとリサーチ・クエスチョン	12
3. データ	14

第一部 事実の様式化

第1章 日本企業の戦略と組織

—事業ポートフォリオ構造の複雑化とグループ組織の巨大化—	18
1. はじめに	18
2. 伝統的な日本企業の事業構造と組織構造	20
3. 事業ポートフォリオ構造の複雑化	22
4. グループ化の進展とグループ組織の巨大化	39
5. 組織構造の変化	44
6. まとめ	47

第二部 事業ポートフォリオの再編とコーポレート・ガバナンス

第2章 経営戦略の変更とコーポレート・ガバナンス

—多角化戦略からのアプローチ—	49
1. はじめに	49
2. 経営戦略変更の意義—なぜ戦略変更を問題とするか—	50
3. 分析の枠組み	52

4. 戦略変更の決定要因.....	65
5. 低パフォーマンス時の経営戦略の見直し.....	74
6. まとめ.....	93

第3章 新規事業への進出と既存事業からの撤退とコーポレート・ガバナ

ンス.....	97
---------	----

1. はじめに.....	97
2. 先行研究と本研究の特徴.....	98
3. 進出と撤退の定義と時系列推移.....	99
4. 進出と撤退の決定要因—パフォーマンス要因の分析—.....	102
5. 進出と撤退の決定要因—ガバナンス要因の分析—.....	109
6. 低パフォーマンス時の進出と撤退.....	118
7. まとめ.....	132

第三部 事業ガバナンスの強化とコーポレート・ガバナンス

第4章 事業ガバナンスの実態

—分権化とモニタリングの視点から—.....	137
1. はじめに.....	137
2. 分権度とモニタリング強度.....	139
3. 分権化の実態—内部組織と完全子会社間に実質的な差はあるのか?—.....	142
4. 分権化の決定要因—多角化とグローバル化の影響—.....	147
5. 事業組織のガバナンスと企業統治.....	151
6. まとめ.....	157

第5章 事業ガバナンスと組織パフォーマンス.....160

1. はじめに.....	160
--------------	-----

2. 分権度とモニタリング強度のマトリクス—企業の分布とパフォーマンス—	162
3. 内部組織のガバナンスとパフォーマンス	168
4. 子会社ガバナンスとパフォーマンス	172
5. 分権度とモニタリング強度の補完・代替関係	176
6. 多角化の進展と事業組織のガバナンス	183
7. グループ化の進展と子会社ガバナンス	191
8. まとめ	196

終章 経営の規律づけメカニズム

—ガバナンス・戦略・パフォーマンス—	204
1. 多角化戦略の変更メカニズムとコーポレート・ガバナンス	205
2. 進出と撤退のメカニズムとコーポレート・ガバナンス	206
3. 事業ガバナンスの実態	207
4. 事業組織のガバナンスと組織パフォーマンス	208
5. 展望とインプリケーション	211
6. 残された課題	213
【参考文献】	215

序章

巨大化した日本企業とガバナンス構造の変容

1. はじめに—研究の背景と問題意識—

本研究は、日本企業のガバナンス構造が経営戦略に対してどのような影響を与えたのかを検討するものである。研究の出発点は、1990年代以降の日本企業における事業ポートフォリオ構造の複雑化とグループ組織の巨大化、そして企業のガバナンス構造の変容にある。本章では、研究の背景を概観しながら分析のフレームワークとリサーチ・クエスチョンを提示し、本研究で用いるデータについて説明する。

1-1. 事業ポートフォリオの変容—多角化・グローバル化・グループ化—

日本企業は伝統的に、市場シェアを重視した目標設定と、特に人的資源を中心とした既存資源を活用した内部成長といった戦略特性をもっており、その結果として、事業ポートフォリオは専業型、あるいは、多角化する場合も本業中心型や関連多角化が主流であった。これは、長期雇用に基づく内部労働市場優位のもと、従業員がジョブローテーションや OJT によって企業特殊のスキルや熟練の蓄積を図るといった雇用特性と深く関連していた。また、本業の持続的成長が期待できた高度成長期から石油ショック後の調整期、概ね 1980年代までの外部環境とも整合的であった。

しかし、バブルの発生した 1980年代後半、本業の成長に制約が加わった伝統的な大企業は、自社の技術的基礎を活かして多角化を進めた。この多角化は 1990年代初頭のバブル崩壊直後には一旦修正されるものの、その後、情報通信革命や規制緩和など、外部環境が急速に変化するなかで、1990年代を通じて継続していた。バブル崩壊を機に拡大路線が自重されたかと言えば、実はそうではなかったのである。そして、この多角化は特に大企業部門で顕著であった。例えば、連結総資産上位 200社の平均事業数は 1991年度の 3.2から 2001年度の 4.2まで増加しており、代表的な多角化指標であるエントロピー指数もこの間 0.79から 1.03まで上昇していた¹。

多角化度が安定するのは 2002年以降であるが、1997年の銀行危機以降は、「選択と集中」が

¹ 総資産上位 200社とは、1990・1997・2005年度の3時点で連結総資産が上位 200社に含まれる企業であり、かつ 1990-2005年度までの 16年間連続して多角化関連のデータが取れる企業 154社である。なお、事業分野数とエントロピー指数は、連結決算ベースの数値であり、ともに日本標準産業分類の 3桁基準に基づく場合である。

戦略的シンボルとなり、企業は低収益部門の整理・合理化に取り組み始めた²。

もっとも、近年の研究が明らかにしたように、日本企業は単純に不採算部門を縮小しているわけではなく、むしろ、並行して関連事業への進出を積極的に展開していた³。また、企業結合法制が整備される中で、日本企業は、戦後経済史上初めて M&A を戦略的に利用することとなった。規模・範囲の経済の実現を目的とした統合が進展する一方、コア関連事業の買収と、非コア事業の売却を通じた事業再組織化が進展した。さらに、多くの産業が国内市場の成熟化に直面し、需要が停滞する中で、この再編成は海外への事業展開を伴った⁴。円高を背景に、低価な労働力を求めて生産機能を海外にシフトさせる動きや、新たな成長機会を海外に求める動きが活発化したのである。

多角化やグローバル化は、事業ドメインの内容や地理的範囲を拡大させることで事業ポートフォリオの複雑性を増加させるが、この事業構造の変化と並行して、企業のグループ化も大きく進展していた。1990年代の半ば以降は、親会社本体のスリム化を進めるのと同時に分社化が活発に行われ、また2000年以降になると M&A が積極的に活用されるようになった⁵。その結果、子会社が増えグループ組織が巨大化したのである。連結ベースの総資産上位 50 社の総資産合計は、1997年度末の 210 兆円から 2007年度末の 321 兆円にまで増加した。この間、日本の名目 GDP が 500 兆円前後で推移した点から見れば、日本企業は、分社や M&A 等によるグループ化を通じて、連結ベースの企業規模を急速に拡大させたといえる。純粋持株会社を除く非金融事業法人（東証一部上場企業、連結総資産上位 200 社）の売上高連単倍率は、1995 年のおよそ 1.51 倍から 2005 年の 2.04 倍まで上昇している。

ここで、代表的な企業における 1997年度から 2007年度までの 10年間の事業構造の変化を見てみると、トヨタ自動車では、子会社数が 261 社から 523 社にほぼ倍増し、売上高連単倍率は 1.50 倍から 2.18 倍に上昇した。海外子会社も 56 社から 88 社へ増加し、海外売上高比率は 57.0%から 71.4%に上昇していた。その結果、連結総資産は約 14 兆円から約 32 兆円へと急速に巨大化が進展したのである。本田技研工業でも、子会社数は 285 社から 397 社に 100 社以上も増加し、その結果、売上高連単倍率は 1.95 倍から 2.94 倍に大きく上昇した。本田技研は早くから国際化が進んではいったが、この間に海外子会社数も 101 社から 144 社まで増加し、海外売上高

² 「選択と集中」に関して、Schaede (2008) は、“choose and focus”あるいは“selection and concentration”と訳される「選択と集中」は、いくつかの選択されたカテゴリーにおける優れた市場ポジショニングにフォーカスすること、そしてコア事業の強みと収益性によって勝ち抜くことと定義している。また、都留 (2004) と井上 (2004) は、事業に投下する経営資源をどの程度重点化しているかという「重点度」（「選択と集中」の「選択」に対応する）と、保有事業ごとに重点化と撤退をどの程度濃淡をつけて行っているかという「メリハリ度」（「選択と集中」の「集中」に対応する）から、「選択と集中」のパターン化を行っている。

³ 森川 (1998)、菊谷・伊藤・林田 (2005)、菊谷・齋藤 (2006)、Kikutani, Itoh and Hayashida (2007) などを参照。

⁴ 宮島 (2007) 参照。

⁵ 分社に関しては、Aoki (1984)、伊藤・菊谷・林田 (1997, 2003)、大坪 (2004)、下谷 (2006) などを参照。M&A に関しては宮島 (2007)、蟻川・宮島 (2007, 2008) などを参照。

比率も 71.5%から 86.8%に達していた。その結果、連結総資産は約 5 兆円から約 13 兆円に増大したのである。また、建設機械大手のコマツでは、子会社数が 81 社から 165 社に倍増し、その結果、売上高連単倍率は 2.07 倍から 2.42 倍に上昇した。またこの間、海外子会社数も 47 社(進出先 19 カ国)から 61 社(同 22 カ国)に増加し、海外売上高比率は 12.5%から 77.5%まで 65%もの大きな上昇を示した⁶。

これらの戦略展開の結果、すなわち、多角化やグローバル化によってビジネスの内容や地理的範囲が拡大し事業ポートフォリオの複雑性が増大したばかりでなく、分社や M&A の活用によってグループ化が進んだ結果、経営陣と各事業部門間、あるいは親会社とグループ子会社間の情報の非対称性が拡大したのである。これは、企業統治の観点から見れば、日本企業が、伝統的な株主と経営者との間のエージェンシー問題だけでなく、経営者と事業部門長、あるいは親会社の経営者とグループ子会社の経営者との間のエージェンシー問題にも直面するようになったことを意味する。Bolton and Scharfstein(1998)のいう「2 層のエージェンシー関係」が企業統治の問題として新たに浮上したのである。親会社の組織内部における経営者と事業部門トップ、あるいはグループ組織内における親会社と子会社という 2 層目のエージェンシー問題が深刻化し、その解決が重要な課題となったのである。

1-2. 管理機能の限界への対応—事業ポートフォリオの再編と事業ガバナンスの強化—

効率的なグループ経営の観点から見れば、事業内容の拡大を意味する多角化は、管理コストや部門間の調整コストの上昇を招き、政治経済制度や文化・習慣等の異なる国・地域への拡大を図るグローバル化は、企業間競争を一層激化させるとともに、現地顧客や現地労働者への対応を要請した。そしてグループ化の進展は、増加した傘下子会社をいかにして統制し、グループ戦略の統一性を維持するかという問題を提起したのである。これらは、従来にも増してより一層グループ経営の難易度が増大したこと、同時に、それを束ねる経営陣の意思決定負担が増大したことを意味する。経営者と事業部門間の情報の非対称性問題の深刻化は、グループ経営にとっては本質的に重要な問題であり、対応を誤れば企業の組織効率が大きく低下する可能性が高まったのである。そこで本研究では、事業ポートフォリオ構造の複雑化とグループ組織の巨大化によって、経営管理機構の限界に直面するようになり、グループ経営の強化が最も重要な経営課題の一つとなった日本企業の戦略的対応として、次の 2 点に分析の焦点を当てる。

第一は、1997 年の銀行危機以降活発化した「選択と集中」による事業ポートフォリオの再編である⁷。不採算事業の整理・縮小と並んで、競争力のあるコア事業への経営資源の集中が図られた。企業は実際、主に本業との関連性が薄い非関連事業からの撤退と、本業周辺事業への進出を組み合わせることによって、本業関連型の事業ポートフォリオへの回帰を図ったのである⁸。事業ポー

⁶ 海外子会社数のデータは、東洋経済の『海外進出企業総覧・会社別編』による。

⁷ 宮島・稲垣(2003)は、子会社パフォーマンスの低迷が 90 年代後半の「選択と集中」の一因となったことを指摘している。

⁸ 菊谷・齋藤(2006)参照。

トフォリオ構造の複雑化は、経営陣のスパン・オブ・コントロールの限界を超えて組織的な非効率を発生させる可能性がある。したがって、事業ポートフォリオの再編は、「選択と集中」によって、トップ・マネジメントがカバーする範囲自体を制限しようという戦略対応であると解釈することができる。すなわち、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効果である。また、事業の「選択と集中」を進めるのと同時に、子会社の「選択と集中」も実施し、グループ経営の強化を図った。つまり、戦略的に重要な子会社を本体へ吸収合併したり、子会社に対する持分を増加させて完全子会社化を図るなど、グループ組織の再編を進めたのである。例えば、松下電器産業では、松下冷機の完全子会社化(2000年)、松下電子工業の合併(2001年)、松下通信工業、九州松下電器、松下精工、松下寿電子工業、松下電送システムの完全子会社化(2002年)、松下電子部品、松下電池工業の完全子会社化(2003年)、松下産業情報機器の合併(2005年)などが実施された。なお、1997年の独占禁止法の改正による純粋持株会社の解禁や2000年3月期からの本格的な連結決算の導入など、企業関連法制の整備も事業ポートフォリオの再編を後押しした。これらの制度整備の進展の結果、企業は組織デザインの新たな選択肢として、純粋持株会社の利用が可能となり、その採用が急速に拡大した。三菱ケミカル、キリンビールなどの成熟した大企業だけでなく、SBIホールディングス、アークなど新興企業でも広く利用され始めたのである。

第二は、事業ガバナンス体制の強化である。日本企業は、事業ポートフォリオの再編と並行して、事業組織のガバナンス改革にも着手した。事業ポートフォリオの再編による事業ドメインの再設定は、本社の経営陣がガバナンスすべき対象の範囲の決定を意味するが、事業ガバナンス体制の確立は、その範囲内において、事業部や子会社などの傘下事業単位をいかにコントロールしていくかという問題である。多角化によって事業範囲が拡大し、管理すべき子会社数も増えたため、この事業ユニットに対するガバナンスの優劣は、組織パフォーマンスに大きな影響を及ぼすことになった。適切な事業ガバナンス体制の整備が、極めて重要な戦略的課題として浮上したのである。そこで日本企業は、事業部や子会社への分権化を進める方向で事業ガバナンスの強化を図った⁹。伝統的な日本企業の組織構造は、本業中心型あるいは関連多角化型といった事業ポートフォリオ特性に対応した職能別、あるいは分権度の低い事業部制といった特徴をもっていた。しかし、1990年代以降の多角化、グローバル化、グループ化の進展は、これらの事業構造の変化に対応した組織改革を要請したのである。事業構造が単純な場合は、経営陣が現場状況を把握することは比較的容易であるが、事業構造が複雑化した場合は、事業部門への権限移譲が望ましい。現場情報が豊富な事業単位への分権化を進めることは、迅速な市場対応を可能にするだけでなく、事業部門長のインセンティブを高める効果もあるからである。Chandler(1962)が、事業構造の多角化に伴い分権的な組織形態である事業部制(Multidivisional Form)の採用が進展することを示したように、日本企業でも事業ポートフォリオ構造が複雑化すると、トップ・マネジメントの専門性は相対的に低下し、豊富な現場情報をもつ事業単位への分権化が進められたのである。1994年の

⁹ 事業ガバナンス、子会社ガバナンスに関しては、伊藤・菊谷・林田(2002、2003)、青木・宮島(2011)など参照。

ソニーによる社内カンパニー制の導入以降は、総合電機や総合商社などで、事業単位への権限委譲を進めると同時に、事業部門トップの責任を明確にする組織再編が進展した。社内カンパニー制や社内分社組織など名称こそ異なるものの、従来の事業部よりも事業ユニットの権限を高める取り組みがなされたのである。これら社内カンパニー制や社内分社制などの分権的組織の採用は、親会社の内部組織における分権化の流れを表現するが、1990年代後半に特に活発化した分社化も、この分権化の流れから理解できる。

Coase(1937)は、著名な論文“The Nature of the Firm”で、「なぜすべての生産は、巨大な一企業によって行われてしまわないのだろうか」を問い、その一つの答えとして、「経営管理における収穫逓減」をあげている¹⁰。つまり、組織の巨大化に伴って、その管理機構も機能上の限界に達するのである。傘下に収める事業が多く、複雑であり、組織が巨大化すると、統括本部のガバナンス能力にも限界が見えてくるからである。その意味でも、「選択と集中」による事業ポートフォリオの再編や事業単位への権限移譲には、トップ・マネジメントの意思決定の負担を軽減し、全社的な課題である企業戦略に希少な資源であるエネルギーを集中させる効果が期待される。

1-3. 企業ガバナンスの変容—資本市場の圧力と取締役会改革—

事業ポートフォリオの再編や事業ガバナンスの強化は、企業の経営者によって行われた戦略的な意思決定である。この企業の実質的な意思決定者である経営者のインセンティブ構造を規定し、高い努力水準を維持させる規律づけの機能を果たすのが企業のガバナンス構造である。伝統的な日本企業のガバナンス構造は、大規模で内部昇進者優位の取締役会構成、株式の相互持ち合い、メインバンク・システムなどの特徴を備えていた。内部者優位の取締役会は、長期雇用関係のもとで熟練を形成する従業員に昇進のゴールとしての役員ポストを提供する点でインセンティブ効果をもち、株式の相互持ち合いによる安定株主の存在は、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¹¹。また、企業経営が順調な時は経営に介入することなく企業の自立性を保つ一方、もしも経営状態が悪化した場合には、企業のモニタリングに責任をもつメインバンクが経営再建に中心的な役割を果たした。この企業の財務状態の悪化に応じて、メインバンクによる経営監視が強化され、経営権が企業の内部者からメインバンクに移転するという関係は、青木(1995, 1996)によって状態依存的ガバナンスとして定式化された。これらの日本型ガバナンスの諸特性は、外部環境が比較的安定的であった1980年代頃までは、日本企業の高いパフォーマンスの維持に貢献してきた。

しかし、日本企業のガバナンス構造は、1980年代の後半から所有構造などの外部ガバナンス構造が徐々に変化し、1990年代の後半、特に1997年の銀行危機以降は、取締役会構造など内部ガバナンスの面でも大きな変化を見せ始めた。まず、1980年代後半のバブル期には、株高を背

¹⁰ もう一つの可能性として、生産要素の供給価格の上昇を挙げている。詳しくは、Coase(1937)、Coase(1988)第2章を参照のこと。

¹¹ 例えば、伊藤(1993)やシェアード(1993)を参照。

景にして、主要企業の資金調達パターンがメインバンクを中心とする間接金融から直接金融にシフトした。さらにバブルが崩壊した 1990 年代に入ると、銀行部門の不良債権問題を背景に、主に銀行と事業会社間の株式持ち合いの解消が進んだ。これらの現象は、経営者を資本市場の短期的な利益圧力から解放し、長期的視野に立った経営戦略の立案を可能にしたとされる「もの言わぬ」安定株主のウェイト縮小と、株式持ち合いのもとで経営者のモラルハザードの防止に重要な役割を果たしたメインバンク・モニタリングのウェイト低下を意味した¹²。一方、株式持ち合い比率が低下するのは対照的に、「もの言う」株主として知られる外国人株主や機関投資家がプレゼンスを上昇させた。「もの言わぬ」株主とは、株式保有先企業の業績が悪くても株主総会で議決権行使 (Voice) をせず、また株式売却 (Exit) も行わない株主であり、現経営陣に友好的な株主と考えられる。他方、「もの言う」株主とは、株式保有先企業の業績が悪い場合、株主総会での議決権行使 (Voice) や保有株の売却 (Exit) を行う株主であり、経営陣は業績悪化時のプレッシャーをより強く受けると考えられる¹³。総資産上位 200 社でみると、持ち合い比率が 1991 年の 14.1% から 2005 年の 7.5% まで低下するのは対照的に、機関投資家持株比率は同 13.1% から同 36.7% まで大きく上昇している。伝統的に日本企業のガバナンスにおいて重要な役割を果たしてきたメインバンクによる経営の規律が後退し、資本市場の圧力が企業経営に大きな影響を与えるようになったのである。

他方、取締役会を中心とする内部ガバナンスのあり方も大きく変容した。1990 年代になると、ストック・オプション等の導入によって経営者インセンティブの強化が図られると同時に、取締役会の構造改革が大きな進展を見せた。その背後には、取締役会の構造上の特性が機能不全の原因であるという批判があり、トップ・マネジメントの構造改革には、取締役会の戦略的意思決定機能とモニタリング機能を強化するという狙いがあった¹⁴。まず、大規模な取締役会は、意思決定機関として形骸化している、あるいは決定までに時間がかかり過ぎるといった問題点が指摘され、議論の活発化や意思決定の質的向上などを狙って取締役会のスリム化が徐々に進展した。また、モニタリング機能に関しては、戦略立案・業務執行・結果評価という、いわゆる Plan・Do・See の 3 機能が取締役会という同一組織体で担われていることから、特に結果評価が自己採点でお手盛りになるという構造的な問題点が指摘された。そして、戦略立案と結果評価を取締役が担当し、業務執行を執行役が担当するという執行役員制度が導入された。執行役員制度導入の要点の一つは、監督と執行の分離によるモニタリング機能の強化にあったが、さらに取締役会に外部者を入れて評価の客観性を高める取り組みがなされた¹⁵。社外取締役の導入による経営監視機能の強化である。なお、これ

¹² 例えば、広田・宮島 (2001) は、バブル崩壊後とオイルショック後の不況局面とを比較し、メインバンク介入後のパフォーマンス改善効果が弱まったこと、企業救済慣行の変化が生じている可能性を指摘している。

¹³ Voice と Exit に関しては Hirschman (1970) を参照のこと。

¹⁴ 取締役会の役割や機能面での問題に関しては、延岡・田中 (2002)、青木 (2002)、Aoki (2004) など参照。さらに、宮島・新田 (2007)、新田 (2008) は、日本型取締役会の多元的な進化とパフォーマンスに与えた影響を分析している。

¹⁵ 執行役員制度導入のもう一つの狙いは、執行機能を執行役員に権限委譲することで、取締役は全社戦略の策定と監督・評価に集中できることにあった。すなわち、戦略的意思決定機能の向

らのトップ・マネジメント改革の先駆けとなったのは、1997年のソニーによる執行役員制度の導入であった。以降、執行役員制度が普及する過程で、取締役会のスリム化が一気に進展したのである。総資産上位200社でみた場合、取締役数は1991年の27.4人から2005年の12.2人まで drastically に減少し、2005年時点で執行役員制度を導入している企業は66.8%に達している。

1-4. 企業内のブラックボックスに対するアプローチ

本研究の位置づけとしては、企業のガバナンス構造と組織パフォーマンスとの中間に位置する企業内部の戦略行動に対するガバナンス特性の影響を検討するという意義がある。コーポレート・ガバナンスに関する先行研究の多くは、企業のガバナンス構造と組織パフォーマンスとの関係を直接検討し、組織成果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。外部ガバナンスでは、企業の所有構造やメインバンク関係などの諸要因が、財務パフォーマンスや企業価値などのアウトプットに与える影響が検討されてきた¹⁶。また、内部ガバナンスに関しても、トップ・マネジメント特性や従業員からの規律づけの影響が検討されてきた¹⁷。例えば、トップ・マネジメント特性に関しては、経営者の報酬といったインセンティブの側面とともに、経営組織としての構造面での特徴、すなわち取締役会の規模や構成¹⁸、あるいは社外取締役や執行役員制度の採用が、効率性や生産性などに与える影響がテストされてきた¹⁹。

これらの先行研究の多くに共通する特徴は、ガバナンス構造と組織パフォーマンスとの直接的な関係をテストすることで、経営者に対するモニタリングやインセンティブが有効に機能しているか否かを判断してきたことにある。つまり、資本効率などの事後的な組織成果が高い場合に、ガバナンスが有効に機能しているとの評価を与えてきた。しかしながら、ガバナンスが正常に機能しているとすれば、すなわち、経営者に対するモニタリングが有効に機能しているとすれば、あるいは経営者のインセンティブが適切に設計されているとすれば、それは一体どのようなプロセスを経て高い組織成果に結びつくのだろうか。企業のガバナンス構造が経営者の現状認識と意思決定に影響を与え、それが企業の戦略的行動として現れ、その結果が組織成果というアウトプットに反映されるという、企業内部の変革メカニズムを解明するというアプローチが必要なのではないか。本研究の間

上である。

¹⁶ 例えば、Morck・Shleifer・Vishny (1988) は1980年の米国企業371社をサンプルに、日本企業を対象とした研究では手嶋 (2000, 2004) が1998年の東証一部上場企業の製造業企業650社を対象に、経営者による株式保有がエージェンシー問題 (経営者と株主の利害相反) を緩和するアラインメント効果をもつか、逆に外部からの牽制を効かなくするエントレンチメント効果をもつかという視点から、経営者持株と企業価値 (トービンの q) との関係をテストしている。また、1976年と1986年の米国企業約1,000社をサンプルとした McConnell and Servaes (1990) では、経営者の持株比率に加えて、機関投資家の持株比率がトービンの q に与えた影響がテストされている。他にも、Lichtenberg and Pushner (1994) や米澤・宮崎 (1996) は、日本企業をサンプルとして、経営者や金融機関等の株式保有が生産性に与える影響をテストしている。

¹⁷ Allen and Gale (2000)、河村・広田 (2002) など参照。

¹⁸ 例えば Yermack (1996)、中山 (1999)、鈴木・胥 (2000) などは、小さな取締役に対する市場評価が高い、あるいは大規模な取締役会が生産性に負の影響を与える可能性を実証している。

¹⁹ 例えば、延岡・田中 (2002)、Aoki (2004) など参照。

題意識は、これまでブラックボックスとして扱われてきた部分、すなわちガバナンス構造と組織パフォーマンスとの中間に位置する企業内プロセスへの接近にある²⁰。

2. 分析の枠組みとリサーチ・クエスチョン

日本でコーポレート・ガバナンスの議論が活発化したのは主に 1990 年代以降であり、従来の日本型企业システムに対する批判的再検討がその中心であった²¹。バブル崩壊に伴う企業パフォーマンスの長期低迷や続発する企業不祥事は、経営の規律づけメカニズムの弱体化、ないしガバナンスの空白に起因するのではないかと懸念されたのである。例えば、主要企業の銀行離れに伴うメインバンク・モニタリングの機能低下、あるいは発言も退出もしない安定株主はサイレント・パートナーであり、経営者に対するチェック機能が弱い点などである。これらの見方は、企業統治における経営の規律づけ機能がうまく機能せず、その結果として問題のある戦略的意思決定が放置された可能性を示唆する。

しかし、1990 年代以降大きく変容した日本企業のガバナンス構造、すなわち、株式持ち合いによる安定株主の減少と対照的に増加した外国人株主や機関投資家は、企業経営者の戦略的意思決定に対する圧力を確実に増加させたとみられる。また、トップ・マネジメントの規律づけ機能や戦略的意思決定機能の向上を狙って、執行役員制度や社外取締役の導入などの取締役会改革が進展した。一方、経営戦略面では、多角化やグローバル化に伴う事業ポートフォリオ構造の複雑化と分社や M&A に伴うグループ組織の巨大化によって 2 層のエージェンシー問題が深刻化し、経営者の意思決定負担が増大するとともに、グループ戦略の重要性が一層高まった。

それでは、経営に対する規律づけ圧力を強めたとみられる企業のガバナンス構造は実際に、グループ経営の強化にどの程度寄与していたのだろうか。つまり、「選択と集中」による事業ポートフォリオの再編や事業ガバナンスの強化という企業の戦略的意思決定に対して、企業のガバナンス構造は一体どのような影響を与えたのだろうか。これが本研究のリサーチ・クエスチョンである。

事業ポートフォリオの再編に関しては、多角化戦略の変更メカニズムと進出と撤退のメカニズムを理解したうえで、これらに対する企業のガバナンス構造の影響を分析する。そして、事業ガバナンスの強化に関しては、分権化とモニタリングの観点から事業ガバナンスの実態を把握し、事業部

²⁰ しかし近年では、企業のガバナンス構造が様々な経営行動に与える影響に関する研究の蓄積が進んでいる。例えば、宮島・蟻川・齊藤(2001)は、投資行動に対するガバナンス構造の影響を、久保(2011)は、配当政策や雇用調整に対するガバナンス構造の影響を、Denis・Denis・Sarin(1997)、宮島(1998)、宮島・青木(2002)、青木・新田(2004)は、経営者交代のパフォーマンス感応度に対するガバナンス構造の影響を、青木(2008)は事業ポートフォリオの再編に対するガバナンス構造の影響を分析している。包括的な研究に関しては、花崎・寺西編(2003)、神田・財務省財務総合政策研究所(2007)、宮島編(2008, 2011)などを参照のこと。

²¹ 1990 年代の企業業績の長期低迷がステークホルダー間の利害対立を深刻化させ、特に企業の所有者である株主の利害を重視するという観点からガバナンスの議論が活発化したという側面もある。

や社内カンパニーなどの親会社内部の事業単位と完全子会社との差異に着目しつつ、事業ガバナンスに対する企業のガバナンス特性の影響を分析する。このように、本研究では、グループ経営の強化策として、事業ポートフォリオの再編と事業ガバナンスの強化という 2 つの戦略的意思決定メカニズムを取り上げ、それぞれに対する影響という視点から企業ガバナンスの特性にアプローチする。図序-1 は、本研究における分析の枠組みを示したものである。

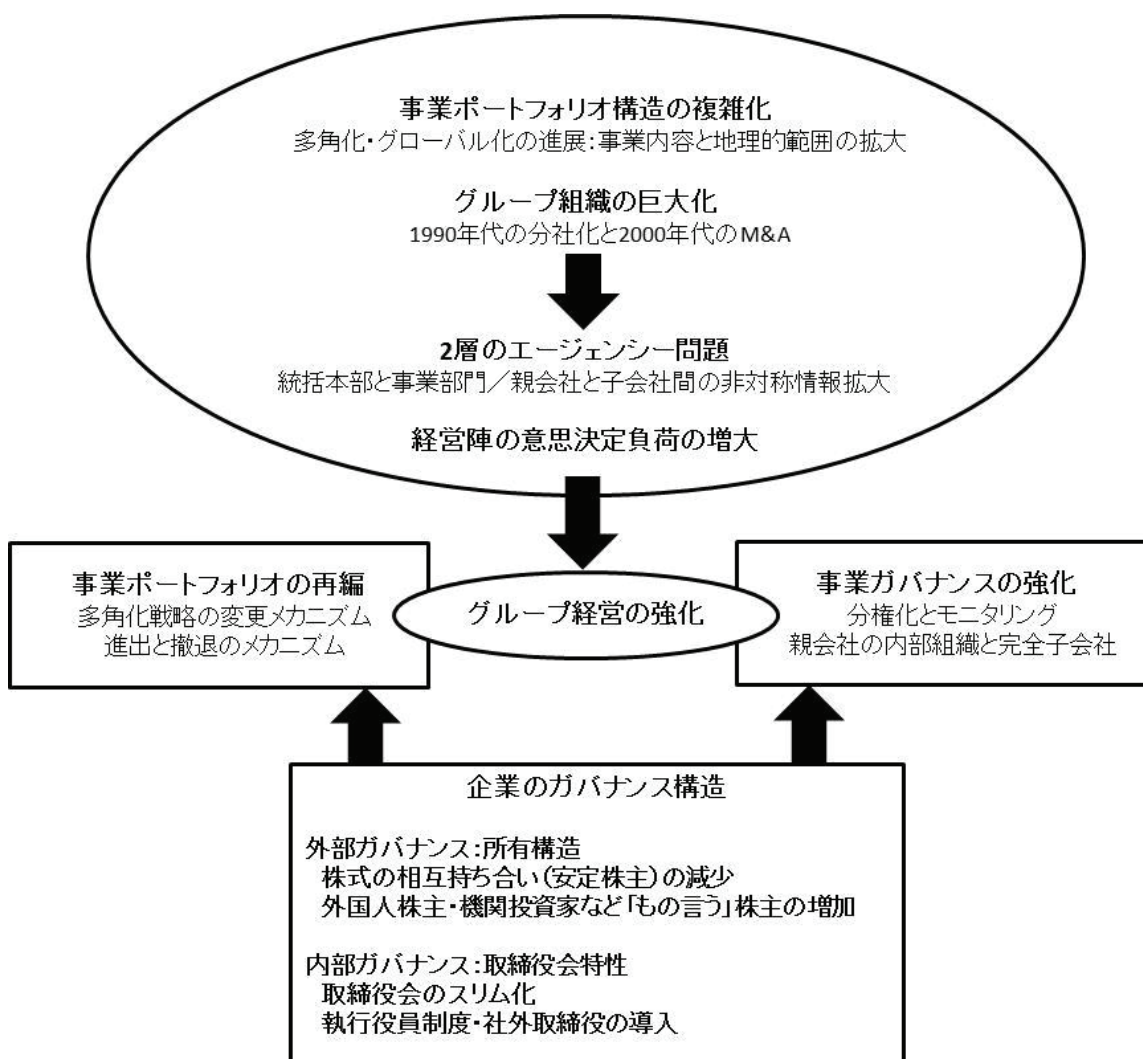


図 序-1 分析の枠組み

具体的には、以下のような問いに答えることが本研究の課題である。まずは、事業ポートフォリオの再編と事業ガバナンスの実態に関する基本的な理解を深める必要がある。「選択と集中」による事業ポートフォリオの再編に関しては、企業の多角化戦略の変更、あるいは新規事業への進出や既存事業からの撤退は、組織パフォーマンスの低下に応じてシステムティックに発生しているのか。進出と撤退でその発生メカニズムに違いはあるのか。事業ガバナンスに関しては、事業単位に対

する分権化はどの程度まで進んでいるのか。同じ事業単位でも、親会社の内部組織である事業部や社内カンパニーなどと、親会社の内部組織ではないものの同じ企業グループ内にある子会社とでは、何か実質的な違いがあるのか。分権化された場合に、事業単位に対するモニタリングはどうなっているのか。なぜなら、結果責任を問わない権限移譲はモラルハザードの可能性を高めるため、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だからである。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。そして、分権化やモニタリングは、組織パフォーマンスにどのような影響を与えたのか。分権化については、権限委譲される意思決定内容の違いによって、組織パフォーマンスに対する影響に違いがみられるのだろうか。また、モニタリングに関しても、モニタリングの方法の違い、例えば期中のモニタリングと事後のモニタリングによって、パフォーマンスに与える影響は異なるのだろうか。さらに、多角化やグローバル化などの事業構造の違いは、事業ガバナンスと組織パフォーマンスとの関係にどのような影響を与えるのか。これらが主な検討課題である。

そして、事業ポートフォリオの再編と事業ガバナンスの強化に対する企業のガバナンス構造の影響を検討する。事業ポートフォリオの再編に対する企業のガバナンス構造の影響に関しては、次のような論点を検証する。外国人株主や機関投資家などの資本市場の圧力は、パフォーマンス低下時の戦略変更、あるいは進出や撤退を促すという意味で規律づけの機能を果たしたのか否か。逆に、安定株主の存在や大規模で内部昇進者優位の取締役会構造といった伝統的な日本型ガバナンスの特性は、パフォーマンスが低下した場合でも経営者に対する変革圧力を緩和し、既存戦略の温存に寄与する方向に作用したのだろうか。このように、多角化戦略の変更や進出・撤退という戦略的意思決定メカニズムの適正化に寄与したのか否かという点から企業のガバナンス構造の影響を検証していく。また、事業ガバナンスの強化に対する企業のガバナンス構造の影響に関しては、次のような論点を検証する。外国人株主や機関投資家などの資本市場からの圧力は、事業単位に対するガバナンスを強化する方向に作用するのか。つまり、企業ガバナンスと事業ガバナンスは補完的な関係にあるのか。取締役会のスリム化や執行役員制度・社外取締役の導入など、取締役会の改革を積極的に進め、トップ・マネジメントの戦略的意思決定機能やモニタリング機能の強化を図った企業では、実際に事業ガバナンスが強化されていたのだろうか。このように、2層のエージェント関係を念頭に置き、企業のガバナンス特性と事業ガバナンスがどういった関係に立つのかを検討する。

3. データ

以上の課題を検討するために本研究では、東京証券取引所一部上場企業全般(金融・保険部門を除く)の公開財務データとアンケート調査のデータを組み合わせて分析を進める。東証一部上場の非金融事業法人サンプルに関しては、1990年度から2005年度までの連結決算ベースのデータを用いる。サンプル・サイズは年度によって異なるが、平均 906 社、標準偏差 131 社、最小 715 社、最大 1061 社である。日本企業が、特に 1997 年の銀行危機以降「選択と集中」によって

事業ポートフォリオの再編を活発化させるとともに、分社を積極的に活用し事業単位への分権化を進めてきたこと、および 1990 年代の後半以降、株式の相互持ち合いの解消が進み安定株主のウェイトが低下するのとは対照的に、「もの言う」外国人株主のプレゼンスが上昇したことは既述の通りである。これらの事実は、企業の経営戦略と企業のガバナンス構造との関係を検証する本研究の中では、説明される事象と説明する事象それぞれが 1990 年代の後半に大きな変化を経験したことを意味し、当然両者の関係も 1990 年代の後半を契機に変化している可能性がある。そこで以下の分析では、1990 年度から 2005 年度までの 16 年間のアンバランスド・パネル・データを、1990 年度から 1997 年度までの前半と、1998 年度から 2005 年度までの後半に分けて、企業経営に対するガバナンス要因の影響が変化しているのか否かも確認する。基本的に、パフォーマンス指標等の作成に用いる財務データ、多角化指標等の作成に用いるセグメント情報(分野別売上高)、ガバナンス変数等の作成に必要な所有構造などのデータは日経 NEEDS から取得した。株式持ち合いに関するデータに関しては、ニッセイ基礎研究所の『株式持ち合い状況調査基礎データ』を利用した。また、企業の取締役会特性に関するデータは東洋経済新報社の『役員四季報』から取得した。ただし、多角化指標の作成に当たり事業内容の詳細な把握が必要になった場合は、各社の『有価証券報告書』やホームページの記載内容等を参照した。この東証一部上場の非金融事業法人のデータは、多角化、グローバル化、グループ化の進展によって、日本企業の事業ポートフォリオ構造が複雑化し、グループ組織が巨大化していくプロセスを追跡する第 1 章、多角化戦略の変更や進出と撤退のメカニズム、およびこれらに対する企業のガバナンス構造の影響を分析する第 2 章と第 3 章で主に使用される。

他方、事業部や子会社などの事業単位に対する権限委譲の程度やモニタリングの強さは、公開情報からは確認できないため、アンケート調査のデータを用いて分析を行う。アンケート調査のデータに関しては、2007 年 4 月に独立行政法人・経済産業研究所(コーポレート・ガバナンス研究会)が、東京証券取引所一部上場企業全般(金融・保険業を除く)を対象に実施したアンケート調査「企業の多様化と統治に関する調査」の回答企業 251 社のデータを使用する²²。このアンケート調査のデータは、事業組織のガバナンスの実態を分析する第 4 章で用いられる。また、事業組織に対するガバナンスのあり方と組織パフォーマンスとの関係を分析する第 5 章では、アンケート調査のデータが 2007 年 4 月時点であるため、その影響をみる財務データは 2007 年度末の連結決算情報を用いる。

なお、表序-1 はアンケート調査票の送付対象でもある東証一部上場企業(金融・保険部門を除く)全般とアンケート回答企業の基本統計量を整理したものである。これによると、アンケート回答企業は、東証一部全体に比べて若干多角化やグループ化が進展しており、資産規模の大きい企

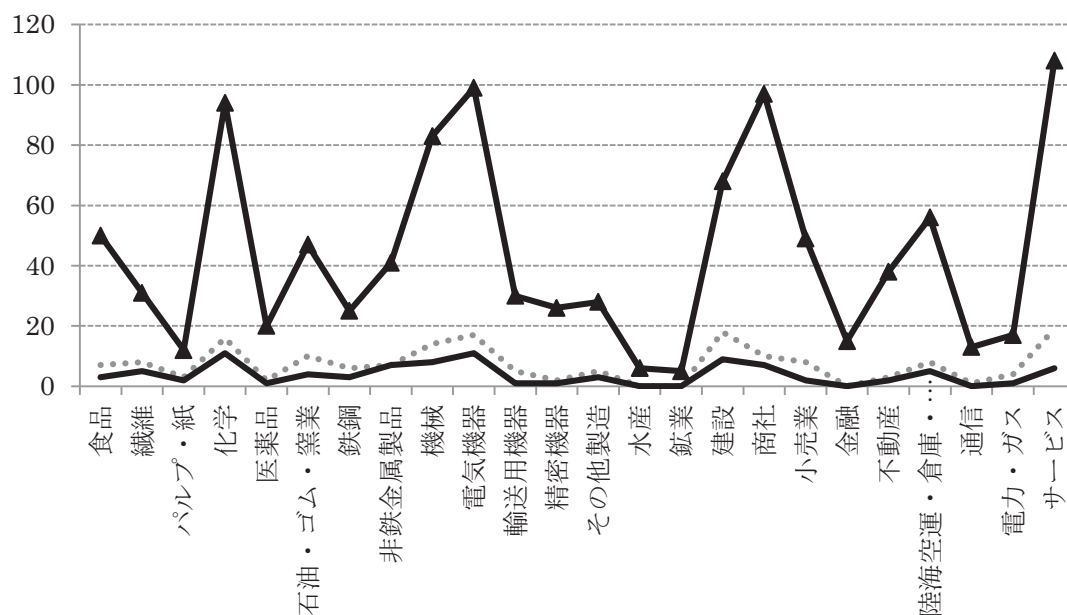
²² アンケート回答企業数は 251 社であるが、すべての企業がすべての質問項目に回答しているわけではないため、個別の変数作成のもとになる企業数は総回答企業数と異なる。基本的には、事業単位に対する分権度とモニタリング強度に関する質問項目への回答が得られた企業が実質的なサンプルとなる。なお、アンケート調査の概要は、経済産業研究所「企業統治分析のフロンティア」<http://www.rieti.go.jp/projects/cgp/enquete.html> を参照のこと。

業が中心となっている。また、業種分布も、食品や商社が東証一部全体の割合からするとやや少ないものの、概ね類似した分布となっていることが確認できる。

表 序-1 アンケート企業特性

	東証一部全体(非金融)			アンケート回答企業		
	Obs	Mean	Std. Dev.	Obs	Mean	Std. Dev.
事業分野数	1069	3.15	1.26	174	3.27	1.39
エンロピー指数	1069	0.67	0.42	174	0.72	0.44
海外売上高比率	571	0.30	0.22	112	0.30	0.21
売上高連単倍率	1002	1.48	0.74	163	1.51	0.61
連結子会社数	1057	35.9	75.0	174	58.3	114.4
総資産(単体)	1058	362,548	901,710	173	558,745	1,298,443
総資産(連結)	1057	525,819	1,592,562	174	846,842	1,862,744

- アンケート (全体)
- アンケート (事業部+カンパニー)
- ▲—— 財務・多角化等 (2005年度)



本稿の構成は以下の通りである。第1章では、本研究の出発点となる事実として、いかに日本企業の事業ポートフォリオ構造が複雑化し、グループ組織が巨大化しているのかというイメージが与えられる。具体的には、1990年代以降の日本企業における事業構造の変化のプロセスを追跡し、事実を様式化する。第2章と第3章では、事業ポートフォリオ構造の複雑化とグループ組織の巨大化に対する日本企業の戦略的対応策として、事業ポートフォリオの再編に着目する。第2章では、経営戦略の変更、特に多角化戦略の変更という戦略的意思決定のメカニズムと、これに対する企

業のガバナンス構造の影響が検討される。第 3 章では、日本企業の多角化戦略に対して、新規事業への進出と既存事業からの撤退という視点からアプローチする。ここでは、進出と撤退の発生メカニズムと、これに対する企業のガバナンス構造の影響が検討される。続く第 4 章と第 5 章では、日本企業のもう一つの戦略的対応策として、事業組織のガバナンス問題に分析の焦点を当てる。その際、親会社の内部組織と子会社との差異、および企業のガバナンス構造と事業ガバナンスとの関係に着目して分析を進める。第 4 章では、事業単位に対する分権度とモニタリング強度の観点から、事業ガバナンスの実態を明らかにする。そして第 5 章では、事業組織に対するガバナンスのあり方が、組織パフォーマンスに与える影響が分析される。最終章は、まとめと今後の展望である。

第 1 章

日本企業の戦略と組織

—事業ポートフォリオ構造の複雑化とグループ組織の巨大化—

1. はじめに

本章の課題は、1990 年代以降の日本企業の多角化戦略と経営組織に関する事実を様式化することである。つまり、多角化やグローバル化、分社化や M&A などの戦略展開と、その結果としての事業ポートフォリオの変容、グループ化の進展を明らかにする。実は、1990 年代以降の日本企業の戦略展開の実態は包括的に理解されているとは言い難い²³。例えば、1980 年代後半の、いわゆるバブル期の拡大路線は、1990 年代初頭のバブル崩壊以降修正されたのだろうか。1997 年の銀行危機以降は、不採算事業の縮小を図るとともに、自社のコア・コンピタンスが十分発揮できるような事業分野に経営資源を投入すること、いわゆる「選択と集中」が戦略的なブームとなったが、これは実際、事業ポートフォリオの再編、あるいは多角化度の変化にどの程度反映されたのだろうか。また、1990 年代初頭のバブル崩壊から、1997 年の銀行危機、IT バブルとその崩壊、2002 年以降の景気拡大局面に至るまで、企業の多角化戦略はどのように変化してきたのだろうか²⁴。あるいは、事業再編や海外展開の手段として分社化や M&A が活発に行われるようになったが、その結果、子会社はどの程度増加したのだろうか。つまり、グループ化はどのように展開され、グループ組織はいかに巨大化したのだろうか。これらが背後にある問題意識である。本章では、「選択と集中」やグループ経営が重要な戦略的課題となった日本企業における事業ポートフォリオ構造とグループ組織の変容の実態にアプローチする。

多角化に関しては、企業の成長を議論した Penrose (1959) が、余剰経営資源の有効活用が多角化の主なモチベーションであることを指摘し、「組織構造は戦略に従う」という命題を提唱した Chandler (1962) が、多角化に伴って事業部制組織 (M-Form) の採用が進むことを示して以来、数多くの研究が蓄積されてきた。その主要な関心は、多角化のあり方と組織パフォーマンスとの関係解明にあった。その後の実証研究に大きな影響を与えたのは、Rumelt (1974) による多角化タ

²³ 1980 年代以前に関しては、吉原・佐久間・伊丹・加護野 (1981)、加護野・野中・榊原・奥村 (1983)、小田切 (1992) などを参照のこと。

²⁴ なお、多角化はどのような企業でどのようなモチベーションで実施されたのだろうかという問題意識に関しては、多角化戦略の決定要因や進出や撤退の決定要因を分析する第 4 と第 5 章で扱う。

タイプの分類である。Rumelt (1974) は、特化率 (SR: Specialization Ratio)、垂直比率 (VR: Vertical Ratio)、関連比率 (RR: Related Ratio) という基準を用いて、多角化のタイプを專業型 (S: Single)、垂直型 (V: Vertical)、本業・集約型 (DC: Dominant-Constrained)、本業・拡散型 (DL: Dominant-Linked)、関連・集約型 (RC: Related-Constrained)、関連・拡散型 (RL: Related-Linked)、非関連型 (U: Unrelated) の 7 つに区分した。そして、本業・集約型や関連・集約型のパフォーマンスが良好であることや、專業型に比べて垂直型や本業・拡散型のパフォーマンスが低いことなどを明らかにした。

日本企業を対象とした研究では、吉原・佐久間・伊丹・加護野 (1981) や萩原 (2007) などが、Rumelt (1974) の多角化タイプの分類と、定量的指標である多角化度指数 (DI: Diversification Index) などを用いて、日本企業の多角化戦略の動向や組織パフォーマンスとの関係を検証してきた。ただし、戦略タイプの分類を行うためには、垂直比率を求めるために複数の事業単位間の関係が垂直統合に該当するか否かを確認したり、関連比率を求めるために事業単位間の市場や技術の関係性を確認するなどの作業が必要になる。そのため、多角化タイプと組織パフォーマンスとの関係に分析の主眼が置かれていた先行研究では、多角化のタイプを識別するために分析サンプル、あるいは分析対象業種が限定されることが避けられず、分析結果の一般化には限界があった。例えば、吉原・佐久間・伊丹・加護野 (1981) のサンプルは大企業 118 社であり、1958 年から 1973 年までの 15 年間の多角化戦略が分析されている²⁵。また、萩原 (2007) のサンプルも 142 社にとどまる²⁶。それに対して本研究では、多角化タイプの分類を日本標準産業分類の 3 桁・2 桁基準に基づいた関連多角化と非関連多角化のみに簡略化し、主に定量的指標を用いることによって、東証一部上場企業全般という大サンプルを用いた分析を行っている。また、分析対象期間も、特定の 2 時点と比較するのではなく、1990 年度から 2005 年度までのパネルデータを用いて長期的な動向を把握している。

日本企業の事業構造の変容に関する注目すべき事実を簡単に要約しておけば次の通りである。第一に、1980 年代後半のバブル期の拡大路線は、1990 年代初頭のバブル崩壊直後に一旦は見直されるものの、実は 1990 年代を通して多角化は大きく進展していた。そしてその主役は製造業であった。1997 年の銀行危機以降は、「選択と集中」による本業回帰志向の事業再編が進展するが、その結果が企業の事業ポートフォリオに反映されるのは主に 2002 年以降であった。第二に、1990 年代にも円高を背景に海外進出が盛んであったが、2001 年以降、輸出と現地生産を含めたグローバル化はさらに急速に進展していた。第三に、1990 年代の後半から 2000 年代の前半にかけては主に分社化 (内部拡大) によって、2000 年以降は主に M&A (外部拡大) の積極的な活用

²⁵ 吉原・佐久間・伊丹・加護野 (1981) のサンプル 118 社は、1970 年度の鉱工業売上高トップ 100 社、資本金トップ 100 社、さらに主要 14 業種の売上高トップ 3 社、のいずれかに該当する企業である。

²⁶ 萩原 (2007) は、1996 年の鉱工業売上高トップ 100 社、資本金トップ 100 社、営業利益トップ 100 社、経常利益トップ 100 社、当期純利益トップ 100 社のいずれかに該当する企業 142 社をサンプルとし、1991 年と 1996 年の 2 時点間で多角化タイプと多角化度指数 (DI) を比較している。

によって子会社数が増大し、グループ化が大きく進展していた。

本章の構成は以下の通りである。第 2 節では、伝統的日本企業についてこれまで共有されてきた事業ポートフォリオと組織構造の特徴を整理する。第 3 節では、1990 年代以降の日本企業の事業ポートフォリオ構造の複雑化に対して、多角化とグローバル化の進展という視点からアプローチする。第 4 節では、連結子会社数と売上高連単倍率、分社化と M&A の推移を概観し、グループ化の進展とグループ組織の巨大化についてのイメージを与える。第 5 節では、日本企業の組織構造に発生した変化を要約する。最終節はまとめである。

2. 伝統的な日本企業の事業構造と組織構造

2-1. 日本型企业システムの絶頂期

高度成長期から、石油ショック後の調整過程における日本企業の多角化戦略の特徴に関しては、吉原・佐久間・伊丹・加護野(1981)の先駆的業績によって、欧米企業と比べた場合に日本企業の多角化の程度が低いこと、そして、多角化のタイプでみると関連事業分野への展開、すなわち関連多角化のケースが多いことが報告されている。その後も、小田切(1992)、萩原(2007)などによって、日本企業の事業展開に関するほぼ同様の特徴が確認されている。こうした日本企業の事業ポートフォリオの特徴は、多角化が進展し、多くの非関連事業を抱える 1980 年代半ばまでの米国のコングロマリット型企業とは対照的であると理解されてきた。また、経営目標としても成長や市場シェアの拡大が重視され、多角化する場合も既存の経営資源を活用した内部成長が主流であり、M&A などの外部成長は限定的であった。この点も、事業単位の収益性、投資効率を重視し、M&A によって事業ポートフォリオの組み替えが比較的容易に行われる米国とは対照的であった。

他方、組織形態としては、専業型や関連多角化といった事業特性に対応して職能別組織を採用する企業の比重が高く、事業部制組織を採用する場合も、各事業部への権限移譲が相対的に低い擬似的な事業部制が主流であった。例えば、森本(2006)は、事業部が利益単位になっていないことから疑似事業部制(quasi divisional system)であると指摘している。また、加護野(1993a)は、日本の事業部制が欧米の事業部制とは異なり製造や販売に特化した事業部の混合形態が多いことを指摘し、これらの形態を職能別事業部制と呼んでいる。つまり、日本の事業部制は、Chandler(1962)によって 1920 年代のデュポン、ゼネラル・モーターズ(GM)に起源をもつとされた、いわゆる米国型の事業部制(M-Form)とは異なっていた。すなわち、各事業部門長がそれぞれの製品市場や地理的市場における各職能機能と部門利益に責任をもつという、プロフィット・センターとして高度に権限委譲が進んだ自律型の事業部制ではなかったのである。日本企業は専業型ないし関連多角化という、いわゆる本業周辺の土地勘のあるビジネスからなる事業ポートフォリオ構成をもっていたため、その当然の帰結として、企業組織内部で分権化を進める必然性が低く、呼称として事業部制を採用したとしても実際の分権度は低くて十分であったと言える。そして実際に、上野(2004)による 2000 年 9 月時点の調査でも、事業部制において実質的な分権化が進んでいないことが報告されている。

2-2. バブル期からバブル崩壊後

このような日本企業の戦略と組織の特性、すなわち、專業型あるいは本業中心の関連多角化という事業ポートフォリオ構造と分権度の低い組織形態の採用という特性は、本業の持続的な成長が期待できた高度成長期から石油ショック後の調整期の外部環境とも整合的であると理解されてきた。しかし、日本企業の事業構造と組織構造は、1980年代の半ば以降、徐々に変容を開始した。1980年代後半のバブル期には、事業の多角化が大きく進展した。本業の成長に制約が加わった伝統的な大企業は、自社の技術的基礎を活かして多角化を進めた。例えば、新日本製鉄などの鉄鋼メーカーは、エンジニアリング、半導体などの事業に多角化した。久保田鉄工所、ヤンマーディーゼル、井関農機の農業機械大手や、日本鋼管、大日本インキ化学工業などはバイオテクノロジー分野へ、食品ではサントリーや日清食品などが医薬品事業へ進出した。また、化粧品市場の成熟化に直面した資生堂はスポーツや食品への多角化を進めた²⁷。また、1980年代後半には海外進出のブームを迎え、自動車・電気機器では現地法人の設立が進む一方、金融、流通、不動産業を中心に海外企業の買収が進展した。同時期の米国では、レバレッジドバイアウトを通じてコングロメリット企業の事業再編成が進展したのに対して(Holmstrom and Kaplan, 2001)、日本企業の事業戦略はやや遅れて多角化の方向に向かったのである。

この多角化は実は、1990年代初頭のバブル崩壊後には一度急激に調整されるが、その後すぐに多角化路線は復活することになった。しかし、特に1997年の銀行危機以降は、多角化部門、あるいは、グループ会社の収益性が再検討されることとなった²⁸。いわゆる「選択と集中」の開始である。競争力強化のために、不採算事業からの撤退と並んで自社の得意分野であるコア事業に経営資源を集中することが要請されるようになった。また、1990年代には円高を背景にして中国やアジア諸国などへの海外展開が進み、事業構造のグローバル化も進展した。他方、1997年の純粋持株会社の解禁や2000年3月期からの本格的な連結決算の導入など、企業関連法制の整備が進んだ結果、企業の組織選択の自由度が拡大し、これを制度的基盤としてM&Aが活発化した(蟻川・宮島, 2007)。この結果、事業ポートフォリオや組織構造における従来の日本企業の特徴は変容することとなった。

もともと、先行研究では主に1980年代までの日本企業の多角化戦略の実態が明らかにされているが、その後バブル経済が崩壊し、事業戦略の見直しが必要になったと思われる1990年代以降の事業ポートフォリオと組織構造の実態に関しては、いまだ研究の蓄積も少なく現在のところ包

²⁷ 非製造業では、中堅の建設各社が本業の採算低下を補うために金融や保険代理業に取り組み始めたケースや、オリックスが合弁で生命保険事業に進出したケースなどが確認できる。

²⁸ 多角化とパフォーマンスの関する実証分析では、Berger and Montgomey (1988)、Wernerfelt and Montgomery (1988)、Lang and Stulz (1994)、Berger and Ofek (1995)などが、過剰な多角化による経営の非効率、企業価値のディスカウントを報告している。日本企業を対象とした分析でも、Lins and Servaes (1999)や平元 (2002)が多角化ディスカウントの存在を確認している。

括的な事実の共有にも至っていないのが現状である。そこでまず、この点に関する事実の様式化を試みる。

3. 事業ポートフォリオ構造の複雑化

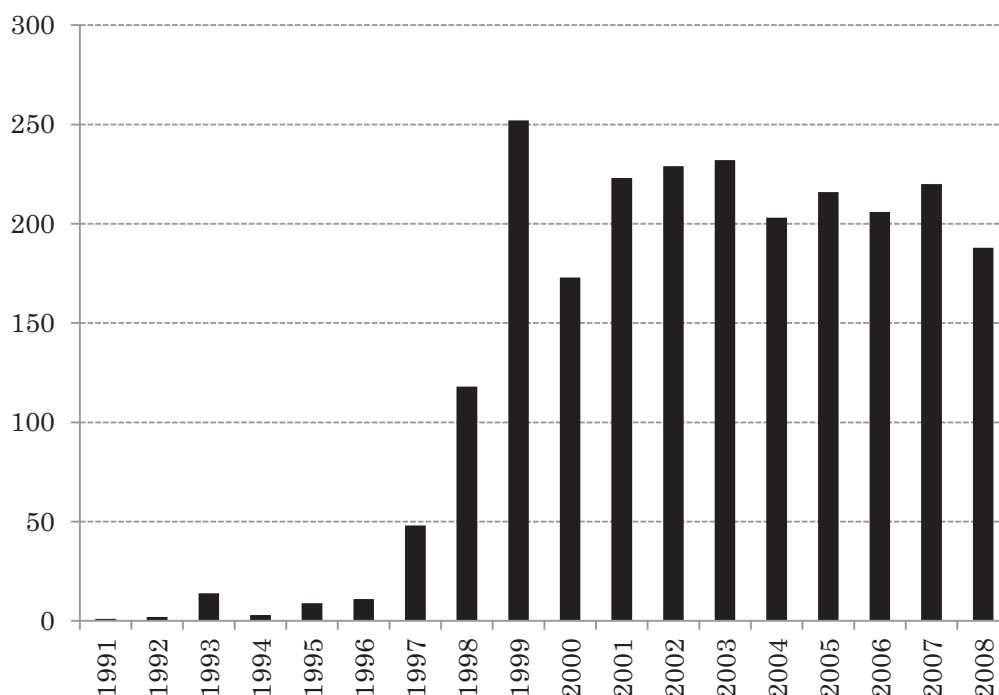
3-1. 多角化

問題意識

日本企業では、不採算事業を縮小あるいは整理すると同時に、競争優位の発揮できる事業分野に経営資源を集中するという、いわゆる「選択と集中」が進められてきた。そして、このような企業の積極的な事業戦略の見直しが、2000年代前半からの景気回復の背後にあったとみられている。もし、事業ポートフォリオ再編の動きが本物だったとすれば、それは日本企業の多角化にどのような影響を与えていたのだろうか。果たして「選択と集中」は事実であり、日本企業全般で多角化の修正、つまり専門化の進展が確認されるのだろうか。あるいは、事業の絞り込みは特定の業種において確認される特徴だったのだろうか。これらが本節での基本的な問題意識である。

1990年代は「失われた10年」とも表現される長期の不況下にあり、1997年の金融危機や2000年のITバブルの崩壊など、日本企業を取り巻く経済環境は極めて厳しい状況にあった。このような状況下で日本企業は、競争優位を発揮するために、コア事業の再確認、あるいはグループ経営の強化や他社との戦略的提携など、包括的な経営戦略の見直しのもとで事業ポートフォリオの再編を進めたものと推察される。図1-1は、日経四紙に掲載された「選択と集中」の記事件数の推移を整理したものである。「選択と集中」の記事件数は、1997年度の48件、98年度の118件、99年度の252件と1990年代の後半に大きく増加し、2001年度以降は安定的に200件超となっている。つまり、日本企業の事業ポートフォリオ再編に関連してしばしば用いられる「選択と集中」は、1997年の銀行危機以降に活発化し、翌98年以降広く一般化した事実が確認できる。

そこで本章では、バブル経済が崩壊し事業戦略見直しの必要性が高まったとみられる1990年代の前半、銀行危機やITバブル崩壊のもと「選択と集中」が経営戦略のキーワードとして注目を集めるようになった1990年代の後半から2000年代初頭、および「いざなぎ超え」とも呼ばれる長期の回復期となった2000年代半ばまでの日本企業の多角化戦略の実態を、業種や時期による差異を含めて概観する。



注) 「日経テレコン21」の記事検索より作成。日経四紙合計。
各年度とも期間は4/1から翌年3/31まで。

図 1-1 「選択と集中」の記事件数

多角化度の尺度—事業分野数とエントロピー指数—

1990年代以降の日本企業の多角化の推移を把握するために、ここでは主に展開する事業分野の数と多角化の水準に着目する。これらを把握するためにはまず、企業の事業分野を特定する必要がある。企業の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事業分類は統一されていない。したがって、日本企業の事業構造の平均像をみるためには、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る。そこで本研究では、総務省の日本標準産業分類(2002年版)の小分類(3桁コード)と中分類(2桁コード)を利用して、各社の事業分野を特定した。すなわち、ある事業を企業側が複数の別々の事業分野として公表していたとしても、それぞれの事業内容が日本標準産業分類の3桁・2桁基準でみて同一である場合には、一つの事業分野に名寄せする作業を行った。

次に、各企業の多角化の水準を、エントロピー指数とよばれる代表的な多角化指標を用いて把握する²⁹。エントロピー指数とは、企業の総売上高に占める各事業部門の売上高構成比を基に算出されるものであり、1からnまでの事業分野をもつ企業の第i番目の事業分野の売上高構成比を

²⁹ 多角化指標に関しては、Jacquemin and Berry(1979)など参照。

P_i とした場合に、

$$\sum_{i=1}^n p_i \ln \frac{1}{p_i}$$

で与えられる³⁰。したがって、事業分野数が1の場合、すなわち専業企業の場合、このエントロピー指数は0であり、数値が大きくなるほど多角化の進展を表すことになる。事業分野数は、企業が事業展開している分野の数自体を教えるはくれないものの、複数の事業を抱える場合に、各事業分野のウェイトに関しては何の情報も与えてはくれない。例えば、X社とY社がともに3つの事業分野をもっている場合でも、各事業分野の売上高構成比はX社が8:1:1であるのに対して、Y社が4:3:3であるような場合、両社の多角化の程度は異なるであろう。このような場合、事業分野数は同一であっても、本業中心のX社よりも複数のコア事業を抱えるY社のほうが多角化の程度は高いと判断できよう³¹。なお、具体的な企業の事業構成とエントロピー指数の数値例を例示しておけば表1-1のようになる。

表 1-1 エントロピー指数の例

企業名	年度	事業分野(売上高構成比)	エントロピー指数
武田薬品工業	2004	化学(0.86), その他(0.14)	0.4
東レ	2002	化学(0.66), 電子部品・デバイス(0.14), 総合工事(0.14), 窯業・土石(0.06)	1.0
日立製作所	2005	情報通信機器(0.21), 一般機械(0.36), 電気機器(0.12), 非鉄金属(0.15), 機械器具卸売(0.11), 貸金等(0.05)	1.6

関連多角化と非関連多角化

本研究では以下、日本標準産業分類の小分類(3桁)基準に基づいて特定された事業分野を関連事業分野、中分類(2桁)基準に基づいて特定された事業分野を非関連事業分野と定義して分析を進める³²。したがって、事業分野数といった場合、日本標準産業分類の3桁基準で事業を特定した場合の関連事業分野数と、同2桁基準で事業を特定した場合の非関連事業分野数の2つの事業分野数の推移に着目し、多角化の動向を検証する。また、企業の総売上高に占める各事業分野の売上高比率に基づいて計算されるエントロピー指数に関しても、事業分野を日本標準

³⁰ エントロピー指数の作成過程でも、事業分野の特定と同様、各社のセグメント情報から得られる各事業部門に日本標準産業分類の3桁・2桁コードを割り当てたうえで、同一のコードが振られた事業部門は同一の事業分野とみなして売上高を合算している。

³¹ 実際にエントロピー指数を計算すると、X社が0.64、Y社が1.09となる。

³² なお、この区分法は、平元(2002)でも採用されている。

産業分類の3桁基準で特定して計算した関連多角化の程度を表すエントロピー指数と、事業分野を同2桁基準で特定して計算した非関連多角化の程度を表すエントロピー指数の両方の推移を確認する。

企業規模の違い

さらに本研究では、企業規模の違い、特に影響が大きい大企業の多角化の変化にも着目する。第一は、総資産上位200社の事業分野数とエントロピー指数の推移である。ここで、総資産上位200社とは、1990・1997・2005年度の3時点で連結総資産が上位200社に含まれる企業であり、かつ1990-2005年度までの16年間連続して多角化関連のデータが取れる企業154社である。第二に、企業規模を調整したエントロピー指数を作成した。具体的には、各年度の総連結売上高(全サンプル企業の連結売上高の合計)に占める各社の連結売上高の比率でウェイトしたエントロピー指数を作成した³³。したがって、これらの指標の推移には、規模の大きい企業の多角化度の変化がより強く反映されるため、大企業の多角化動向を把握する際に有用である。

3-1-1. 事業分野数

事業分野数の推移

それでは、事業分野数の推移から確認しよう。図1-2は、東証一部非金融事業法人全体と総資産上位200社の1990年度から2005年度までの関連事業分野数と非関連事業分野数の平均値と標準偏差の推移を示している。

³³ 同様に、各年度の総連結総資産(全サンプル企業の連結総資産の合計)に占める各社の連結総資産の比率でウェイトしたエントロピー指数も作成したが、多角化度の変化等の結果はほぼ同様であるため、以下では連結売上高でウェイトしたエントロピー指数の結果を報告する。

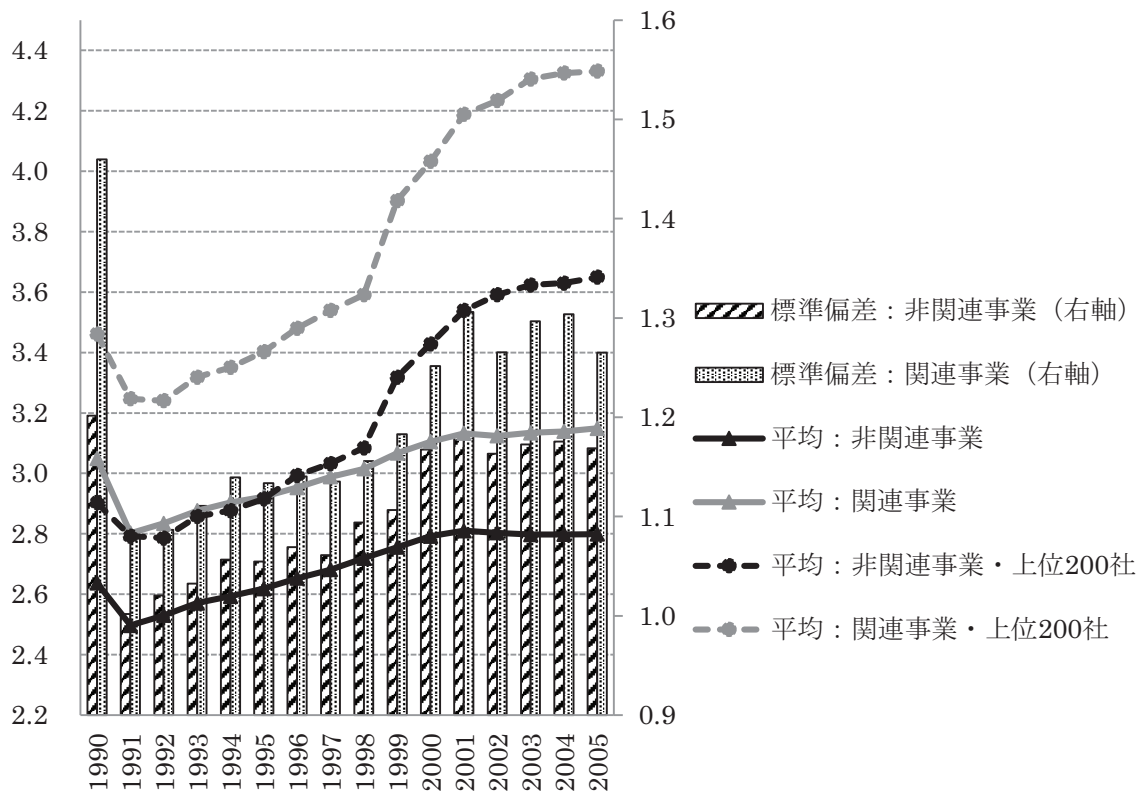


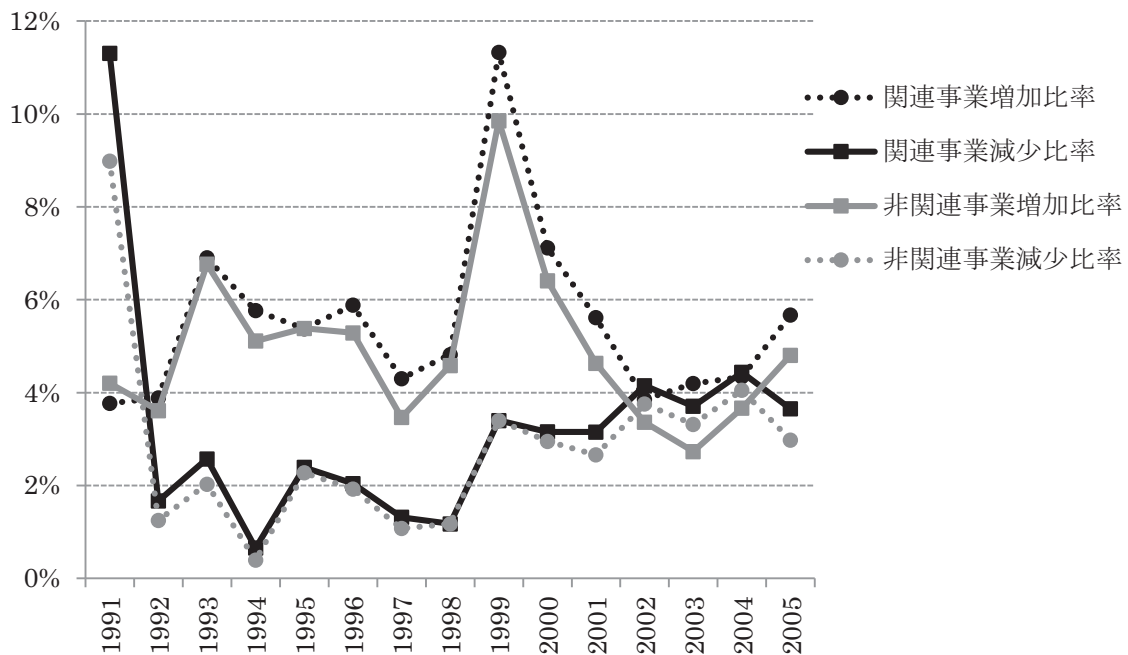
図 1-2 事業分野数

第一に、バブル崩壊後、事業分野の絞り込みが行われていることが分かる。日経平均株価は1989年の約38,000円のピークから翌90年度には20,000円台前半まで下落するが、その時点における事業分野数の平均は関連事業で3.05、非関連事業で2.64であった。しかし、翌91年度末には、関連事業数は2.80まで、非関連事業数は2.50まで一気に減少する。第二に、このバブル崩壊後の事業分野の絞り込みは、各企業で一様に行われていたことが分かる。1990年度から91年度にかけての事業分野数の標準偏差の変化は、関連事業数で1.46から1.08まで、非関連事業数で1.20から1.00まで減少しており、企業間の格差は一気に縮小した。第三に、バブル崩壊直後の急速な修正を経た後は、事業分野数の拡大傾向が明確になる。この拡大傾向は、関連事業分野数でも非関連事業分野数でも同様に確認でき、しかも、1997年の銀行危機を契機に事業の「選択と集中」が経営のスローガンとして叫ばれるようになった後も、2001年度まで継続していた。1991年度から2001年度にかけて、平均事業分野数は、関連事業で2.80から3.13まで、非関連事業で2.50から2.81まで増加していた。ただし第四に、この1990年代を通した事業分野数の拡大期においては、企業間の差異もまた拡大していた。つまり、事業分野数を増加させる企業とそうでない企業との差異も拡大していたという点で、すべての企業が拡大路線をとっていたわけではないことに注意が必要である。1991年度から2001年度にかけての事業分野数の標準偏差は、関連事業で1.08から1.31まで、非関連事業で1.00から1.18まで上昇していた。第五に、事業

分野数の拡大路線は 2002 年度以降一段落する。ただし、微妙な変化ではあるが、2002 年度以降は、非関連事業分野数の平均値が 2005 年度まで 2.80 で一定であるのに対して、関連事業分野数の平均値は 3.12 から 3.15 まで緩やかな増加傾向にある。したがって、「選択と集中」は、2002 年以降の景気拡大期になってようやく企業の事業ポートフォリオに反映されるようになるが、それは主に、非関連事業分野への拡大停止と関連事業分野内での拡大という特徴を伴っていた。つまり、特定の事業領域が選択され、その事業領域内では、関連事業への進出が行われていたと言える。そして、この 2002 年以降は、企業間の差異も安定化する。事業分野数の標準偏差は、関連事業は 1.28 前後、非関連事業は 1.17 前後で安定的に推移していた。第六に、大企業では 1999 年以降、関連事業分野数・非関連事業分野数ともに増加傾向が一段と加速していた。総資産上位 200 社の事業分野数は、1998 年度から 2005 年度にかけて、関連事業では 3.59 から 4.33 まで、非関連事業では 3.08 から 3.65 まで大きく増加していたのである。

事業分野数を増加・減少させた企業の割合

次に、この間の事業分野数の推移にやや別の角度からアプローチする。具体的には、事業分野数を増加ないし減少させた企業がどの程度存在していたのかに着目する。多角化の全体的な傾向は、事業分野数を増加させる企業と減少させる企業のどちらが多いかによっても特徴づけられるからである。なお、ここではある企業が同一年度内に既存事業からの撤退と新規事業への進出を同時に行った場合には、事業分野数の増減には反映されず、変化がなかったものとして扱われることには注意が必要である。つまり、事業ポートフォリオの質的構成の変化に関する情報は捕捉できておらず、単純に事業分野数の増減があった場合のみをカウントしている。



(注) 関連事業（非関連事業）増加（減少）比率：日本標準産業分類の3桁（2桁）基準でみた場合、事業分野数が対前年度比で増加（減少）した企業の数／全サンプル企業数

図 1-3 事業分野数が増加・減少した企業の比率

図 1-3 は、対前年度比で関連事業分野数・非関連事業分野数が増加・減少した企業の割合の推移を示したものである³⁴。第一に、1990 年度末から翌 91 年度末にかけては関連事業分野数も非関連事業分野数も、増加させた企業よりも減少させた企業の方が多くなっている。関連事業分野数を減少させた企業の割合は 11.3%、非関連事業分野数を減少させた企業の割合は 8.99% であり、それぞれ増加させた企業の割合 3.77%、4.20%を大きく上回る。この点からも、バブル崩壊後の事業分野数の絞り込みの事実が再確認できる。第二に、1992 年度から 2001 年度までは一貫して、関連事業分野数・非関連事業分野数とも増加させる企業の割合が減少させる企業の割合を上回り、全体でみた場合の事業分野数の増加傾向が裏付けられる。1992 年度から 1998 年度までをみると、増加比率・減少比率とも比較的安定的に推移していた。この間、関連事業分野数を減少させた企業の割合が平均 1.69%であるのに対して、増加させた企業の割合は 5.28%であった。また、非関連事業分野数を減少させた企業の割合が平均 1.45%であるのに対して、増加させた企業の割合は 4.89%であった。しかし、1999 年度には、事業分野数を増加させた企業の割合が、関連事業で 11.33%に、非関連事業で 9.85%まで大きく上昇する。他方、事業分野数を減少させた企業の割合も、関連事業・非関連事業ともにこれまでの 1%台半ばから 3.40%まで上昇し

³⁴ 事業分野数を増加・減少させた企業数の現数値ではなく、各年度のサンプル総数に占める割合で示したのは、各年度のサンプル企業数が異なるからである。

ていた。この変化は、銀行危機後に「選択と集中」が活発化したことを示しているが、同時に「選択と集中」が単に事業分野を絞り込むという縮小方向への変化ではなかったことも示している。第三に、事業数を減少させる企業の割合が増加させる企業の割合を再び上回るのは2002年度である。ただし、2002年度以降は、事業分野数を減少させる企業の割合と増加させる企業の割合はほぼ拮抗し、その結果が、事業分野数の安定化をもたらしていた。ただし、2002年度から2005年度までの変化をみると、非関連事業分野に関しては、これを増加させた企業の割合が3.64%、減少させた企業の割合が3.53%とほぼ拮抗しているのに対して、関連事業分野に関しては、これを増加させた企業の割合4.51%が、減少させた企業の割合3.99%をやや上回る結果となっている。したがって、「選択と集中」による事業ポートフォリオの再編は、単に事業数を減少させるだけでなく、増加させるという特徴も伴っていたと言える。そしてその際、事業分野の絞り込みは、組織的非効率をもたらす可能性が高いとされる非関連事業の選別という形で行われ、その特定事業分野内における関連事業への拡大が組み合わされていたと判断できる。

製造業と非製造業

関連事業分野数と非関連事業分野数の平均値の推移を製造業・非製造業別に整理したものが図1-4である³⁵。第一に、製造業を本業とする企業よりも、非製造業を本業とする企業のほうが事業分野数が多いことがわかる。第二に、事業分野数の推移は製造業と非製造業で明らかに異なる特徴をもっていた。製造業では1990年代初頭に事業分野数の小さな落ち込みがあるが、その後は、基本的に事業分野数の拡大傾向が明確であった。これに対して非製造業では、1990年代初頭に事業分野数の大きな落ち込みがあるが、その後の事業分野数は安定的に推移していた。

したがって、全体サンプルでみられた事業分野数の推移に関する特徴、すなわち1990年代初頭の急激な落ち込み、その後1990年代を通じての増加傾向、そして2000年代以降の安定的な推移の背後には、次のような特徴が隠されていた。第一に、バブル崩壊後の事業分野数の絞り込みは、製造業と非製造業に共通するが、その中心は非製造業であった。第二に、1991年度から2001年度にかけての事業分野数の増加はもっぱら製造業で発生していた。第三に、2002年度以降における事業分野数の安定的な推移は、製造業・非製造業に共通の傾向であった。

以上の事業分野数の推移の結果、2005年時点で見ると、製造業企業では非関連事業を2~3個程度、関連事業を3個程度抱えているのが平均像である。他方、非製造業企業では非関連事業を3個程度、関連事業を3~4個程度抱えているのが平均像と言える。

³⁵ 製造業・非製造業の区分は、日経業種コードの大分類基準に従った。

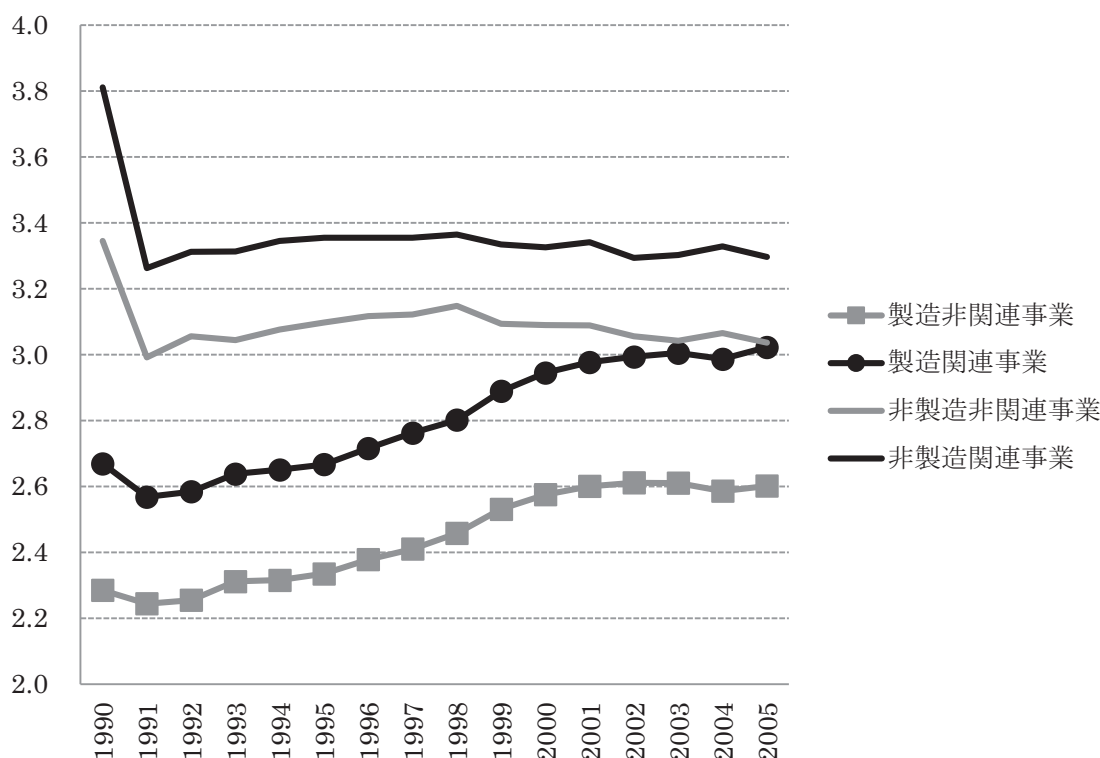


図 1-4 製造業・非製造業別平均事業分野数

小括—事業分野数でみた場合の多角化—

本節では、1990年代以降の日本企業の多角化に対して、企業が抱える事業分野数、および事業分野数が対前年度比で増加・減少したケースを把握するという方法からアプローチした。その結果、以下の5点が確認された。

第一に、1990年代初頭に、バブル崩壊直後の事業分野の絞り込みがあった。1990年から翌91年にかけては、関連事業分野数も非関連事業分野数も減少しており、また、事業分野数を減少させた企業の割合は、事業分野数を増加させた企業の割合を大きく上回っていた。第二に、バブル後の調整を経た後は、1990年代を通じて事業分野数の増加傾向が継続していた。東証一部上場企業の平均事業分野数は2001年度まで一貫して増加傾向を示し、事業分野数を増加・減少させた企業の割合でみた場合も、2001年度までは事業分野数を増加させた企業の割合が減少させた企業の割合を一貫して上回っていた。ただし第三に、1990年代における事業分野数の増加は、単純に全ての分野で進展していたわけではなかった。製造業と非製造業を区別してみると、製造業では平均事業分野数が一貫して増加しており多角化が進展していたが、非製造業では事業分野数はほぼ横ばいであった。第四に、1999年度には、事業分野数を増加させるブームが起きていた。そして、これは主に大企業に顕著であった。ただし同時に、事業分野数を減少させる企業の割合も、1999年度以降に一段の増加を示していた。したがって、1997年の銀行危機後に一般化した事業の「選択と集中」では、すぐさま事業分野の絞り込みが行われたわけではなく、およそ2年程

度の準備期間を経た後に事業の入れ替えが活発化したと言える。ただし、全体としては事業分野数は減少せず、むしろ製造業を中心に事業分野数は増加していた。「選択と集中」は、主に非製造業企業を中心に行われていた可能性が高い。第五に、2002年度以降は、平均事業分野数は安定的に推移した。ただし、これは事業分野数を増加させる企業の割合と減少させる企業の割合が拮抗していた結果であり、必ずしも事業ポートフォリオの再編が一段落し、低調であったことを意味しない。2002年度以降の景気回復期には、事業分野数の削減が増加のペースにほぼ追いつき、その結果見かけ上の平均事業分野数は安定的に推移していたのである³⁶。

3-1-2. エントロピー指数

次に、多角化の程度を表す代表的な指標の1つであるエントロピー指数を用いて、日本企業の多角化の実態にアプローチしよう。図1-5は、1990年度から2005年度までの関連多角化エントロピー指数(日本標準産業分類3桁基準)と非関連多角化エントロピー指数(同2桁基準)の平均値の推移を示している。それぞれ、東証一部(金融部門を除く)と総資産上位200社の推移が示されている。

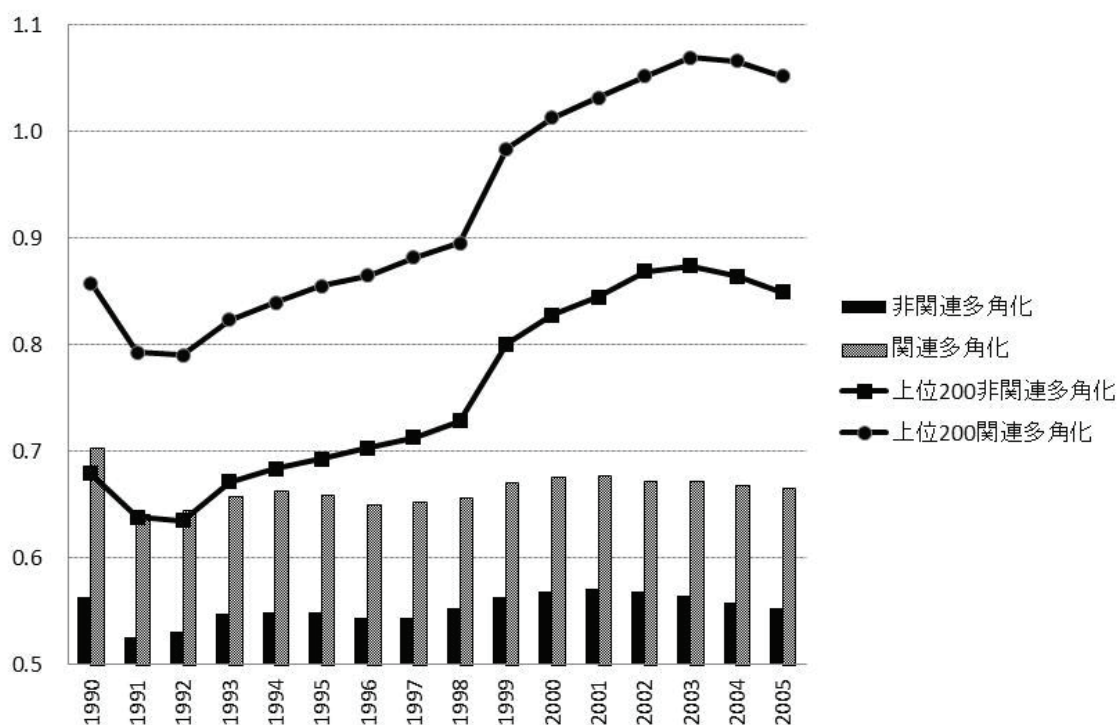


図1-5 エントロピー指数(平均値)

³⁶ この点に関して、森川(1998)、菊谷・伊藤・林田(2005)、菊谷・齋藤(2006)、Kikutani, Itoh and Hayashida(2007)の一連の研究では、日本企業はネットで観察されるよりもグロスで見るとはるかに多くの進出と撤退を行ってきたこと、進出が多い企業では撤退も多いことなどが明らかにされている。

大企業で顕著な多角化

東証一部非金融事業法人全体の関連多角化度・非関連多角化度の推移は、概ね事業分野数の場合と一致する³⁷。つまり、1990年度から翌91年度にかけて一旦は専門化方向に変化し、バブル崩壊後、企業業績が急速に悪化する中で多角化戦略の見直しが行われた可能性が示唆される。その後は1990年代の半ばにかけてエントロピー指数がやや低下するものの、基本的には多角化傾向が2001年度まで継続する。2002年度以降は、非関連多角化度がやや減少方向に向かう一方、関連多角化度は安定的に推移した。つまり、「選択と集中」は、2000年以降に多角化度に反映されるが、それは主に不採算事業の圧縮を中心とした非関連多角化の修正という特徴をもっていた。

この全般的な傾向よりも明確な特徴を示していたのが、大企業における多角化度の変化である。総資産上位200社の多角化度をみると、第一に、関連多角化度・非関連多角化度ともに、東証一部全体の平均値よりも絶対的水準が高くなっている。したがって、予想された結果であるが、一般的には経営資源の蓄積が厚い大規模企業ほど多角化が進展しているという事実が確認された。第二に、関連多角化度も非関連多角化度も、バブル崩壊後1992年度までは専門化方向に変化するものの、その後は2003年度までの11年間、一貫して多角化の進展が確認できる。そしてその間1999年度には、多角化方向への一段のジャンプが起きていた。つまり、1997年の銀行危機以降「選択と集中」が叫ばれるようになったが、その影響は多角化度には反映されていなかったのである。しかも、大企業における多角化に関しては、1990年代の後半以降、関連多角化だけでなく非関連多角化も大きく進展していたという重要な事実を指摘できる。

バブル崩壊後の調整を経た後の大企業における顕著な多角化は、そのマグニチュードの大きさからも確認できる。東証一部企業全般でみた場合、関連多角化エントロピー指数の平均値はボトムである1991年度の0.64からピークである2001年度の0.68まで、非関連多角化エントロピー指数の平均値も1991年の0.53から2001年度の0.57まで、それぞれ0.04ポイント上昇していた。これに対して、総資産上位200社の場合、関連多角化エントロピー指数の平均値はボトムである1992年度の0.79からピークである2003年度の1.07まで0.28ポイントも上昇し、非関連多角化エントロピー指数の平均値もボトムである1992年度の0.63からピークである2003年度の0.87まで0.24ポイントも上昇していたのである。なお、その他にも総資産上位200社の多角化度の推移は、東証一部企業の平均と比べた場合、1990年代半ばにおける落ち込みがみられないこと、多角化が1999年度に一段と加速すること、そして2001年度まででなく2003年度まで多角化が進展していたことなど、多角化の傾向がより顕著に確認できた。なお、2003年度から2005年度にかけての専門化方向への変化は、東証一部全体のサンプルでは主に非関連多角化のみで確認できたが、総資産上位200社の場合は、非関連多角化だけでなく関連多角化のエントロピー指数でも専門化方向への変化が確認できた。

³⁷ なお、図4には示されていないが、エントロピー指数(関連多角化度・非関連多角化度)の標準偏差の推移も事業分野数でみた場合とほぼ同様であった。

製造業における多角化と非製造業における専門化

図 1-6 と図 1-7 は、製造業・非製造業別に、関連多角化エントロピー指数と非関連多角化エントロピー指数の推移を示したものである。それぞれ、東証一部非金融事業法人全体と規模調整済み（連結売上高でウェイト）の値が示されている。

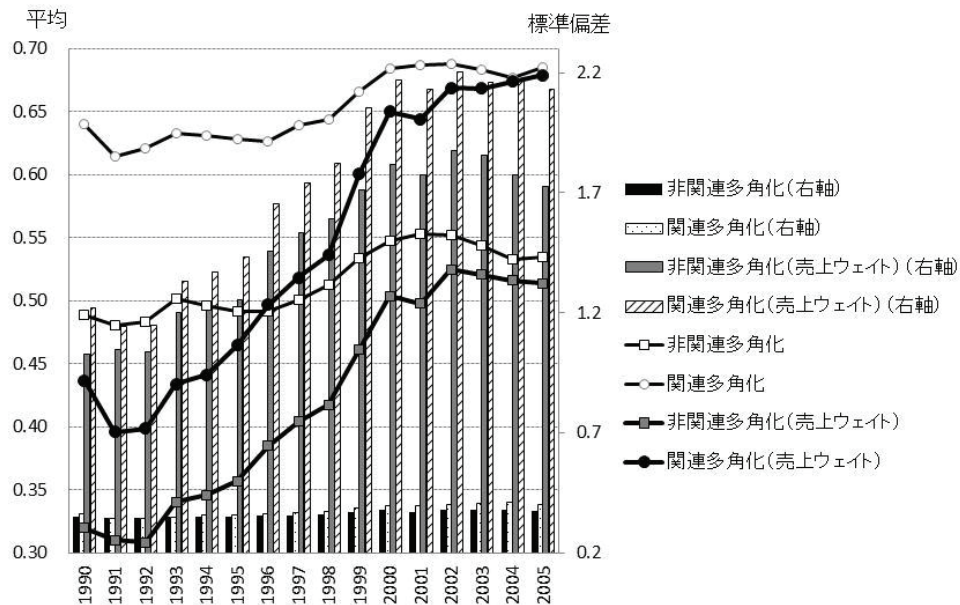


図 1-6 製造業(エントロピー指数)

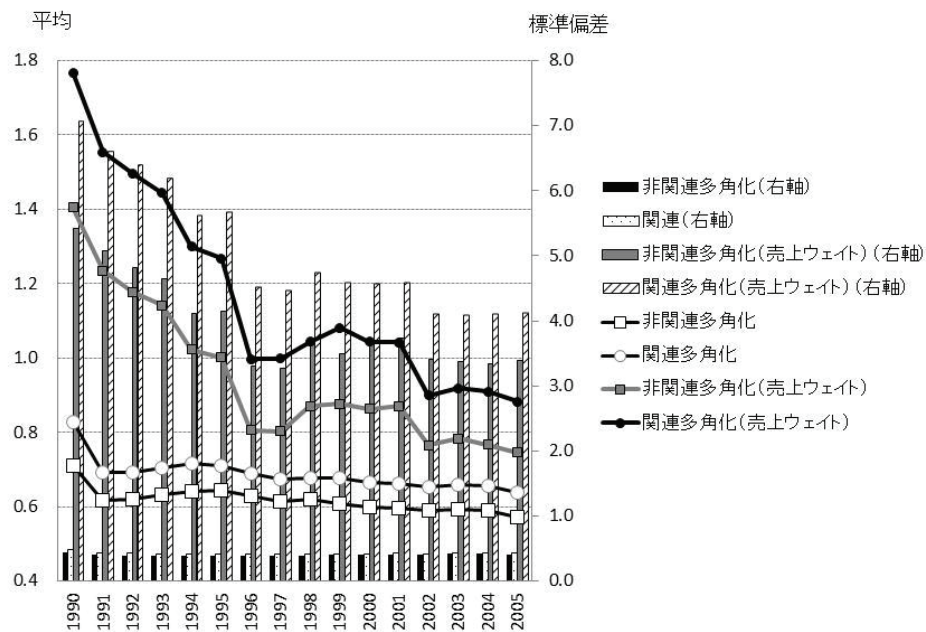


図 1-7 非製造業(エントロピー指数)

第一に、1990年代初頭のバブル崩壊後の専門化方向への変化、および2002年度以降に多角化が安定的に推移するという特徴は製造業にも非製造業にも共通するが、ここで最も注目すべき事実は、1990年代の多角化動向が製造業と非製造業で対照的なことである。つまり、製造業では1990年代に多角化が進展する一方、非製造業では逆に専門化が進展していた。そしてこの傾向は、大規模企業ほど明確であった。製造業の場合、売上高でウェイトしたエントロピー指数の平均値は、関連多角化度で1991年度の0.40から2002年度には0.67まで0.27ポイント、非関連多角化度は同0.31から同0.52まで0.21ポイント上昇しており、1990年代を通して多角化が進展していたことが分かる。これに対して、非製造業の場合、売上高でウェイトしたエントロピー指数の平均値は、関連多角化度で1991年度の1.55から2002年度には0.90まで0.65ポイント、非関連多角化度は同1.24から同0.77まで0.47ポイント減少しており、1990年代を通して専門化が進展していた。なお、1991年度から2002年度にかけての通常のエントロピー指数の平均値の変化をみると、製造業の場合、関連多角化度は0.61から0.69まで0.08ポイント、非関連多角化度は0.48から0.55まで0.07ポイントの上昇であった。また、非製造業の場合、関連多角化度は0.69から0.65まで0.04ポイント、非関連多角化度は0.62から0.59まで0.03ポイントの減少であった。したがって、売上高でウェイトしたエントロピー指数の平均値の変化は、通常のエントロピー指数の平均値の変化の、製造業では約3倍、非製造業では約15倍も大きく、製造業における多角化と非製造業における専門化は大規模企業ほど顕著であったことが分かる。

第二に、大企業における特徴であるが、製造業では多角化度の企業間格差が拡大する一方、非製造業では多角化度の企業間格差は徐々に縮小していった。つまり、製造業では多角化を進める企業と進めない企業の分化が明確化するが、非製造業では一様に専門化が進められた。この特徴は、エントロピー指数の標準偏差の推移から確認できる。売上高でウェイトしたエントロピー指数の標準偏差の1991年度から2002年度までの変化をみると、製造業の場合、関連多角化度は1.14から2.20まで1.06ポイント、非関連多角化度は1.04から1.88まで0.84ポイント上昇していた。これに対して、非製造業の場合、関連多角化度は6.59から4.10まで2.49ポイント、非関連多角化度は5.08から3.40まで1.68ポイントの減少であった。

第三に、製造業では多角化が、非製造業では専門化が進展したものの、大企業の場合は、依然として製造業よりも非製造業の方が多角化度が高い。売上高でウェイトしたエントロピー指数の平均値を2005年度時点で比較すると、製造業の関連多角化度は0.68、非関連多角化度は0.51であるのに対して、非製造業の関連多角化度は0.88、非関連多角化度は0.75である。したがって、製造業と非製造業の多角化度の差は縮小傾向にあるが、大企業では依然として非製造業の方が多角化が進展していると言える。ただし、通常のエントロピー指数の平均値でみた場合は、非関連多角化度は2005年度時点でも依然として非製造業の方が高いものの、その差は売上高でウェイトしたエントロピー指数よりも小さい。他方、関連多角化度は、2000年度に製造業が非製造業を逆転して以降、2005年まで製造業の方が上回っている³⁸。したがって、全体的にみれば、製造業と

³⁸ 2005年度の非関連多角化エントロピー指数の平均値は、製造業で0.53であるのに対して非製

非製造業の差異はそれほど明確ではない。

第四に、非製造業では大企業ほど多角化度が高いものの、製造業では大企業ほど多角化度が低い。非製造業の場合、通常のエントロピー指数の平均値よりも、売上高でウェイトしたエントロピー指数の平均値の方が大きいことから、大企業ほど多角化が進展していることが分かる。しかし、製造業では売上高でウェイトしたエントロピー指数の平均値のほうが、通常のエントロピー指数の平均値よりも低くなっている。これは、売上高ベースでみた場合の大規模企業のほうが、多角化の程度が低いことを意味する。一般的に、経営資源の量で勝る大企業ほど多角化が進展していても不思議ではないが、製造業の場合はこれが該当しない。したがって、製造業の場合、大企業ほど総売上高に占める本業の比率が高く、規模の経済の追求が重要な戦略要素であることが想像できる³⁹。そして、大企業が多角化度が、全体の平均に収斂していくという特徴は、製造業にも非製造業にも共通する。つまり、製造業では大企業で多角化が急速に進展し、非製造業では大企業で専業化が急速に進展することで、それぞれ製造業・非製造業の平均との差異は縮小した。そして、製造業では2000年度以降、非製造業では1996年度以降、売上高でウェイトしたエントロピー指数と通常のエントロピー指数との差はほぼ一定になる。

業種別の多角化動向

本節では、業種別の多角化の動向を整理しておく。多角化度の変化は、多角化、現状維持、専業化の3つのどれかに分類できる。ここでは、便宜上一定の基準に基づいて各業種の動向を整理する。具体的には、1991・1997・2005年度の3時点におけるエントロピー指数の業種平均を用いて、以下のように区分した。関連多角化エントロピー指数、非関連多角化エントロピー指数ともに、1991年度と1997年度、および1997年度と2005年度のそれぞれ2時点間の業種平均を比較して、0.1ポイント以上の増加の場合を多角化、0.1ポイント以上の減少の場合を専業化、プラス・マイナス0.1ポイント未満の変動の場合を安定化と定義した。

造業では0.57である。また、関連多角化エントロピー指数は2000年度に製造業が0.68となり、非製造業の0.66を逆転して以降、2005年度まで製造業の方が高くなっている。

³⁹ なお、図には示されていないが、事業分野数でみた場合、製造業・非製造業ともに総資産上位200社の平均事業分野数は、製造業・非製造業の平均事業分野数よりも、全ての時点で多い。つまり、大規模企業ほど事業分野数は多い。

表 1-2 多角化・専門化した業種

パネルA 関連事業分野(日本標準産業分類3桁基準のエントロピー指数の変化)

関連事業	1990-1997	1997-2005
多角化	造船・自動車・輸送用機器、 通信	繊維、紙・パルプ、その他製造、鉄道・バス、電 力・ガス、サービス
専門化	倉庫	鉄鋼、水産、鉱業、その他金融、倉庫

パネルB 非関連事業分野(日本標準産業分類2桁基準のエントロピー指数の変化)

非関連事業	1990-1997	1997-2005
多角化	紙・パルプ、通信	繊維、その他製造、鉄道・バス
専門化	—	鉄鋼、鉱業

注)1990年度と1997年度および1997年度と2005年度の2時点間のエントロピー指数の業種平均を比較して、0.1ポイント以上の増加を多角化、0.1ポイント以上の減少を専門化に区分した。

表 1-2 は、1990-1997 年度と 1997-2005 年度に、多角化・専門化した業種を整理したものである。パネル A が関連多角化エントロピー指数の変化でみた場合、パネル B が非関連多角化エントロピー指数の変化でみた場合の結果である。1990 年代の前半は、造船・自動車・輸送用機器と通信で、関連事業分野への多角化がみられた。また、紙・パルプと通信では、非関連事業分野への多角化が確認できた。他方、専門化に関しては、倉庫のみ関連事業分野で専門化しているが、非関連事業で専門化している業種は存在しなかった。1990 年代の後半以降になると、繊維、紙・パルプ、その他製造、鉄道・バス、電力・ガス、サービスで関連事業分野への多角化がみられるようになった。また、繊維、その他製造、鉄道・バスでは、非関連事業分野への多角化がみられた。他方、専門化に関しては、鉄鋼、水産、鉱業、その他金融、倉庫では関連事業分野での専門化が確認できた。また、鉄鋼と鉱業では非関連事業分野での専門化が確認できた。

したがって、1990 年代の前半に関しては、専門化はあまり一般化しておらず、多角化した業種も輸送用機器、紙・パルプ、通信と多くはなかった。これに対して、1990 年代の後半以降になると、より多くの業種で多角化あるいは専門化への変化が確認できるようになった。繊維、紙・パルプといった伝統的業種や、鉄道・バス、電力・ガスなどの公共サービス部門では多角化が進展していた。一方、鉄鋼と一次産業という規模の経済の追求の必要性が高まった業種では専門化が進展していた。この意味で、日本企業における事業ポートフォリオの再編は 1997 年の銀行危機以降に加速したと言える⁴⁰。

小括—エントロピー指数でみた場合の多角化—

本節では、1990 年代以降の日本企業の多角化に対して、東証一部上場企業全般のエントロピー

⁴⁰ なお、青木(2009)は、1997 年の金融危機から IT バブル崩壊後の 2001 年度までの局面では、多角化から専門化へ、あるいは専門化から多角化へと、事業戦略を転換した業種が多く、日本企業における多角化戦略の転換期に当たる可能性を指摘している。

一指数だけでなく、売上高でウェイトしたエントロピー指数および総資産上位 200 社のエントロピー指数を用いてアプローチした。さらに、製造業と非製造業の区分、業種別の動向も併せて検討した。その結果、以下の 4 点が確認された。

第一に、全体像をみると、1990 年代の初頭にバブル崩壊後の多角化戦略の見直しが確認できるが、その後は 2000 年代の初頭まで多角化が進展する。2002 年度以降は多角化度が安定するが、その背後には非関連多角化の修正があった。つまり、非関連多角化は一段落し、関連型の事業ポートフォリオ構成への回帰が模索されたと推察される⁴¹。このように、1990 年代を通じて多角化が進展し、2002 年以降安定化したという特徴は、1990 年代後半から「選択と集中」が事業戦略のキーワードとなったことと整合的である。ただし、1997 年以降本格化した「選択と集中」によって直ちに專業化方向への変化が起きたわけではない。「選択と集中」は数年間の事業構造の再検討期間を経た後に、景気回復局面と重なる 2002 年以降、多角化、特に非関連多角化が安定化するという形で企業の実質的な事業ポートフォリオに反映されるようになったのである。

第二に、経営資源の蓄積が厚い大企業ほど多角化が進展していることが確認された。大企業では、1990 年代における多角化の進展がより明確であり、さらに 1999 年度には一段の多角化の加速がみられた。そして 1990 年代の後半以降は、関連多角化だけでなく非関連多角化も大きく進展していることが確認された。

第三に、製造業では 1990 年代に多角化が進展する一方、非製造業では逆に專業化が進展していた。ただし、製造業では多角化を進める企業と進めない企業の分化が明確化するが、非製造業では一様に專業化が進められた。そしてこの傾向は、大規模企業ほど明確であった。また、製造業と非製造業の多角化度の差は縮小傾向にあるが、大企業では依然として非製造業の方が多角化度が高いことも確認された。さらに、非製造業では大企業ほど多角化度が高いものの、製造業では逆に大企業ほど多角化度が低かった。すなわち、製造業では、大企業ほど事業分野数は多いものの、本業比率は高いという特徴がみられる。

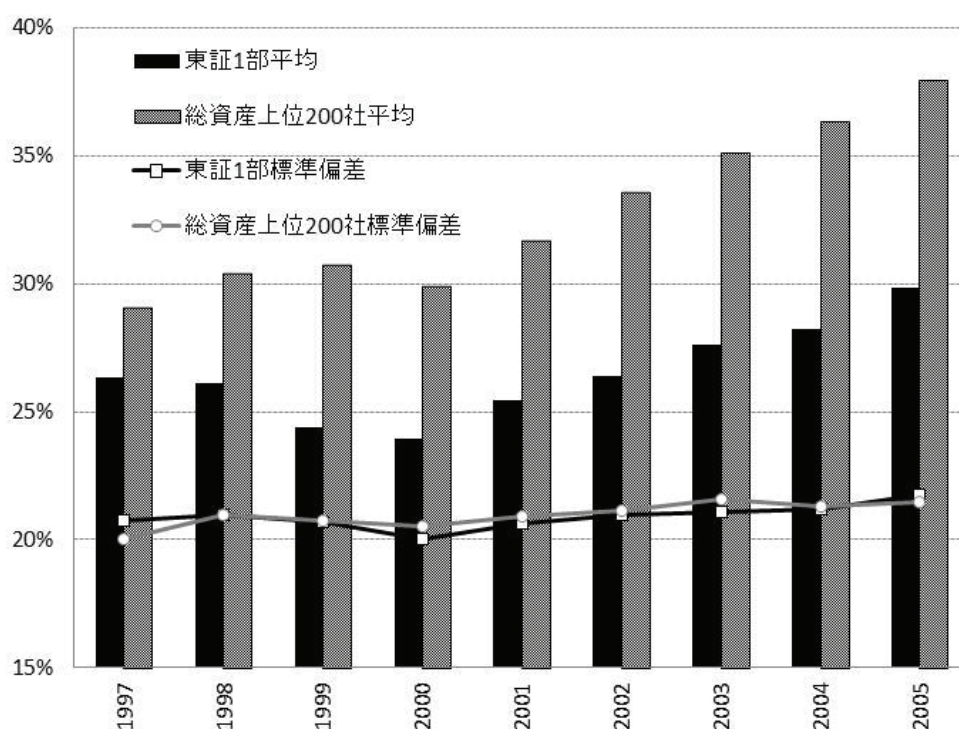
第四に、業種別の動向に着目すると、1990 年代の前半は多角化戦略の変更は全般化していなかったが、1997 年の銀行危機以降は、多角化戦略の変更が明確になる。繊維や紙・パルプなどの伝統的業種と鉄道・バスや電力・ガスなどの公共サービス部門では多角化が進展する一方、規模の経済が追及された鉄鋼と一次産業では專業化が進展していた。

3-2. グローバル化

多角化が事業内容の拡大によって事業ポートフォリオの複雑性を増加させるのに対して、グローバル化は事業展開の地理的範囲を拡大させることによって事業ポートフォリオの複雑性を増加させる。そこで次に、日本企業のグローバル化の動向を確認しておこう。

⁴¹ アンケート調査によると、2003 年以降、関連多角化を進めた企業は 54.8% (92/168)、非関連多角化を進めた企業は 10.1% (17/168)、既存事業からの撤退を行った企業は 48.8% (82/168)、特定の事業に経営資源を集中した企業は 33.3% (56/168) であり、既存事業からの撤退と関連多角化、経営資源の集中を行っていた姿が確認できる。

連結総資産の国内・海外別の内訳が容易に得られないため、ここでは海外売上高に注目する。図 1-8 は、海外売上高比率(海外売上高/総売上高)の推移を、東証一部非金融事業法人と総資産上位 200 社別に示している。東証一部サンプルの平均は 1997 年度の 26.4%から 2000 年度には 23.9%まで若干低下するが、その後は 2005 年度の 29.8%まで一貫して上昇していた。この傾向は、総資産上位 200 社平均ではより顕著であり、2000 年度の 29.9%から 2005 年度には 38.0%まで上昇していた。したがって、特に 2001 年以降、日本企業では全般的にグローバル化の進展が顕著であったと言える⁴²。



注) 東証1部は非金融部門

図 1-8 海外売上高比率

もつとも、以上の海外売上高は現地生産と輸出の合計であるため、代表的企業の国内・海外の資産内訳を検討しておこう。1997 年度から 2007 年度までの 10 年間で、トヨタ自動車の連結総資産は約 14 兆円から約 32 兆円に、本田技研の連結総資産は約 5 兆円から約 13 兆円に急増した

⁴² なお、1997 年から 2005 年までの海外売上高比率の推移を業種別平均値で確認すると(サンプル数が 10 社以上の業種に限る)、医薬品が 14.8%増(エーザイ 40.5%増、武田薬品 28.2%増など)、自動車は 14.4%増(KYB 20.1%増、ショーワ 19.6%増など)、鉄鋼が 12.4%増(大和工業 36.0%増、日立金属 16.2%増など)と、グローバル化の進展が顕著であった。

が、その中心は海外現地法人の設立・拡大であった。海外現地法人数はこの間、トヨタ自動車では56社(進出先30カ国)から88社(同29カ国)に、本田技研では101社(同33カ国)から144社(同38カ国)に増加していた⁴³。その結果、連結総資産に占める海外資産の比率も、トヨタ自動車は1997年度の47.0%から2007年度の60.3%に、本田技研が同61.8%から同75.2%まで上昇していた。自動車メーカーが海外進出する場合、現地法人の設立や買収以外の選択肢は少なく、海外子会社の急増は企業の選択問題というよりも、グローバル化に伴う必然的な結果であったと言える⁴⁴。

なお、海外売上高が1997・2005年度のどちらかの時点で上位50社に含まれる計68社について、1997年と2007年の海外現地法人数を調査した結果、部門別では化学や海運で現地法人数の増加が顕著であった。例えば、現地法人が27社(15カ国)から48社(21カ国)に増加した住友化学では、2000年以降、韓国や台湾の現地法人で液晶ディスプレイ事業に展開していた。また、信越化学工業も、オランダでの塩ビ事業やスイスでのセルロース事業の買収のほか、中国にも現地法人を設立していた。海運では、急成長する中国を中心とした取扱量の増加や合理化目的による海外支店の現地法人化の影響などで、日本郵船が30社(11カ国)から76社(30カ国)、商船三井が3社(3カ国)から50社(25カ国)、川崎汽船が26社(16カ国)から52社(26カ国)へと、それぞれ現地法人数、進出先国数の増加が顕著であった⁴⁵。

4. グループ化の進展とグループ組織の巨大化

4-1. 連結子会社数

多角化やグローバル化は、企業のグループ化の進展を伴っていた。ここでは日本企業のグループ化の動向を確認しておこう。まず、グループ化の程度を直接的に表現する企業の連結子会社数

⁴³ 日産自動車は1997年度から2007年度にかけて連結総資産が約8兆円から約12兆円に増加しているが、現地法人数は1997年の70社(同22カ国)から2007年の46社(同22カ国)に減少している。ただしこの間、海外売上高比率は58.0%から79.8%に、海外資産比率も40.7%から56.8%に上昇しており、グローバル化は着実に進展していた。

⁴⁴ なお、現地生産と輸出のいずれにウェイトを置くかは業種ごとの差異が大きく、海外生産比率と海外売上比率(海外生産+輸出)の傾向を業種別にみると、自動車や電気・電子では両比率とも非常に高いが、鉄鋼や化学では海外生産比率が相対的に低い。また、2002年から2008年の変化をみると、鉄鋼や一般機械では輸出の増加で、食料品や繊維では現地生産の拡大あるいは国内生産の縮小でグローバル化に対応していた。詳しくは内閣府(2010)「平成22年度 年次経済財政報告」参照。

⁴⁵ もっとも、1997年から2007年の間に現地法人数の増加が全般化していたわけではないことには注意が必要である。この間、事業の成熟化が進むなど「選択と集中」が必要な企業では、現地法人数を削減しているケースも目立つ。例えば、鉄鋼業では、新日本製鉄が37社(13カ国)から24社(8カ国)へ、住友金属工業が28社(11カ国)から18社(7カ国)へ、神戸製鋼所が48社(13カ国)から32社(7カ国)へとそれぞれ現地法人数が減少していた。電気機器でも、日立製作所が98社(27カ国)から67社(21カ国)へ、NECが86社(31カ国)から68社(30カ国)へ、京セラが56社(20カ国)から20社(7カ国)へ減少していた。

の推移に注目する。図 1-9 によると、東証一部非金融事業法人の平均連結子会社数は、1990 年度の 18 社から 2000 年度の 34 社まで 10 年間でほぼ倍増し、その後は 2005 年度の 36 社まで安定的に推移した。大企業では子会社数の増加傾向がより顕著であった。総資産上位 200 社の連結子会社数は、1990 年度の 48 社から 2000 年度の 118 社まで倍以上の伸びを示しており、その後も 2005 年度の 127 社まで緩やかな増加傾向を維持していた。したがって、連結子会社は、大企業を中心に 1990 年代に顕著に増加し、その後は安定的に推移した。

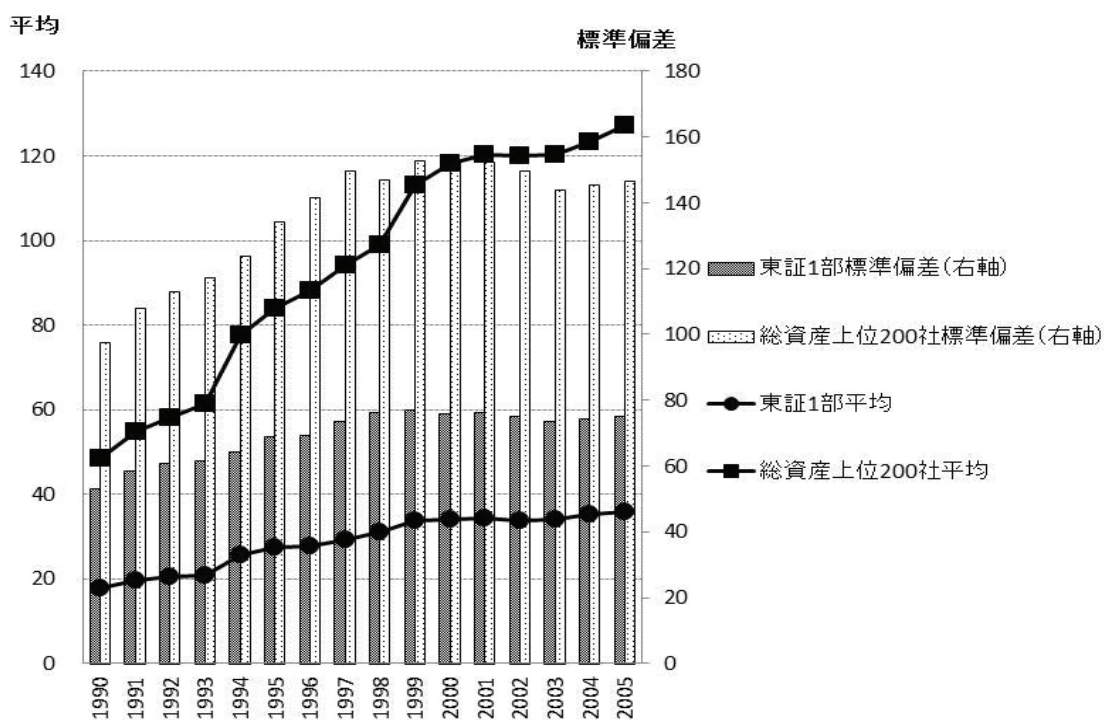


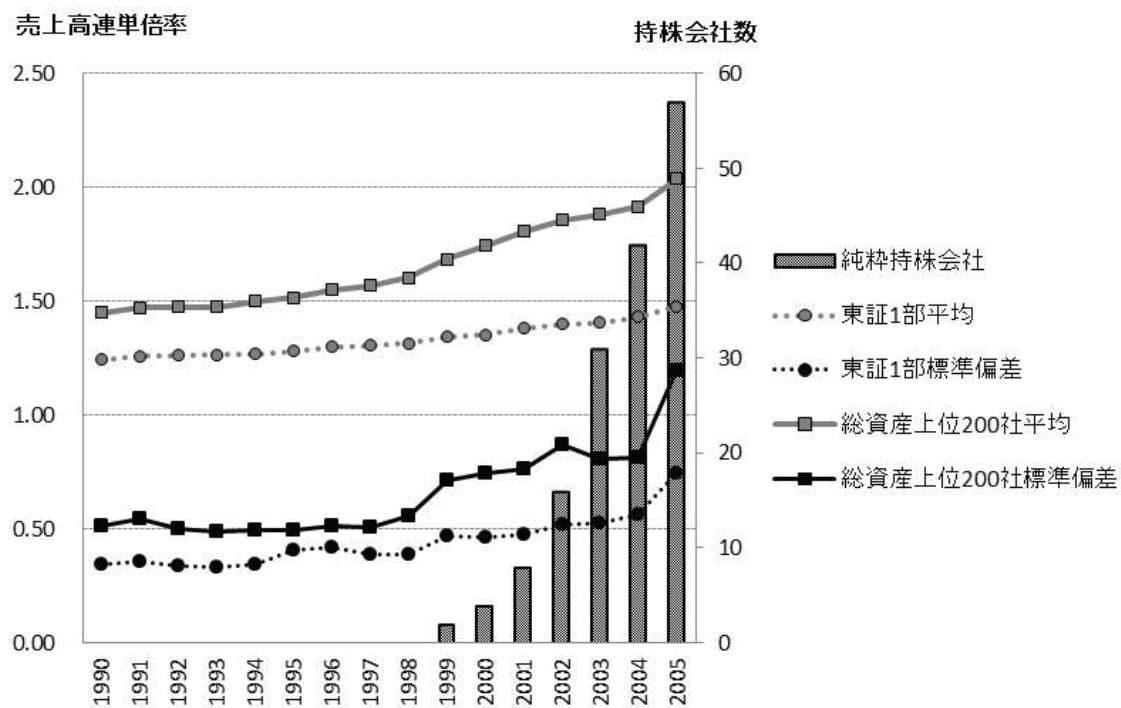
図 1-9 連結子会社数

4-2. 売上高連単倍率

次に、グループ化の程度を表す代表的な指標である売上高連単倍率の推移に注目しよう。この指標は、親会社単体の売上高に対するグループの連結売上高の比率で表わされるため、親会社と子会社の企業の境界を把握するという意義もある。ただし、この売上高連単倍率の算定には、自身で事業をもたないことから単体の売上高が存在しない純粋持株会社は含まれていない。つまり、グループ化が進展し、連結売上高に占める子会社売上高の比重が相対的に大きな企業が純粋持株会社に移行した場合、これらは集計対象から除外されるため、見た目の売上高連単倍率が過小に評価される可能性がある。

そこでまず、純粋持株会社について確認しておこう。1997 年の解禁以降、図 1-10 のように東証一部上場企業における持株会社数は順調に増加している。特に、2002 年度以降の伸びが大きい。次に、この純粋持株会社の特性を 2005 年度時点で事業会社と比較してみよう。表 1-3 をみると、

純粋持株会社を採用する企業ほど、事業分野数が多く多角化が進展しており、連結総資産の規模が大きいことが確認できる。また、グループ化にとって焦点となる連結子会社数も、事業会社が平均 35 社であるのに対して純粋持株会社は平均 56 社であり、且つこの平均値の差は 5%水準で統計的に有意であった。したがって、純粋持株会社が増加傾向を示し始めた 2002 年度以降は、売上高連単倍率がやや過小に評価されている可能性がある。



注) 総資産上位200社のサンプル数は1990-2000までは154、2001-2002が152、2003-2004が147、2005が140である。

図 1-10 売上高連単倍率と持株会社数

表 1-3 純粋持株会社特性

	事業会社			純粋持株会社			平均値の差の検定
	Obs	Mean	Std. Dev.	Obs	Mean	Std. Dev.	t値
事業数	1012	3.11	1.24	57	3.81	1.47	-4.0827 ***
エントロピー指数	1012	0.66	0.41	57	0.79	0.45	-2.314 **
海外売上高比率	549	0.30	0.22	22	0.27	0.22	0.5651
売上高連単倍率	1002	1.48	0.74	0	-	-	-
連結子会社数	1003	35	74.81	54	56	75.96	-1.9908 **
総資産(単独)	1004	358,767	887,923	54	432,835	1,135,796	-0.5878
総資産(連結)	1003	504,454	1,519,383	54	922,659	2,592,370	-1.882 *

注) 2005年度での比較。事業分野数とエントロピー指数は日本標準産業分類の3桁基準である。

以上のことを念頭に置いた上で、売上高連単倍率の推移を図 1-10 により確認しよう。東証一部上場企業の売上高連単倍率の平均をみると、1990 年代前半の約 1.25 倍から 2005 年度の 1.48 倍まで緩やかな上昇傾向がみえてとれる。他方、総資産上位 200 社の売上高連単倍率の平均値の推移をみると、1990 年代後半以降の上昇傾向がより明確である。売上高連単倍率は、1995 年度の 1.51 倍から 2005 年度の 2.04 倍まで 10 年間で 0.53 ポイントも上昇していたのである。さらに、純粋持株会社の増加傾向も併せて考えると、大企業を中心にして企業のグループ化が近年著しく進展していることが理解できよう⁴⁶。

4-3. グループ化の方法—1990 年代の分社と 2000 年以降の M&A—

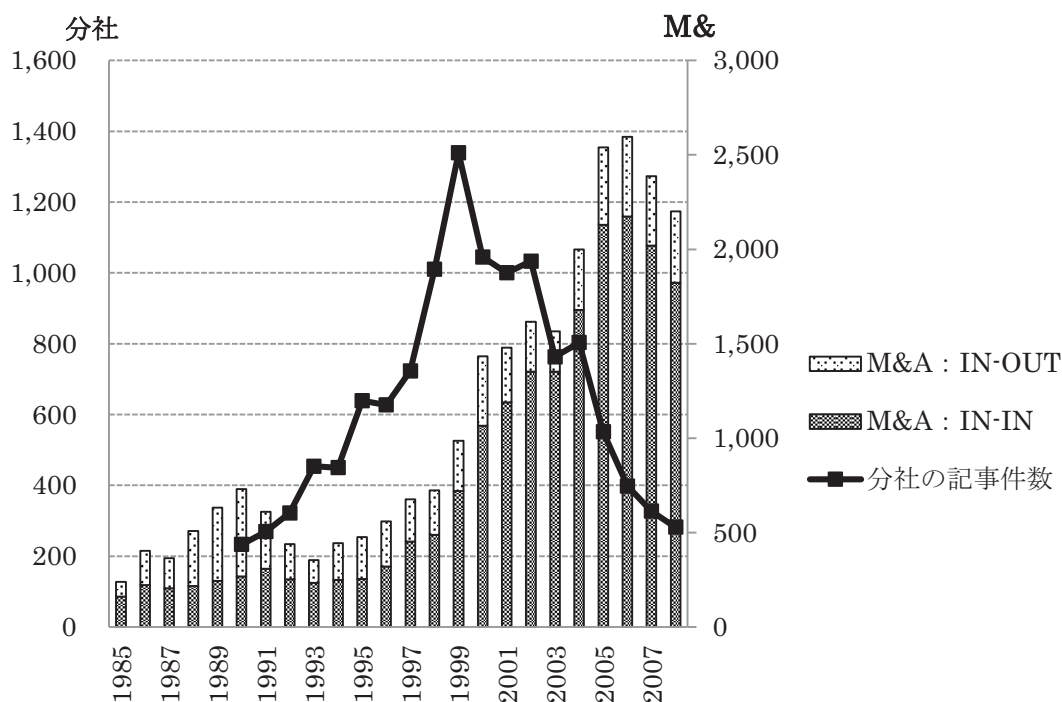
近年の日本企業のグループ化の進展は、1990 年代を通じた連結子会社数の増加と、1990 年代後半からの売上高連単倍率の上昇という特徴から裏付けることができた。つまり、1990 年代に子会社数が増加し、その後子会社のウェイトが増大するという形でグループが拡大していったのである。そこで次に、日本企業がいかんにしてグループ化を進めたのか、その戦略展開の方法を確認しておこう。

図 1-11 は、日経四紙に掲載された「分社」の記事数、および M&A 件数の推移を示したものである。分社に関しては、新聞記事の件数であり、分社自体の件数の推移を示したものではないが、分社が 1990 年代を通じて顕著な増加傾向を示していることが確認できる。特に、銀行危機後の 1998 年度から IT バブルの形成とその崩壊後の 2002 年度にかけては年 1,000 件以上の高水準にあり、経営環境の悪化に対応した親会社の合理化目的の分社が多かった。財務・経理・法務などの管理部門・間接部門の分社による経費削減、損益・コスト管理の徹底による財務体質の改善、独立採算の徹底による資産効率の向上などである。そして、分社は 1999 年度の 1,300 件超をピ

⁴⁶ なお、売上高連単倍率の標準偏差も近年の上昇傾向が明確であった。2000 年 3 月期からの本格的な連結決算の導入以降、グループ経営の強化は各社共通の必須事項となったが、M&A の活用等によるグループ化の進展度や子会社ウェイトの上昇は、企業間での差異が拡大していると言える。

一に減少傾向に転じ、2005年度以降は年600件未満に後退した。実際、アンケート調査でも、2002年までに分社を行った企業の割合が42.2%であったのに対して、2003年以降分社を行った企業の割合は37.2%へと低下していた⁴⁷。

他方、M&Aの推移をみると、日本企業同士のM&A (IN=IN)と日本企業による外国企業のM&A (IN=OUT)を合計した件数は、特に2000年以降急激に増加した。その件数は、2000年には1,434件に達し、その後2004年には2,000件、2006年にはさらに増加し2,595件とピークに達した⁴⁸。



注) 分社の記事数数は「日経テレコン21」を利用して作成。日経四紙合計。各年度とも期間は4/1から翌年3/31まで。M&Aは、「MARR 統計とデータ June2010」より作成。

図 1-11 分社とM&A

ところで、アンケート調査では、2002年までと2003年以降に多角化を進めた企業にその方法を尋ねている。その結果、2003年以降の多角化では、「社内実施」が最多で51.2%、「100%子会社の設立(主に自社の経営資源を活用)」が次点で45.7%であった。したがって、多角化の方法としては、既存の経営資源を活用する内部成長が依然として主流である。ただし、「社内実施」が

⁴⁷ 工場・生産部門、研究開発部門、販売・マーケティング部門、間接部門(経理・財務・総務・人事など)、事業部や社内カンパニーの5つのうちいずれか1つでも分社した企業の割合である。なお、分社の対象に関しては、2002年までは工場・生産部門が19.5%と最も多く、2003年以降は事業部や社内カンパニーの分社が22.8%と最大であった。

⁴⁸ 詳しくは蟻川・宮島(2007)など参照。

2002年までの63.0%からは約10%減少しているのに対し、2003年以降はM&Aの増加が注目される。「他社を買収・合併(主に人材・技術などの獲得)」は19.4%から36.2%に、「他社を買収・合併(主に設備・顧客などの獲得)」は15.7%から22.8%に着実に増加しており、2003年以降のM&A件数の増加傾向と整合的である。

以上のように、日本企業のグループ化は、1990年代には主に分社化、2000年以降は主にM&Aによって進められた。

5. 組織構造の変化

これまで見たように、日本企業の事業ポートフォリオは、多角化とグローバル化によって事業内容と地理的範囲で事業ドメインが拡大した。では、経営戦略とその結果としての事業構造の変化に対処するために、日本企業はどのような組織構造を採用していたのだろうか。ここではまず、事業構造と組織形態の一般的な関係を整理したうえで、本研究の論点を明確化しよう。

Chandler(1962)は、企業の事業構造が多角化するにつれて、分権的な組織形態である事業部制(M-Form)の採用が進展することを示した。多角化によって事業構造の異質性・多様性が高まり、個別の製品市場への迅速な対応が必要になると、現場情報に精通した各事業単位の責任者に戦略的意思決定の権限を委譲したほうが、より効率的になるからである。その後、コンティンジェンシー理論では、安定的で同質な経営環境では規模の経済や専門化のメリットを享受できる職能別組織が適合的であり、不安定で異質な経営環境では迅速な意思決定や柔軟な市場対応などの点で、事業部制組織がより適合的であることが示されている⁴⁹。

⁴⁹ 加護野(1993b)など参照。

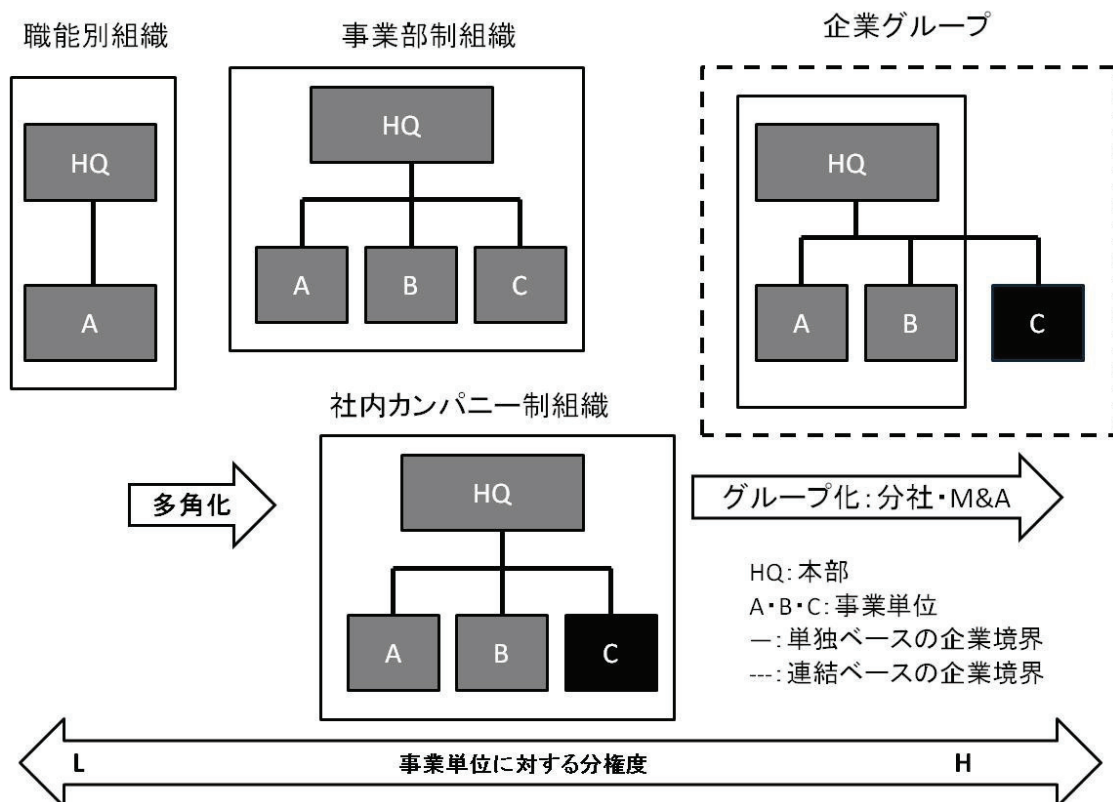


図 1-12 組織構造のパターン

図 1-12 は、組織構造の典型的パターンを、事業単位に対する分権度の観点から整理したものである。まず、職能別組織とは、製造や販売などの基本的職能に基づいて部門が形成される組織形態であり、一般的には単一事業の企業で採用されることが多い。事業の複雑性は低く、経営陣と現場間の情報の非対称性の程度も小さい。したがって、基本的には意思決定構造は集権的である。

事業部制組織とは、①企業の事業活動を複数の自己充足的な組織単位(事業部)に分割し、②事業部に意思決定権限を委譲すると同時に、③その業績によって事業部のコントロールと資源配分を行うという組織運営の方法である(加護野・榊原・奥村, 1981)。したがって、基本的には事業部には一定の独立性が付与されるが、日本企業の事業部は自律性の高いプロフィット・センターを特徴とする本来の事業部制組織(M-Form)とは異なり、分権度が相対的に低い擬似的な事業部制組織が主流であった。

これに対して社内カンパニー制とは、事業部制組織における事業部に対する分権度をさらに高め、事業単位を擬似的な企業(カンパニー)とみなし、事業責任者(プレジデント)により大きな裁量を与えられる組織形態である(渡辺, 1996)。1994年のソニーに続き、三菱化学、HOYA、日立製作所、東芝などでも導入された⁵⁰。事業単位の独立性を高めることで、市場への迅速な対応を可能

⁵⁰ 三菱化学は1994年の三菱化成と三菱油化の合併を機に、HOYAは1997年、日立製作所と

にするとともに、経営責任を明確化し、事業責任者のインセンティブを高める効果が期待される。つまり、事業部と社内カンパニーはともに企業内部の事業単位であるが、一般には社内カンパニーのほうがより分権度が高い組織形態であると理解される。実際、事業部と社内カンパニーの分権度の比較を行った宮島・稲垣(2003)も、社内カンパニーの分権度がより高いことを報告している⁵¹。

次に、完全子会社は、連結ベースでみた場合には同一の企業グループ内の事業単位ではあるが、法的な人格を有する別会社である。当然、独立企業であるため、子会社に対する分権度は、親会社内部の事業単位である事業部や社内カンパニーよりも高いと考えられる。しかし米国では、事業部と子会社間に実質的な差異はないと認識されている⁵²。また、中間組織と言われるように、別会社ではあるものの、その株式(議決権)は親会社によって100%所有されるため、指揮・命令系統上の機能面では親会社内部の事業単位と実質的な差異はないという見方もできる。

本節では、日本企業の組織形態の現状をアンケート調査の結果から確認しておこう。近年の日本企業の事業構造の多角化やグローバル化は、経営環境の多様性を増加させ、IT革命や規制緩和は外部環境の変化に対する意思決定のスピード、迅速な対応の重要性を増加させた。したがって、これらの条件からは、日本企業でも分権的な組織形態の採用が進展していることが予想される。

表1-4 パネルAは、組織形態別の企業数を、過去と現在について整理したものである⁵³。現在の組織形態としては、職能別組織が29.9%にとどまり、過去に比べて約5%ポイント減少していた。その他の約70%の企業は、何らかの形で分権的な組織形態をとっている。その中心は事業部制組織であり51.9%を占めるが、時系列的には減少している。それに代わって、社内カンパニー制が4.2%から7.8%へ、純粋持株会社が2.1%から7.1%へと着実に増加しており、分権的な組織形態の採用が進展していることがわかる。

それでは、この分権的組織の採用は、事業構造の変化に対応しているのだろうか。すなわち、多角化が進展した企業では、職能別組織から事業部制や社内カンパニー制などへの移行がみられるのだろうか。表1-4 パネルBは、企業の組織形態別に、日本標準産業分類3桁基準に基づく関連事業分野数とエントロピー指数(関連多角化度)の基本統計量を整理したものである。これをみると、平均事業分野数は職能別組織を採用する企業で2.76、事業部制組織で3.41、社内カンパニー制で4.33となっている。また、エントロピー指数の平均も職能別組織で0.55、事業部制組織で0.77、社内カンパニー制で1.15となっている。したがって、基本的には多角化が進展している企業ほど分権的な組織形態を採用する傾向が確認できる。

東芝は1999年に導入した。また、松下電器産業も1997年に同様の組織形態である社内分社制を採用している。

⁵¹ ただし、この差異が統計的に有意であるか否かはテストされていない。

⁵² 米国の多くの法学者、経営学者が事業部と子会社間に差異はないとの立場であることについてはItoh and Shishido(2001)参照。例えば、Belenzon et al.(2009)も両者を区分していない。

⁵³ 過去は、現在の組織形態に変更する前の組織形態である。

表 1-4 組織形態

パネルA 組織形態

	過去 企業数	比率	現在 企業数	比率
職能別	49	34.5%	46	29.9%
事業部制	82	57.7%	80	51.9%
社内カンパニー制	6	4.2%	12	7.8%
純粹持株会社	3	2.1%	11	7.1%
その他	2	1.4%	5	3.2%
合計	142	100%	154	100%

注) 過去は、現在の組織形態に変更する前の組織形態である。

パネルB 組織形態と事業構造(事業分野数, エントロピー指数)

事業分野数	N	平均	標準偏差	最小値	最大値
職能別	46	2.76	0.92	1	5
事業部制	80	3.41	1.46	1	11
社内カンパニー制	12	4.33	1.44	3	7
純粹持株会社	11	3.36	1.29	2	5
その他	5	4.40	2.70	1	8
エントロピー指数	N	平均	標準偏差	最小値	最大値
職能別	46	0.55	0.36	0.00	1.49
事業部制	80	0.77	0.45	0.00	2.06
社内カンパニー制	12	1.15	0.36	0.66	1.75
純粹持株会社	11	0.61	0.37	0.04	1.41
その他	5	0.90	0.71	0.00	1.65

注) 事業分野数とエントロピー指数は日本標準産業分類の3桁基準である。

6. まとめ

本章の狙いは、日本企業の事業ポートフォリオ構造の複雑化と、グループ組織の巨大化に関する具体的なイメージを得ることにあつた。特に、これまで十分に理解されているとは言い難かつた1990年代以降の多角化の実態に、企業の抱える事業分野数と多角化の代表的指標であるエントロピー指数を用いて接近した。本章で確認された事実を再度整理すれば以下の通りである。

第一は、多角化の時系列的変化についてである。1990年代の初頭には、バブル崩壊後の多角化の修正、すなわち専門化方向へのシャープな変化があつた。これは、関連多角化・非関連多角化とも共通であり、事業分野数でもエントロピー指数でも、また、製造業も非製造業も、大企業もすべてに共通していた。その後は、2000年代の初頭まで多角化が進展していた。ただし、この1990年代における多角化には、次のような特徴があつた。一つ目の特徴は、製造業が多角化の主役であつたことである。製造業では関連事業分野数・非関連事業分野数ともに増加傾向にあり、関連多角化度・非関連多角化度ともに上昇していた。対照的に、非製造業の多角化度は、全体的には安定的に推移していた。非製造業の大企業に限定すれば、1990年代前半の専門化が明確であつた。この点で、1990年代における多角化の動向は、製造業と非製造業で対照的であつた。二つ目の特徴は、1990年代の多角化は、大企業でより明確であつたという事実である。特に

1999年から2003年頃までは、製造業の大企業を中心に大きな多角化方向への変化が確認できた。そして、この大企業による多角化は、関連多角化だけでなく非関連多角化でも進展していた。2002年以降になると、多角化は安定的に推移するようになった。ただし、このことは必ずしも日本企業における事業ポートフォリオの再編が下火になったことを意味しない。事業分野数を増加させるケースと減少させるケースが拮抗した結果、あるいは多角化方向へ変化した業種と専門化方向へ変化した業種とが相殺して、表面的には多角化度が安定的に推移していたと解釈できる。実際に、多角化や専門化といった事業戦略の転換の動きが活発化するのには主に1997年の銀行危機以降であり、繊維や紙・パルプなどの伝統的業種と鉄道・バスや電力・ガスなどの公共サービス部門では多角化が進展する一方、国際的な競争に晒され規模の経済の追及が大きな課題となった鉄鋼や一次産業では専門化が進展していたのである。

第二は、グループ組織の巨大化についてである。1990年代の後半、特に1998年から2002年にかけては分社化が活発に行われ、また2000年代以降はM&Aが活発に行われた結果、企業の連結子会社数は大きく増加した。そして、このグループ化の進展は特に大企業で顕著であった。総資産上位200社平均でみれば、2005年時点で連結子会社数は127社に、売上高連単倍率は2.04倍に達している。

第三は、経営組織についてである。組織構造の変化をアンケート調査から確認すると、社内カンパニー制や純粋持株会社が着実に増加しており、分権的な組織形態の採用が進展していることがわかった。そして、基本的には、多角化の進展に伴って分権的組織形態の採用が増加する傾向が示された。

第2章

経営戦略の変更とコーポレート・ガバナンス

—多角化戦略からのアプローチ—

1. はじめに

日本企業は、多角化やグローバル化の進展によって事業ポートフォリオ構造が複雑化し、分社や M&A の積極的な活用による連結子会社の増加によってグループ組織が巨大化した結果、経営陣と事業ユニット間の情報の非対称性が拡大した。これは、日本企業が経営管理機構、あるいは従来型の経営システムの限界に直面するようになったこと、そしてトップ・マネジメントの経営負荷が以前に比べて一層大きくなったことを意味する。そこで本章と次章では、日本企業の戦略的対応策の一つである事業ポートフォリオの再編を分析の中心テーマに据える。ここで、事業ポートフォリオの再編、あるいは「選択と集中」などと言った場合、その背後には、どの事業のウェイトを減らし、どの事業のウェイトを高めるのか、あるいはどの事業から撤退し、どんな事業へ新たに進出するのかといった、企業の戦略的な意図が存在する。

本章では、経営陣の意思決定が具体的な形として現れる経営戦略の変更分析の焦点を当て、そのメカニズムの解明を試みる。そして、この戦略的意思決定メカニズムに対する企業のガバナンス構造の影響を解明する。つまり、企業のガバナンス構造が、経営者の戦略的意思決定、すなわち経営戦略の変更に対してどのような影響をもつのかを実証的に検討し、その結果からガバナンス構造の役割を考察する⁵⁴。序章でみたように、1990年代以降は、日本企業が経営戦略とコーポレート・ガバナンス構造の両面で非常にダイナミックな変容を経験した興味深い時期である。本章では、この1990年代以降2000年代の半ばまでの期間を分析対象とする。より具体的には、次のような問いに解答を与える。企業パフォーマンスの低下は、戦略変更や事業ポートフォリオ再編の契機となるのだろうか、それとも企業の戦略策定は企業パフォーマンスとは無関係に実施されているのだろうか。また、企業のガバナンス特性は、経営戦略の変更にいかなる影響を与えたのだろうか。あるいは、企業のガバナンス構造の違いは、企業パフォーマンスと戦略変更の関係に何らかの影

⁵⁴ 菊谷・伊藤・林田(2005)は、1990年代の日本企業における事業ポートフォリオの再編に対して、新規事業への進出と既存事業からの撤退という観点から分析を行い、進出と撤退を組み合わせ実施している企業が多いこと、進出か撤退かという片方の戦略を採用するよりも両者を組み合わせた場合にパフォーマンスに対してプラスの影響があったことなどを報告している。しかし、進出と撤退に対するガバナンス要因の影響に関しては、負債の規律以外は扱われていない。

響を与えるのだろうか。

本章の構成は以下の通りである。第 2 節では、経営戦略の変更がどのような意味をもつのかを先行研究をレビューしながら整理する。また、経営戦略として多角化戦略に着目する理由を、一般的なエージェンシー理論と経営戦略論に依拠しながら簡単に説明する。第 3 節では、経営戦略の変更の捉え方を議論したうえで、経営戦略の変更に対するパフォーマンス要因とガバナンス要因の影響に関する仮説を提示する。そして、推計モデルと変数を説明する。第 4 節と第 5 節は計量分析のパートである。第 4 節では、企業の経営戦略変更の決定要因を分析する。パフォーマンス要因とガバナンス要因の影響が検討される。続く第 5 節では、特に企業パフォーマンスが悪い状況、具体的には資産効率が業種平均未満の場合と最終損益が赤字の場合に焦点を当て、第 4 節の分析結果を再検討する。最終節はまとめである。

2. 経営戦略変更の意義—なぜ戦略変更を問題とするか—

本研究では、企業のガバナンス構造が、企業内の意思決定プロセスに与える影響を解明することに分析の重心を置く。そして、この意思決定プロセスとして、本章では経営戦略の変更に着目する。適切な経営戦略の策定・変更は、企業組織を外部環境に適応させ、事後的な財務パフォーマンスを大きく左右する極めて重要な要素であるからである。

Van de Ven and Poole (1995)、Rajagopalan and Spreitzer (1997)によると、戦略変更とは、組織と外部環境との連帯における形態、特性、状態の経時的な変化として定義される。ここで、Hofer and Schendel (1978)によると、組織と外部環境との連帯とは、組織が自身の目的を達成する方法を示す、現在と将来の資源配分と環境との関係についての基本的なパターンである。そして、この戦略変更の発生に対しては、組織とその外部環境の状態が影響を及ぼすと考えられる。組織パフォーマンスは、組織と外部環境の適合に依存して決定されるため、外部環境における機会や脅威の出現といった状況の変化は、組織に対し改めて外部環境に適合することを要求し、戦略変更を促進することになる。また、組織の状態も戦略変更の発生に影響を与える。例えば、組織がパフォーマンスの低下に直面した場合、状況打開のために新たな戦略を採用しようとするだろう。

その一方で、Hannan and Freeman (1984)は、組織には過去と同じことを行い続ける傾向、すなわち「組織慣性」が備わっていることを指摘している。Kelly and Amburgey (1991)は、組織慣性が高い組織は、外部環境の変化により戦略変更が必要になった場合でも、戦略変更を行わない傾向が強くなることを報告している。このような組織と外部環境の適合に着目した戦略変更の議論に基づき、組織の内部・外部環境の様々な要因が戦略変更を促進する可能性が検討されてきた⁵⁵。しかしながら、環境変化と戦略変更の関係には、必ずしも一貫した関係が見出せるわけで

⁵⁵ 例えば Kelly and Amburgey (1991)は、1938年から85年までのアメリカの航空貨物産業を対象に、組織慣性を上昇させる組織の規模と年齢が上昇すると戦略変更の可能性が低くなること

はない。これらの実証結果に対し、Rajagopalan and Spreitzer(1997)は、外部環境や組織の状態は必ずしも客観的に一意に決定されるものではなく、外部環境と組織の状況に対する管理者の認知上の差異が、戦略変更における差異となって現れていると論じている。仮に組織が同じ外部環境、組織の状態に直面したとしても、戦略変更を行う組織と行わない組織が存在する理由は、管理者の認知上の差異に起因するのである⁵⁶。この議論に従えば、経営戦略の策定と実行を担当する主体に対して影響を与える要因は、戦略変更にも影響を与えうることが示唆される。

このように、外部環境の変化により戦略の変更が必要になった場合でも、これが起きない理由としては、組織慣性や経営者の認知という要因が考えられる。この他にも、そもそも外部環境と経営戦略が事前的に不適合であったという可能性も考えられる。現在企業が採用している戦略が外部環境に最適であるか否かは、事前にはなかなか判断の難しい問題である。つまり、もともと既存戦略が外部環境にマッチしていない状況から、外部環境が既存戦略にとって望ましい状況に変化した場合は、戦略変更の必要性は小さいと考えることができる。そこで本研究では、外部環境の変化を戦略変更のトリガーとして問題視するのではなく、客観的な基準に照らして戦略変更が必要と思われる状況を想定して分析を進める。例えば、企業の財務パフォーマンスが低迷している場合、あるいは同業他社に比べて自社のパフォーマンスが低いような場合は、何らかの戦略の見直しが必要であると考えられることは妥当であろう。

さて、本章では、経営戦略の策定を行う意思決定主体として経営者を想定し、その意思決定の内容として多角化戦略に注目する。すなわち、経営戦略として企業の事業多角化を取り上げる。ガバナンスに関する先行研究の多くは、エージェンシー理論に依拠して議論を展開してきた。プリンシパルとエージェントの関係として株主と経営者を捉える場合、不確実性に起因する契約の不完備性、双方の利害相反、情報の非対称性などの条件から経営者の努力水準の低下、すなわちモラルハザードの可能性が問題となる。そこで、モニタリングやインセンティブを適切に設計することによって、エージェントの意思決定や行動をコントロールし、努力水準を維持させることが必要になる。したがって、経営者の行う実質的な意思決定・判断は、ガバナンスが有効に機能しているか否かを判断する重要な材料であり、本研究の分析上の重要な焦点となる⁵⁷。そして、この経営者の行う意思決定とは、経営学の教科書的に言えば、企業全体に影響を与える重要な問題が対象であり、

を発見した。また、Miller & Chen(1994)も、1979年から86年のアメリカの国内線航空産業を対象とし、組織の規模と年齢が上昇するに従い同じ戦略を採り続ける傾向が強くなることを確認している。

⁵⁶ 例えば Grimm and Smith(1991)は、鉄道会社27社の855人の上級管理者を対象とした調査から、若く、経験の浅い上級管理者ほど、戦略変更を行う傾向があることを発見している。

⁵⁷ なお、ガバナンスを議論する際の理論的背景として、ステークホルダー・アプローチが採用される場合もある。すなわち、企業が円滑な事業活動を営むためには、株主ばかりでなく従業員・債権者・サプライヤーなどの取引先企業、顧客、政府、地域社会など様々なステークホルダーの協力が必要であり、経営者の役割をこれらステークホルダーの利害調整に求めるという見方である。ただし、ここでの文脈で重要なことは、ステークホルダー・アプローチを採用する場合も、誰を重視するかという違いはあっても、問題の焦点は企業の実質的な意思決定を担う経営者の判断・行動にあることである。したがって、ガバナンスに関連する従来の議論からは、企業経営者の意思決定に分析の焦点を当てることが重要であることが示唆される。

その結果が組織に与える影響が極めて大きいといった性質をもつ⁵⁸。

そこで本研究では、事業ポートフォリオの選択とその結果が反映される多角化戦略に注目する。企業が活動する事業領域の選択は、企業ドメインの決定という全社的課題であり、かつ、この意思決定の成否は財務成果など、企業全体に与える影響が最も大きな問題の一つだからである⁵⁹。

3. 分析の枠組み

3-1. 経営戦略の変更—多角化と専門化—

分析の鍵概念である経営戦略の変化が発生するか否かは、先行研究のレビューでも示したとおり、企業経営者の認知、あるいは主観的な状況判断に依存する。したがって、企業が同じような状況に直面しても、その状況は意思決定者の主観的価値というフィルターを通して認知・解釈されることになるため、実際に経営戦略の変化が起きるか否かは、事前的には判断できない。例えば、環境に変化が生じて、速やかに戦略を変更する場合と、従来の戦略が維持される場合とがあり得る。これは、経営戦略の変更が、現在の戦略を正しいと認識しているか、あるいは改善・変更の余地があると認識しているかという意思決定者の認知に依存するからである。そこで本研究では、経営戦略の変更が実施される前の段階に、意思決定者の認知という要素が介在するという前提を置き、ガバナンス構造などの要因が経営戦略の変更に対してどのような影響を与えるのかを検討する。

ここでは、経営戦略の変更の捉え方を整理しておこう。本研究で扱う経営戦略の変更、すなわち多角化度の変化という観点からみれば、パフォーマンス低迷時には、不採算事業の縮小や撤退（多角化度の縮小）、あるいは将来性の見込める新規事業への参入など（多角化度の拡大）、現状からの脱却を図る何らかの手当てを講じる必要があるだろう。ここで問題となるのが、変化の方向である。多角化戦略の変更には、多角化方向への変化と専門化方向への変化の両方がある。パフォーマンス低迷時という客観的基準を用いて戦略変更が必要な状況を特定し、戦略変更が起こった場合を規範的に望ましいと判断できたとしても、どちらの方向への変化が望ましいかまで判断することは難しい。

多角化に関しては、多角化のパターンと組織パフォーマンスとの関係を検討した Rumelt(1974) や吉原・佐久間・伊丹・加護野(1981)の先駆的業績以降、研究の蓄積が厚い。近年の実証研究では、Berger and Montgomely(1988)、Wernerfelt and Montgomery(1988)、Lang and Stulz(1994)、Berger and Ofek(1995)などが、過剰な多角化は経営の非効率を招き、企業価

⁵⁸ 企業の意思決定は概念的に、戦略的意思決定(トップ)・管理的意思決定(ミドル)・業務的意思決定(ロー)に区分されるが、経営者が行う意思決定は、企業全般に関係する重大で影響力の最も大きい問題である。

⁵⁹ なお、多角化の決定要因に関しては、宮島・稲垣(2003)が90年代の日本企業(製造業)を対象に、既存市場の需要成長率が低く不確実性が高いこと、企業規模が大きいことなどが多角化を促進することを確認している。米国企業を対象とした研究では、Berger and Ofek(1999)が80-90年代を対象に、未利用資源が多いことが多角化を促進すること、日本とは逆に企業規模の拡大が専門化を高めることを確認している。

値の毀損をもたらすことを明らかにしている。日本企業を対象とした分析では、Lins and Servaes (1999)が92年と94年、平元(2002)が95年のクロスセクション分析で、それぞれ多角化ディスカウントの存在を確認している。また、多角化のタイプに関しては、関連多角化には肯定的な見方が多い一方で、非関連多角化には否定的な見方が多い。例えば、Wernerfelt and Montgomery (1988)は拡散した多角化よりも集中した多角化が企業パフォーマンスにプラスであることを示し、Markides and Williamson(1994)は短期的な範囲の経済性に加え、長期的な戦略的資産の蓄積の点でも関連多角化の優位性を指摘している⁶⁰。また、Berger and Ofek(1995)は、企業価値のロスが関連多角化では緩和されることを示している。このように、関連多角化では、市場情報やノウハウ、技術、生産設備、流通チャネルなどの経営資源の共通利用可能性が高くシナジー効果が期待される一方、非関連多角化では、経営者と部門間の情報の非対称性が深刻であり、経営者の専門性の低下や部門間の調整コストの上昇などによって非効率が発生すると考えられるからである。このように、多角化が組織非効率を発生させるという一連の実証研究から判断すれば、ある程度多角化が進展している企業では、業績悪化時にさらなる多角化を模索するよりも、不採算部門の縮小・撤退など、事業の「選択と集中」を進める戦略変更がより重要であろう。しかしながら、シナジーが薄く効率性が低いとされる非関連多角化にも、リスク分散の効果によりパフォーマンスの安定性が高まることを指摘している舟岡(2003)、宮島・稲垣(2003)などの研究もある。つまり、多角化と効率性、あるいは企業価値との関係を重視すれば、過剰な多角化や非関連の多角化は修正されるべきであり、多角化度の減少が事業のリストラクチャリングとして重要な意味をもつ。一方で、多角化にはリスク分散や成長性の維持といった側面もあるため、企業の持続的で安定的な発展という経営戦略のあり方をも含めて判断すれば、多角化を全面的に否定することも難しいだろう。単に効率性だけでなく安定性も考慮すれば、関連多角化も非関連多角化もそれぞれに利点をもつことになる。一方、専門企業の場合は、これ以上の多角化度の減少はないから、多角化方向への変化しか考えられない。この専門企業のパフォーマンスに関しては、例えば菊谷・斎藤(2006)では、専門企業の組織効率が高く、「餅は餅屋」効果が認められることが示されている。ただし、専門化企業における多角化は、必ずしも悪い選択ではない。製品ライフサイクルの終焉、あるいは既存技術の陳腐化などへの対処として、新たな収益源を模索するなど、多角化方向への戦略変更が必要不可欠な場合もある。

以上でみたように、多角化がどちらの方向に変化するのが望ましいかは、企業の置かれた外部環境・内部環境によってそれぞれ異なるため、事前的に良し悪しを判断するのは非常に困難と言える。そこで、経営戦略の策定という経営者の意思決定に対するガバナンス要因の影響を考察する本研究では、多くの先行研究が検証してきた多角化とパフォーマンスの関係に注目するのではなく、多角化戦略の“変更”に議論の焦点を当てることにする。つまり、多角化の水準自体や関連・

⁶⁰ 他にも Morck, Shleifer and Vishny (1990) など参照。関連多角化に関しては Rumelt (1982) や Varadarajan and Ramanujam (1987) などが肯定的な見方を示す一方、平元(2002)は企業価値のディスカウントが非関連多角化だけでなく関連多角化でも見られることを示している。

非関連といった多角化のパターン、あるいは効率性の追求かリスク分散の追求かといった多角化の目的を問うのではなく、多角化度の変化に注目することで、パフォーマンス低下時に適切に経営戦略の見直しが行われていたのか否かを問題にする。

3-2. 仮説—戦略変更に対するパフォーマンス要因の影響—

本研究では、企業パフォーマンスが悪化した場合に経営戦略の見直しが必要であると考え、この戦略変更に対する企業のガバナンス構造の影響を検討する。組織パフォーマンスが悪化した場合に、適切な経営戦略の変更を促すメカニズムが機能しているかどうかは、ガバナンスが正常に機能しているか否かを判断する一つの重要な要因だからである。例えば先行研究でも、外部役員の派遣確率や経営者の交代確率が企業パフォーマンスに負に感応するか否かがテストされてきた。そして、企業パフォーマンスの低下に応じて外部役員の派遣確率や経営者の交代確率がシステムティックに上昇する場合、ガバナンスが有効に機能していると判断されてきた⁶¹。このように、企業のパフォーマンス要因は、コーポレート・ガバナンスに関する先行研究でも扱われてきた中心的な視点であり、組織パフォーマンスの低下は何らかの改革圧力を増加させると考えられる。

ただし、戦略変更に対するパフォーマンス要因の影響を、規範的な視点から判断することは極めて難しい。例えば、パフォーマンスの低下に伴って戦略変更が発生する場合、業績の悪化が経営者に対する改革圧力を増加させるという意味で、経営の規律づけメカニズムが有効に機能していると読むことができる。しかし、実際の企業行動では、業績が悪くなってから戦略を変更するのは遅い、あるいは受動的すぎる対応であるといった消極的な見方も可能であろう。他方、戦略変更に対するパフォーマンス要因の影響が有意に正である場合は、業績の良い企業ほど戦略変更の程度が大きいことになるが、これも規範的視点からの判断は難しい。この場合、日本企業の経営者は余裕がある時に次の手を考えているという意味で、先見性やリスクテイクの姿勢があるといったポジティブな評価が可能である反面、業績が悪いほど戦略が硬直化するというネガティブな評価も可能だからである。本研究では、戦略変更に対するパフォーマンス要因の影響の解釈、特に規範的な判断には上記のような見方もあり得るということを念頭に置きつつ分析を進める。

ところで、前節で議論した通り、経営戦略の変更は企業の直面する外部環境や内部環境の変化によって発生すると考えられる。この文脈に従えば、戦略変更の引き金となるのは、パフォーマンスの水準よりはむしろその変化かもしれない。しかし、環境が変化した場合に必ず戦略変更が必要であるという議論では、変化前の環境条件と企業戦略が事前的に適合しているということが初期条件として暗黙に仮定されている。すなわち、事前的に環境条件と経営戦略が不整合であり、環境の“変化”が発生しなくとも戦略変更が必要であるという重要な可能性が排除されてしまっている。もし、外部環境と経営戦略が事前的に不適合であれば、外部環境の変化は、既存戦略にとって望ましい方向への変化と、さらに望ましくない方向への変化の両方の可能性が考えられる。しかし、外部

⁶¹ 例えば、Kaplan and Minton (1994) は、業績低下が外部からの役員派遣の確率を上昇させること、さらにその後の経営者交代の確率が上昇することを示した。

環境の変化が既存戦略にとって好ましい方向への変化である場合は、環境変化が起こっても戦略変更の必要性は低い。そこで本研究では、環境条件の変化よりもむしろ、組織パフォーマンスの低迷という絶対的な基準を用いて分析を進める。つまり、パフォーマンスが低いということは外部環境と戦略がマッチしていないことの結果であると考え、パフォーマンスが低いほど改革圧力が高まると考える。したがって、企業パフォーマンスの低下に応じて、経営戦略の変更が確認できることは、企業の戦略的意思決定が正常であることを示す一つの証拠とみるわけである。また、パフォーマンス低下時の戦略変更に対するガバナンス要因の影響も規範的に判断し易くなる。つまり、企業パフォーマンスの低下に応じた戦略変更を促すガバナンス要因は、経営の規律づけ機能を果たしていると考えられるからである。そこで、次の仮説を設定する。

仮説 1 企業パフォーマンスが低いほど、戦略変更の程度は大きくなる。

3-3. 仮説—戦略変更に対するガバナンス要因の影響—

企業パフォーマンスが低迷している時に必要な戦略変更を促すガバナンス要因は、規範的に“良い”ガバナンスであると判断できる。これらのガバナンスの役割は、何らかの改革が必要な時に、経営者の状況認知に働きかけ、経営戦略の変更を通じて企業の環境適応を促すことにある。伝統的なガバナンスの議論で問題とされてきた経営の規律づけ機能、経営者に対するチェック機能である。ガバナンスの目的は、経営者を適切に規律づけることによって、最終的には効率的な経営を達成させることにあるため、非効率な状態を如何にして矯正するかという規律づけ機能にこそガバナンスの真価が現れると考えられるからである。企業のパフォーマンスが低迷した時に、経営者に対する圧力を増加させ、何らかの戦略変更を促すガバナンス要因は、経営者に対する規律づけの観点から評価できる。逆に、パフォーマンス低迷時に、既存の戦略を温存させる、あるいは戦略変更を阻害するガバナンス要因は、企業にとって望ましくないと判断できる。

本研究では、経営戦略の見直しが必要な場合に、経営者の認知に働きかけ、戦略的意思決定に影響を与え得る企業のガバナンス要因として、以下の要因を検討する。

内部ガバナンス—トップ・マネジメント要因—

トップ・マネジメントは企業の意思決定主体であり、当然戦略変更の判断に大きな影響を与える。このトップ・マネジメント要因としては、①取締役会の規模、②取締役会に占める外部役員の比率、③執行役員制度の導入、および④純粋持株会社への移行の影響を検討する。

取締役人数と企業パフォーマンスとの関係を検証した先行研究では、Yarmack (1996)、中山 (1999)、鈴木・胥 (2000)、斎藤 (2002) などが、取締役員数が多いほど企業パフォーマンスが低いという負の相関関係を報告している。実務面でも、1990 年代初頭のバブル崩壊以降、取締役会のスリム化が進められるようになり、特に 1990 年代の後半以降は、執行役員制度の導入に伴ってこの動きが加速した。同時に、社外取締役の導入も進むなど、1990 年代は日本企業のトップ・マネジメント改革が大きな進展を見せた時期であった。これらのトップ・マネジメント改革は、大規模で内部者優位、経営と執行の一致といった伝統的な日本型取締役会が抱える問題点、すな

わち戦略的意思決定とモニタリングの機能強化を狙ったものであった。これらの改革が狙い通りに取締役会の戦略的意思決定機能とモニタリング機能の向上に寄与するのであれば、パフォーマンス低下時の戦略変更を促進させることが期待される⁶²。このように、従来の日本型企業の取締役会特性に対する否定的な見方に依拠すれば、すなわち大規模な取締役会では、部門代表の役員間で利害調整に時間がかかるため戦略変更の意思決定が遅れる、あるいは取締役会の規模が多いほど実質的な議論が行われずに形骸化が進んでいるという可能性に基づけば、取締役会規模は戦略変更に対してマイナスの影響を与えると予想される⁶³。他方、取締役会における外部役員の比率に関しては、外部役員が多いほど、パフォーマンス低迷時の戦略変更圧力は増大するものと考えられる。なぜならば、社内のしがらみから相対的に自由であり、客観的・独立的な視点からの意思決定が期待される外部役員は、経営トップに対しても忌憚なく意見を言うことが求められるからであり、戦略策定の前提となる環境分析がより厳格化する可能性があるからである。

また、執行役員制度の採用も、パフォーマンス低迷時の戦略変更を促すものと期待される。なぜならば、執行役員制度が導入された場合、業務執行を執行役が担当することで、取締役は全社的視点に基づく経営戦略の策定と事業部門のモニタリングに専念できるようになるため、トップ・マネジメントの戦略的意思決定能力の向上が期待されるからである⁶⁴。また、1997年の解禁以降、純粋持株会社は増加しているが、純粋持株会社制の採用も、パフォーマンス低迷時の経営戦略の変更を促進すると考えられる。なぜならば、純粋持株会社制を採用した場合、業務執行を傘下の子会社が担当することで、持株会社はグループ戦略の策定と傘下子会社のモニタリングに専念できるからである。そして、純粋持株会社制は、機動的な M&A を行い易くすることで傘下事業の再編、すなわち事業の「選択と集中」を促進することも大きな狙いの一つとされている⁶⁵。実際、大坪(2002)は、傘下企業を含むグループ全体の事業再構築を必要とする企業ほど、純粋持株会社を

⁶² 外部役員の役割ではモニタリング機能の充実がより重要であるが、客観的視点からの戦略評価・アドバイス機能にも期待が寄せられている。なお、トップ・マネジメントの特性では、委員会設置会社やストック・オプションの付与などが戦略変更に与える影響も重要な検討課題であるが、今後の課題としたい。

⁶³ ただし、取締役会の規模に関しては、ここでの仮説とは逆の可能性も考えられる。つまり、役員数の多さは多面的な視野からの現状分析を可能にし、戦略変更を促進するという可能性である。どちらの仮説が適合するのかは実証分析の結果で判断する。

⁶⁴ ただし、延岡・田中(2002)は執行役員制度の採用がトップ・マネジメントの戦略的意思決定機能の向上に貢献していないことを示している。また、Aoki(2004)も執行役員制度の導入がその後の企業パフォーマンスにプラスの影響を与えないことを示し、取締役と執行役員の兼任度合いや業種特性の影響を議論している。

⁶⁵ 他にも、傘下子会社の経営責任の明確化によるインセンティブの向上や、傘下企業それぞれの業界特性に適合した人事制度の柔軟な採用、組織文化やビジネス・モデルの異なる企業の融合、敵対的買収からの経営権の防衛なども採用の理由として指摘される。例えば、塘(2008)、頼(2009)、足立・山崎・宇垣(2010)などを参照。また、橋木・砂田・野村(1998)は、純粋持株会社のメリットやデメリットは、分社化やカンパニー制度との比較で論じる必要性を指摘し、持株会社の企業ガバナンスにおける機能面での可能性を論じている。

採用する傾向にあることを示している⁶⁶。

したがって本研究では、1990年代以降の日本企業におけるトップ・マネジメント改革の妥当性あるいはその戦略的意思決定に対する影響を判断するという意味からも、次の仮説を検討する。

仮説 2 取締役会規模が小さいほど、外部役員比率が高いほど、執行役員制度を導入している企業ほど、純粋持株会社に移行している企業ほど、パフォーマンス悪化時の戦略変更の程度は大きくなる。

外部ガバナンス—株主構成—

1990年代以降の日本企業の所有構造における変化の大きな特徴は、株式相互持ち合い比率の低下、およびこれとは対照的な動きを見せた、外国人株主をはじめとする機関投資家のプレゼンスの上昇にある。株式の相互持ち合いに代表される安定株主が経営戦略に対してもつ含意は、敵対的買収に対する対抗策として資本市場からの圧力を緩和し、長期的な視点に立った経営戦略の策定を可能にしたことにある。その一方で、安定株主は Voice も Exit も行使しない株主であるため、企業パフォーマンスが低調な場合でも規律づけの圧力が不十分であると考えられてきた。他方、外国人株主をはじめとする機関投資家が経営戦略の変更に対してもつ含意は、企業価値やパフォーマンスの向上に対する圧力を増大させることであろう。彼らは投資収益率の最大化という目的のために積極的に物言う株主であり、近年では議決権行使などの方法で積極的に企業経営にコミットしている。例えば、篠田(2010)は、商事法務研究会編(2000-2008)『株主総会白書』を用いて、外国人機関投資家等の議決権行使の実態を整理し、2004年以降は1,000社を超える企業が、企業側の議案に対して「否」を突きつけられていることを示している。また、篠田(2010)は、外国人機関投資家が反対する議案の上位3位が、「取締役選任議案」、「監査役選任議案」、「剰余金の処分」であることを報告している。外国人株主をはじめとする機関投資家のアクティブな行動が、経営者に対する規律づけとなっていることは想像に難くない。また実際に、外国人株主の存在が、経営の規律づけ効果を果たし、トービンの q 、ROA、全要素生産性(TFP)などで測定した企業パフォーマンスにプラスの効果をもたらすことを実証した研究も多い⁶⁷。さらに、宮島・新田(2011)は、外国人株主の保有比率の高さと企業パフォーマンスの高さとの関係について、外国人株主が業績の良い企業を投資先として選好したという因果関係を考慮したうえでも、外国人株主が企業パフォーマンスを改善させる効果をもっていたことを実証している。

したがって、ある企業の株主構成において、持ち合い株主の持株比率が高い場合、パフォーマンスが悪化しても積極的な戦略の見直しは行われにくくなることが予想される。一方、外国人株主や機関投資家の持株比率が高い企業では、パフォーマンス悪化時に経営戦略の変更に対する圧

⁶⁶ 大坪(2002)はまた、市場からの資金調達必要性が生じている企業ほど純粋持株会社を採用する傾向にあることも示している。

⁶⁷ Lichtenberg and Pushner(1994)、米澤・宮崎(1996)、佐々木・米澤(2000)、西崎・倉澤(2003)、宮島・新田(2003)、宮島・新田・齊藤・尾身(2004)、浅羽(2005)、深尾・権・滝澤(2007)、Miyajima and Kuroki(2007)などを参照。

力が高まると考えられる⁶⁸。したがって本研究では、次の仮説を設定する。

仮説 3 持ち合い株主の持株比率が高いほど、パフォーマンス悪化時の戦略変更の程度は小さくなる。他方、外国人株主や機関投資家の持株比率が高いほど、パフォーマンス悪化時の戦略変更の程度は大きくなる。

3-4. サンプルとデータ

経営者の戦略的意思決定の結果が反映される多角化度の変更に対する企業ガバナンス要因の影響を検討するために、東証一部上場企業全般(金融・保険を除く)のサンプルを利用する。分析対象期間は、1990年度から2005年度までである。本研究では多角化の変更を問題とするため、サンプル選定の際には上場廃止企業の影響に一定の配慮が必要である。つまり、上場廃止は不採算事業からの撤退や事業売却などの戦略的意思決定と深く関連する可能性があり、これは多角化戦略の変更の重要な一側面であろう。したがって、上場廃止企業をサンプルから除いてしまうと、特に事業縮小・専門化方向への戦略変化が過少に評価されてしまう可能性が高くなる。そこで、このバイアスを回避するために、分析対象期間中に上場していた企業に関しては、すべて生存期間のデータをサンプルに含めることにした。なお、合併の場合も生存期間の企業はすべて捕捉してある。

表 2-1 単独決算と連結決算の比較

戦略的行動の例	単独決算	連結決算
親会社の不採算部門を分社して子会社にする	○	×
子会社の事業を親会社本体に吸収する	○	×
子会社を買収して新規事業に進出する	×	○
子会社が既存事業から撤退する	×	○

注) ○は決算に反映される、×は決算に反映されないことを示す。

ところで、本研究では、経営戦略の変更を連結ベースでみた場合の多角化度の変更として補足するが、単独決算ベースのデータを用いた場合と連結決算ベースのデータを用いた場合のそれぞれの問題点は表 2-1 のように整理することができる。単独決算ベースで多角化を把握した場合、例えば不採算部門を分社化して子会社を設立するようなケースは、グループ戦略(連結決算ベース)としては事業ポートフォリオの構成に実質的な変更がない可能性が高いにもかかわらず、事業の集約化が発生したと判断されてしまうという問題がある。逆に、戦略的な位置づけが高いグループ内の子会社を親会社本体に吸収する場合も、連結ベースでの事業ポートフォリオに実質的な変化は生じていないにもかかわらず、多角化が発生したと判断されてしまうという問題がある。また、グル

⁶⁸ 宮島・稲垣(2003)は、外国人株主が、90年代前半には事業の集中化、後半には多角化を促進したことを示している。

ープ内の子会社がある事業から撤退した場合や新規事業に進出した場合、すなわちグループ戦略全体で見て事業の集約化や多角化という戦略変更が発生したとしても、それは単独決算ベースの多角化には反映されない。したがって、単独決算ベースで事業ポートフォリオを把握した場合には、子会社を通じて行われた事業展開の補足に問題が残る。

一方、連結ベースで多角化を把握した場合、親会社本体の部門をスピノフして子会社を設立するようなケースや子会社を親会社本体に吸収するようなケースは、事業ポートフォリオ構成の変更には反映されない。つまり、連結決算ベースの大きな問題点は、グループ内におけるガバナンス構造の変更、すなわち分権化や集権化を伴う子会社ガバナンスのあり方の変更、およびこれと密接な関係がある企業の境界の変更を捕捉することが困難なことである。しかし、1990年代の後半以降活発化した事業の「選択と集中」による事業領域の絞り込みや、2000年以降増加したM&Aによる新規事業への展開といったイベントは戦略変更として反映される。

以上のように、単独決算ベースで事業構造を捉える場合も連結決算ベースで事業構造を捉える場合にもそれぞれ特有の問題があるが、これらの特徴を踏まえたうえで、本研究では連結決算ベースで事業構造を把握する。主な理由は、事業構造が複雑化し、グループ組織が複雑化したことへの対応策として、事業ポートフォリオの再編に注目するからであり、連結ベースでの多角化戦略の変更はその中心テーマであるからである。

3-5. 推計モデルと変数

経営戦略の変更に対する企業パフォーマンスおよび企業のガバナンス構造の影響を検討するために、下記のモデルをパネル推計する。

$$SC_{it} = f[Pef_{it}, CV_{it}] \dots \dots \dots (1)$$

$$SC_{it} = f[Pef_{it}, Gov_{it}, Pef_{it} * Gov_{it}, CV_{it}] \dots \dots \dots (2)$$

上記の推計式中の添え字 *i* は企業、添え字 *t* は年度を表す。ここで、被説明変数の *SC* は、企業の経営戦略の変更度を示す変数である。具体的には、日本標準産業分類の中分類(2桁)と小分類(3桁)基準に基づいて作成したエントロピー指数の *t* 年度から *t+1* 年度にかけての差分の絶対値を用いた。多角化度を示すエントロピー指数の *t* 年度から *t+1* 年度にかけての差分がプラスであれば多角化度が増加したことを示し、この差分がマイナスであれば専門化方向に変化したことを意味するが、すでに述べたように、多角化方向・専門化方向のどちらへの変化が良いかという判断は事前的には困難である。例えば企業パフォーマンスが悪化した場合、不採算部門の縮小や既存事業からの撤退など専門化方向への変化が発生するケースと、新たな収益源を求めて新規事業に進出するなど多角化方向への変化が発生するケースの双方の可能性が考えられるからである。そこで、本推計ではエントロピー指数の差分の絶対値を被説明変数として採用することで、経営戦略変更のマグニチュードを捕捉する。

なお、日本標準産業分類の小分類(3桁基準)は関連多角化の程度を、中分類(2桁基準)は非

関連多角化の程度をそれぞれ表すと考えることができる。この区分の方法は、平元（2002）でも採用されている。すなわち、小分類でみた場合の多角化戦略の変更は、本業と関連のある事業分野内での事業の組み替えといった性格のものであり、中分類でみた場合の多角化戦略の変更は、本業とは異質な事業分野への進出や拡大、あるいは撤退や縮小といった比較的インパクトの大きな事業ポートフォリオの再編という特徴をもつと考えられる。そこで本研究でも、日本標準産業分類の小分類(3 桁基準)に基づくエントロピー指数を関連多角化度、同中分類(2 桁基準)に基づくエントロピー指数を非関連多角化度と捉え、両者の違いも確認する。

ところで、事業ポートフォリオの再編を扱う先行研究では、既存事業からの撤退と新規事業への進出を被説明変数とするものが多い⁶⁹。これは、セグメント情報を用いて、これまで存続していた事業が翌期に存在しない場合(撤退)や、逆にこれまで存在していなかった事業が翌期に存在する場合(進出)を被説明変数として補足する分析である。進出と撤退という、非常に目立つ戦略的意思決定の結果を分析の対象とするものである。ただし、現実には、ある事業から撤退する場合や、新しい事業を始める場合など、日本標準産業分類のコードでみて、ある区分の事業から完全に撤退する、あるいはある区分の事業に新たに進出するというよりも、ある区分内における製品レベルでの撤退や進出によって事業ポートフォリオの再編が行われる場合も多い。例えば、総合家電産業に属するある企業が、テレビ事業やビデオ事業から撤退する場合を考えてみよう。日本標準産業分類でみると、テレビ事業は「ラジオ受信機・テレビジョン受信機製造業」(2813)、ビデオ事業は「ビデオ機器製造業」(2742)の 4 桁分類に該当する。したがって、この企業がこれらの事業から撤退したとしても、3 桁分類に該当する「通信機械器具・同関連機械器具製造業」(281)や「電子応用装置製造業」(274)、あるいは 2 桁分類に該当する「電気機械器具製造業」(27)や「情報通信機械器具製造業」(28)から撤退しない限り、撤退が起こったとはカウントされない。このように製品レベルでの撤退や進出は、これまでの先行研究の方法ではうまく補足できない。既存事業からの撤退や進出が大きな変化であるのに対して、製品レベルでの変化は、いわばマイナーチェンジであるために、この変化に対する要因の分析はなかなか難しい。しかし実際には、ある事業分野からは撤退しない場合でも、その分野内の特定の製品から撤退するようなことはしばしば行われている。このような変化は、特定の事業分野が存在するかしないかでは十分に把握できないが、各事業分野間での経営資源の投入のウェイトの変化で把握できる。つまり、A 製品への資源投入を減らし、B 製品への資源投入を増加させるなどの戦略変更である。勿論、事前に各企業の人的資源の再配置や、各製品別、事業分野別の資金投入計画を全て把握することは不可能である。しかし、この資源投入のウェイト変化は、ある程度事業分野間の売上高構成比の変化に反映されるため、これを基に計算されるエントロピー指数の変化として把握することができる。この経営戦略の変化を、事業が存在するかしないかという質的データではなく、エントロピー指数の変化という連続量の変数として把握し、その要因を分析することが先行研究との大きな違いであり本研究の貢献である。

説明変数の P_{ef} は、企業のパフォーマンスを表す変数である。パフォーマンス変数としては、資

⁶⁹ 森川(1998)、菊谷・伊藤・林田(2005)、菊谷・齋藤(2006)など。

本効率を示す変数として総資産経常利益率を、また成長性を示す変数として本業成長率を採用した。利益指標として経常収益を採用した理由は、金融収支などの影響を考慮した後の利益に基づく資産の効率性が戦略変更に与える影響を確認するためである。また、本業の成長率を採用する理由は、日本企業の経営目標として売上高や市場シェアの拡大が伝統的に重視されてきたからであり、成長は日本企業にとって重要な経営指標の一つと考えられるからである。なお、総資産経常利益率は、年度ごとに平均値プラス・マイナス 3 標準偏差を基準にして異常値処理を行った。さらに、日本標準産業分類の中分類(2 桁)基準に基づく業種平均(各年度)との差分をとって標準化している。日本企業が多かれ少なかれ同業他社をライバルとして認識し、戦略策定を行ってきたと指摘されるため、同業他社と比較した場合の相対的なパフォーマンス水準が戦略変更にどのような影響を与えるのかを確認する意図である。したがって、基本的には同業他社と比較した場合の資産効率の低下が、戦略変更の圧力となるか否かを確認することになる。なお、本節での推計では、必要に応じて現数値のパフォーマンス水準が戦略変更に与えた影響も報告する。また、本業成長率の本業とは、日本標準産業分類の中分類(2 桁)基準に基づく最大売上高部門の $t-1$ 年度から t 年度にかけての変化率である。最大の売上高をもつ部門が変更された場合は、 t 年度の最大売上高部門の $t-1$ 年度の売上高を捕捉して変化率を計算してある。

また Gov はガバナンス変数であり、具体的には以下の変数を採用した。内部ガバナンスの特性を示す変数としては、トップ・マネジメント要因として、取締役人数、取締役会における外部役員比率、執行役員制度を導入している企業を識別する執行役員制度ダミー、および純粋持株会社に移行している企業を識別する純粋持株会社ダミーを採用した。また、外部ガバナンスの特性を示す変数としては、株主構成として、機関投資家持株比率⁷⁰、外国人株主持株比率、および持ち合い株主持株比率を採用した。

なお、CV はコントロール変数である。まず、戦略変更の最終的な意思決定者である社長の特性をコントロールする。変数としては、社長の在職年数を採用した。社長としての在職年数の長さは、権力やリーダーシップの強さの代理変数と考えられる。例えば、社長交代直後は、自分の特色を打ち出すために戦略変更に積極的になるかもしれない。あるいは、長期政権になるほど自身の成功体験の影響が強くなり、柔軟な戦略変更が起きにくくなるかもしれない。逆に、これまでの戦略を変更するためには強力なリーダーシップが必要であり、長期政権の社長でなくては大胆な戦略変更ができないという可能性も考えられる。いずれにせよ、経営戦略の変更に対して、経営トップの属性は何らかの影響を与える可能性があるため、その影響をコントロールする。また、事業ポートフォリオ構造の複雑性やグループ組織の巨大化の程度も戦略変更に影響を与えると考えられるため、 t 年度における多角化度(エントロピー指数)、連結子会社数、連結総資産の自然対数をコントロール変数として採用する。また、各年度におけるマクロショックをコントロールするために年度ダミーを推計式に含めた。

⁷⁰ 機関投資家持株比率は、外国人株式保有比率(除く外国法人判明分) + 信託勘定株式保有比率 + 生保特別勘定株式保有比率である。

したがって、上記の推計モデル(1)は、トップの特性、事前(t 期)の多角化水準、子会社数、企業規模、および年度の影響をコントロールした上で、同業他社と比較した場合の資産効率と本業の成長性が、次期(t 期から t+1 期)への戦略変更の大きさに与える影響をテストするモデルと要約できる。また、推計モデル(2)は、同様の要因をコントロールした上で、パフォーマンス要因とガバナンス要因、およびその相互作用が戦略変更に与えた影響をテストするモデルと要約できる。この推計モデルを、1990-1997 年度の前半と、1998-2005 年度の後半にサンプルを分けて推計する⁷¹。

これらの変数の基本統計量は表 2-2 に整理されている。経営戦略の変化は、関連多角化度の変化でみても、非関連多角化度の変化でみても、1990-1997 年よりも 1998-2005 年のほうが大きくなっている。これは、1997 年以降「選択と集中」が活発化したことと整合的であるが、2000 年代前半まで多角化が進展していたため、前半と後半の差はそれほど大きなものではない。この戦略変更度の時系列推移を示したのが図 2-1 である。基本的には関連多角化戦略の変更度と非関連多角化戦略の変更度はほぼ同じ動きをしているが、平均も標準偏差も 1990 年と 1998 年に山があることが確認できる。つまり、1990 年度から 1991 年度にかけてと、1998 年度から 1999 年度にかけて、戦略変更度が大きくなり、かつその際の企業間差異も大きかったことが分かる。これらは日経平均株価が 1989 年のピークから翌 90 年にかけて下落したこと、および 1997 年の銀行危機の影響を受けて、各企業が経営戦略の見直しを図った可能性を示唆する。つまり、企業パフォーマンスの低下が経営戦略の見直しを促す主要な要因である可能性が示唆される。

企業パフォーマンスに目を向けると、総資産経常利益率(連結)は、前半の 3.5%から後半には 4.6%まで改善している。また、本業成長率も前半の 4.1%から後半には 5.4%まで上昇している。これは後半には 2002 年からの景気回復期が含まれるためと考えられる。他方、ガバナンス変数に関しては、平均取締役人数は前半の 17.2 人から後半の 11.8 人まで大きく減少しており、1990 年代の後半以降、執行役員制度の導入に伴って取締役会のスリム化が進展したことがわかる。実際、後半サンプルでは、22.8%の企業で執行役員制度が導入されている。また、所有構造の変化をみると、機関投資家持株比率の平均値は前半の 10.0%から後半には 15.8%に、外国人株主持株比率は 5.8%から 8.8%まで上昇しており、「もの言う」株主のウェイトが上昇していることがわかる。ただし、機関投資家持株比率の標準偏差は 8.5%から 14.5%に、外国人株主持株比率の標準偏差も 7.6%から 10.5%まで上昇している。したがって、機関投資家や外国人株主の保有比率が高い企業群と低い企業群との分化はより鮮明になっており、これらの株主は収益性の高い企業の株式を選好するという、よく言われる事実と整合的である。「もの言う」株主の存在が増す一方で、「安定株主」と考えられる持ち合い株主の持株比率は前半の 15.8%から後半には 11.0%まで低下している。

⁷¹ 当年から翌年への変化のため、推計サンプルの最終年度は 2004 年度となる。また、ハウズマン検定の結果に従い固定効果モデルの結果を報告している。

表 2-2 基礎統計量

	1990-1997					1998-2005				
	観測値	平均	標準偏差	最小値	最大値	観測値	平均	標準偏差	最小値	最大値
関連多角化戦略の変更度	6,194	0.047	0.115	0.000	2.052	6,897	0.051	0.099	0.000	1.670
非関連多角化戦略の変更度	6,192	0.041	0.095	0.000	1.495	6,897	0.047	0.095	0.000	1.256
総資産経常利益率(連結)	9,102	0.035	0.039	-0.122	0.208	12,135	0.046	0.045	-0.124	0.209
標準化総資産経常利益率(連結)	9,102	0.000	0.036	-0.166	0.166	12,135	0.000	0.042	-0.182	0.180
本業成長率(2桁)	5,387	0.041	0.347	-0.806	11.072	7,809	0.054	0.443	-0.873	19.273
社長在職年数	7,752	6.097	7.819	0.000	53.000	11,270	5.990	7.998	0.000	52.000
取締役数	7,758	17.210	7.597	2.000	53.000	11,178	11.770	5.995	2.000	54.000
外部役員比率	6,346	0.186	0.200	0.000	1.000	10,254	0.168	0.213	0.000	1.000
執行役員制度導入ダミー	6,346	-	-	-	-	8,149	0.228	0.420	0.000	1.000
純粋持株会社ダミー	6,346	-	-	-	-	8,149	0.020	0.139	0.000	1.000
機関投資家持株比率	6,346	10.041	8.491	0.000	52.720	8,149	15.758	14.489	0.000	83.470
外国人株主持株比率	6,346	5.812	7.548	0.000	77.800	8,149	8.757	10.538	0.000	87.930
持合株主持株比率	6,877	15.804	8.933	0.000	61.300	10,378	11.023	8.933	0.000	61.300
エントロピー指数(SIC3桁基準)	6,346	0.659	0.388	0.000	2.096	8,149	0.670	0.410	0.000	2.151
エントロピー指数(SIC2桁基準)	6,345	0.544	0.375	0.000	1.809	8,149	0.563	0.392	0.000	1.864
連結子会社数	9,159	19.530	55.812	1.000	1,142.000	12,331	26.642	63.285	1.000	1,112.000
連結総資産(対数)	9,159	11.785	1.383	7.125	16.532	12,334	11.588	1.442	5.690	17.174
連結総資産(百万円)	9,159	422,788	1,113,555	1,243	15,100,000	12,334	391,254	1,212,836	296	28,700,000

注) 関連多角化戦略の変更度は日本標準産業分類3桁基準のエントロピー指数の対翌年差分の絶対値、非関連多角化戦略の変更度は日本標準産業分類2桁基準のエントロピー指数の対翌年差分の絶対値である。総資産経常利益率・標準化総資産経常利益率の値である。また標準化は各企業の現数値と業種平均との差分である。

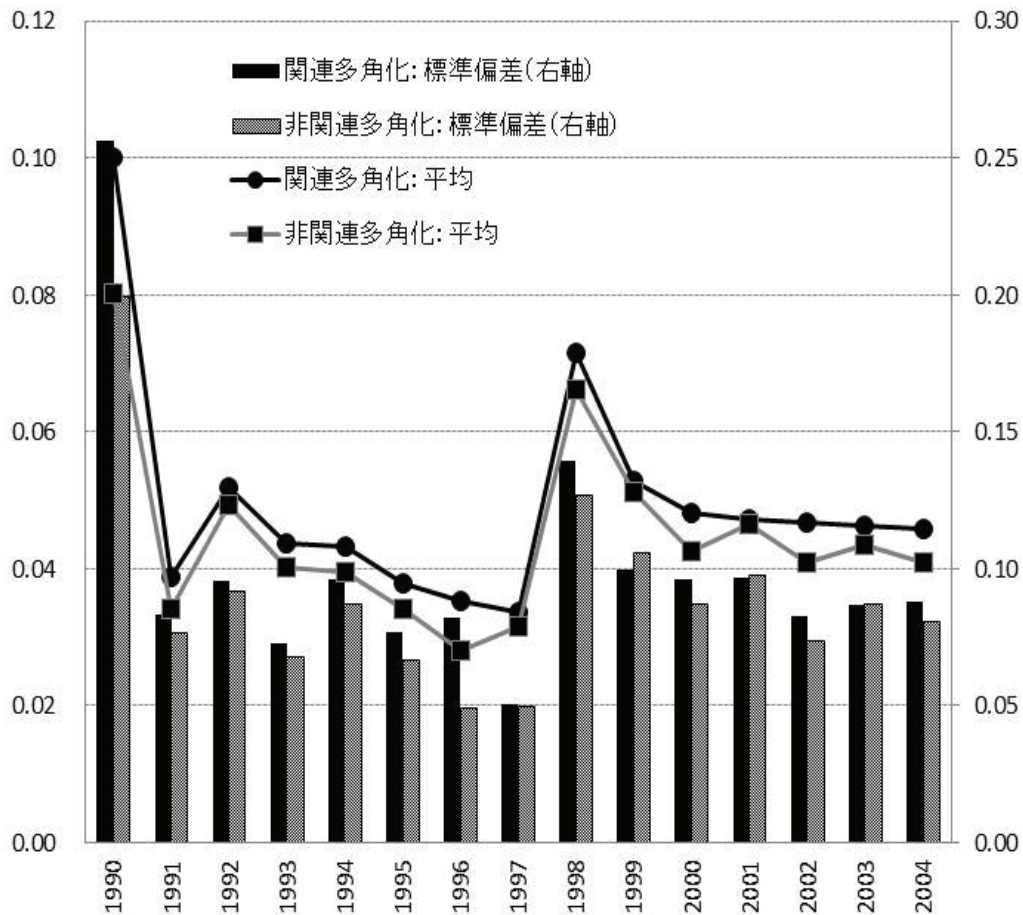


図 2-1 戦略変更度

これらの基本統計量や戦略変更度のグラフからは、1990年代前半の企業パフォーマンスの低迷が契機となって内部ガバナンスの改革が進展し、同時に資本市場からの圧力の増大に直面するようになった企業が経営戦略の見直しを実施した結果、企業パフォーマンスが向上したというストーリーが考えられるが、その因果関係は定かではない。つまり、1990年代前半に比べて1990年代の後半以降は、戦略変更度も大きくなり、企業パフォーマンスも改善しているが、戦略変更が実施されたからパフォーマンスが改善したのか、パフォーマンスが高く余裕のある企業が海外展開などの戦略変更を積極的に実施したのかは不明である。戦略変更度が大きいほど事後的なパフォーマンスの改善がみられるか否かは本研究の対象外であり、今後の課題としたい。以下では、パフォーマンス要因やガバナンス要因が、経営戦略の変更に与えた影響を検証していく。

4. 戦略変更の決定要因

4-1. 戦略変更に対するパフォーマンス要因の影響

表 2-3 パネル A は 1990-1997 年度の、パネル B は 1998-2005 年度を対象とした場合のモデル(1)の推計結果を示している。

はじめに、1990 年代の前半における戦略変更に対するパフォーマンス要因の影響を確認しよう。第一に、現数値の総資産経常利益率の係数は、関連多角化の戦略変更に対しても(モデル 2)、非関連多角化の戦略変更に対しても(モデル 5)、ともに 5%水準で統計的に有意に正であった。これらの結果は、業績が悪化した場合に戦略変更の度合いが大きくなるという当初の予想に反して、資産効率の絶対的水準が高いほど戦略変更の度合いが大きくなることを意味する。ただし、標準化総資産経常利益率は、関連多角化・非関連多角化の戦略変更に対して統計的な有意性をもたないから(モデル 1・4)、同業他社と比較した場合に資産効率が高いことが戦略変更を促すというわけではなく、比較的業績が好調な業界の企業を中心に戦略変更が発生していたとみることができる。そして、第 1 章でみたように、この時期のエントロピー指数の推移をみると基本的には多角化が進展していたから、主に業績が好調な業界で多角化方向への戦略変更が多かったものと判断できる。第二に、本業成長率の係数は、関連多角化の戦略変更に対しても(モデル 3)、非関連多角化の戦略変更に対しても(モデル 6)ともに 1%水準で統計的に有意に負であった。この結果は、本業成長率が低いほど翌年にかけての戦略変更の度合いが大きくなるという強い関係が確認できることを意味する。同様に、この時期には多角化が進展していたから、本業の成長性が鈍化した場合に関連・非関連を問わず多角化が行われたものと判断できる。つまり、本業に陰りが見えた場合に、新たな収益源を模索するという典型的な事業戦略の例といえよう。

次に、1990年代後半以降の戦略変更に対するパフォーマンス要因の影響を確認しよう。第一に、1990 年代前半の推計結果とは対照的に、標準化総資産経常利益率の係数は、関連多角化の戦略変更に対しても(モデル 1)、非関連多角化の戦略変更に対しても(モデル 4)、ともに 1%水準で統計的に有意に負であった。これらの結果は、同業他社と比較した場合の総資産経常利益率が低いほど経営戦略の変更の度合いが大きいという強い関係が確認できることを意味する。さらに、現数値の総資産経常利益率の係数も、関連多角化の戦略変更(モデル 2)、非関連多角化の戦略変更(モデル 5)に対してもともに 1%水準で統計的に有意に負であり、資産効率の絶対的水準が低いことも、関連多角化・非関連多角化を問わず経営戦略の見直しの度合いを大きくするという強い関係が確認できる。したがって、1997 年の銀行危機以降の日本企業では、資本効率が低いほど関連多角化および非関連多角化に関する戦略変更の程度が大きく、企業パフォーマンスの低下が経営者に対する戦略変更の圧力を増加させるという関係が明確に確認できる。第二に、本業成長率は、関連多角化の戦略変更に対しては符号こそ負であるものの統計的に有意ではないが(モデル 3)、非関連多角化の戦略変更に対して 5%水準で統計的に有意な負の感応を示した(モデル 6)。したがって、本業成長率の鈍化は、新規事業への進出などを含む戦略変更を促すと考えられる。

表 2-3 多角化戦略の変更に対するパフォーマンス要因の影響

パネルA 1990-1997						
多角化戦略基準 モデル	関連多角化			非関連多角化		
	1	2	3	4	5	6
総資産経常利益率(標準化)	0.034 (0.433)			0.011 (0.158)		
総資産経常利益率(現数値)		0.152** (2.043)			0.128** (1.998)	
本業成長率			-0.013*** (-3.359)			-0.012*** (-3.606)
社長在職年数	0.000 (0.711)	0.000 (0.739)	0.000 (0.386)	0.000 (0.194)	0.000 (0.229)	0.000 (0.274)
多角化度	0.367*** (33.088)	0.367*** (33.141)	0.010 (0.814)	0.236*** (21.314)	0.237*** (21.390)	0.001 (0.097)
連結子会社数	-0.000** (-2.216)	-0.000** (-2.270)	0.000 (0.754)	-0.000 (-0.287)	-0.000 (-0.347)	0.000 (1.531)
連結総資産	-0.022* (-1.800)	-0.023* (-1.878)	0.003 (0.256)	-0.009 (-0.885)	-0.010 (-0.970)	0.006 (0.609)
年度ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	5,641	5,641	4,901	5,641	5,641	4,901
R-squared	0.214	0.215	0.010	0.114	0.115	0.016
Number of ID	853	853	832	853	853	832

パネルB 1998-2005						
多角化戦略基準 モデル	関連多角化			非関連多角化		
	1	2	3	4	5	6
総資産経常利益率(標準化)	-0.193*** (-3.349)			-0.246*** (-4.508)		
総資産経常利益率(現数値)		-0.194*** (-3.517)			-0.239*** (-4.564)	
本業成長率			-0.005 (-1.296)			-0.009** (-2.279)
社長在職年数	-0.001* (-1.869)	-0.001* (-1.865)	-0.001* (-1.663)	-0.000 (-0.392)	-0.000 (-0.386)	-0.000 (-0.092)
多角化度	-0.251*** (-23.774)	-0.252*** (-23.811)	-0.233*** (-21.861)	-0.240*** (-22.384)	-0.241*** (-22.432)	-0.224*** (-20.608)
連結子会社数	-0.000* (-1.786)	-0.000* (-1.748)	-0.000** (-2.138)	-0.000*** (-3.213)	-0.000*** (-3.169)	-0.000*** (-3.587)
連結総資産	-0.020** (-2.355)	-0.020** (-2.304)	-0.013 (-1.570)	-0.023*** (-2.815)	-0.022*** (-2.737)	-0.016* (-1.915)
年度ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	6,496	6,496	6,383	6,496	6,496	6,383
R-squared	0.109	0.109	0.096	0.102	0.102	0.089
Number of ID	1,095	1,095	1,085	1,095	1,095	1,085

注) 推計は固定効果モデル。()内はt値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。
 被説明変数は、モデル1-3が日本標準産業分類3桁基準のエントロピー指数の対翌年差分の絶対値、
 モデル4-6が日本標準産業分類2桁基準のエントロピー指数の対翌年差分の絶対値。
 多角化度は、モデル1-3が日本標準産業分類の3桁基準のエントロピー指数、
 モデル4-6が日本標準産業分類の2桁基準のエントロピー指数。

以上の分析結果から、戦略変更に対する企業パフォーマンス要因の影響に関しては、以下の 2 つの結論が得られた。第一は、資産効率の影響は 1990 年代の前半と 1990 年代の後半以降では異なっていたことである。1990 年代の前半は、業績が好調な業界の企業を中心に多角化方向への戦略変更が発生していたが、1990 年代の後半以降になると、同業他社と比較した場合の資産

効率および資産効率の絶対的な水準が低いことが多角化戦略の見直し圧力を高めるという関係が明確になったのである。第二は、本業成長率の鈍化が多角化を促すという関係は普遍的な企業行動である可能性である。本業成長率の低下は、1990年代の前半は、関連多角化・非関連多角化の戦略変更の程度を大きくし、1990年代の後半以降は非関連多角化の戦略変更の程度を大きくするという点で、この関係は分析期間を通して一貫していたからである。

4-2. 戦略変更に対するガバナンス要因の影響—1990年代後半以降の分析⁷²—

分析の焦点

ところで、なぜ1990年代の前半には資産効率の低さが戦略変更の圧力とならなかったのに、1990年代の後半以降になると、これが改革圧力となったのだろうか。一つの可能性は、1990年代前半は、安定株主の存在が業績悪化時の資本市場からのプレッシャーを緩和していたというものである。1997年の銀行危機以降は、この株式の相互持ち合いの解消が進み、安定株主比率は低下した。一方で、「もの言う」株主である外国人株主や機関投資家の持株比率が上昇した。この所有構造の変化が、パフォーマンスが悪化した場合の経営者の現状認識に影響を与え、業績の悪化をより深刻な問題として捉えるようになったという可能性である。このように、企業のガバナンス構造は、パフォーマンスと戦略変更の関係に何らかの影響を及ぼしている可能性がある。そこで以下では、戦略変更の度合いが資産効率の低下に応じてシステムティックに大きくなるという関係が確認できるようになった1997年の銀行危機以降の局面に分析の焦点を絞り、企業のガバナンス構造が戦略変更、およびパフォーマンスと戦略変更の関係に与えた影響を検証していく。具体的には、1998—2005年度のサンプルを用い、推計式(1)の説明変数に、ガバナンス変数を単独項として、およびパフォーマンス変数(資産効率)との交差項として導入した推計式(2)を推計する。各ガバナンス変数の単独項は、企業のガバナンス特性の戦略変更に対する直接的な影響を、パフォーマンス変数との交差項は、企業のガバナンス特性が企業パフォーマンスと戦略変更の関係に与えた影響を検討する変数である。

企業のガバナンス構造は、まず戦略的意思決定を行う経営者の環境認知に影響を与え、そしてその結果が経営戦略の変更に反映されるものと考えられる。特に1990年代の後半以降になると、企業パフォーマンスの低下に応じて戦略変更が行われるという関係が明確に確認できたが、企業のガバナンス要因はこの関係に何らかの影響を与えていたかもしれない。もし、企業のガバナンス要因が経営の規律づけ効果を発揮していたとすれば、戦略変更のパフォーマンスに対する負の感

⁷² なお、1990年代の前半サンプルでは本業成長率が低いほど関連多角化・非関連多角化の戦略変更の度合いが大きくなるという関係が確認された。そこで、企業のガバナンス要因がこの関係に与える影響に関しても、ここでの分析と同様に、ガバナンス変数と本業成長率との交差項を導入した推計モデルを用いて検証した。しかし、すべてのガバナンス変数と本業成長率との交差項は統計的に有意ではなかった。したがって、1990—1997年に関しては、本業成長率が低いほど戦略変更の度合いが大きくなるという関係を増幅ないし緩和してしまうガバナンス要因は特定できなかった。

応度を増幅すると考えられる。あるいは逆に、ガバナンス要因が戦略変更のパフォーマンス感応度を緩和していたとすれば、そのガバナンス要因は低パフォーマンス時の改革圧力を緩和してしまうという意味で、適切な戦略変更を阻害していたと判断できる。

内部ガバナンス要因の影響に関するここでの分析の焦点は、企業のパフォーマンスが低迷した場合に、大規模取締役会が戦略的意思決定に関する機能不全を起し柔軟な戦略変更が阻害されていたか否か、あるいは、外部取締役が社内のしがらみにとらわれない独立の視点に立った厳しいチェック機能を果たすことで適切な戦略変更が実現したか否か、また、執行役員制度の導入や純粋持株会社制の採用によって取締役会あるいは持株会社が全社戦略の策定に注力できることで適切な戦略変更が実現したか否かである。一方、外部ガバナンス要因の影響に関するここでの分析の焦点は、パフォーマンス低迷時に、安定株主の存在が資本市場からの圧力を緩和し既存戦略の温存に寄与したのか否か、あるいは、外国人株主や機関投資家などの「もの言う」株主の存在が経営者に対する改革圧力を増幅し戦略変更を促したのか否かである。

推計結果

表 2-4 は推計式(2)の結果を示している⁷³。関連多角化の戦略変更を被説明変数とした場合の推計結果がパネル A に、非関連多角化の戦略変更を被説明変数とした場合の推計結果がパネル B にまとめられている。

⁷³ なお、1990 年代後半サンプルを用いた基本推計で、本業成長率は非関連多角化の戦略変更に対してしか有意な結果を示さなかったため、ここでは関連・非関連多角化両方の戦略変更に対して有意な結果が得られた標準化総資産経常利益率をパフォーマンス変数として用いた推計結果のみを報告する。

表 2-4 多角化戦略の変更に対するガバナンス要因の影響 (1998-2005)

ガバナンス変数	パネルA 関連多角化戦略の変更度													
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
取締役数														
外部役員比率														
執行役員制度														
純粋持ち株会社														
機関投資家														
外国人株主														
持ち合い株主														
総資産経常利益率	-0.192*** (-3.339)	-0.441*** (-3.836)	-0.176*** (-3.020)	-0.178*** (-2.826)	-0.193*** (-3.346)	-0.184*** (-3.036)	-0.193*** (-3.348)	-0.193*** (-3.338)	-0.180*** (-3.217)	-0.162** (-2.042)	-0.200*** (-3.433)	-0.186** (-2.562)	-0.155** (-2.510)	-0.239*** (-2.836)
ガバナンス変数	0.000 (0.387)	0.000 (0.781)	0.000 (1.468)	0.000 (1.467)	0.004 (0.982)	0.004 (0.971)	-0.000 (-0.009)	-0.000 (-0.021)	-0.000 (-0.328)	-0.000 (-0.264)	0.000 (0.837)	0.000 (0.852)	-0.001 (-1.614)	-0.001 (-1.485)
パフォーマンス*ガバナンス	0.022** (2.498)	0.015 (0.076)	0.015 (0.076)	0.015 (0.076)	0.015 (0.076)	0.015 (0.076)	0.015 (0.076)	0.015 (0.076)	0.015 (0.076)	0.015 (0.076)	0.015 (0.076)	0.015 (0.076)	0.015 (0.076)	0.015 (0.076)
社長在職年数	-0.001* (-1.895)	-0.001** (-2.050)	-0.001* (-1.757)	-0.001* (-1.759)	-0.001* (-1.853)	-0.001* (-1.876)	-0.001* (-1.868)	-0.001* (-1.868)	-0.001* (-1.865)	-0.001* (-1.861)	-0.001* (-1.876)	-0.001* (-1.870)	-0.001* (-1.437)	-0.001* (-1.437)
多角化度	-0.251*** (-23.736)	-0.252*** (-23.833)	-0.257*** (-24.159)	-0.257*** (-24.154)	-0.251*** (-23.789)	-0.251*** (-23.791)	-0.251*** (-23.754)	-0.251*** (-23.711)	-0.251*** (-23.763)	-0.251*** (-23.764)	-0.251*** (-23.779)	-0.251*** (-23.778)	-0.251*** (-23.529)	-0.260*** (-23.574)
連結子会社数	-0.000* (-1.779)	-0.000 (-1.636)	-0.000* (-1.801)	-0.000* (-1.803)	-0.000* (-1.773)	-0.000* (-1.770)	-0.000* (-1.785)	-0.000* (-1.775)	-0.000* (-1.784)	-0.000* (-1.769)	-0.000* (-1.788)	-0.000* (-1.774)	-0.000* (-1.791)	-0.000* (-1.740)
連結総資産	-0.020** (-2.386)	-0.018** (-2.106)	-0.017* (-1.956)	-0.017* (-1.926)	-0.020** (-2.304)	-0.019** (-2.199)	-0.020** (-2.350)	-0.020** (-2.350)	-0.020** (-2.279)	-0.019** (-2.170)	-0.021** (-2.435)	-0.021** (-2.382)	-0.021** (-2.248)	-0.019** (-2.001)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	6,496	6,496	6,416	6,416	6,496	6,496	6,496	6,496	6,496	6,496	6,496	6,496	5,863	5,863
R-squared	0.109	0.110	0.113	0.113	0.109	0.109	0.109	0.109	0.109	0.109	0.109	0.109	0.115	0.115
Number of ID	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095	962	962

注) 推計は固定効果モデル。被説明変数は日本標準産業分類3桁基準のエントロピー指数の対翌年差分の絶対値。

多角化度は日本標準産業分類の3桁基準のエントロピー指数。()内はt値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。

パネルB 非関連多角化戦略の変更度

ガバナンス変数	取締役数	外部役員比率	執行役員制度	純粋持ち株会社	機関投資家	外国人株主	持ち合い株主							
モデル	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
総資産経常利益率	-0.246*** (-4.500)	-0.424*** (-3.888)	-0.230*** (-4.160)	-0.222*** (-3.725)	-0.246*** (-4.506)	-0.250*** (-4.337)	-0.246*** (-4.508)	-0.246*** (-4.503)	-0.255*** (-4.585)	-0.248*** (-3.310)	-0.256*** (-4.639)	-0.223*** (-3.238)	-0.198*** (-3.451)	-0.287*** (-3.671)
ガバナンス変数	0.000 (0.282)	0.000 (0.577)	0.000* (1.711)	0.000* (1.715)	0.001 (0.354)	0.001 (0.358)	-0.008 (-0.540)	-0.008 (-0.536)	0.000 (0.839)	0.000 (0.850)	0.000 (1.257)	0.000 (1.298)	-0.001* (-1.664)	-0.001 (-1.518)
パフォーマンス*ガバナンス	0.016* (1.886)	0.016* (1.886)	-0.062 (-0.340)	-0.062 (-0.340)	0.017 (0.184)	0.017 (0.184)	0.006 (0.016)	0.006 (0.016)	-0.000 (-0.141)	-0.000 (-0.141)	-0.000 (-0.141)	-0.003 (-0.789)	0.010* (1.677)	0.010* (1.677)
社長在職年数	-0.000 (-0.416)	-0.000 (-0.531)	-0.000 (-0.299)	-0.000 (-0.282)	-0.000 (-0.386)	-0.000 (-0.375)	-0.000 (-0.396)	-0.000 (-0.396)	-0.000 (-0.401)	-0.000 (-0.400)	-0.000 (-0.404)	-0.000 (-0.389)	-0.000 (-0.333)	-0.000 (-0.332)
多角化度	-0.240*** (-22.321)	-0.241*** (-22.394)	-0.244*** (-22.541)	-0.244*** (-22.542)	-0.240*** (-22.385)	-0.240*** (-22.371)	-0.240*** (-22.347)	-0.240*** (-22.326)	-0.240*** (-22.382)	-0.240*** (-22.376)	-0.240*** (-22.373)	-0.240*** (-22.382)	-0.260*** (-23.491)	-0.261*** (-23.546)
連結子会社数	-0.000*** (-3.208)	-0.000*** (-3.100)	-0.000*** (-3.234)	-0.000*** (-3.219)	-0.000*** (-3.209)	-0.000*** (-3.210)	-0.000*** (-3.209)	-0.000*** (-3.205)	-0.000*** (-3.218)	-0.000*** (-3.213)	-0.000*** (-3.218)	-0.000*** (-3.186)	-0.000*** (-3.257)	-0.000*** (-3.201)
連結総資産	-0.023*** (-2.827)	-0.021*** (-2.608)	-0.021** (-2.463)	-0.021** (-2.486)	-0.023*** (-2.794)	-0.023*** (-2.786)	-0.022*** (-2.778)	-0.022*** (-2.778)	-0.024*** (-2.909)	-0.024*** (-2.851)	-0.024*** (-2.941)	-0.023*** (-2.828)	-0.020** (-2.317)	-0.018** (-2.036)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	6,496	6,496	6,416	6,416	6,496	6,496	6,496	6,496	6,496	6,496	6,496	6,496	5,863	5,863
R-squared	0.102	0.102	0.104	0.104	0.102	0.102	0.102	0.102	0.102	0.102	0.102	0.102	0.117	0.117
Number of ID	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095	962	962

注)推計は固定効果モデル。被説明変数は日本標準産業分類2桁基準のエントロピー指数の対翌年差分の絶対値。

多角化度は日本標準産業分類の2桁基準のエントロピー指数。()内はt値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。

はじめに、関連多角化の戦略変更に対する企業のガバナンス特性の影響を確認しよう(パネル A)。まず、標準化総資産経常利益率の単独項はすべての推計式で1%水準(モデル 1・3・5・7・9・11)ないし5%水準(モデル 13)で統計的に有意に負であり、同業他社と比べて資産効率が低いことが戦略変更の圧力になるという強い関係が確認できる。焦点である企業のガバナンス要因の影響に関しては、単独項として戦略変更に有意な影響を与えているガバナンス要因は存在しない。つまり、特定のガバナンス特性が、関連多角化戦略の変更度合いを大きくしたり小さくしたりするという影響を与えることはない。ただし、パフォーマンス変数との交差項をみると、唯一、標準化総資産経常利益率と取締役会規模との交差項の係数が5%水準で統計的に有意に正であった(モデル 2)。この結果は、取締役会規模が戦略変更の負のパフォーマンス感応度を有意に緩和する、すなわち、同業他社と比べて資産効率が低いほど戦略変更の程度が大きくなるという関係が、大規模な取締役会をもつ企業では有意に緩和されてしまっていることを意味する。したがって、大規模な取締役会は、パフォーマンスが低下した場合の改革圧力を緩和し、適切な戦略変更を阻害するという意味で、ガバナンス上問題があると判断できる。

次に、非関連多角化の戦略変更に対する企業のガバナンス特性の影響を確認しよう(パネル B)。まず、標準化総資産経常利益率の単独項はすべての推計式で1%水準で統計的に有意に負であり、資産効率の低さが戦略変更の圧力になるという強い関係が確認できる(モデル 1・3・5・7・9・11・13)。企業のガバナンス要因の影響に関しては、外部役員比率の単独項の係数が10%水準ながら統計的に有意に正(モデル 3)、持ち合い株主持株比率の単独項の係数が10%水準ながら統計的に有意に負であった(モデル 13)。これらの結果は、外部役員比率が高いほど非関連多角化の戦略変更度合いが大きくなる一方、持ち合い株主の持株比率が高いほど、非関連多角化の戦略変更度合いが小さくなることを意味する。したがって、外部役員が戦略変更を促すのとは対照的に、持ち合い株主は安定株主として既存戦略の温存に寄与し、戦略変化を小さくする効果をもつと言える。さらに重要な事実は、安定株主の存在が低パフォーマンス時の改革圧力を緩和してしまう点である。これは、標準化総資産経常利益率と持ち合い株主持株比率の交差項が10%水準ながら統計的に有意に正であることから確認できる(モデル 14)。つまり、資産効率が低いほど非関連多角化の戦略変更度合いが大きくなるという関係は、持ち合い株主の持株比率が高くなるにつれて緩和されてしまうのである。したがって、1997年の銀行危機後の企業パフォーマンス低迷時には、株式相互持ち合いによる安定株主の存在が、資本市場からの圧力に対する経営者の認識を鈍化させ、資産効率が低下した場合の戦略変更を阻害するという意味でガバナンス上問題があると判断できる。なお、持ち合い株主持株比率の単独項の結果、および標準化総資産経常利益率との交差項の結果に関しては、統計的に十分有意とはいえないものの、関連多角化の戦略変更に対しても同様の傾向が確認できる(パネル A モデル 13・14)。ただし、持ち合い株主持株比率の影響が、関連多角化の戦略変更に対して有意でない一方、非関連多角化の戦略変更に対しては有意であるという差異は、持ち合い株主の存在が、関連多角化よりも非関連多角化の戦略変更において、その安定化機能を強く発揮することを意味する。したがって、安定株主の持株比率が高い企業では、資産効率が低下した場合でも、本業との関連性の薄いビジネスの縮小などの意思決定、

不採算事業からの戦略的撤退などが遅れる可能性が高いと言える。また、パフォーマンス変数とガバナンス変数の交差項では、標準化総資産経常利益率と取締役会規模との交差項も10%水準ながら統計的に有意に正であった(モデル2)。この結果は、関連多角化の戦略変更に対する影響でも確認された通り、資産効率が低いほど非関連多角化の戦略変更度合いが大きくなるという関係が、大規模な取締役会をもつ企業では有意に緩和されてしまうことを意味する。

以上、企業のガバナンス要因が1990年代後半以降の関連多角化と非関連多角化の戦略変更に与えた影響を検証した結果、次の2点が明らかになった。第一は、大規模な取締役会がパフォーマンス低下時の戦略変更を妨げるという事実である。この影響は、関連多角化の戦略変更に対しても、非関連多角化の戦略変更に対しても確認できた。この結果は、取締役会の肥大化が迅速な意思決定を阻害する可能性、多数の取締役に意思決定の責任が分散することで個々の取締役の努力水準やコミットメントが低下する可能性、あるいは各取締役が自身の担当部門の利害を優先することで取締役会内部での調整コストが増大し全社的な視点からの戦略策定が困難になるなどの弊害が顕在化していた可能性を示唆する。したがって、ここでの分析結果は、日本企業が戦略的意思決定能力の向上のために、取締役会のスリム化を進めてきた事実を合理的に説明する根拠となる。他方、外部役員が存在は、非関連多角化の戦略変更を促進するものの、そのパフォーマンス感応度を高めるという意味での規律づけ効果には限界があった。

第二は、株式の相互持ち合いによる安定株主の存在が、パフォーマンス低下時の戦略変更を妨げるという事実である。この結果は、持ち合い株主の存在が、経営陣に対する資本市場からの圧力を緩和し、既存の経営戦略を温存させる効果をもつことを示唆する。ところで、この安定株主の既存戦略保存効果に関しては、次の2つの視点が重要である。一つ目は、「選択と集中」が活発になった1990年代の後半以降に、パフォーマンスの低下に応じた経営戦略の見直しが行われるようになったという事実である。既にみたように、1990年代前半のサンプルでは、戦略変更の度合いが資産効率の低下に応じて大きくなるという関係は確認できないが、1990年代の後半以降は、資産効率の低下に応じて戦略変更の度合いがシステムティックに大きくなるという関係が確認できた。二つ目は、この1990年代の後半以降に、株式の相互持ち合いの解消が進み、安定株主の保有比率が低下することである。実は、株式の相互持ち合いの解消は、特に1997年の銀行危機以降、持ち株の報復売却による株価下落に耐えうる高株価企業、すなわち優良企業が低パフォーマンスの銀行株を売却するという形で進んだ。その際、興味深い点は、低株価企業あるいはファイナンスを依然としてメインバンクに依存せざるを得ない企業は持ち合いを維持したことである⁷⁴。ここで、持ち合い株の売却が企業の自由裁量行動であるとすれば、持ち合い比率の高低は、企業の選択的行動の結果とみることができる⁷⁵。持ち合い株の売却によって持ち合い比率を低下させた企業群は、相対的にパフォーマンスが高く、自律的・主体的に戦略形成できる企業だったかもしれない。他方、

⁷⁴ さらに、事業会社と銀行間の持ち合いが解消に向かう一方、事業会社同士の持ち合いは維持された。詳しくは宮島・稲垣(2003)、第5章を参照のこと。

⁷⁵ この点に関しては、田中(2002)が示すように、株主が企業を投資対象として選ぶというよりも、企業側が自社の株主を選択できるという意味で興味深い。

高い持ち合い比率が維持された企業群は、主体的に戦略変更を行うだけの財務的な余裕がなく、パフォーマンスの低迷に直面し、何かを変えなければいけないとは感じつつも、なかなか戦略の見直しに踏み切れない、あるいは時間がかかってしまう企業だったかもしれない。つまり、経営戦略の固定化が常態化している企業、あるいは戦略変更をしたくない企業ほど、株式の持ち合いを維持したという解釈も可能であろう。したがって、1997年の銀行危機以降に、企業の意思で持ち合い比率の選択が行われたとすれば、高い持ち合い比率が維持された相対的低収益企業よりも、持ち合い比率を低下させた相対的高収益企業のほうが、戦略変更のパフォーマンス感応度が高いとしても不思議ではない。いずれにしても、持ち合い株主の存在が戦略変更の負のパフォーマンス感応度を有意に緩和するという事実発見から、安定株主が資本市場からの圧力を緩和するという従来から指摘されてきた効果をもつことが裏付けられたことは重要である。

4-3. 小括

本節では、関連多角化と非関連多角化の戦略変更に対する企業のパフォーマンス要因、ガバナンス要因、およびこれらの相互作用の影響を分析した。その結果、1990年代前半のバブル崩壊後の局面では、好調な業界の企業と本業成長率の鈍化した企業が多角化戦略変更の主役であった。これに対して、1990年代の後半になると、戦略変更のメカニズムの一部に変化がみられるようになった。本業成長率が鈍化した企業が多角化を模索するという企業行動は不変であったが、同業他社と比較した場合の資産効率および資産効率の絶対的な水準が低いことが戦略変更の圧力を高めるといった関係が明確になったからである。

そこで、低パフォーマンスが多角化戦略の見直しを促進するという関係が明確に確認できるようになった1997年の銀行危機以降の局面に分析の焦点を当て、企業のガバナンス構造が戦略変更のメカニズムに対してどのような影響を与えていたのかを検証した。その結果、第一に、大規模な取締役会が戦略変更のパフォーマンス感応度を有意に緩和してしまう効果をもつことが明らかになった。大規模な取締役会は、資産効率が低下した場合の戦略変更を阻害するという意味で、ガバナンス上問題である可能性が高い。第二に、戦略変更のメカニズムに対する所有構造の影響をみると、持ち合い株主の持株比率が高いほど戦略変更度合いが小さくなる傾向が確認できた。さらに、持ち合い株主の存在が、戦略変更の負のパフォーマンス感応度を有意に緩和してしまうという関係も確認された。したがって、安定株主の存在は、経営者の改革圧力に対する認識を鈍化させ、既存戦略の温存に寄与したという意味で、規律づけ上問題がある可能性が高い。そして重要な点は、持ち合い株主が戦略変更の程度を小さくし、戦略変更のパフォーマンス感応度を低下させるという影響は、非関連多角化の戦略変更のみで統計的に有意であったという事実である。この結果は、企業パフォーマンスが低迷し、非関連多角化の見直しという、より大きな戦略変更が求められる状況において、安定株主の存在が既存事業の温存に寄与し、事業ポートフォリオのリストラクチャリングを遅らせてしまう可能性を示唆する。

ところで、戦略変更メカニズムに対する内部ガバナンスの影響に関しては、経営陣の戦略的意思決定能力を高めることが期待された執行役員制度や純粋持株会社制の採用が、戦略変更のパ

パフォーマンス感応度を高める効果をもたなかったのに対して、大規模な取締役会が戦略変更のパフォーマンス感応度を低下させてしまうという効果が確認された。ただし、取締役会の規模に関しては、平均取締役数が 1990 年代前半サンプルの 17.2 人から 1990 年代後半以降サンプルでは 11.8 人まで減少していることに注意が必要である。つまり、1990 年代の後半以降は、執行役員制度の導入が進むにつれて取締役会のスリム化が進展しており、取締役会の肥大化が戦略の固定化に寄与してしまうという問題は、傾向的には縮小していると言える。

他方、戦略変更メカニズムに対する外部ガバナンスの影響に関しては、機関投資家や外国人株主などの「もの言う」株主の保有比率が高い企業では、経営者が資本市場からの強い圧力に晒されており、パフォーマンス低下時の戦略変更が促進されると予想した。しかし、この効果は確認できなかった。これに対して、現経営者に友好的であり、保有株の売却も株主総会等での発言もしないとされる「もの言わぬ」安定株主は、戦略変更のパフォーマンス感応度を鈍化させるという意味で、資本市場からのプレッシャーを遮断する明確な効果をもった。ただし、機関投資家と安定株主それぞれの持株比率の動きは対照的であり、機関投資家の持株比率の平均値が 1990 年代前半サンプルの 10.0%から 1990 年代後半以降サンプルの 15.8%まで増加する一方、持ち合い株主の持株比率の平均値は 15.8%から 11.0%まで減少していることに注意が必要である。つまり、安定株主の存在が戦略の固定化に寄与してしまうという問題も、傾向的には縮小していると判断できる。

なお、1990 年代の後半以降、戦略変更のパフォーマンス感応度を低下させてしまうという影響は、大規模な取締役会をもつ企業、そして持ち合い株主の保有比率が高い企業で確認されたが、両者の間には興味深い違いがあった。それは、持ち合い株主が戦略変更のパフォーマンス感応度を低下させてしまう影響は非関連多角化のみで確認されたが、大規模な取締役会が戦略変更のパフォーマンス感応度を低下させてしまう影響は関連多角化・非関連多角化の両方で確認されたことである。勿論、安定株主が経営者に対する資本市場からの圧力を遮断し、「選択と集中」にとって重要な非関連多角化の修正を遅らせてしまう問題も大きいですが、この非関連多角化の戦略変更に加えて、関連多角化の戦略変更に対する変革圧力をも緩和してしまう大規模取締役会のあり方は、今後も重要なトップ・マネジメント改革のメニューであると言える。つまり、経営者が改革圧力を認知し、自発的に経営戦略の見直しが行われるためには、直接的な意思決定主体である取締役会のあり方を中心とした内部ガバナンスの再設計が鍵となるだろう。

5. 低パフォーマンス時の経営戦略の見直し

これまで、企業パフォーマンスの低迷を何らかの変革が求められる状況と想定して議論してきた。つまり、企業パフォーマンスが低いほど、不採算事業への経営資源の配分を減らし、コア事業あるいは成長事業への経営資源の配分を増やすなど、事業部門間の資源配分のウェイトを変化させる程度が大きくなると想定し、これらの意思決定の結果が各事業部門の売り上げ構成比をもとに算出される多角化指標であるエントロピー指数の変化に反映されると考えた。そして、このエントロピー指数の変化の絶対値で測った経営戦略の変更度が、企業パフォーマンスに有意に負に感応する

か否かをテストしてきた。ただし、ここで問題となるのが、企業パフォーマンスと経営戦略変更の必要度との関係である。両者の関係は、基本的にはパフォーマンスが低いほど戦略見直しの必要度が高いと考えられるが、単純な線形の負の相関関係にはない可能性がある。ここで、パフォーマンス水準が低い場合には、戦略変更の必要度が高いことは容易に理解できるだろう。しかし問題は、パフォーマンスが一定の水準以上の場合である。業績が好調な場合、あるいは満足できる一定水準以上の成果を維持している場合の戦略変更の必要度はどのように考えられるだろうか。勿論、高業績なので現状維持が望ましい、あるいは戦略変更に伴うリスクの方が大きいという考え方は説得的である。しかし、はたして高業績の場合には戦略変更の必要性が低いと断言できるだろうか。規範的に、業績が悪い場合には経営戦略が見直されるべきだとは言えるとしても、その逆、すなわち業績が良い場合には経営戦略は変更されるべきではないと言えるだろうか。業績が好調な場合、現状維持は勿論“正しい”選択肢の一つであるが、戦略変更を必ずしも“正しくない”と断言できないのではないか。業績好調時に、将来のさらなる成功に備えて、新たな戦略を打ち出すことも十分にあり得るだろう。

したがって、ここで考えるのは、図 2-2 に概念的に示したように、企業のパフォーマンス水準が一定の閾値に満たない場合は、業績悪化の程度に応じて戦略見直しの必要度は高くなるが、パフォーマンス水準がある閾値以上の場合には、企業パフォーマンスと戦略見直しの必要度とは無関係であるという可能性である。つまり、ガバナンスの経営規律づけ効果を検証するという文脈で問題になるのは、戦略の見直しが客観的に必要とされる状況であり、それはパフォーマンスが一定の水準に満たない場合と言えよう。

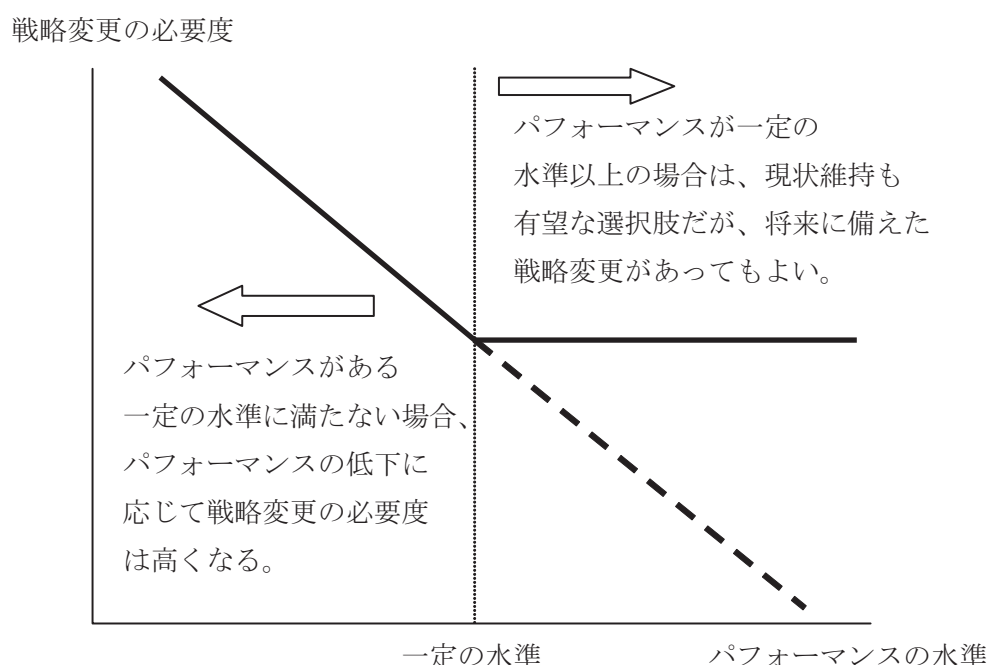


図 2-2 パフォーマンス水準と戦略変更の必要度の関係

そこで本節では、経営戦略の見直しが確実に必要とされる非効率な状況に焦点を当てて、企業パフォーマンス要因とガバナンス要因が戦略変更に与えた影響を再度検証する。具体的には、戦略の見直しが行われるべき状況として、同業他社よりも資産効率が低い場合に焦点を当て、サンプルを限定した上で前節までと同じ推計を試みる。なお、サンプルの分割に当たっては、サンプル全体の中央値や平均値ではなく、各業種の平均値でサンプルを区分した。理由は、たびたび日本企業が同業他社をライバルとして認識し、戦略策定を行ってきたと指摘されるからである。このように、企業パフォーマンスが一定の水準に満たない場合は、経営者の責任がより厳しく問われる状況と言える。そして、この何らかの経営戦略の見直しが求められる状況において、戦略変更を促すガバナンス要因は、経営の規律づけ効果をもつと評価できよう。

なお、総資産経常利益率が業種平均未満のサンプルの基礎統計量は表 2-5 に示されている。全体サンプルに比べると、1990 年代の前半、1990 年代の後半ともに、戦略変更の度合いがやや大きいこと、機関投資家や外国人株主の株式保有比率がやや低い一方、持ち合い株主持株比率がやや高いなどの傾向が確認できる。例えば、1990 年代の後半サンプルでみると、全体サンプルでは 8.8%であった外国人株主の持株比率は低パフォーマンス・サンプルでは 7.1%、全体では 15.8%であった機関投資家持株比率は低パフォーマンス・サンプルでは 13.0%になっている。他方、全体では 11.0%であった持ち合い株主持株比率は、低パフォーマンス・サンプルでは 12.4%となっている。

表 2-5 基礎統計量(低パフォーマンス・サンプル)

	1990-1997					1998-2005				
	観測値	平均	標準偏差	最小値	最大値	観測値	平均	標準偏差	最小値	最大値
関連多角化戦略の変更度	3,391	0.051	0.127	0.000	2.052	3,811	0.052	0.101	0.000	1.670
非関連多角化戦略の変更度	3,391	0.045	0.104	0.000	1.495	3,811	0.049	0.099	0.000	1.256
総資産経常利益率(連結)	5,049	0.012	0.024	-0.122	0.078	6,758	0.019	0.026	-0.124	0.105
標準化総資産経常利益率(連結)	5,049	-0.024	0.021	-0.166	0.000	6,758	-0.027	0.024	-0.182	0.000
本業成長率(2桁)	2,978	0.023	0.339	-0.620	11.072	4,342	0.027	0.359	-0.692	11.806
社長在職年数	4,423	5.412	7.110	0.000	53.000	6,353	5.030	6.805	0.000	51.000
取締役数	4,424	17.804	8.161	2.000	53.000	6,295	11.976	6.038	2.000	50.000
外部役員比率	3,468	0.207	0.202	0.000	1.000	5,660	0.176	0.212	0.000	1.000
執行役員制度導入ダミー	3,468	-	-	-	-	4,497	0.232	0.422	0.000	1.000
純粋持株会社ダミー	3,468	-	-	-	-	4,497	0.022	0.148	0.000	1.000
機関投資家持株比率	3,468	9.156	7.535	0.000	46.910	4,497	13.041	12.492	0.000	82.720
外国人株主持株比率	3,468	4.847	6.477	0.000	77.800	4,497	7.101	9.494	0.000	87.930
持合株主持株比率	3,771	16.343	9.071	0.000	50.370	5,781	12.350	9.059	0.000	53.020
エントロピー指数(SIC3桁基準)	3,468	0.691	0.403	0.000	2.096	4,497	0.702	0.427	0.000	2.151
エントロピー指数(SIC2桁基準)	3,468	0.573	0.383	0.000	1.809	4,497	0.587	0.406	0.000	1.818
連結子会社数	5,049	21.763	59.105	1.000	988.000	6,758	29.309	71.163	1.000	1,112.000
連結総資産(対数)	5,049	11.951	1.397	7.968	16.532	6,758	11.737	1.385	6.215	16.870
連結総資産(百万円)	5,049	510,361	1,279,853	2,888	15,100,000	6,758	433,039	1,256,612	500	21,200,000

注) 関連多角化戦略の変更度は日本標準産業分類3桁基準のエントロピー指数の対翌年差分の絶対値、非関連多角化戦略の変更度は日本標準産業分類2桁基準のエントロピー指数の対翌年差分の絶対値である。総資産経常利益率・標準化総資産経常利益率は異常修正済みの値である。また標準化は各企業の現数値と業種平均との差分である。

5-1. 低パフォーマンス時の戦略変更に対するパフォーマンス要因の影響

経営戦略の変更に対する企業パフォーマンス要因の影響を検討する推計式(1)を、サンプル企業を総資産経常利益率が業種平均未満の場合に限定して再推計した結果は表 2-6 に示されている。

はじめに、1990年代前半の結果から確認しよう。第一に、資産効率が低いほど戦略変更の度合いが大きくなる事が分かる。これは、総資産経常利益率の係数が、関連多角化の戦略変更に対しても非関連多角化の戦略変更に対しても、ともに5%水準で統計的に有意に負であることから確認できる(モデル 1・3)。第二に、本業成長率が低いほど戦略変更の度合いが大きくなることも分かる。これは、本業成長率の係数が、関連多角化の戦略変更に対しても非関連多角化の戦略変更に対しても、ともに5%水準で統計的に有意に負であることから確認できる(モデル 2・4)。したがって、1990年代の前半においては、企業パフォーマンスが業種平均に満たない場合、資産効率や本業成長率の低下が戦略変更の引き金になるという関係が明確に確認できる。

表 2-6 多角化戦略の変更に対するパフォーマンス要因の影響(低パフォーマンス)

期間 多角化戦略基準 モデル	1990-1997				1998-2005			
	関連多角化		非関連多角化		関連多角化		非関連多角化	
	1	2	3	4	5	6	7	8
総資産経常利益率	-0.320** (-1.991)		-0.284** (-2.107)		-0.228** (-2.099)		-0.465*** (-4.385)	
本業成長率		-0.011** (-2.069)		-0.011** (-2.323)		-0.004 (-0.712)		-0.009* (-1.692)
社長在職年数	-0.000 (-0.616)	-0.001 (-0.994)	-0.000 (-0.769)	-0.000 (-0.688)	-0.001 (-1.114)	-0.001 (-1.008)	-0.000 (-0.256)	-0.000 (-0.072)
多角化度	0.367*** (22.698)	-0.062*** (-3.300)	0.247*** (15.333)	-0.072*** (-4.036)	-0.271*** (-18.079)	-0.266*** (-17.406)	-0.250*** (-16.174)	-0.246*** (-15.525)
連結子会社数	-0.000 (-1.105)	0.000 (1.377)	0.000 (0.477)	0.000** (2.281)	-0.000** (-1.962)	-0.000** (-2.042)	-0.000*** (-3.641)	-0.000*** (-3.773)
連結総資産	-0.037** (-1.998)	0.012 (0.659)	-0.016 (-0.994)	0.013 (0.866)	-0.028** (-2.189)	-0.031** (-2.367)	-0.038*** (-3.089)	-0.041*** (-3.177)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	3,138	2,713	3,138	2,713	3,686	3,588	3,686	3,588
R-squared	0.200	0.013	0.114	0.024	0.121	0.117	0.110	0.102
Number of ID	651	624	651	624	879	866	879	866

注) 推計サンプルは総資産経常利益率が業種平均未満のケース。推計は固定効果モデル。

被説明変数はモデル1・2・5・6が日本標準産業分類3桁基準のエントロピー指数の対翌年差分の絶対値、

モデル3・4・7・8が日本標準産業分類2桁基準のエントロピー指数の対翌年差分の絶対値。

多角化度はモデル1・2・5・6が日本標準産業分類の3桁基準のエントロピー指数、

モデル3・4・7・8が日本標準産業分類の2桁基準のエントロピー指数。

()内はt値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。

1990年代前半の全体サンプルを用いた前節での推計では、関連多角化・非関連多角化の戦

略変更に対して標準化総資産経常利益率は統計的に有意ではないが、現数値の総資産経常利益率が有意に正であったことから、業績が好調な業界に属する企業を中心に、資産効率の高い企業が多角化戦略の変更に関与的であるという傾向が示されていた。しかし、同時期でも企業パフォーマンスが業種平均に満たない場合にサンプルを限定した本節での推計結果からは、資産効率の低下や本業成長率の鈍化に応じてシステマティックに戦略変更の度合いが大きくなるという関係が明確に確認できた。

次に、1990年代の後半以降の結果を確認しよう。第一に、資産効率が低いほど戦略変更の程度が大きくなるのが分かる。この関係は、総資産経常利益率の係数が、関連多角化の戦略変更に対しては5%水準で(モデル5)、非関連多角化の戦略変更に対しては1%水準で(モデル7)、それぞれ統計的に有意に負であることから確認できる。したがって、1990年代の後半以降も、企業パフォーマンスが業種平均に満たない場合、資産効率の低下が戦略変更の引き金になるという関係が明確である。ここで注目すべきは、資産効率が低いほど戦略変更の程度が大きくなるという関係は、関連多角化でも非関連多角化でも確認できるが、後者の方が統計的有意水準が高いという結果である。この結果は、資産効率が低下すると、関連多角化だけでなく、非関連多角化に関する戦略変更も実施される傾向が強まることを示唆する。したがって、特に「選択と集中」が標榜されるようになった1997年の銀行危機以降、本業との関連性の薄い事業の縮小や不採算事業からの撤退などを中心とする非関連多角化の修正が図られるようになったことの一因は、資産効率の低下にあったと言える。第二に、本業成長率が低いほど非関連多角化の戦略変更の度合いが大きくなることも分かる。これは、本業成長率の係数が10%水準ながら統計的に有意に負であることから確認できる(モデル8)。

1990年代後半以降の全体サンプルを用いた推計の場合は、関連多角化・非関連多角化の戦略変更に対して、業種調整済みと現数値の総資産経常利益率がともに統計的に有意な負の感応を示し、資産効率の低い企業ほど戦略変更の程度が大きくなるという関係が確認できた。この傾向は、パフォーマンスが業種平均に満たない場合を推計対象とした検証結果でも維持されており、資産効率の低下が戦略変更の圧力を高めるという関係は基本的に不変である。本業成長率の影響も、基本的には全体サンプルと低パフォーマンス・サンプルで違いはなかった。つまり、本業成長率の係数は、関連多角化の戦略変更に対しては統計的な有意性を示さないものの、非関連多角化の戦略変更に対しては統計的に有意に負であった。したがって、本業成長率の低下が非関連多角化の促進要因になる、すなわち本業に停滞感が出た場合、新規事業への戦略展開が模索されるといふ企業行動が示唆される。

本節では、企業パフォーマンスの水準と戦略変更の必要度との関係を考慮し、パフォーマンスが一定の水準に満たない場合、すなわちパフォーマンスの低下に応じて戦略変更の必要度が高くなると想定されるケースを分析の中心に据えて、戦略変更に対するパフォーマンス要因の影響を再検討した。その結果、1990年代の前半では、資産効率の低下に応じて戦略変更の程度が大きくなるという、全体サンプルを用いた分析では明らかにされなかった関係が明らかにされた。また、1990年代の後半以降に関しては、全体サンプルでも確認された関係、すなわちパフォーマンスの

低下に応じて戦略変更の度合いが大きくなるという関係が基本的に維持されていることが確認された。以上の分析結果から、図 2-2 で想定されたように、組織パフォーマンスが一定の水準に満たない場合は、企業パフォーマンスの低下に応じて経営戦略の見直しが行われるという関係がより顕著であることが確認された。

5-2. 低パフォーマンス時の戦略変更に対するガバナンス要因の影響

これまでの分析から、企業のパフォーマンス水準が業種平均に満たない場合は、1990 年代の後半以降だけでなく、1990 年代の前半においても資産効率の低下に応じて戦略変更の程度がシステマティックに大きくなるという明確な関係があることが確認された。それでは、企業のパフォーマンスが一定の水準に満たない場合、企業のガバナンス要因は戦略変更に対してどのような影響を与えていたのだろうか。組織パフォーマンスが悪い時にどういった機能を果たすのかという点は、経営の規律づけメカニズムとしてのガバナンスの意義が最も問われる状況である。そこで、引き続きパフォーマンスが一定の水準に満たない場合に分析の焦点を絞り、企業のガバナンス要因が経営戦略の変更、およびパフォーマンスと戦略変更の関係に与えた影響を検証する。分析の方法は、サンプルを総資産経常利益率が業種平均未満の場合に限定した上で、戦略変更に対するパフォーマンス要因、企業のガバナンス要因、および両者の相互作用の影響を検証した推計式(2)を再推計する。基本的には、戦略変更に対するパフォーマンス変数の主効果が統計的に有意な場合を取り上げ、ガバナンス変数の単独項とパフォーマンス変数との交差項の影響を検証する。したがって、1990 年代の前半に関しては、関連多角化と非関連多角化の戦略変更に対して総資産経常利益率と本業成長率がともに有意に負、1990 年代の後半以降に関しては、関連多角化の戦略変更に対して総資産経常利益率が統計的に有意に負、非関連多角化の戦略変更に対して総資産経常利益率と本業成長率が有意に負であるから、これらが推計の対象となる。

1990 年代前半におけるガバナンス要因の影響

1990 年代前半のサンプルを対象とした推計結果は表 2-7 に示されている。パフォーマンス変数として総資産経常利益率を用いた場合の推計結果がパネル A・B に、本業成長率を用いた場合の推計結果がパネル C・D に示されている。また、関連多角化の戦略変更を被説明変数とした場合の推計結果がパネル A・C に、非関連多角化の戦略変更を被説明変数とした場合の推計結果がパネル B・D に示されている。

表 2-7 多角化戦略の変更に対するガバナンス要因の影響 (1990-1997・低パフォーマンス)

ガバナンス変数	パネルA 関連多角化戦略の変更度, パフォーマンス=総資産経常利益率									
	取締役数		外部役員比率		機関投資家		外国人株主		持ち合い株主	
モデル	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
総資産経常利益率	-0.319** (-1.981)	0.213 (0.547)	-0.337** (-2.091)	-0.268 (-1.135)	-0.331** (-2.056)	0.043 (0.194)	-0.327** (-2.031)	-0.180 (-1.002)	-0.192 (-1.163)	0.211 (0.643)
ガバナンス変数	0.000 (0.283)	-0.000 (-0.236)	-0.073** (-2.001)	-0.081* (-1.948)	0.001 (1.560)	0.000 (0.310)	0.001 (0.778)	-0.000 (-0.302)	0.001 (0.676)	0.000 (0.047)
パフォーマンス*ガバナンス	-0.033 (-1.501)			-0.315 (-0.399)		-0.050** (-2.417)		-0.041* (-1.818)		-0.026 (-1.421)
Observations	3,138	3,138	3,138	3,138	3,138	3,138	3,138	3,138	2,640	2,640
R-squared	0.200	0.200	0.201	0.201	0.200	0.202	0.200	0.201	0.137	0.138
Number of ID	651	651	651	651	651	651	651	651	553	553

ガバナンス変数	パネルB 非関連多角化戦略の変更度, パフォーマンス=総資産経常利益率									
	取締役数		外部役員比率		機関投資家		外国人株主		持ち合い株主	
モデル	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
総資産経常利益率	-0.280** (-2.071)	0.012 (0.036)	-0.298** (-2.207)	-0.331* (-1.673)	-0.298** (-2.207)	0.002 (0.009)	-0.296** (-2.193)	-0.166 (-1.101)	-0.205 (-1.520)	0.092 (0.343)
ガバナンス変数	0.001 (1.095)	0.001 (0.703)	-0.062** (-2.020)	-0.058* (-1.666)	0.002** (2.383)	0.001 (1.095)	0.001 (1.588)	0.000 (0.333)	0.001 (1.631)	0.001 (0.979)
パフォーマンス*ガバナンス	-0.018 (-0.980)			0.152 (0.230)		-0.040** (-2.307)		-0.036* (-1.918)		-0.019 (-1.282)
Observations	3,138	3,138	3,138	3,138	3,138	3,138	3,138	3,138	2,640	2,640
R-squared	0.114	0.115	0.116	0.116	0.116	0.118	0.115	0.116	0.057	0.058
Number of ID	651	651	651	651	651	651	651	651	553	553

パネルC 関連多角化戦略の変更度、パフォーマンス=本業成長率

ガバナンス変数 モデル	取締役数		外部役員比率		機関投資家		外国人株主		持ち合い株主	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
本業成長率	-0.011** (-2.051)	-0.003 (-0.171)	-0.011** (-1.998)	0.001 (0.179)	-0.011** (-2.068)	-0.011 (-1.382)	-0.011** (-2.079)	0.002 (0.299)	-0.010* (-1.946)	-0.026 (-1.407)
ガバナンス変数	-0.002* (-1.764)	-0.002* (-1.717)	-0.073** (-2.171)	-0.070** (-2.088)	0.001 (1.526)	0.001 (1.525)	0.001 (0.816)	0.001 (0.916)	0.000 (0.626)	0.000 (0.591)
パフォーマンス*ガバナンス	-0.000 (-0.488)	-0.000 (-0.488)	-0.067** (-2.128)	-0.067** (-2.128)	-0.000 (-0.017)	-0.000 (-0.017)	-0.004*** (-2.652)	-0.004*** (-2.652)	0.001 (0.890)	0.001 (0.890)
Observations	2,713	2,713	2,713	2,713	2,713	2,713	2,713	2,713	2,285	2,285
R-squared	0.015	0.015	0.015	0.017	0.014	0.014	0.013	0.017	0.024	0.024
Number of ID	624	624	624	624	624	624	624	624	531	531

パネルD 非関連多角化戦略の変更度、パフォーマンス=本業成長率

ガバナンス変数 モデル	取締役数		外部役員比率		機関投資家		外国人株主		持ち合い株主	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
本業成長率	-0.011** (-2.316)	-0.006 (-0.388)	-0.011** (-2.270)	0.002 (0.326)	-0.011** (-2.324)	-0.011 (-1.634)	-0.011** (-2.338)	0.001 (0.110)	-0.010** (-2.396)	-0.026* (-1.684)
ガバナンス変数	-0.001 (-0.520)	-0.000 (-0.489)	-0.044 (-1.540)	-0.041 (-1.438)	0.001** (2.140)	0.001** (2.133)	0.001 (1.283)	0.001 (1.384)	0.001 (1.069)	0.001 (1.027)
パフォーマンス*ガバナンス	-0.000 (-0.347)	-0.000 (-0.347)	-0.069** (-2.592)	-0.069** (-2.592)	0.000 (0.090)	0.000 (0.090)	-0.004*** (-2.660)	-0.004*** (-2.660)	0.001 (1.045)	0.001 (1.045)
Observations	2,713	2,713	2,713	2,713	2,713	2,713	2,713	2,713	2,285	2,285
R-squared	0.024	0.024	0.025	0.028	0.026	0.026	0.025	0.028	0.048	0.049
Number of ID	624	624	624	624	624	624	624	624	531	531

注) 推計サンプルは総資産経常利益率が業種平均未満のケース。推計は固定効果モデル。
被説明変数はパネルA・Cが日本標準産業分類3桁基準のエントロピー指数の対翌年差分の絶対値、
パネルB・Dが日本標準産業分類2桁基準のエントロピー指数の対翌年差分の絶対値。

()内はt値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。
コントロール変数(社長在職年数, 多角化度, 連結子会社数, 連結総資産対数, 年度ダミー)の表掲は省略。

はじめに、パフォーマンス変数として総資産経常利益率を用いた場合の推計結果から確認しよう。ガバナンス変数の単独項をみると、外部役員比率の係数は関連多角化・非関連多角化の戦略変更に対してともに5%水準で統計的に有意に負であった(パネルAモデル3・パネルBモデル3)。この結果は、外部役員比率が高いほど戦略変更の程度が小さくなることを示す。また、非関連多角化の戦略変更に対しては、機関投資家持株比率の単独項が5%水準で統計的に有意に正であった(パネルBモデル5)。この結果は、機関投資家の持株比率が高いほど、非関連多角化に関する戦略変更の程度が大きくなることを意味する。ここでの推計は、総資産経常利益率が業種平均未満のサンプルを対象としているから、何らかの戦略的対応が必要な状況と考えられる。したがって、基本的には戦略変更に対して正の効果をもつ機関投資家の株式保有は経営を規律づける可能性が高く、他方、戦略変更に対して負の効果をもつ外部役員比率は経営の規律づけ機能として有効に機能していない可能性が示唆される。ただし、より重要なポイントは、企業のガバナンス要因が、戦略変更の負のパフォーマンス感応度を増幅する規律づけ効果をもつか否か、あるいはこれを緩和してしまうか否かにある。

そこで、関連多角化の戦略変更に対するパフォーマンス要因とガバナンス要因の相互作用の影響を確認すると(パネルA)、総資産経常利益率と機関投資家持株比率の交差項の係数が5%水準で統計的に有意に負(モデル6)、また、総資産経常利益率と外国人株主持株比率の交差項の係数も10%水準ながら統計的に有意に負であった(モデル8)。ここで、総資産経常利益率の単独項はそれぞれ5%水準で統計的に有意に負であるから(モデル5・7)、基本的には資産効率が低いほど戦略変更の程度が大きくなるという関係が確認できる。そして、機関投資家持株比率および外国人株主持株比率との交差項が有意に負であることから、機関投資家持株比率や外国人株主持株比率が高いほど、この関係が増幅されていることが分かる。したがって、機関投資家や外国人株主は、パフォーマンスの低下に応じた戦略変更を促進するという意味で、経営の規律づけ機能を果たしていたと判断できる。なお、この機関投資家と外国人株主が戦略変更の負のパフォーマンス感応度を有意に増幅するという効果は、非関連多角化の戦略変更に対しても同様に確認できた(パネルB)。総資産経常利益率の単独項が5%水準で統計的に有意に負であり(モデル5・7)、さらに、総資産経常利益率と機関投資家持株比率の交差項が5%水準で(モデル6)、総資産経常利益率と外国人株主持株比率の交差項が10%水準(モデル8)でともに統計的に有意に負であるからである。

次に、パフォーマンス変数として本業成長率を用いた場合の推計結果を確認しよう。ガバナンス変数の単独項をみると、関連多角化の戦略変更に対して取締役会規模の係数が10%水準で統計的に有意に負(パネルCモデル1)、外部役員比率の係数が5%水準で統計的に有意に負であった(パネルCモデル3)。この結果は、取締役会の規模が大きく、外部役員比率が高いほど関連多角化の戦略変更の程度が小さくなることを示している。また、非関連多角化の戦略変更に対しては、機関投資家持株比率の係数が5%水準で統計的に有意に正であった(パネルDモデル5)。この結果は、機関投資家の持株比率が高いほど、非関連多角化の戦略変更の程度が大きくなることを意味する。したがって、戦略変更に対して正の効果を示す機関投資家は経営の規律づけ効果

をもつ可能性が高く、戦略変更に対して負の効果をもつ取締役会規模と外部役員比率は戦略的意思決定を遅らせるなどの影響をもつ可能性が示唆される。

それでは、企業のガバナンス要因が、本業成長率の低下に応じてシステムティックに戦略変更の度合いが大きくなるという関係を増幅するのか否か、あるいはこの関係を緩和してしまうのか否かを検討しよう。関連多角化の戦略変更に対するパフォーマンス変数とガバナンス変数との交差項をみると(パネル C)、本業成長率と外部役員比率の交差項が 5%水準で統計的に有意に負であった(モデル 4)。また、本業成長率と外国人株主持株比率の交差項が 1%水準で統計的に有意に負であった(モデル 8)。ここで、本業成長率の単独項は 5%水準で統計的に有意に負であるから、基本的には本業成長率の鈍化に応じて関連多角化の戦略変更の度合いが大きくなるという関係が確認できる(モデル 3・7)。そして、外部役員比率と外国人株主持株比率との交差項が有意に負であることから、外部役員比率や外国人株主持株比率が高いほど、この関係が増幅されていることが分かる。したがって、外部役員や外国人株主は、本業成長率の低下に応じた戦略変更を促進するという意味で、経営の規律づけ機能を果たしていたと判断できる。なお、この外部役員と外国人株主が、本業成長率の鈍化に応じて戦略変更の度合いが大きくなるという関係を増幅するという効果は、非関連多角化の戦略変更に対しても同様に確認できた(パネル D)。本業成長率の単独項が 5%水準で統計的に有意に負であり(モデル 3・7)、さらに、本業成長率と外部役員比率の交差項(モデル 4)、および本業成長率と外国人株主持株比率の交差項(モデル 8)がともに 1%水準統計的に有意に負であるからである。

以上の分析結果から、パフォーマンスが業種平均に満たない場合、資産効率の低下に応じて関連多角化、および非関連多角化の見直しが行われるという関係は、機関投資家や外国人株主の持株比率が高いほど明確であり、資本市場からのプレッシャーが経営改革を後押しするという関係が確認できた。特に、非関連多角化の戦略変更に対しては、機関投資家持株比率の単独項が統計的に有意に正であったから、機関投資家の存在は単に戦略変更を促すだけでなく、戦略変更のパフォーマンス感応度を高めるという意味からも、経営の規律づけ効果をもつことが確認された。また、本業成長率の低下に応じて関連多角化、および非関連多角化の見直しが行われるという関係は、外部役員比率が高いほど、そして外国人株主の持株比率が高くなるほど明確であることが明らかにされた。したがって、トップ・マネジメントの改革を進め、外部役員のプレゼンスを高めた取締役会をもつ企業や、資本市場からの圧力に晒されている企業では、本業成長率が鈍化した場合に経営者の知覚する変革への圧力が増幅されていることが示唆される。

1990 年代後半以降におけるガバナンス要因の影響

1990 年代後半以降のサンプルを対象とした推計結果は表 2-8 に示されている。パフォーマンス変数として総資産経常利益率を用いた場合の推計結果がパネル A・B に、本業成長率を用いた場合の推計結果がパネル C に示されている。関連多角化の戦略変更を被説明変数とした場合の推計結果がパネル A であり、非関連多角化の戦略変更を被説明変数とした場合の推計結果がパネ

ル B・C である⁷⁶。

はじめに、パフォーマンス変数として総資産経常利益率を用いた場合の推計結果を確認しよう(パネル A・B)。まず、戦略変更に対して直接的に影響を与えるガバナンス要因は、外部役員比率のみであることが分かる。外部役員比率の単独項は、非関連多角化の戦略変更に対して 10%水準ながら統計的に有意に正であった(パネル B モデル 3)。したがって、外部役員は、低パフォーマンス時における非関連多角化の修正を促すという意味で、経営の規律づけ機能を果たしていると判断できる。ただし、外部役員に関しては、1990 年代の前半には低パフォーマンス時の戦略変更を阻害する方向に作用していたため、1990 年代の後半以降、戦略的意思決定機能と監督機能の強化を目的とした取締役会の改革が進む過程で、その機能に変化が生じた可能性が示唆される。

次に、企業のガバナンス要因が、戦略変更のパフォーマンス感応度を与えた影響を確認しよう。関連多角化の戦略変更を被説明変数とした場合(パネル A)、総資産経常利益率と取締役会規模の交差項は 5%水準で統計的に有意に正であった(モデル 2)。ここで、総資産経常利益率の単独項の係数は 5%水準で統計的に有意に負であるから、基本的には資産効率が低いほど関連多角化の戦略変更の度合いが大きくなるという関係が確認できる(モデル 1)。そして、取締役会規模との交差項が有意に正であるから、取締役会の規模が大きいほどこの関係は有意に緩和されてしまうことが分かる。したがって、大規模な取締役会をもつ企業では、経営者が知覚するパフォーマンス低下時の改革圧力が緩和されていることが示唆される。

このように、関連多角化の戦略変更に対しては内部ガバナンスのみが影響を与えていたのとは対照的に、非関連多角化の戦略変更に対しては外部ガバナンスのみが影響を与えていた。パネル B をみると、総資産経常利益率と機関投資家持株比率の交差項が 1%水準で統計的に有意に負であり(モデル 10)、総資産経常利益率と外国人株主持株比率の交差項も 5%水準で統計的に有意に負であった(モデル 12)。ここで、総資産経常利益率の単独項はそれぞれ 1%水準で統計的に有意に負であるから(モデル 9・11)、基本的には資産効率が低いほど非関連多角化の戦略変更の度合いが大きくなるという強い関係が確認できる。そして、機関投資家持株比率および外国人株主持株比率との交差項が有意に負であることから、機関投資家持株比率や外国人株主持株比率が高いほど、この関係が増幅されていることが分かる。したがって、機関投資家や外国人株主は、パフォーマンスの低下に応じた非関連多角化の戦略変更を促進するという意味で、経営の規律づけ機能を果たしていたと判断できる。

⁷⁶ 本業成長率は関連多角化の戦略変更に対しては統計的に有意な関係をもたなかったため、関連多角化を被説明変数とする推計では、総資産経常利益率のみをパフォーマンス変数として採用し、本業成長率を用いた推計は行っていない。

表 2-8 多角化戦略の変更に対するガバナンス要因の影響(1998-2005・低パフォーマンス)

パネルA 関連多角化戦略の変更度, パフォーマンス=総資産経常利益率

ガバナンス変数	取締役数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
総資産経常利益率		-0.229**	-0.711***	-0.205*	-0.199*	-0.230**	-0.246**	-0.230**	-0.244**	-0.229**	-0.104	-0.232**	-0.185	-0.182	-0.254
		(-2.107)	(-3.160)	(-1.893)	(-1.677)	(-2.118)	(-2.104)	(-2.116)	(-2.237)	(-2.104)	(-0.728)	(-2.134)	(-1.407)	(-1.558)	(-1.444)
ガバナンス変数		-0.000	0.001	0.000	0.000	0.005	0.007	0.014	0.041	0.000	-0.000	0.000	0.000	-0.001	-0.000
		(-0.748)	(0.864)	(1.413)	(1.411)	(0.824)	(0.866)	(0.622)	(1.283)	(0.159)	(-0.566)	(0.752)	(0.284)	(-1.230)	(-0.750)
パフォーマンス*ガバナンス		0.043**	(2.446)		-0.045	0.080	0.080	1.108	1.108	-0.010	(-1.353)	(-0.630)	(-0.630)	0.007	(0.550)
Observations		3,686	3,686	3,660	3,660	3,686	3,686	3,686	3,686	3,686	3,686	3,686	3,686	3,315	3,315
R-squared		0.122	0.123	0.130	0.130	0.122	0.122	0.122	0.122	0.121	0.122	0.122	0.122	0.140	0.140
Number of ID		879	879	877	877	879	879	879	879	879	879	879	879	770	770

パネルB 非関連多角化戦略の変更度, パフォーマンス=総資産経常利益率

ガバナンス変数	取締役数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
総資産経常利益率		-0.465***	-0.701***	-0.447***	-0.422***	-0.465***	-0.496***	-0.462***	-0.478***	-0.472***	-0.221	-0.470***	-0.299**	-0.377***	-0.614***
		(-4.391)	(-3.185)	(-4.194)	(-3.625)	(-4.385)	(-4.353)	(-4.358)	(-4.479)	(-4.437)	(-1.586)	(-4.431)	(-2.333)	(-3.396)	(-3.670)
ガバナンス変数		-0.000	0.000	0.000*	0.000*	0.001	0.004	-0.017	0.012	0.000	-0.000	0.000	-0.000	-0.000	0.000
		(-0.558)	(0.280)	(1.664)	(1.740)	(0.113)	(0.572)	(-0.790)	(0.379)	(0.772)	(-0.783)	(1.020)	(-0.439)	(-0.662)	(0.447)
パフォーマンス*ガバナンス		0.021	(1.221)		-0.170	0.159	0.159	1.195	1.195	-0.020***	(-2.780)	(-0.021**	(-2.361)	(-2.361)	0.023*
Observations		3,686	3,686	3,660	3,660	3,686	3,686	3,686	3,686	3,686	3,686	3,686	3,686	3,315	3,315
R-squared		0.110	0.111	0.115	0.115	0.110	0.110	0.110	0.111	0.110	0.113	0.111	0.112	0.136	0.137
Number of ID		879	879	877	877	879	879	879	879	879	879	879	879	770	770

パネルC 非関連多角化戦略の変更度、パフォーマンス≡本業成長率

ガバナンス変数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
モデル	取締役数	外部役員比率	執行役員制度	純粋持ち株会社	機関投資家	外国人株主	持ち合い株主							
本業成長率	-0.009* (-1.699)	-0.022* (-1.719)	-0.009 (-1.610)	-0.008 (-1.039)	-0.009* (-1.692)	-0.008 (-1.376)	-0.009* (-1.667)	-0.007 (-1.345)	-0.009* (-1.688)	-0.010 (-1.093)	-0.009* (-1.695)	-0.007 (-0.995)	-0.007 (-1.238)	-0.018* (-1.834)
ガバナンス変数	-0.000 (-0.540)	-0.000 (-0.487)	0.000* (1.671)	0.000* (1.666)	0.000 (0.013)	0.000 (0.049)	-0.019 (-0.872)	-0.007 (-0.304)	0.000 (0.212)	0.000 (0.203)	0.000 (0.552)	0.000 (0.610)	-0.000 (-0.515)	-0.000 (-0.515)
パフォーマンス*ガバナンス	0.001 (1.086)	-0.007 (-0.288)			-0.007 (-0.451)		-0.068**		0.000 (0.079)		-0.000 (-0.753)		0.001 (1.378)	
Observations	3,587	3,587	3,563	3,563	3,588	3,588	3,588	3,588	3,588	3,588	3,588	3,588	3,225	3,225
R-squared	0.102	0.102	0.107	0.107	0.102	0.102	0.102	0.104	0.102	0.102	0.102	0.102	0.128	0.128
Number of ID	866	866	864	864	866	866	866	866	866	866	866	866	760	760

注) 推計サンプルは総資産経常利益率が業種平均未満のケース。推計は固定効果モデル。()内はt値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。
 関連多角化の戦略変更は日本標準産業分類の3桁基準のエントロピー指数の対翌年差分の絶対値、非関連多角化の戦略変更は同2桁基準のエントロピー指数の対翌年差分の絶対値。
 エントロピー変数(社長在職年数、多角化度、連結子会社数、連結総資産、年度ダミー)の表掲は省略。

他方、持ち合い株主は対照的な結果を示していた。総資産経常利益率と持ち合い株主持株比率の交差項は 10%水準ながら統計的に有意に正であった(モデル 14)。総資産経常利益率の単独項は 1%水準で統計的に有意に負であるから(モデル 13)、資産効率が低いほど非関連多角化の戦略変更の度合いが大きくなるという関係が確認できるが、持ち合い株主持株比率との交差項が有意に正であることから、持ち合い株主の持株比率が高いほど、この関係は緩和されてしまうのである。したがって、持ち合い株主の保有比率が高く、安定株主化が進展している企業では、パフォーマンス低下時に経営者が知覚する改革圧力が有意に緩和されてしまっていると判断できる。

次に、パフォーマンス変数として本業成長率を用いた場合の推計結果を確認しよう。ここでも、外部役員比率の単独項は 10%水準ながら統計的に有意に正であった(モデル 3)。したがって、外部役員比率が高いほど低パフォーマンス時の非関連多角化の修正が促されるという意味で、外部役員が一定の規律づけ機能を果たしていたことが確認された。企業のガバナンス要因が、戦略変更のパフォーマンス感応度に与えた影響に関しては、本業成長率と純粋持株会社ダミーの交差項が 5%水準で統計的に有意に負であった(モデル 8)。本業成長率の単独項は 10%水準で統計的に有意に負であるから、基本的には本業成長率が低いほど非関連多角化の戦略変更の度合いが大きくなるという関係が確認できる。ここで、純粋持株会社ダミーとの交差項が有意に負であるから、事業持株会社に比べて純粋持株会社を採用している企業では、この関係が増幅されていると言える。したがって、純粋持株会社は、戦略変更の負のパフォーマンス感応度を高める効果をもっていたと判断できる。本業の成長鈍化に直面した場合、純粋持株会社では非関連多角化の戦略変更が促進されているというここでの推計結果は、純粋持株会社の採用がその制度の狙い通りに機能し、統括本部(持株会社)の戦略的意思決定能力の向上に寄与していた可能性を示唆する。

5-3. 赤字の場合の戦略変更とガバナンス要因の影響

次に、企業のパフォーマンスが一定の水準よりも低いケースとして、最終損益が赤字の場合に着目する。これは、パフォーマンスが業種平均未満という同業他社との相対的な基準でみた場合に比べて、絶対的に戦略の見直しが必要な状況と言えるだろう。企業業績が赤字に陥った場合、経営戦略の変更度合いはシステムティックに大きくなるのだろうか。この問題にアプローチするために、パフォーマンス変数として当期純利益がマイナスの場合に 1 をとる赤字ダミーを作成し、これを推計式(1)・(2)の P_{ef} として導入したモデルを推計し、戦略変更に対する赤字の影響、およびガバナンス要因の影響を再度検討する⁷⁷。赤字の場合のみを分析の対象にすると、推計のサンプル・

⁷⁷ なお、説明変数として、当期と前期の最終損益が連続してマイナスの場合に 1 をとる二期連続赤字ダミーを作成し、これを赤字ダミーに代えた推計も行っている。1990 年代後半以降のサンプルを対象とした場合、二期連続赤字ダミーは、関連多角化の戦略変更に対しては統計的な有意性をもたなかったが、非関連多角化の戦略変更に対しては 5%ないし 10%水準で統計的に有意に正であった。ただし、二期連続赤字ダミーとガバナンス変数との交差項は、すべて統計的に有意ではなかった。つまり、二期連続赤字の場合、非関連多角化の戦略変更の度合いは有意に大きくなるが、この関係を増幅ないし緩和するガバナンス要因は確認できなかった。

サイズが小さくなってしまったため、パフォーマンスがノーマルな状態と比較した場合の、戦略変更に対する赤字の影響をテストする。表 2-9 は推計結果をまとめたものである。パネル A が関連多角化の戦略変更を被説明変数とした場合、パネル B が非関連多角化の戦略変更を被説明変数とした場合の結果である。

はじめに、表掲していないが、1990 年代前半の結果を報告しておこう。注目すべきは、赤字ダミーも二期連続赤字ダミーも、関連多角化・非関連多角化の戦略変更に対して統計的に有意な正の感応を示さないことである。1990 年代の前半を対象としたこれまでの推計では、戦略変更に対して本業成長率こそ有意に負であったが、標準化総資産経常利益率は統計的に有意ではなく、現数値の総資産経常利益率は有意に正であった(表 2-3 パネル A)。したがって、特に 1990 年代の前半においては、企業業績が赤字になるほど、そして連続赤字になるほど悪化したとしても、経営戦略の見直しがシステマティックに行われるという関係は確認できない。

それでは、表 2-9 によって 1990 年代後半以降の結果をみていこう。注目すべきは、1990 年代の後半になると、赤字ダミーの係数が、関連多角化の戦略変更に対して 5%水準(パネル A モデル 1・3・5・7・9・11)ないし 10%水準(同モデル 13)で統計的に有意な正の感応を示すようになったことである。また、赤字ダミーの係数は非関連多角化の戦略変更に対しても 1%水準(パネル B モデル 1・3・5・7・9・11・13)で統計的に有意に正であった⁷⁸。これらの結果は、基本的に赤字の場合、関連多角化・非関連多角化を問わず戦略変更の程度が有意に大きくなることを意味する。パフォーマンス変数として標準化総資産経常利益率を用いたこれまでの推計でも、1990 年代の後半以降になって初めて戦略変更がパフォーマンスに有意な負の感応を示すようになったことと整合的な結果である(表 2-3 パネル B)。したがって、1997 年の銀行危機以降の局面では、組織効率の悪化が経営戦略の見直しの契機になるという関係が明確になったと言える。なお、赤字ダミーの影響は、関連多角化の戦略変更に対してよりも非関連多角化の戦略変更に対しての方が統計的な有意性が高いから、そして二期連続赤字ダミーは非関連多角化の戦略変更に対してのみ統計的に有意であったから、赤字が続くと、特に非関連多角化の見直し圧力が高まることが示唆される。

⁷⁸ なお、二期連続赤字ダミーは、非関連多角化の戦略変更に対してのみ 5%水準ないし 10%水準で有意に正であった。

表 2-9 多角化戦略の変更に対する赤字とガバナンス要因の影響 (1998-2005)

パネル A 関連多角化戦略の変更度

ガバナンス変数	取締役数		外部役員比率		執行役員制度		純粋持ち株会社		機関投資家		外国人株主		持ち合い株主	
モデル	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
赤字タミー	0.007** (2.031)	0.018** (2.557)	0.007** (1.964)	0.005 (1.383)	0.007** (2.039)	0.006* (1.713)	0.007** (2.044)	0.007** (2.099)	0.007** (1.992)	0.005 (1.112)	0.007** (2.042)	0.007** (1.751)	0.006* (1.688)	0.008 (1.292)
ガバナンス変数	0.000 (0.178)	0.000 (0.927)	0.000 (1.291)	0.000 (1.371)	0.005 (1.256)	0.005 (1.009)	0.000 (-0.009)	0.003 (0.171)	-0.000 (-0.907)	-0.000 (-0.974)	-0.000 (-0.090)	-0.000 (-0.064)	-0.001 (-1.601)	-0.000 (-1.436)
赤字タミー*ガバナンス		-0.001* (-1.805)		0.010 (0.649)		0.005 (0.586)	-0.023 (-0.620)		0.069 (0.469)		0.000 (0.000)	-0.000 (-0.078)		-0.000 (-0.371)
社長在職年数	-0.001* (-1.906)	-0.001* (-1.952)	-0.001* (-1.756)	-0.001* (-1.743)	-0.001* (-1.878)	-0.001* (-1.881)	-0.001* (-1.898)	-0.001* (-1.896)	-0.001* (-1.890)	-0.001* (-1.886)	-0.001* (-1.897)	-0.001* (-1.898)	-0.000 (-1.360)	-0.000 (-1.359)
多角化度	-0.245*** (-23.420)	-0.245*** (-23.480)	-0.247*** (-23.475)	-0.247*** (-23.483)	-0.245*** (-23.473)	-0.245*** (-23.477)	-0.245*** (-23.432)	-0.245*** (-23.430)	-0.245*** (-23.442)	-0.245*** (-23.443)	-0.245*** (-23.447)	-0.245*** (-23.444)	-0.250*** (-22.880)	-0.250*** (-22.880)
連結子会社数	-0.000* (-1.910)	-0.000* (-1.866)	-0.000* (-1.954)	-0.000* (-1.947)	-0.000* (-1.899)	-0.000* (-1.900)	-0.000* (-1.913)	-0.000* (-1.913)	-0.000* (-1.904)	-0.000* (-1.898)	-0.000* (-1.913)	-0.000* (-1.914)	-0.000* (-1.954)	-0.000* (-1.944)
連結総資産	-0.020** (-2.459)	-0.019** (-2.350)	-0.019** (-2.405)	-0.015* (-1.819)	-0.019** (-2.391)	-0.019** (-2.313)	-0.020** (-2.452)	-0.020** (-2.442)	-0.019** (-2.317)	-0.019** (-2.294)	-0.020** (-2.429)	-0.020** (-2.430)	-0.018** (-1.991)	-0.018** (-1.976)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	6,568	6,568	6,482	6,482	6,568	6,568	6,568	6,568	6,568	6,568	6,568	6,568	5,921	5,921
R-squared	0.106	0.106	0.107	0.107	0.106	0.106	0.106	0.106	0.106	0.106	0.106	0.106	0.109	0.109
Number of ID	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	965	965

注) 推計は固定効果モデル。被説明変数は日本標準産業分類3桁基準のエントロピー指数の対翌年差分の絶対値。多角化度は日本標準産業分類の3桁基準のエントロピー指数。
() 内はt値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。

パネル B 非関連多角化戦略の変更度

ガバナンス変数	取締役数		外部役員比率		執行役員制度		純粋持ち株会社		機関投資家		外国人株主		持ち合い株主	
モデル	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
赤字タミー	0.011*** (3.275)	0.022*** (3.307)	0.010*** (3.186)	0.007* (1.934)	0.011*** (3.283)	0.010*** (2.918)	0.011*** (3.285)	0.010*** (3.248)	0.011*** (3.287)	0.008* (1.705)	0.011*** (3.289)	0.009** (2.389)	0.009*** (2.692)	0.013** (2.285)
ガバナンス変数	0.000 (0.088)	0.000 (0.917)	0.000 (1.584)	0.000* (1.811)	0.003 (0.614)	0.002 (0.433)	-0.008 (-0.521)	-0.009 (-0.569)	0.000 (0.109)	0.000 (-0.056)	0.000 (0.185)	-0.000 (-0.012)	-0.001 (-1.630)	-0.000 (-1.327)
赤字タミー*ガバナンス		-0.001** (-1.980)		0.024* (1.680)		0.004 (0.479)		0.008 (0.254)		0.000 (0.962)		0.000 (0.663)		-0.000 (-0.869)
社長在職年数	-0.000 (-0.290)	-0.000 (-0.337)	-0.000 (-0.158)	-0.000 (-0.125)	-0.000 (-0.273)	-0.000 (-0.276)	-0.000 (-0.287)	-0.000 (-0.287)	-0.000 (-0.284)	-0.000 (-0.275)	-0.000 (-0.284)	-0.000 (-0.280)	-0.000 (-0.094)	-0.000 (-0.091)
多角化度	-0.237*** (-22.251)	-0.238*** (-22.325)	-0.236*** (-22.100)	-0.237*** (-22.100)	-0.237*** (-22.309)	-0.237*** (-22.312)	-0.236*** (-22.269)	-0.236*** (-22.268)	-0.237*** (-22.299)	-0.237*** (-22.299)	-0.237*** (-22.283)	-0.237*** (-22.283)	-0.253*** (-23.049)	-0.253*** (-23.058)
連結子会社数	-0.000*** (-3.338)	-0.000*** (-3.293)	-0.000*** (-3.377)	-0.000*** (-3.362)	-0.000*** (-3.333)	-0.000*** (-3.334)	-0.000*** (-3.336)	-0.000*** (-3.294)	-0.000*** (-3.341)	-0.000*** (-3.328)	-0.000*** (-3.340)	-0.000*** (-3.329)	-0.000*** (-3.407)	-0.000*** (-3.384)
連結総資産	-0.024*** (-3.055)	-0.023*** (-2.933)	-0.019** (-2.405)	-0.021*** (-2.596)	-0.023*** (-3.035)	-0.023*** (-2.964)	-0.023*** (-3.036)	-0.023*** (-3.039)	-0.024*** (-3.057)	-0.024*** (-3.012)	-0.023*** (-3.069)	-0.023*** (-3.032)	-0.018** (-2.230)	-0.018** (-2.196)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	6,568	6,568	6,482	6,482	6,568	6,568	6,568	6,568	6,568	6,568	6,568	6,568	5,921	5,921
R-squared	0.101	0.101	0.100	0.100	0.101	0.101	0.101	0.101	0.101	0.101	0.101	0.101	0.113	0.113
Number of ID	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	965	965

注) 推計は固定効果モデル。被説明変数は日本標準産業分類2桁基準のエントロピー指数の対翌年差分の絶対値。多角化度は日本標準産業分類の2桁基準のエントロピー指数。
() 内はt値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。

次に、赤字ダミーと各ガバナンス変数との交差項を確認しよう。つまり、1990年代の後半以降、企業業績が赤字の場合に戦略変更度合いが大きくなるという関係に、企業のガバナンス要因はいかなる影響を与えていたのかを検討する。推計の結果、第一に、大規模な取締役会は赤字時の戦略変更を阻害する方向に作用した。これは、赤字ダミーと取締役会規模の交差項の係数が、関連多角化の戦略変更に対しては10%水準で(パネルAモデル2)、非関連多角化の戦略変更に対しては5%水準で(パネルBモデル2)、それぞれ統計的に有意に負であることから確認できる。赤字ダミーの単独項は、関連多角化の戦略変更に対しては5%水準で統計的に有意に正(パネルAモデル1)、非関連多角化の戦略変更に対しては1%水準で統計的に有意に正であるから(パネルBモデル1)、赤字の場合は戦略変更の度合いが有意に大きくなるという関係が確認できる。取締役会規模との交差項が有意に負であるということは、取締役会の規模が大きいほど、最終損益が赤字の場合に戦略変更の程度が大きくなるという関係が有意に緩和されてしまうことを意味する。したがって、1990年代の後半以降は、大規模な取締役会をもつ企業では赤字の場合でも戦略変更が起こりにくくなる傾向が確認できる。なお、この推計結果は、パフォーマンス変数として資産効率を用いた場合、戦略変更の負のパフォーマンス感応度が大規模取締役会をもつ企業で有意に緩和されてしまうという前節での推計結果と整合的である。この事実発見は、企業の資産効率が同業他社よりも劣る場合だけでなく、最終利益が赤字に転落してしまった場合でも、大規模な取締役会をもつ企業では戦略見直しのプレッシャーが緩和されてしまっていることを意味する。取締役の人数が多いことは、多数の関係者間の利害調整のために意思決定のスピードが遅くなる、あるいは経営責任を担う人数が多いために個々の責任が薄くなり、改革圧力に対する感度が鈍化するなどの弊害をもつ可能性が示唆される。

第二に、外部役員は赤字時の非関連多角化の戦略変更を促進するという意味で、規律づけの機能を果たしていた。これは、赤字ダミーと外部役員比率の交差項が、非関連多角化の戦略変更に対して10%水準ながら統計的に有意に正であることから確認できる(パネルBモデル4)。赤字ダミーの単独項は1%水準で統計的に有意に正であるから(パネルBモデル3)、赤字でない場合に比べて、赤字の場合は非関連多角化の戦略変更の度合いが有意に大きくなるという関係が確認できる。外部役員比率との交差項が有意に正であるということは、外部役員比率が高いほど、赤字の場合に非関連多角化の戦略変更の程度が大きくなるという関係が有意に増幅されていることを意味する。

第三に、機関投資家や外国人株主などの「もの言う」株主も、持ち合い株主という「もの言わぬ」株主も、赤字時の戦略変更に対しては統計的に有意な影響を与えていない。パフォーマンス変数として資産効率を用いた場合は、1990年代の後半以降、総資産経常利益率の低下に応じてシステマティックに非関連多角化の戦略変更の度合いが大きくなるという関係が、持ち合い株主の持株比率が高いほど有意に緩和されてしまうという結果を得ていた(表2-4パネルB)。しかし、パフォーマンス変数として赤字ダミーを用いた場合には、持ち合い株主が戦略変更のパフォーマンス感応度を緩和してしまうという関係は確認できなかった。したがって、最終損益が赤字に陥るという絶対的にパフォーマンス水準が低下した場合は、安定株主の既存戦略の温存効果も限定的になるもの

と考えられる。

以上、最終損益が赤字の場合の経営戦略の見直しに対するガバナンス要因の影響を検討した。その結果、戦略変更に対する外部株主の影響力は限定的であり、取締役会の構造といった内部ガバナンスのあり方がより重要になることが示唆された。大規模な取締役会をもつ企業では赤字時の戦略変更が阻害されるのに対して、外部役員が存在はこれを促進する方向に作用していたため、内部ガバナンスの改革は今後も健全な戦略策定の観点から重要な課題であると言える。

5-4. 小括

以上、企業パフォーマンスが業種平均よりも低い場合、および最終損益が赤字に陥った場合に分析の焦点を当て、企業のガバナンス特性が、戦略変更に与える影響、およびパフォーマンスと戦略変更の関係に与える影響を再度検証した。その結果、以下の事実が明らかにされた。

第一に、1990年代の前半においては、資産効率の低下や本業成長率の低下が戦略変更を促すという基本的な関係が確認できた。そして、機関投資家や外国人株主の株式保有比率が高いほど、資産効率の低下に応じて戦略変更が行われるという関係が明確であった。さらに、本業成長率の鈍化に応じて戦略変更の度合いが大きくなるという関係は、外部役員比率が高いほど、あるいは外国人株主の持株比率が高いほど明確であった。つまり、資本市場の圧力や外部役員の採用といった取締役会の改革は、戦略変更のパフォーマンス感応度を増幅するという意味で、経営の規律づけメカニズムとして機能していた。

第二に、1990年代の後半以降は、パフォーマンス要因として資産効率の低下が関連多角化・非関連多角化の戦略変更を、本業成長率の低下が非関連多角化の戦略変更を促すという、全体サンプルと同じ結果が再度確認された。さらに、1990年代の前半には確認できなかった関係、すなわち最終損益が赤字の場合に戦略変更の度合いが大きくなるという関係も新たに確認できるようになった。

企業のガバナンス特性の影響に関しては、大規模な取締役会をもつ企業では、資産効率の低下に応じた戦略変更、あるいは赤字時の戦略変更という関係が有意に緩和されてしまうことが確認された。したがって、取締役会の肥大化は戦略的意思決定機能の低下をもたらし、適切な戦略変更を妨げる可能性が示唆される。そしてこの結果は、取締役会の規模が大きいほど企業価値が低下することを明らかにした Yermack (1996) や鈴木・胥 (2000) などの先行研究の結果と整合的であり、1990年代の後半以降、日本大企業が執行役員制度の導入などによって取締役会のスリム化を図ったことを説明する一つの根拠となろう。他方、外部役員は赤字を含む低パフォーマンス時の非関連多角化の戦略変更を促進するという意味で、経営の規律づけ機能を果たしていた。また、純粋持株会社では、本業成長率が鈍化した場合の非関連多角化の戦略変更が促進されていた。したがって、外部役員や純粋持株会社の採用は、パフォーマンス低下時の非関連多角化の見直しを促進するという意味で、トップ・マネジメントの戦略的意思決定機能の強化に寄与する可能性が示された。

他方、1990年代の後半以降の外部ガバナンスは、非関連多角化の戦略変更に対して対照的

な効果をもった。すなわち、パフォーマンスの低下に応じて戦略変更の程度が大きくなるという関係が、機関投資家や外国人株主の持株比率が高い企業では有意に増幅される一方、持ち合い株主の持株比率が高い企業では有意に緩和されていたのである。したがって、機関投資家や外国人株主など「もの言う」株主のプレゼンスが高く、経営者が資本市場からの強い圧力に晒されている企業では、パフォーマンスの低下に応じた戦略変更が促進されていたのに対して、持ち合い株主のプレゼンスが高く、経営者が資本市場からの圧力から相対的に自由である企業の場合は、パフォーマンスの低下に応じた戦略変更が阻害されていたと判断できる。この意味で、「もの言う」株主が経営の規律づけ効果をもつものに対して、「もの言わぬ」安定株主は戦略の固定化効果をもつと言える。

ここで重要なポイントは、株式の相互持ち合いが解消されていくのと対照的に外国人株主の持株比率が上昇していく 1990 年代の後半以降の局面で、戦略変更のパフォーマンス感応度を高めるという「もの言う」株主の規律づけ効果が、全体サンプルを用いた分析では確認できない一方（表 2-4 パネル A・B）、パフォーマンスが業種平均に満たない企業をサンプルとした分析でのみ明確に確認できたという事実である。つまり、機関投資家と外国人株主という「もの言う」株主の圧力は、資産効率が業種平均未満という意味での低パフォーマンス企業に対してより有効に機能していたと判断できる。しかも、この規律づけ効果は、非関連多角化の戦略変更に対してのみ確認できたから（表 2-8 パネル B）、資本市場の圧力は事業の「選択と集中」を必要とする低パフォーマンス企業において、非関連事業の見直しを促す規律づけメカニズムとして重要な役割を果たしたことになる。この結果は、全体サンプルでは、大規模取締役会と持ち合い株主の存在が戦略変更のパフォーマンス感応度を鈍化させるという意味で、負の効果をもつガバナンス要因しか特定できなかったことと比較すると、大きな意味をもつであろう。

以上、低パフォーマンスに着目し、改めて企業統治の規律づけメカニズムにアプローチした結果、1997 年の銀行危機以降の局面では、「選択と集中」にとって重要な非関連多角化の見直し、すなわちドラスティックな事業ポートフォリオの再編を進めるためには、外部役員の採用や純粋持株会社への移行、そして「もの言う」株主の存在といった資本市場からの強い圧力に晒されるといった条件が重要な意味をもつことが示された。さらに、最終損益が赤字という絶対的なパフォーマンス水準の悪化に陥った場合には、取締役会のスリム化や外部役員の採用など、意思決定主体としての取締役会の改革が求められることも示された。

6. まとめ

本章では、ガバナンス構造と組織成果との中間に位置する企業内部の意思決定プロセスに接近することを目的として、企業のガバナンス要因が経営戦略の変更に与える影響を検討した。経営戦略の変更としては、全社戦略の代表的な論点である事業ドメインの決定と深く関係する多角化戦略の変更に着目し、不採算事業からの撤退などを含む専門化方向への変化、および新たな収益源を求めて新規事業へ進出するなどの多角化方向への変化という、両方向への変化を考慮に

入れて分析を進めた。その際、業績不振は経営戦略を見直す契機となるのか、そして企業のガバナンス要因は経営戦略の変更にかなる影響を与えるのかという点に分析の焦点を当てた。企業の非効率を矯正する圧力を経営者に与えるか否かは、経営の規律づけメカニズムが十分に機能しているかを判断する重要な基準であるからである。具体的には、戦略変更として多角化度を表すエントロピー指数の変化に着目し、その変化の程度に対するパフォーマンス要因およびガバナンス要因の影響を分析した。さらに、業績の水準と戦略変更の必要度が非線形の関係にある可能性を考慮し、客観的に戦略変更が必要と考えられる低パフォーマンスの状態に分析の焦点を絞って結果を再検討した。本章で確認された分析結果は以下の通りである。

戦略変更の決定要因—伝統的日本型ガバナンスの逆機能—

経営戦略の変更に対する企業パフォーマンス要因の影響を検証した結果、1990年代の前半では、本業成長率の鈍化に応じてシステムティックに戦略変更度合いが大きくなるという関係が確認できる一方で、資産効率の低下が戦略変更を促すという関係は確認できなかった。ただし、1990年代の後半以降になると、本業成長率の鈍化が非関連多角化の戦略変更を促すことに加えて、新たに資産効率が低いほど戦略変更度合いが大きくなるという関係が確認できるようになった。つまり、企業パフォーマンスの低下は、経営戦略の最終的決定者である経営者に対する既存戦略の見直し圧力を高めるのである。そこで、戦略変更がパフォーマンスの低下に応じてシステムティックに発生するようになった1990年代の後半以降を対象に、戦略変更に対する企業ガバナンス要因の影響を検証した。

その結果、第一に、内部ガバナンスの影響に関しては、大規模な取締役会が戦略変更のパフォーマンス感応度を有意に緩和してしまう作用をもつことが明らかになった。したがって、大規模な取締役会は、資産効率が低下した場合の戦略変更を阻害してしまうという意味で、企業のガバナンス上問題含みである可能性が示された。取締役会の肥大化によって迅速な意思決定が阻害される可能性、多数の取締役に意思決定責任が分散することで個々の取締役の努力水準やコミットメントが低下してしまう可能性、あるいは各取締役が自身の担当部門の利害を優先することで取締役会内部における調整コストが増大し、全社的な視点に基づく戦略策定が困難になるなどの弊害が顕在化する可能性が示唆される。この大規模な取締役会に伴うコストの存在は、日本企業が戦略的意思決定機能の向上のために、取締役会のスリム化を進めてきた事実と整合的である。

第二に、外部ガバナンスの影響に関しては、持ち合い株主の持株比率が高いほど、戦略変更の度合いが小さく、さらに戦略変更のパフォーマンス感応度も有意に緩和されてしまうことが確認された。したがって、安定株主の存在は、資本市場からの圧力を緩和することによって経営者の現状認識の感覚を鈍化させ、既存戦略の温存に寄与するという意味で、ガバナンス上問題含みである可能性が示された。さらに重要な点は、持ち合い株主の存在は、非関連多角化に関する戦略変更の程度を小さくするとともに、そのパフォーマンス感応度を低めてしまうから、「選択と集中」にとって重要な非関連多角化の修正を遅らせてしまう可能性が示された。

以上、企業のガバナンス特性の影響に関しては、戦略変更の負のパフォーマンス感応度を増幅

するという意味での規律づけ効果が確認できなかったのに対して、戦略変更のパフォーマンス感応度を鈍化させてしまうという意味での負の効果のみが確認されたのである。特に、パフォーマンス低迷時の戦略変更を阻害するという意味での、既存戦略の固定化効果とでも呼ぶべきマイナスの効果は、大規模な取締役会と株式の相互持ち合いという伝統的な日本型ガバナンスの象徴的な要因で確認されたことは興味深い事実である。これらの特徴は、IT 革命やグローバル化の急速な進展などに代表されるように、経営環境がめまぐるしく変化し、戦略的意思決定のスピードが求められるようになった現在、伝統的な日本型ガバナンスが逆機能を起こしてしまっていることを鮮やかに映し出している。勿論、1990 年代の後半以降、株式相互持ち合いの解消が進むとともに取締役会のスリム化も進展してはいるが、経営者が改革圧力を敏感に感知し、経営戦略の見直しが適切かつ迅速に行われるような企業のトップ・マネジメント構造の模索が必要であろう。

低パフォーマンス時の戦略変更の決定要因

次に、企業業績がある一定の水準に満たない場合は、パフォーマンスの低下に応じて戦略変更の必要度は高まるが、この関係は、企業業績が一定の水準以上の場合には明確ではないという可能性に着目した。すなわち、パフォーマンス水準と戦略変更の必要度が線形の負の相関関係にあるとすれば、パフォーマンスが高いほど戦略変更の必要性は低くなることになるが、パフォーマンスが高い場合に、将来を見越した戦略変更を実施することは悪い選択ではない。そこで、パフォーマンスの低下に応じて戦略変更の必要性が高くなるという関係が明確に想定される場合、すなわち企業のパフォーマンスがある一定の水準に満たない場合に分析の焦点を絞り、戦略変更に対するパフォーマンス要因およびガバナンス要因の影響を再度検証した。

総資産経常利益率が業種平均に満たない場合、1990 年代の前半は、本業成長率の鈍化に加えて、全体サンプルでは確認できなかった関係、すなわち資産効率の低下に応じて戦略変更の度合いがシステムティックに大きくなるという関係が明確に確認できるようになった。1990 年代の後半以降も、資産効率の低下が戦略変更を促すという関係、および本業成長率の低下が非関連多角化の戦略変更を促すという、全体サンプルと同様の関係が再度確認された。

企業のガバナンス特性の影響に関しては、1990 年代後半以降の全体サンプルでみられた戦略変更のパフォーマンス感応度を鈍化させてしまうというガバナンスの負の効果が、低パフォーマンス・サンプルでも確認できた。すなわち、大規模な取締役会をもつ企業では、資産効率の低下に応じた関連多角化の戦略変更が阻害され、持ち合い株主の存在が資産効率の低下に応じた非関連多角化の戦略変更を阻害するという関係が依然として確認できたのである。ただし、重要な点は、全体サンプルでは確認できなかった経営の規律づけ効果をもつガバナンス要因を新たに特定することができたことである。すなわち、機関投資家や外国人株主の株式保有比率が高いほど、資産効率の低下に応じて非関連多角化の戦略変更度合いが大きくなるという関係が有意に増幅されていたのである。また、純粋持株会社では、本業成長率の低下に応じて非関連多角化の戦略変更

度合いが大きくなるという関係が有意に増幅されていたのである⁷⁹。これらのガバナンス特性が、低パフォーマンス・サンプルにおける非関連多角化の見直しを促進する効果をもっていたことは、資本市場の圧力や純粋持株会社の採用が、「選択と集中」による事業ポートフォリオの再編を促す規律づけメカニズムとして重要な役割を果たしていたことを示唆する。

次に、最終損益が赤字の場合に着目した。1990年代の前半においては、企業業績が赤字や連続赤字になるほど悪化したとしても経営戦略の変更度合いが大きくなるという関係は確認できなかったが、1990年代の後半になると、赤字の場合に戦略変更度合いがシステムティックに大きくなることが確認された。赤字が戦略変更の圧力になるという関係は、関連多角化でも非関連多角化でも確認できたが、特に非関連多角化の見直しの場合のほうがより明確であった。そして、最終損益が赤字の場合の経営戦略の見直しに対するガバナンス要因の影響に関しては、外部ガバナンス要因の影響は限定的であり、内部ガバナンスのみが影響を与えていた。大規模な取締役会は、関連多角化・非関連多角化の戦略変更を妨げる方向に作用していたのである。この結果は、取締役会の規模の拡大に伴ってその戦略的意思決定機能が劣化する可能性を示唆しており、1990年代の後半以降、日本企業が執行役員制度の導入などによって取締役会のスリム化を図ってきたことを説明する。対照的に、外部役員が存在は、赤字時の非関連多角化の戦略変更を促進するという意味で経営の規律づけ機能を果たしていたのである。したがって、最終損益が赤字という絶対的な企業パフォーマンスの悪化に陥った場合には、戦略的意思決定主体としてのトップ・マネジメントのあり方を改革していくことが今後も重要な課題であることが示された。

本章では、基本的に企業パフォーマンスの低下に応じて経営戦略の変更が行われるというメカニズムが明らかにされた。そして、このメカニズムは1990年代後半以降の「選択と集中」が活発化する局面の方が、あるいは企業パフォーマンスが一定の水準に満たない場合の方がより明確であった。したがって、パフォーマンスの低下に応じてシステムティックに経営戦略の見直しが行われるという意味で、日本企業には自律的ガバナンスが機能していると判断できる。そして、企業のガバナンス構造は、戦略変更の背後にある経営者の現状認識の感度に影響を与えることが明らかにされた。特に、伝統的な日本型ガバナンスの象徴でもある大規模な取締役会や株式の相互持ち合いは、経営陣の現状認識に関するアンテナの感度を鈍化させ、既存の戦略を温存させる作用をもったのである。ただし、パフォーマンス水準が低いときに、企業ガバナンスの規律づけメカニズムが発現することは重要な発見である。なぜなら、企業パフォーマンスが悪化した場合こそ、企業的意思決定を適正化するガバナンスの真価が問われるからである。そしてその鍵は、資本市場からの圧力と、取締役会のスリム化や外部役員を採用、純粋持株会社への移行といったトップ・マネジメント改革にあった。特に、赤字など極端にパフォーマンスが悪化した場合には、意思決定主体としての取締役会のあり方が問われるのである。

⁷⁹ なお、1990年代の前半の低パフォーマンス・サンプルでは、資本市場の圧力や外部役員比率が戦略変更の負のパフォーマンス感応度を高める効果をもつことが確認されている。

第 3 章

新規事業への進出と既存事業からの撤退とコーポレート・ガバナンス

1. はじめに

多角化戦略の変更メカニズム、およびこれに対する企業のガバナンス構造の影響を分析するために、前章ではエントロピー指数の変化度という連続量を被説明変数とする推計を行ってきた。すなわち、企業ドメインの決定という戦略的意思決定の結果が反映される多角化戦略の変更に対するパフォーマンス要因やガバナンス要因の影響を分析してきた。これに対して本章では、新規事業への進出と既存事業からの撤退という視点から、多角化戦略の変更にアプローチし、前章における分析結果を補完する。

多角化戦略の見直しに着目する場合、エントロピー指数で測った多角化度の変更で表現される事象は、「選択と集中」といった場合の「集中」と密接に関連する。例えば、低収益・低成長の事業分野に対する経営資源の配分を減らし、高収益・高成長の事業分野に対する経営資源の配分を増やした場合、この経営資源のインプットのウェイト変更の結果が、各事業分野の売上高に影響し、企業全体の売上高に占める各事業分野の売上高比率を用いて計算されるエントロピー指数に反映されるのである。これに対して、進出と撤退で表現される事象は、「選択と集中」といった場合の「選択」と密接に関連する。例えば、競争力がなく採算の悪い事業分野や市場の成長率が鈍化しいずれ衰退することが予想されるような事業分野から撤退し、コア事業などの高い競争力が得られる事業分野や今後の成長が見込まれるような将来性のある新規事業への進出を図るといった具合に、経営資源のインプットの対象となるべき事業分野の選択という要素が強いからである。つまり、事業ポートフォリオを直接的に規定する戦略的な意思決定と言える。

勿論、典型的な経営者の戦略的意思決定である事業ドメインの選択に関連する事象という意味で、多角化戦略の変更と進出と撤退は補完性の高い分析であるが、資源配分ウェイトの変更という要素の強い多角化度の変更と比べると、どの事業を行いどの事業を行わないかという事業選択に関わる意思決定、あるいは、どの事業を自社で手掛けどの事業を外注するかという企業の境界の決定に関する意思決定は、より本質的でハードな戦略的意思決定と言える。そこで本章では、進出と撤退のメカニズムを分析することで、事業ポートフォリオの再編という戦略的課題に対して企業のガバナンス要因がどのような影響を与えていたのかをさらに深く検証したい。

本章の構成は以下の通りである。第 2 節では、先行研究を概観し本研究の位置づけを与える。第 3 節では、進出と撤退の定義を示し、進出と撤退の推移を概観する。第 4 節では進出と撤退の

基本的なメカニズムを、第5節では進出と撤退に対するガバナンス要因の影響を分析する。そして第6節では、特に経営戦略の見直しの必要性が高いと考えられる状況、すなわち低パフォーマンス時に分析の焦点を絞り、進出と撤退の決定要因を再度検討する。最終節はまとめである。

2. 先行研究と本研究の特徴

進出と撤退に関する先行研究をみると、産業・市場レベルでの分析が多く、参入障壁の存在や、参入企業のその後のパフォーマンスを分析したものが多い⁸⁰。これに対して、企業レベルでの進出や撤退といった経営行動を分析の対象とした研究はそれほど多くはない。日本企業の研究としては、1990年代の前半を分析対象とした森川(1998)や、1990年代の後半以降を分析対象とした菊谷・齋藤(2006)がある。森川(1998)は、通商産業省「企業活動基本調査」の4,491社のマイクロデータを用いて、3桁産業分類(119業種)における事業分野の売上高の1992年と1995年の2時点と比較し、1992年に存在しなかった業種の売上高が1995年に確認できた場合に新規参入があったと定義し、1992年に存在していた業種の売上高が1995年に確認できない場合撤退が行われたと定義している。そして、進出や撤退に対して本業の成長、企業規模、研究開発、平均賃金、企業内での従業員再配置の柔軟性、親会社の有無、初期の事業展開の広さなどの企業特性が有意な影響を与えていたことを報告している。また、菊谷・齋藤(2006)は、経済産業省の「企業活動基本調査」の約7,000社のデータを用いて、1995年と1999年の事業内容の比較、および1999年と2003年の事業内容の比較から、新規事業への進出と既存事業からの撤退があったか否かを確認している。その結果、撤退は本業との関連性の低い事業で行われ、進出は本業との関連性の高い事業で行われていたことを発見している。すなわち、非関連事業からの撤退と関連事業への進出という組み合わせによって本業回帰ともいえる事業再構築が進んでいたことを明らかにした。

以上のように、先行研究では新規事業への進出と既存事業からの撤退の有無を、期初と期末の2時点の事業内容を比較して特定するという方法を用いている。すなわち、数年のスパンでみて進出や撤退が行われたか否かを特定してきた。これに対して本研究では、各企業の各年の事業構成を把握し、毎年の変化を補足している点に特徴がある。つまり、パネルデータを用いて進出と撤退の決定要因を分析することが本研究の第一の貢献である。勿論、新規事業への進出や既存事業からの撤退という意味決定は、1年単位という短い時間のスパンで判断されるものではないという可能性もある。しかし、進出や撤退という戦略的意思決定が比較的長い時間をかけて検討されるとして、進出や撤退の前の段階として通常想定される意思決定、すなわち、不採算事業への経営資源のインプットを徐々に減らしていく、あるいはコア事業への経営資源のインプットを徐々に増加させていくといった経営資源配分のウェイトの変化に関する戦略的意思決定に関しては既に前章で分

⁸⁰ 参入や撤退の先行研究のサーベイに関しては森川・橘木(1997)、森川(1996)を参照のこと。

析を行っている⁸¹。

このように、パネルデータを用いた分析が本研究の第一の特長であるが、このことによって進出や撤退に対する諸要因の影響をより厳密に検討することが可能になる。例えば、撤退に対する本業成長率の影響を検討する場合を考えてみよう。ある2時点間の事業構成から撤退の発生を特定し、これを被説明変数とする。そして、同じ2時点間における本業売上高の変化を説明変数とする推計を行い、この本業成長率が撤退の発生確率に対して有意に正だったとしよう。この場合、本業成長率が高いから本業以外の分野からの撤退が行われたという解釈が可能であると同時に、逆の因果関係、すなわち本業以外の分野からの撤退を行い、その経営資源を活用した結果本業成長率が高くなったという解釈も可能である。このように撤退とそれを説明する本業成長率が同じ期間で特定される場合、因果関係を推定する場合に同時性の問題を避けることが難しい。次に、この同時性の問題を回避するために、ある2時点のうちの期初のパフォーマンス変数で進出や撤退を説明するモデルを考えよう。この場合、2時点間のスパンが長くなると、進出や撤退に対する期初のパフォーマンス以外の要因の影響も考慮しなければならない。特に期末に近い時点で発生した進出や撤退に対してはノイズが大きくなり、本当にパフォーマンスの影響があったのかを判断することは難しくなってしまう。本研究では、進出や撤退の決定要因の分析にあたって、1期ラグの説明変数を用いたパネル推計を行うことでこのような問題に対処する。

本研究の第二の貢献は、進出や撤退に対する企業のガバナンス構造の影響を検討することである。例えば森川(1998)では、進出と撤退に対する資本構成の影響として外資比率と親会社の存在が扱われているが、戦略的意思決定の主体である取締役会の特性といった内部ガバナンス要因の影響は扱われていない。また、菊谷・斎藤(2006)でも進出と撤退に対する企業のガバナンス要因の影響は明示的に扱われていない。日本企業は特に1990年代の後半以降、内部ガバナンス面では取締役会の改革が進展すると同時に、外部ガバナンス面では株式持ち合い比率の低下と外国人株主をはじめとする機関投資家の影響力の増大という変化を経験した。これらの企業ガバナンス構造の変容は、株主重視経営や「選択と集中」といった経営行動に大きな影響を与えた可能性がある。したがって本研究では、企業のガバナンス特性が進出と撤退に与えた影響を明示的に取り上げ、先行研究に対して新たな事実を提供したい。

3. 進出と撤退の定義と時系列推移

本研究では、進出と撤退を以下のように定義する。まず、連結決算ベースの事業セグメント情報を用いて、各企業の各年度における事業分野を特定する。その際、セグメント情報に掲載されている事業内容は企業の任意の区分に基づくため、客観的な基準として日本標準産業分類(2002年

⁸¹ なお、経営者、特に代表取締役社長が強いリーダーシップを発揮して、進出や撤退といった戦略的意思決定を一気に行う可能性も考えられる。特に、経営者交代のタイミングで新しい企業戦略が打ち出される可能性もある。この論点に関しては、今後の研究課題としたい。

版)の中分類(2桁分類)と小分類(3桁分類)を利用して同一区分の事業を名寄せする作業を行い、各社の事業分野を再定義した⁸²。このような準備をした上で、ある年度 t に観察されなかった事業分野が翌 $t+1$ 年度に観察された場合、新規事業への進出が行われたと判断し、これを t 年度の進出として記録した。他方、ある年度 t に観察された事業分野が翌 $t+1$ 年度に観察されなかった場合、既存事業からの撤退が行われたと判断し、これを t 年度の撤退として記録した。すなわち、 t 年度における進出と撤退は、当該年度 t から翌 $t+1$ 年度にかけて進出や撤退が行われたことを意味する。したがって、新規事業への進出と既存事業からの撤退は、単純に t 年度と $t+1$ 年度を比較して、事業分野数の増加や減少があった場合を記録したわけではなく、企業ごとに事業内容の変更の有無を確認している。つまり、 t 年度と $t+1$ 年度で事業分野の数が同一であったとしても、その事業ポートフォリオ構成の内容に変化が生じた場合には進出か撤退の発生という形で記録されているため、単純に事業分野数の変化を見るだけでは把握できない質的な変化を補足している変数と言える。

このように定義した新規事業への進出と既存事業からの撤退の時系列推移を表したものが図 3-1 である。基本的には、進出も撤退も、関連事業と非関連事業でほぼ同じ動きをしているが、ほとんどすべての年度で、非関連事業での進出・撤退を、関連事業での進出・撤退が数件上回っている。したがって、予想通り、非関連分野に渡っての事業ポートフォリオ再編よりも、関連分野における事業ポートフォリオの再編の方が実施し易いものと思われる。ただし、その差はそれほど大きなものではない。

⁸² ただし、オリジナル・データであるセグメント情報が企業側の基準で決められている以上、単純に企業側が事業分野の表記方法を変更したことによるノイズを完全には除去できていないことには注意が必要である。

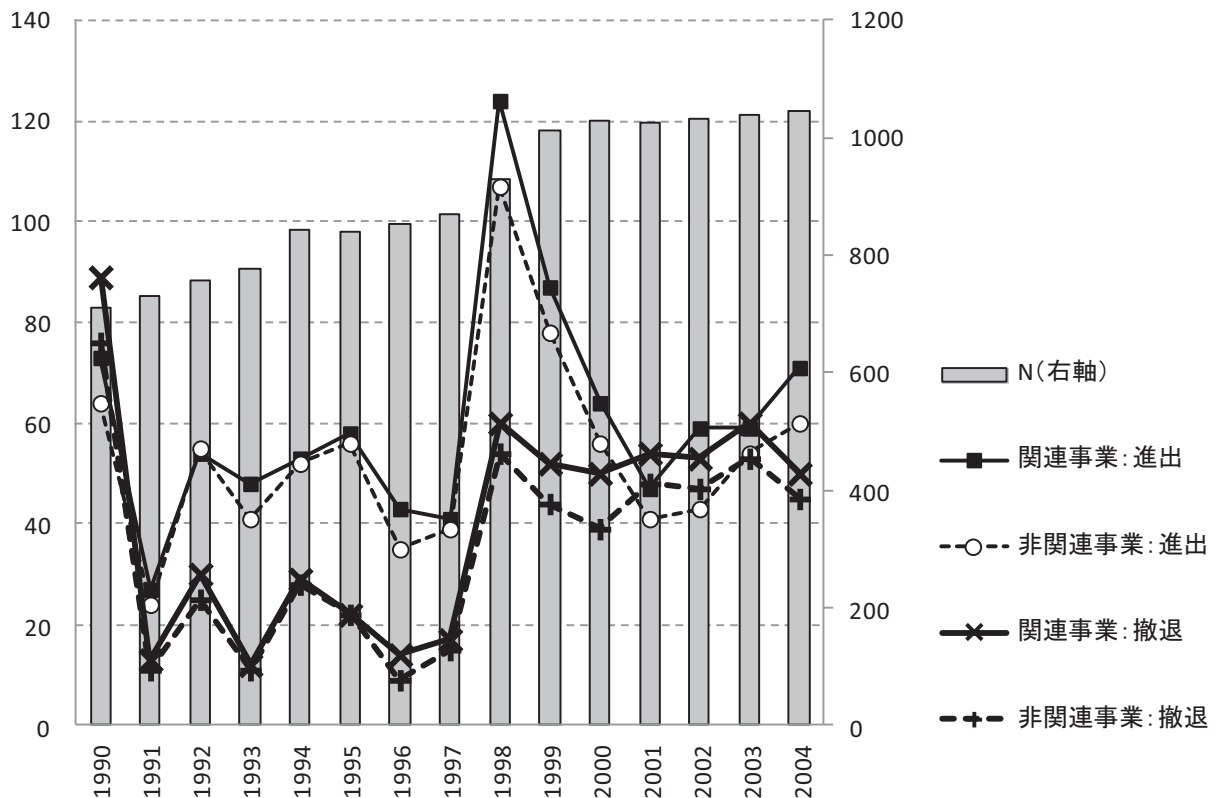


図 3-1 進出と撤退の推移

時系列変化に着目すると、1990年に最初の事業再編の山があることが分かる。1990年には、関連事業への進出が73件(サンプルに占める割合10.3%)、非関連事業への進出が64件(同9.0%)であるのに対して、関連事業からの撤退が89件(同12.5%)、非関連事業からの撤退が76件(同10.7%)であり、既存事業からの撤退件数が新規事業への進出件数を上回っていた。したがって、1980年代後半のバブル期には拡大路線が主流であったが、日経平均株価が1989年のピークから下落した影響で、一時、事業構造の見直しが行われた可能性が示唆される。ただし、その後は2000年まで撤退件数を進出件数が上回り、事業構造は2000年代の初頭まで多角化が進展することになる。次の事業再編の山は、銀行危機直後の1998年にある。1997年から1998年への変化をみると、関連事業への進出は41件から124件に、非関連事業への進出は39件から107件まで、およそ3倍程度の急激な増加をみせた。他方、1997年から1998年にかけての撤退の増加も急激であり、関連事業からの撤退は17件から60件に、非関連事業からの撤退は15件から54件まで3倍以上に拡大したのである。この1997年の銀行危機後の事業ポートフォリオの再編は、「選択と集中」を旗印として実施され、2000年代の前半まで継続していた。そして、その後は、新規事業への進出の水準が既存事業からの撤退の水準と同じ程度まで下落し、進出と撤退はほぼ均衡することになる。2001年以降は、関連事業分野での進出・撤退がおよそ50-70件のレン

ジ、非関連事業分野での進出・撤退が 40–60 件のレンジで推移する。なお、既存事業からの撤退に着目すると、1991 年から 1997 年までは基本的に 10–30 件(全サンプルの 5%未満)程度と低い水準で推移していたが、1998 年以降は 40–60 件(同 5%以上)の水準にまで上昇した。したがって、1997 年の銀行危機を契機として、はじめて撤退という選択肢が進出と同じ程度まで一般化したとみることができる。

以上のことから、日本企業の事業ポートフォリオの推移に関しては、1990 年代初頭のバブル崩壊後の第一次事業再編ブーム、1990 年代半ばの多角化路線、1997 年の銀行危機後の第二次事業再編ブーム、そして 2000 年以降の進出と撤退の均衡による多角化度の安定化という事実が様式化された。次節以降では、進出と撤退に対する企業パフォーマンスや企業ガバナンス構造の影響を検証することで、企業の戦略的意思決定のメカニズムにアプローチする。

4. 進出と撤退の決定要因—パフォーマンス要因の分析—

4-1. 推計モデルと変数

新規事業への進出および既存事業からの撤退に対する企業パフォーマンス要因の影響を検証するために、進出と撤退という質的データを被説明変数とする下記の推計式をロジット・モデルで推計する。ただし、本研究で使用するデータがアンバランスド・パネルの構造をもつという特性を利用し、企業の個別効果を考慮したロジット分析を行う。

新規事業への進出の決定要因モデル(パネル・ロジット)

$$P(ENTRY_{it}) = f[Pef_{it}, CV_{it}] \dots \dots \dots (1)$$

既存事業からの撤退の決定要因モデル(パネル・ロジット)

$$P(EXIT_{it}) = f[Pef_{it}, CV_{it}] \dots \dots \dots (2)$$

ここで、(1)・(2) 式の $f[\cdot]$ はロジスティック累積分布関数であり、添え字 i は企業、添え字 t は年度を表す。(1) 式の被説明変数 $P(ENTRY)$ は新規事業への進出確率であり、基準年度を t とした場合に、翌年度 $t+1$ にかけて新規事業への参入が確認された場合に 1、参入が確認されない場合に 0 をとる離散量である。(2) 式の被説明変数 $P(EXIT)$ は既存事業からの撤退確率であり、基準年度を t とした場合に、翌年度 $t+1$ にかけて既存事業から撤退が確認された場合に 1、撤退が確認されない場合に 0 をとる離散量である。

説明変数の Pef_{it} は企業のパフォーマンスを表す変数であり、次の 2 つを採用した。第一に、資産効率を示す変数として総資産経常利益率を採用した。そして第二に、成長性を示す変数として本業成長率を採用した。資産効率を示すパフォーマンス指標として経常利益を採用した理由は、金融収支などの影響を考慮した後の利益に基づく資産効率が進出や撤退という戦略的意思決定に与える影響を確認するためである。他方、いわゆる本業が順調であるか否かが進出や撤退に与え

る影響をみる指標として、本業の成長率を採用している。総資産経常利益率は、年度ごとに平均値プラス・マイナス 3 標準偏差を基準にして異常値処理を行っている。さらに、日本標準産業分類の中分類(2 桁)基準に基づく業種平均(各年度)との差分をとって標準化している。日本企業が多かれ少なかれ同業他社をライバルとして認識し、戦略策定を行ってきたと指摘されるため、同業他社と比較した場合の相対的なパフォーマンス水準が進出や撤退にどのような影響を与えるのかを確認する意図である。したがって、基本的には同業他社と比較した場合の資産効率の低下が、進出と撤退による事業ポートフォリオの再編にどのような影響を与えていたのかを確認することになる。また、パフォーマンス指標として本業成長率を採用した理由は、日本企業の経営目標として売上高や市場シェアの拡大が伝統的に重視されてきたからであり、成長は日本企業にとって重要な経営指標の一つと考えられるからである。ここで、本業成長率の本業とは、日本標準産業分類の中分類(2 桁)基準に基づく最大売上高部門のことであり、 $t-1$ 年度から t 年度にかけての変化率を計算した。なお、本業が変更された場合、すなわち t 年度における最大売上高部門が $t-1$ 年度と異なる場合は、 t 年度に新たに最大の売上高をもつようになった部門の $t-1$ 年度の売上高を確認して変化率を計算してある。

なお、*CV* はコントロール変数である。まず、進出や撤退の最終的な意思決定者である社長の特性をコントロールする。具体的変数としては、社長の在職年数を採用した。トップの在職年数の長さは、社長の権力やリーダーシップの強さの代理変数と解釈できる。例えば、社長交代直後などの在職年数が短い場合、自分の戦略の色を出すために積極的に事業再編を行おうとするかもしれない。あるいは逆に、進出や撤退といった戦略的意思決定は、部門間の経営資源配分のウェイトを変更するよりもインパクトの大きな意思決定であるため、より強力なリーダーシップの発揮が求められるかもしれない。したがって、経験を積んだ在職年数の長い社長の方が、進出と撤退を行う可能性が高くなるという可能性もある。いずれにしても、進出と撤退に対して、経営トップの属性は何らかの影響を与える可能性があるため、その影響をコントロールする。また、事前の事業ポートフォリオ特性も進出や撤退の意思決定に影響を与えると考えられる。例えば、多角化度が低くグループ化が進展していない企業ほど進出の余地が大きい可能性がある一方で、既に多角化やグループ化が大きく進展している企業ほど既存事業からの撤退の可能性が大きくなる可能性がある。そこで、多角化の程度を表す変数としてエントロピー指数を、グループ化の程度を表す変数として連結子会社数を、コントロール変数として採用した。その他には、企業規模の影響をコントロールする変数として連結総資産の自然対数を、各年度におけるマクロショックをコントロールする変数として年度ダミーを推計式に含めた。

したがって、上記の推計モデル(1)・(2)は、最終的な意思決定者である社長の特性、事前(t 期)の多角化水準、連結子会社数、企業規模、および年度の影響をコントロールした上で、同業他社と比較した場合の資産効率と本業の成長性が、次期(t 期から $t+1$ 期)にかけての新規事業への進出や既存事業からの撤退という戦略的意思決定に与えた影響をテストするモデルと要約でき、因

果関係を推定する際の時間的整合性は保持されている⁸³。なお、これらの推計モデルを2つの時期、すなわち①1990—1997年度、②1998—2005年度を対象に推計し、時系列的な変化を確認する⁸⁴。前半サンプル(1990年—1997年)は、バブル経済の崩壊後の景気低迷期であるが、1980年代後半からの多角化が依然として進展していた時期である。また、海外、特に東アジアへの進出が盛んに行われた時期である。他方、後半サンプル(1998年から2005年)は、1997年の銀行危機後の景気悪化と2000年にかけてのITバブルとその崩壊、その後2002年からの景気拡大局面を含む時期である。銀行危機後は「選択と集中」が強く意識されるようになり、その影響は2002年以降、多角化が一段落するという形で顕著に確認できるようになった。

表3-1は、各変数の基本統計量を示している。進出と撤退件数の時系列推移は図3-1で示した通りだが、進出ダミー・撤退ダミーの平均値は、関連事業・非関連事業ともに、1990—1997年よりも1998—2005年のほうが大きくなっており、1990年代の後半以降に「選択と集中」による事業ポートフォリオの再編が活発化したという事実が裏付けられる。企業パフォーマンスをみると、総資産経常利益率(連結)は前半の3.5%から後半には4.6%まで改善し、本業成長率も前半の4.1%から後半には5.4%まで上昇している。前半はバブル崩壊後の不況期であり、後半も銀行危機後の不況期を含むが、後半には2002年からの景気回復期が含まれる影響と考えられる。企業のガバナンス要因では、平均取締役人数は前半の17.2人から後半の11.8人まで大きく減少しており、1990年代の後半以降、執行役員制度の導入に伴って取締役会のスリム化が進展したことがわかる。実際、後半のサンプルでは、22.8%の企業で執行役員制度が導入されている。また、所有構造の変化をみると、機関投資家持株比率の平均値は前半の10.0%から後半には15.8%に、外国人株主持株比率は5.8%から8.8%まで上昇しており、「もの言う」株主のウェイトが上昇していることがわかる。ただし、機関投資家と外国人株主の持株比率の標準偏差も後半には上昇しており、機関投資家や外国人株主の保有比率が高い企業群と低い企業群との分化が鮮明化している。対照的に、「安定株主」である持ち合い株主の持株比率は前半の15.8%から後半には11.0%まで低下していた。以下では、パフォーマンス要因やガバナンス要因が、進出と撤退の発生確率に与えた影響を検証する。

⁸³ それぞれハウズマン検定の結果に従い、固定効果ロジット・モデルの推計結果を報告している。

⁸⁴ 当年から翌年にかけての進出と撤退が推計の対象であるため、推計サンプルの最終年度は2004年度となる。

表 3-1 基礎統計量

	1990-1997年					1998-2005年				
	観測値	平均	標準偏差	最小値	最大値	観測値	平均	標準偏差	最小値	最大値
進出ダミー(関連事業)	6,381	0.062	0.242	0.000	1.000	7,108	0.072	0.258	0.000	1.000
進出ダミー(非関連事業)	6,381	0.057	0.233	0.000	1.000	7,108	0.062	0.241	0.000	1.000
撤退ダミー(関連事業)	6,381	0.035	0.185	0.000	1.000	7,108	0.053	0.225	0.000	1.000
撤退ダミー(非関連事業)	6,381	0.031	0.173	0.000	1.000	7,108	0.046	0.210	0.000	1.000
総資産経常利益率(連結)	9,102	0.035	0.039	-0.122	0.208	12,135	0.046	0.045	-0.124	0.209
標準化総資産経常利益率(連結)	9,102	0.000	0.036	-0.166	0.166	12,135	0.000	0.042	-0.182	0.180
本業成長率(2桁)	5,387	0.041	0.347	-0.806	11.072	7,809	0.054	0.443	-0.873	19.273
社長在職年数	7,752	6.097	7.819	0.000	53.000	11,270	5.990	7.998	0.000	52.000
取締役数	7,758	17.210	7.597	2.000	53.000	11,178	11.770	5.995	2.000	54.000
外部役員比率	6,346	0.186	0.200	0.000	1.000	10,254	0.107	0.184	0.000	1.000
執行役員制度導入ダミー	6,346	-	-	-	-	8,149	0.228	0.420	0.000	1.000
純粋持株会社ダミー	6,346	-	-	-	-	8,149	0.020	0.139	0.000	1.000
機関投資家持株比率	6,346	10.041	8.491	0.000	52.720	8,149	15.758	14.489	0.000	83.470
外国人株主持株比率	6,346	5.812	7.548	0.000	77.800	8,149	8.757	10.538	0.000	87.930
持合株主持株比率	6,877	15.804	8.933	0.000	61.300	10,378	11.023	8.933	0.000	61.300
エントロピー指数(SIC3桁基準)	6,346	0.659	0.388	0.000	2.096	8,149	0.670	0.410	0.000	2.151
エントロピー指数(SIC2桁基準)	6,345	0.544	0.375	0.000	1.809	8,149	0.563	0.392	0.000	1.864
連結子会社数	9,159	19.530	55.812	1.000	1,142.000	12,331	26.642	63.285	1.000	1,112.000
連結総資産(対数)	9,159	11.785	1.383	7.125	16.532	12,334	11.588	1.442	5.690	17.174
連結総資産(百万円)	9,159	422,788	1,113,555	1,243	15,100,000	12,334	391,254	1,212,836	296	28,700,000

注) 総資産経常利益率・標準化総資産経常利益率は異常値修正済みの値である。また標準化は各企業の現数値と業種平均との差分である。

4-2. 進出の決定要因

はじめに新規事業への進出に対する企業パフォーマンス要因の影響から検討しよう。表 3-2 は推計式 1 の結果を示している。まず、1990 年代の前半に関しては、関連事業分野への進出確率に対して、本業成長率の係数が 5%水準で統計的に有意に負であった(モデル 2)。この結果は、本業成長率の鈍化が関連事業分野への新規進出を促す関係にあることを意味する。他方、非関連事業分野への進出確率に対しては、標準化総資産経常利益率の係数が 5%水準で統計的に有意に負(モデル 3)、本業成長率の係数も 5%水準で統計的に有意に負であった(モデル 4)。これらの結果は、同業他社と比較した場合に資産効率が低いほど、および本業成長率が低いほど非関連事業に進出する確率が高くなることを意味する。したがって、基本的には、資産効率が低く本業の成長率も低いという、いわゆる「貧企業」が、新規事業へ進出することによって現状を打破しようとする姿勢がうかがえる。ただし、資産効率の低さが進出を促すという関係は、非関連事業への進出に対してのみ統計的に有意であった。したがって、本業成長率の鈍化に加えて資産効率も低下した場合には、本業と異なる事業分野への進出、すなわち非関連多角化が模索されるという関係が確認できる。

続いて、1990 年代の後半以降の推計結果を確認しよう。関連事業分野への進出確率に対しても、非関連事業分野への進出確率に対しても、標準化総資産経常利益率は符号こそ負であるものの統計的に十分有意ではない一方(モデル 5・7)、本業成長率の係数はともに 1%水準で統計的に有意に負であった(モデル 6・8)。これらの結果は、進出先が本業と関連性の高い事業分野であれば、関連性の低い事業分野であれば、本業成長率が低いほど新規事業への進出確率が有意に上昇するという強い関係があることを示している。

以上、新規事業への進出に対する企業パフォーマンス要因の影響を分析した結果、本業成長率の低下に応じて進出確率がシステムティックに上昇するという安定した関係が確認できた。勿論、1990 年代の前半には、資産効率の低下によって非関連多角化が促されることも示されたが、基本的には新規事業への進出には一貫して本業成長率の鈍化が大きな影響を与えていたという事実を確認できたことは重要である。そして、この本業成長率の低下が新規事業への進出を促すという関係は、1990 年代の前半に比べて 1990 年代の後半以降の方が統計的な有意水準が上昇しており、その関係性がより明確になっている。したがって、新規事業への進出の決定要因に関しては、本業成長率の低下が企業の将来に対する不安を大きくし、新たな中核事業を育てるインセンティブになったという図式が明確に確認できる。

表 3-2 進出に対するパフォーマンス要因の影響:基本推計(固定効果ロジット・モデル)

時期 事業分野 モデル	1990-1997年				1998-2005年			
	関連事業		非関連事業		関連事業		非関連事業	
	1	2	3	4	5	6	7	8
総資産経常利益率	-4.105 (-1.262)		-7.174** (-2.103)		-3.471 (-1.267)		-3.969 (-1.383)	
本業成長率		-1.143** (-2.275)		-1.197** (-2.382)		-1.081*** (-3.213)		-1.000*** (-2.810)
社長在職年数	0.010 (0.628)	-0.014 (-0.715)	0.010 (0.625)	-0.004 (-0.196)	-0.047*** (-2.643)	-0.048*** (-2.669)	-0.023 (-1.152)	-0.026 (-1.290)
多角化度	-0.027 (-0.092)	-4.249*** (-6.359)	-1.157*** (-2.875)	-6.308*** (-7.410)	-5.531*** (-10.780)	-5.721*** (-10.768)	-6.207*** (-10.653)	-6.468*** (-10.759)
連結子会社数	0.009** (2.398)	0.012*** (2.779)	0.010*** (2.653)	0.015*** (3.120)	-0.001 (-0.207)	-0.001 (-0.309)	-0.000 (-0.099)	-0.000 (-0.132)
連結総資産	-0.631 (-1.211)	0.605 (0.892)	-0.536 (-0.984)	0.855 (1.197)	-0.100 (-0.321)	0.054 (0.162)	-0.115 (-0.344)	0.001 (0.003)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1,936	1,424	1,818	1,342	2,329	2,298	2,088	2,066
Number of ID	264	219	248	206	360	355	324	320

注) 推計はPanel(固定効果) Logit Model。()内はz値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。

多角化度はモデル1・2・5・6が日本標準産業分類3桁(小分類)基準のエントロピー指数、

モデル3・4・7・8が日本標準産業分類2桁(中分類)基準のエントロピー指数。

事業分野の関連事業は日本標準産業分類の3桁(小分類)基準で補足した場合、

非関連事業は日本標準産業分類の2桁(中分類)基準で補足した場合。

4-3. 撤退の決定要因

次に、既存事業からの撤退に対する企業パフォーマンス要因の影響を検討しよう。表 3-3 は推計式 2 の結果を示している。まず、1990 年代の前半に関しては、資産効率も本業成長率も、撤退確率に対して統計的に有意な影響を与えていない(モデル 1~4)。これに対して 1990 年代の後半以降は、関連事業分野からの撤退確率に対してのみ、標準化総資産経常利益率の係数が 1%水準で統計的に有意に負であった(モデル 5)。この結果は、同業他社と比較して資産効率が低いほど撤退確率が有意に上昇することを意味し、企業全体の資産効率の低さが変革圧力を高めた結果、採算が悪い事業などからの撤退が促進された可能性を示唆する。ただし、この関係は、非関連事業からの撤退に対しては統計的に十分有意ではなく、主に関連事業からの撤退に対してのみ確認できた。つまり、資産効率の悪化に直面した場合、非関連多角化の修正よりも関連事業の組み替えや整理によって対処していた可能性が示唆される。

他方、新規事業への進出に対して安定的な影響を与えていた本業成長率は、係数こそ負であるものの既存事業からの撤退に対しては有意な影響を与えていなかった。つまり、企業パフォーマンスの低下が事業再編を促すという可能性を考慮する場合、資産効率の低下が撤退の可能性を上昇させるという可能性はあるものの、本業成長率の鈍化に直面した企業の経営者が、既存事業からの撤退という決断はしにくいものと思われる。つまり、経営者の心理として、撤退に伴う事業領域の縮小は勇気のいる意思決定であり、少しでも他の事業領域がある方が、本業の成長鈍化を

補う別の足場があるという意味で安心感を高めるのかもしれない。

表 3-3 撤退に対するパフォーマンス要因の影響:基本推計(固定効果ロジット・モデル)

時期 事業分野 モデル	1990-1997年				1998-2005年			
	関連事業		非関連事業		関連事業		非関連事業	
	1	2	3	4	5	6	7	8
総資産経常利益率	0.882 (0.180)		-1.050 (-0.190)		-7.824*** (-2.660)		-4.177 (-1.479)	
本業成長率		-0.709 (-1.170)		-0.565 (-0.908)		-0.312 (-1.296)		-0.053 (-0.240)
社長在職年数	0.024 (0.993)	0.026 (0.853)	0.007 (0.256)	0.020 (0.648)	-0.010 (-0.561)	-0.011 (-0.658)	0.000 (0.012)	-0.001 (-0.056)
多角化度	2.590*** (5.697)	1.801*** (2.961)	2.858*** (5.275)	2.432*** (3.324)	0.688* (1.800)	0.776** (1.978)	1.389*** (3.083)	1.500*** (3.272)
連結子会社数	0.005 (0.913)	0.002 (0.354)	0.019* (1.889)	0.015 (1.214)	0.002 (0.601)	0.002 (0.562)	0.001 (0.245)	0.001 (0.358)
連結総資産	-1.377** (-2.038)	-0.005 (-0.005)	-1.698** (-2.306)	-0.712 (-0.775)	-0.844*** (-2.672)	-0.751** (-2.234)	-0.728** (-2.248)	-0.704** (-1.971)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1,209	625	1,063	568	1,718	1,718	1,569	1,564
Number of ID	160	95	142	87	269	270	245	245

注) 推計はPanel(固定効果)Logit Model。()内はz値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。

多角化度はモデル1・2・5・6が日本標準産業分類3桁(小分類)基準のエントロピー指数、

モデル3・4・7・8が日本標準産業分類2桁(中分類)基準のエントロピー指数。

事業分野の関連事業は日本標準産業分類の3桁(小分類)基準で補足した場合、

非関連事業は日本標準産業分類の2桁(中分類)基準で補足した場合。

以上、新規事業への進出と既存事業からの撤退に対する企業パフォーマンス要因の影響を分析した結果、次のことが明らかになった。まず、1990年代前半のバブル崩壊以降の局面では、既存事業からの撤退に対するパフォーマンス要因の影響は確認できなかったものの、本業成長率が低いほど関連多角化、非関連多角化を問わず新規事業への進出が行われていたことが確認できた。特に本業成長率の鈍化に加えて資産効率も低下した場合、いわゆるじり貧に陥った場合には、非関連多角化が模索される可能性が示唆された。この意味で、バブル崩壊から銀行危機までの1990年代における日本企業の戦略対応は、既存事業からの撤退ではなく、新規事業への進出を図ることで、現状を打開しようとしていたと言える。

そして、「選択と集中」が活発化した1997年の銀行危機以降の局面をみると、本業成長率の鈍化が依然として関連多角化、非関連多角化を促す主要因であることが確認された。したがって、すべての期間を通じて新規事業への進出確率は本業成長率の低下に応じてシステムティックに上昇しており、コア・ビジネスの将来不安が新規事業の開拓を促すという関係が明確に確認できた。同時に、1990年代の後半以降になってはじめて資産効率の低下が既存事業からの撤退を促すという関係が確認できるようになった。このように、1990年代の前半は新規事業への進出のみがパフォーマンス感応的であったが、1990年代の後半になると、既存事業からの撤退も新たにパフォーマ

ンス感応的に発生するようになったという事実は重要である。勿論、進出は本業成長率の低下のみに応じて発生し、撤退は資産効率の低下に応じて、しかも関連事業分野でのみ確認できたという意味で一定の注意が必要ではある。しかし、1997年の銀行危機以降は、企業パフォーマンスの低下に応じて進出と撤退が発生する、すなわち企業パフォーマンスの低下が「選択と集中」を促すという関係が明確に確認できるようになったのである。ここでの推計結果は、この時期の経営戦略の変更がパフォーマンス感応的に発生するようになったという前章での分析結果と整合的である。なお、厳密に言えば、進出と撤退のメカニズムは異なっていた。特に重要なのは、新規事業への進出に関しては本業成長率の鈍化という要因が大きく影響していたという事実であり、多角化の発生メカニズムを裏付ける結果と言える。

5. 進出と撤退の決定要因—ガバナンス要因の分析—

5-1. 検討課題と推計モデル

進出と撤退に対するパフォーマンス要因の影響を分析した前節では主に次の2つの結論を得た。第一に、進出に関しては、関連事業への進出も非関連事業への進出も一貫して本業成長率の低下に感応的に発生していたことである。そして第二に、撤退に関しては、1990年代の後半以降のみ、関連事業からの撤退が資産効率の低下に感応的に発生していたことである。そこで本節では、企業のガバナンス特性が進出と撤退に直接的にどのような影響を与えていたのかを検討するとともに、企業パフォーマンスと進出・撤退の関係に与えた影響も検討する。

具体的にはまず、1990年代の前半および1990年代の後半以降、本業成長率が低下した際に進出が発生するという関係を増幅ないし緩和するガバナンス要因があったのかを検討する。次に、1990年代の後半以降、資産効率が低下した際に関連事業からの撤退が行われるという関係を増幅ないし緩和するガバナンス要因があったのかを検討する。本業成長率や資産効率の低下に応じて進出や撤退が行われるという関係を増幅するガバナンス要因は、経営者に対して変革圧力を与えるという意味で経営の規律づけ機能を果たしていると判断できる。他方、この関係を緩和してしまうガバナンス要因は、経営者に対する変革圧力を減少させてしまうという意味で、既存戦略の固定化に寄与してしまうものと判断できる。

内部ガバナンス要因としては、取締役会のスリム化、外部役員を導入、執行役員制度や純粋持株会社の採用といったトップ・マネジメント改革が、パフォーマンス低下時の事業再編を促進したのか否か、外部ガバナンス要因としては、外国人株主や機関投資家のプレゼンス上昇によって増大した資本市場からの圧力が、パフォーマンス低下時の事業再編を促進したのか否かを確認することが、経営の規律づけ機能の発揮という観点からみた場合の分析の焦点である。他方、大規模で内部昇進者優位の取締役会構成、および株式の相互持ち合いによる安定株主の存在といった伝統的な日本型ガバナンスの諸特性が、パフォーマンス低下時の事業再編を阻害していたのか否かを確認することが、既存戦略の固定化の助長という観点からみた場合の分析の焦点である。

以上の課題を検討するために、新規事業への進出と既存事業からの撤退を被説明変数とし、企

業パフォーマンスを説明変数とした前節の推計モデルに、企業のガバナンス変数を単独項として新たに説明変数に加えたモデル、および、企業パフォーマンスとの交差項として新たに説明変数に加えたモデルを推計する。推計式は下記の通りであり、それぞれパネル・ロジット・モデルで推計する。

新規事業への進出の決定要因モデル:ガバナンス要因の影響(パネル・ロジット)

$$P(ENTRY_{it}) = f[Pef_{it}, Gov_{it}, CV_{it}] \dots \dots \dots (3)$$

$$P(ENTRY_{it}) = f[Pef_{it}, Gov_{it}, Pef_{it} * Gov_{it}, CV_{it}] \dots \dots \dots (4)$$

既存事業からの撤退の決定要因モデル:ガバナンス要因の影響(パネル・ロジット)

$$P(EXIT_{it}) = f[Pef_{it}, Gov_{it}, CV_{it}] \dots \dots \dots (5)$$

$$P(EXIT_{it}) = f[Pef_{it}, Gov_{it}, Pef_{it} * Gov_{it}, CV_{it}] \dots \dots \dots (6)$$

(3)・(4) 式の被説明変数 $P(ENTRY)$ は新規事業への進出確率であり、基準年度を t とした場合に、翌年度 $t+1$ にかけて新規事業に参入したことが確認された場合に 1 をとるダミー変数である。(5)・(6) 式の被説明変数 $P(EXIT)$ は既存事業からの撤退確率であり、基準年度を t とした場合に、翌年度 $t+1$ にかけて既存事業からの撤退が確認された場合に 1 をとるダミー変数である。

説明変数の Pef は、企業のパフォーマンスを表す変数であり、資産効率を示す総資産経常利益率と成長性を示す本業成長率を用いた。前節と同様に、総資産経常利益率は 3 標準偏差を基準に異常値処理を行い、日本標準産業分類の中分類(2 桁)基準に基づく業種平均との差分をとって標準化した。本業成長率も本業の変更が確認された場合は修正した数値を用いている。 Gov はガバナンス変数であり、具体的には以下の変数を採用した。まず、内部ガバナンスの特性を示す変数としては、トップ・マネジメント要因として、取締役人数、取締役会における外部役員比率、執行役員制度を導入している企業を識別する執行役員制度ダミー、および純粋持株会社に移行している企業を識別する純粋持株会社ダミーを採用した。また、外部ガバナンスの特性を示す変数としては、株主構成として、機関投資家持株比率、外国人株主持株比率、および持ち合い株主持株比率を採用した。なお、 CV はコントロール変数であり、前節同様、進出や撤退の最終的な意思決定者である社長の特性をコントロールするための社長在職年数、事前の事業ポートフォリオ特性の影響をコントロールするためのエントロピー指数、グループ化の程度をコントロールするための連結子会社数、企業規模の影響をコントロールするための連結総資産の自然対数、および各年度におけるマクロショックをコントロールするための年度ダミーを採用した。したがって、上記の推計モデルは、社長の特性、多角化水準、子会社数、企業規模、および年度の影響をコントロールした上で、

企業のパフォーマンス要因とガバナンス要因、およびその相互作用が、新規事業への進出や既存事業からの撤退に与えた影響をテストするモデルと要約できる。

5-2. 推計結果—進出に対するガバナンス要因の影響—

はじめに、企業のガバナンス構造が、新規事業への進出にどのような影響を与えていたのかを検討する。進出は一貫して本業成長率の低下に応じてシステマティックに発生していたため(表 3-2 モデル 2・4・6・8)、ガバナンス要因がこの関係にどのような影響を与えていたのかがここでの分析の焦点である。表 3-4 は、パフォーマンス変数として本業成長率を用いた場合の推計結果を示している。パネル A・B が 1990 年代の前半サンプル、パネル C・D が 1990 年代後半以降のサンプルを用いた場合の推計結果であり、パネル A・C が関連事業への進出、パネル B・D が非関連事業への進出を被説明変数とした場合の推計結果である。

1990 年代の前半をみると、外部役員比率が高いほど進出の発生確率が低いことが分かる。これは、外部役員比率の単独項の係数が、関連事業への進出に対しては 5%水準で(パネル A モデル 3)、非関連事業への進出に対しては 10%水準で(パネル B モデル 3)、それぞれ統計的に有意に負であることから確認できる。取締役会に占める外部役員比率が高いほど新規事業への進出確率が低いという関係は、外部役員の存在が新規事業のリスクを厳格に評価するために進出に慎重になる可能性や、外部役員の多い企業は親会社など特定の大株主が存在する 경우가多く、独立性の高い企業よりも事業ドメインの決定に関する意思決定の制約が大きい可能性などを示唆する。ただし、ここでより重要な結果は、外部役員比率を含むすべてのガバナンス変数と本業成長率との交差項は、関連事業への進出確率に対しても、非関連事業への進出確率に対しても、統計的な有意性を示さなかったことである(パネル A・B モデル 2・4・6・8・10)。本業成長率の単独項は、関連事業への進出確率に対しても非関連事業への進出確率に対してもすべて 5%水準(パネル A・B モデル 1・3・5・7)ないし 1%水準(パネル A・B モデル 9)で統計的に有意に負であるから、基本的には本業成長率の低下に応じて進出の発生確率が高くなるという関係が確認できる。しかし、本業成長率とガバナンス変数とのすべての交差項が統計的に有意ではなかったという推計結果は、進出が本業成長率の低下に応じてシステマティックに発生するという関係を増幅ないし緩和するガバナンス要因は存在しなかったということを意味する⁸⁵。

⁸⁵ なお、1990 年代の前半には、非関連事業への進出に対して標準化総資産経常利益率の係数が統計的に有意に負であり、同業他社と比較して資産効率が低いことが非関連事業への進出の契機になるという関係が確認できた(表 3-2 モデル 3)。そこで、1990 年代前半の推計におけるパフォーマンス変数を本業成長率から標準化総資産経常利益率に代えた推計も試みたが、進出の発生確率が資産効率の低下に応じてシステマティックに高まるという関係を増幅ないし緩和するガバナンス要因は確認できなかった。

表 3-4 進出に対するガバナンス要因の影響

パネルA 1990-1997・関連事業															
ガバナンス変数	取締役数			外部役員比率			機関投資家			外国人株主			持ち合い株主		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10					
モデル															
本業成長率	-1.156** (-2.290)	-1.248 (-0.995)	-1.171** (-2.266)	-0.880 (-1.268)	-1.166** (-2.292)	-1.754** (-2.263)	-1.167** (-2.298)	-1.255** (-2.026)	-1.544** (-2.597)	-1.682** (-1.702)					
ガバナンス変数	-0.023 (-0.612)	-0.023 (-0.617)	-2.558** (-1.991)	-2.518* (-1.953)	0.038 (1.634)	0.033 (1.409)	0.023 (0.874)	0.021 (0.814)	0.040 (1.305)	0.039 (1.293)					
本業成長率*ガバナンス	0.006 (0.081)	0.006 (0.081)	-1.411 (-0.600)	-1.411 (-0.600)	0.065 (1.123)	0.065 (1.123)	0.015 (0.259)	0.015 (0.259)	0.011 (0.180)	0.011 (0.180)					
Observations	1,424	1,424	1,424	1,424	1,424	1,424	1,424	1,424	1,207	1,207					
Number of ID	219	219	219	219	219	219	219	219	186	186					

パネルB 1990-1997・非関連事業															
ガバナンス変数	取締役数			外部役員比率			機関投資家			外国人株主			持ち合い株主		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10					
モデル															
本業成長率	-1.209** (-2.398)	-0.876 (-0.667)	-1.171** (-2.278)	-0.628 (-0.885)	-1.209** (-2.377)	-1.360* (-1.922)	-1.207** (-2.384)	-1.147** (-1.978)	-1.610** (-2.659)	-1.408 (-1.614)					
ガバナンス変数	-0.026 (-0.654)	-0.025 (-0.626)	-2.569* (-1.951)	-2.465* (-1.853)	0.037 (1.510)	0.035 (1.435)	0.017 (0.621)	0.018 (0.645)	0.043 (1.332)	0.043 (1.343)					
本業成長率*ガバナンス	-0.021 (-0.273)	-0.021 (-0.273)	-2.179 (-0.952)	-2.179 (-0.952)	0.019 (0.326)	0.019 (0.326)	-0.012 (-0.198)	-0.012 (-0.198)	-0.019 (-0.301)	-0.019 (-0.301)					
Observations	1,342	1,342	1,342	1,342	1,342	1,342	1,342	1,342	1,128	1,128					
Number of ID	206	206	206	206	206	206	206	206	174	174					

パネルC 1998-2005・関連事業

GOV	取締役数		外部役員比率		執行役員制度		純粋持ち株会社		機関投資家		外国人株主		持ち合い株主	
モデル	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
本業成長率	-1.074*** (-3.200)	-1.728*** (-2.672)	-1.095*** (-3.219)	-0.906** (-2.196)	-1.076*** (-3.191)	-1.126*** (-3.104)	-1.050*** (-3.125)	-1.025*** (-3.022)	-1.083*** (-3.229)	-0.945* (-1.703)	-1.081*** (-3.213)	-0.745* (-1.662)	-1.000*** (-2.885)	-1.174*** (-2.388)
ガバナンス変数	-0.002 (-0.104)	-0.001 (-0.067)	0.000 (0.005)	0.000 (0.062)	0.270 (1.295)	0.253 (1.190)	-0.842 (-1.299)	-0.711 (-1.009)	-0.006 (-0.660)	-0.006 (-0.556)	-0.000 (-0.039)	0.002 (0.171)	0.009 (0.473)	0.008 (0.447)
本業成長率*ガバナンス	0.049 (1.290)	0.049 (1.290)	-1.305 (-0.734)	-1.305 (-0.734)	0.427 (0.430)	0.427 (0.430)	-0.937 (-0.382)	-0.937 (-0.382)	-0.008 (-0.306)	-0.008 (-0.306)	-0.008 (-0.306)	-0.037 (-1.008)	0.021 (0.541)	0.021 (0.541)
Observations	2,291	2,291	2,270	2,270	2,298	2,298	2,298	2,298	2,298	2,298	2,298	2,298	2,133	2,133
Number of ID	354	354	352	352	355	355	355	355	355	355	355	355	324	324

パネルD 1998-2005・非関連事業

GOV	取締役数		外部役員比率		執行役員制度		純粋持ち株会社		機関投資家		外国人株主		持ち合い株主	
モデル	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
本業成長率	-0.992*** (-2.793)	-1.388** (-2.204)	-0.994*** (-2.786)	-0.923** (-2.125)	-0.995*** (-2.799)	-1.111*** (-2.888)	-0.980*** (-2.754)	-1.006*** (-2.791)	-1.009*** (-2.817)	-1.273** (-2.149)	-0.998*** (-2.776)	-0.948** (-1.976)	-1.167*** (-2.947)	-1.140** (-2.227)
ガバナンス変数	-0.000 (-0.024)	0.000 (0.009)	-0.001 (-0.144)	-0.001 (-0.127)	0.317 (1.375)	0.270 (1.150)	-1.264 (-1.395)	-1.490 (-1.457)	0.012 (1.080)	0.010 (0.899)	0.026* (1.798)	0.027* (1.791)	-0.006 (-0.297)	-0.006 (-0.296)
本業成長率*ガバナンス	0.032 (0.797)	0.032 (0.797)	-0.483 (-0.274)	-0.483 (-0.274)	0.962 (1.104)	0.962 (1.104)	1.137 (0.592)	1.137 (0.592)	0.015 (0.578)	0.015 (0.578)	0.015 (0.578)	-0.005 (-0.153)	-0.004 (-0.081)	-0.004 (-0.081)
Observations	2,059	2,059	2,040	2,040	2,066	2,066	2,066	2,066	2,066	2,066	2,066	2,066	1,904	1,904
Number of ID	319	319	317	317	320	320	320	320	320	320	320	320	289	289

注) 推計はPanel(固定効果)Logit Model。()内はz値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。

コントロール変数(社長在職年数、多角化度、連結子会社数、連結総資産、年度ダミー)の表掲は省略。

関連事業は日本標準産業分類の3桁(小分類)基準で補足した場合、非関連事業は日本標準産業分類の2桁(中分類)基準で補足した場合。

次に、1990年代の後半以降をみると、外国人株主持株比率が高いほど非関連事業への進出確率が高くなる事が分かる。これは、外国人持株比率の係数が非関連事業への進出確率に対して10%水準ながら統計的に有意に正であることから確認できる(パネルDモデル11)。外国人株主の存在が、非効率であるとされる非関連事業への進出確率を高めるという関係は興味深い結果である。ただし、ここでもより重要な結果は、1990年代前半の結果と同様に、外国人株主持株比率を含むすべてのガバナンス変数と本業成長率との交差項の係数は、関連事業への進出確率に対しても、非関連事業への進出確率に対しても、ともに統計的な有意性を示さなかったことである(パネルC・Dモデル2・4・6・8・10・12・14)。本業成長率の単独項は、関連事業・非関連事業への進出に対してすべて1%水準で統計的に有意に負であるから(パネルC・Dモデル1・3・5・7・9・11・13)、基本的には本業成長率の低下に応じて進出の発生確率が高くなるという強い関係が確認できる。しかし、本業成長率とガバナンス変数とのすべての交差項は統計的に有意ではないから、進出が本業成長率の低下に応じてシステマティックに発生するという関係を増幅ないし緩和するガバナンス要因は存在しなかったと言える。

以上、新規事業への進出という戦略的意思決定に対する企業のガバナンス要因の影響を確認した結果、1990年代の前半は、外部役員比率が高いほど関連事業および非関連事業への進出確率が低下するという関係が、1990年代の後半以降は、外国人株主持株比率が高いほど非関連事業への進出確率が上昇するという関係が確認された。ただし、より重要な結果は、本業成長率の低下に応じてシステマティックに進出確率が上昇するという関係を増幅ないし緩和するガバナンス要因は確認できなかったということである。つまり、企業のガバナンス構造は、進出のパフォーマンス感応度に一切影響を与えていなかったと言える。

5-3. 推計結果—撤退に対するガバナンス要因の影響—

次に、企業のガバナンス構造が、既存事業からの撤退にどのような影響を与えていたのかを検討する。撤退に関しては、1990年代後半以降の関連事業からの撤退のみが、資産効率の低下に応じてシステマティックに発生していた(表3-3モデル5)。したがって、ガバナンス要因がこの関係にどのような影響を与えていたのかがここでの分析の焦点である。推計結果は表3-5に示されている。パネルAは標準化総資産経常利益率を、パネルBは現数値の総資産経常利益率をパフォーマンス変数として用いた場合の推計結果である。

表 3-5 撤退に対するガバナンス要因の影響

パネルA 1998-2005・関連事業・標準化総資産経常利益率

ガバナンス変数	取締役数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
総資産経常利益率(標準化)		-7.853***	-12.148**	-7.769***	-6.703**	-7.823***	-9.487***	-7.676***	-8.375***	-7.406**	-9.276**	-7.886***	-10.454***	-8.212**	-8.058**
		(-2.660)	(-2.376)	(-2.580)	(-2.098)	(-2.660)	(-3.010)	(-2.616)	(-2.795)	(-2.497)	(-2.240)	(-2.648)	(-2.707)	(-2.509)	(-1.982)
ガバナンス変数		0.018	0.023	0.009*	0.009*	-0.010	0.023	0.629	0.502	-0.010	-0.010	0.002	0.002	-0.004	-0.004
		(1.103)	(1.377)	(1.790)	(1.908)	(-0.044)	(0.107)	(1.041)	(0.780)	(-1.037)	(-1.054)	(0.132)	(0.131)	(-0.198)	(-0.206)
パフォーマンス*ガバナンス		0.392	0.392	-8.819	-8.819	7.358	7.358	30.436	30.436	0.096	0.096	0.193	0.193	-0.023	-0.023
		(1.044)	(1.044)	(-0.979)	(-0.979)	(1.485)	(1.485)	(1.603)	(1.603)	(0.650)	(0.650)	(1.062)	(1.062)	(-0.064)	(-0.064)
Observations		1,718	1,718	1,674	1,674	1,718	1,718	1,718	1,718	1,718	1,718	1,718	1,718	1,551	1,551
Number of ID		269	269	263	263	269	269	269	269	269	269	269	269	236	236

パネルB 1998-2005・関連事業・総資産経常利益率

ガバナンス変数	取締役数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
総資産経常利益率(現数値)		-5.267*	-6.360	-5.499*	-5.052*	-5.244*	-7.546**	-5.071*	-5.648**	-4.800*	-7.570*	-5.240*	-7.722**	-5.334*	-4.232
		(-1.901)	(-1.421)	(-1.932)	(-1.723)	(-1.899)	(-2.569)	(-1.838)	(-2.014)	(-1.721)	(-1.929)	(-1.874)	(-2.136)	(-1.742)	(-1.151)
ガバナンス変数		0.018	0.016	0.009*	0.009*	-0.018	-0.467	0.635	-0.683	-0.011	-0.018	-0.000	-0.008	-0.003	0.002
		(1.109)	(0.928)	(1.815)	(1.838)	(-0.084)	(-1.594)	(1.053)	(-0.597)	(-1.145)	(-1.501)	(-0.002)	(-0.506)	(-0.178)	(0.096)
パフォーマンス*ガバナンス		0.101	0.101	-5.129	-5.129	10.140**	10.140**	23.340	23.340	0.139	0.139	0.180	0.180	-0.180	-0.180
		(0.312)	(0.312)	(-0.626)	(-0.626)	(2.348)	(2.348)	(1.388)	(1.388)	(1.009)	(1.009)	(1.092)	(1.092)	(-0.536)	(-0.536)
Observations		1,718	1,718	1,674	1,674	1,718	1,718	1,718	1,718	1,718	1,718	1,718	1,718	1,551	1,551
Number of ID		269	269	263	263	269	269	269	269	269	269	269	269	236	236

注)推計はPanel(固定効果)Logit Model。()内はt値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。コントロール変数の表掲は省略。

関連事業は日本標準産業分類の3桁(小分類)基準で補足した場合。

はじめに、ガバナンス変数の単独項をみると、外部役員比率の係数のみが 10%水準ながら統計的に有意に正であった(パネル A モデル 3・パネル B モデル 3)。この結果は、外部役員比率が高いほど、関連事業からの撤退確率が高まることを意味する⁸⁶。次に、企業のパフォーマンス変数とガバナンス変数との交差項をみると、標準化総資産経常利益率を用いた場合、すべての交差項は統計的に有意な結果を示していない(パネル A モデル 2・4・6・8・10・12・14)。ここで、標準化総資産経常利益率の単独項の係数は、1%水準(モデル 1・3・5・7・11)ないし 5%水準(モデル 9・13)ですべて統計的に有意に負であるから、基本的には同業他社と比較して資産効率が低いほど関連事業からの撤退確率は有意に上昇する。しかし、ガバナンス変数との交差項はすべて統計的に有意ではないから、この関係を増幅ないし緩和するガバナンス要因は確認できなかった。

ただし、パフォーマンス変数として現数値の総資産経常利益率を用いた場合、執行役員制度導入ダミーとの交差項が 5%水準で統計的に有意に正であった(パネル B モデル 6)。ここで、総資産経常利益率の単独項は 10%水準ながら統計的に有意に負であるから、基本的には資産効率が低いほど撤退の発生確率が上昇するという関係が確認できる(モデル 5)。しかし、執行役員制度導入ダミーとの交差項が有意に正であるという推計結果は、執行役員制度が導入されている企業では、資産効率の低下に応じて撤退の発生確率が上昇するという関係が有意に緩和されていることを意味する。執行役員制度の導入目的は、全社戦略の策定と監督からなる経営機能を取締役が担当し、業務執行機能を執行役員が担当するという役割分担によって、モニタリングの強化とともに戦略的意思決定機能の強化に資することであった。しかし、ここでの推計結果は、執行役員制度がパフォーマンス低下時の撤退を阻害する方向に作用するという意味で、事業のリストラクチャリングに対して負の効果をもつ可能性を示唆する。今後、ヒアリング調査を通じた事例検証など具体的で綿密な検討が必要であるが、この結果は組織内の権限移譲に伴うコストの一つの事例と考えられる。つまり、執行役員制度を導入している企業では、それぞれの事業部門の責任者である執行役員に、現場の意思決定権限が大幅に委譲されている。現場の権限が大きくなった結果か、あるいは担当者に対する配慮等の結果か、撤退のパフォーマンス感応度が緩和されているのは、戦略的意思決定機能の向上の観点からみれば皮肉な結果と言える。新規事業への進出に比べると、既存事業からの撤退という戦略的意思決定は、関連するステークホルダーにとっては痛みを伴う判断であると言える。撤退が彼らの利害を守るという視点からより困難であり、その一因が事業部門に対する権限移譲にあるとすれば、統括部門の戦略的意思決定機能の向上には、全社戦略を統括する取締役会の事業ガバナンス機能の強化が重要であることが示唆される。執行役員制度の採用が、事業単位に対する高い分権度を伴うか否かは十分に検証されていないため注

⁸⁶ なお、表掲していないが、非関連事業からの撤退に対しては、全てのガバナンス変数の単独項は統計的に有意ではなかった。さらに、撤退の発生確率に対して企業のパフォーマンス要因が有意な影響を与えていなかった 1990 年代の前半に関しても、企業のガバナンス特性が撤退の発生確率に与える影響を確認した。しかし、関連事業・非関連事業からの撤退確率に対して統計的に有意な影響を与えているガバナンス要因を特定することはできなかった。これはパフォーマンス変数として資産効率を用いた場合も、本業成長率を用いた場合も同様であった。

意が必要であるが、分権化を進めた場合に、いかに統括本部のグリップを効かせるかという問題は、重要な課題と言える。

5-4. 小括

新規事業への進出および既存事業からの撤退という、事業ポートフォリオの再編に深く関連する戦略的意思決定に対する企業ガバナンス要因の影響を検証してきた。重要な結論は主に次の 2 点である。

第一は、進出と撤退に対するガバナンス要因の影響が異なるという事実である。新規事業への進出に関しては、1990 年代の前半、外部役員比率が高いほど、関連事業・非関連事業を問わず進出確率が低くなるという関係が確認された。また、1990 年代の後半以降では、外国人株主持株比率が高いほど非関連事業への進出確率が高くなるという関係が確認された。対照的に、既存事業からの撤退に関しては、外部役員比率が高いほど関連事業からの撤退確率が高まることが確認された。

したがって、外部役員は基本的に、進出を抑制する一方、撤退を促す方向に作用していた。多角化が組織的非効率の原因であるとするならば、外部役員の存在は、多角化を修正するという意味で経営の規律づけ効果をもち、パフォーマンス改善に寄与した可能性が示唆される。ただし、撤退のパフォーマンス感応度を増幅するという効果は確認できなかった。他方、取締役会に出席することで企業の内部情報をより詳しく知り得る外部役員の存在が新規事業への進出を抑制する方向に作用するのは対照的に、外国人株主が新規事業への進出、特に非関連事業への進出を促進するという結果は興味深い。通常、「もの言う」株主の影響、すなわち資本市場の圧力は、非効率とされる多角化を修正する撤退に影響すると想定されるが、推計結果からこの可能性は確認できなかった。結果は予想とは逆で、「もの言う」株主の影響は、進出を後押しする方向に作用していた。この結果は、資本市場の圧力は進出と撤退を組み合わせた事業のリストラクチャリングを促す方向に作用するものの、特に既存事業からの撤退という困難な戦略的意思決定に対する影響は限定的であり、結果として進出に対する効果のみが現れた可能性を示唆する。あるいは、「もの言う」株主が経営に対する規律づけとして機能するルートは株主総会における議決権行使が一般的であるが、篠田(2010)が示したように、外国人機関投資家が企業側提案の議案に対して反対する項目の上位 3 位は、「取締役選任議案」、「監査役選任議案」、「剰余金の処分」である。したがって、資本市場の圧力が、多角化戦略や事業ドメインの決定といった企業の戦略的意思決定に与える直接的な影響は限定的であり、彼らの規律づけ効果は、戦略的意思決定を担うトップ・マネジメントの人選を通じた間接的なものであることが示唆される。なお、森川(1998)や菊谷・斎藤(2006)は、進出を多く行う企業は撤退も多く行う傾向にあるという特徴を報告しているが、本研究の分析結果は、企業のガバナンス要因は、進出と撤退に対して同一の影響を与えていたわけではないことを示している。

第二は、基本的には、パフォーマンスの低下に応じてシステムティックに進出と撤退の発生確率が上昇するという関係を増幅ないし緩和するガバナンス要因は確認できなかったという事実である。厳密に言えば、1990 年代の前半および 1990 年代の後半以降、一貫して本業成長率が鈍化した

場合に新規事業への進出確率が上昇するという関係、および1990年代の後半以降、業種調整済みの資産効率の低下が関連事業からの撤退の発生確率を上昇させるという関係に対して、企業のガバナンス要因は有意な影響を与えていなかった。ただし、唯一確認できたのは、1990年代の後半以降、総資産経常利益率(現数値)の低下に応じて関連事業からの撤退確率が上昇するという関係が、執行役員制度を導入している企業では有意に緩和されてしまうという事実である。これは、執行役員制度の導入が既存事業からの撤退を困難にする可能性を示しているが、ここでより重要なポイントは、企業のガバナンス要因が進出や撤退に与える影響に関しては、ネガティブな効果は確認されたものの、ポジティブな効果は一切確認できなかったということである。すなわち、企業パフォーマンスの低下が改革圧力となって事業のリストラクチャリングが進展するという関係を増幅するという意味で、経営を規律づけるガバナンス要因は特定できなかった。

6. 低パフォーマンス時の進出と撤退

これまで、企業パフォーマンスの低迷が、不採算事業などからの撤退と将来性のある新規事業への進出を組み合わせた事業ポートフォリオの再編を促す変革圧力となることを想定し、進出や撤退の発生確率が企業パフォーマンスに有意な負の感応を示すか否かをテストしてきた。ただし、ここで問題となるのが、企業パフォーマンスと事業ポートフォリオ再編の必要度との関係である。基本的には、企業パフォーマンスが低いほど事業ポートフォリオ再編の必要度が高いと考えられるが、両者の関係は単純な線形の負の相関関係にはない可能性がある。企業パフォーマンスの水準が低い場合に、事業ポートフォリオ再編の必要度が高いことは常識的に理解できるが、企業パフォーマンスがある一定の水準以上の場合、事業ポートフォリオ再編の必要度は必ず低くなるのだろうか。企業業績が好調な場合、もしくはある一定の満足できる水準をクリアしている場合は、もちろん現状維持は説得的な選択肢である。すなわち、良好なアウトプットを達成している現状の事業ポートフォリオを維持することが望ましい、あるいは事業ポートフォリオの構成を入れ替えることに伴うリスクの方が大きいという考え方には納得できる。しかし、本当に業績が好調な場合には事業再編の必要性が低いと断言できるだろうか。企業パフォーマンスが良好で余裕のあるうちに次の一手を打つ、将来の環境変化に備えた事業ポートフォリオの見直しを行うことも戦略的な判断として十分にあり得るだろう。したがって、図3-2に示したように、企業のパフォーマンス水準がある一定の基準に満たない場合は、業績悪化の程度に応じて進出と撤退による事業ポートフォリオ再編の必要度は高くなるが、企業のパフォーマンス水準がある一定の基準を超える場合には、事業再編の必要度は企業パフォーマンスと無差別になる可能性がある。つまり、コーポレート・ガバナンスにおける経営の規律づけ効果を検証するという文脈で問題になるのは、事業構造のリストラクチャリングが客観的に必要とされる状況であり、それは組織パフォーマンスが一定の基準に満たない場合と言える。

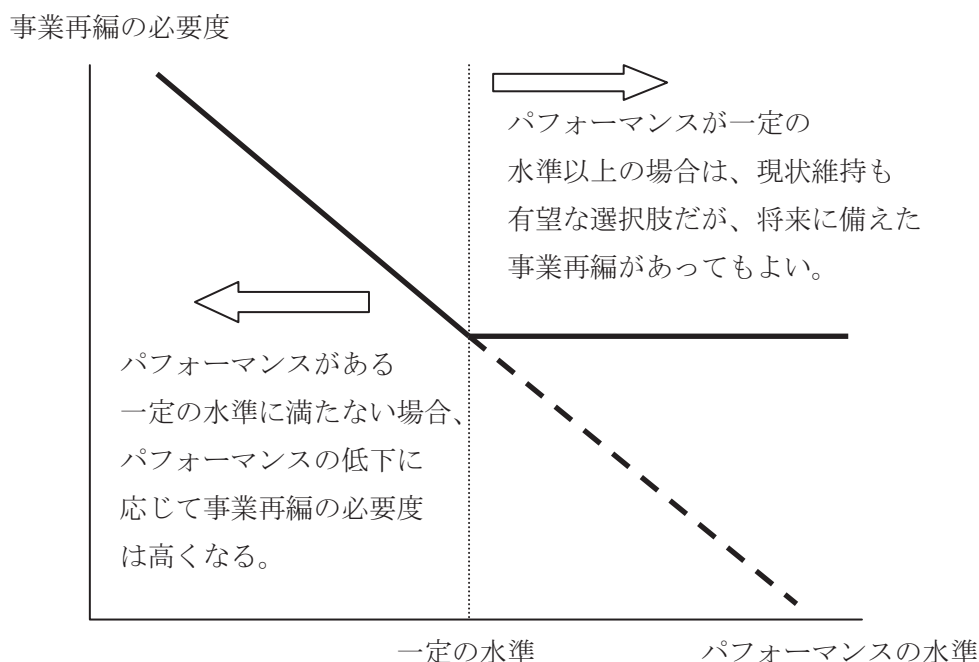


図 3-2 パフォーマンス水準と事業再編の必要度の関係

そこで本節では、事業ポートフォリオの再編が確実に必要とされる非効率な状況に焦点を当て、企業のパフォーマンス要因とガバナンス要因が進出と撤退に与えた影響を再度検証する。具体的には、同業他社よりも資産効率が低い場合に焦点を当て、サンプルを限定した上で前節までと同じ推計を試みる。なお、サンプルの分割に当たっては、サンプル全体の中央値や平均値ではなく、各年度・各業種の平均値を用いてサンプルを区分した。理由は、たびたび日本企業が同業他社をライバルとして認識し、戦略策定を行ってきたと指摘されるからである。このように、企業パフォーマンスが同業他社と比較した場合の平均的な水準に満たない場合は、経営者の責任がより厳しく問われる状況にあると考えられる。そして、この何らかの戦略的対応が求められる状況において、事業ポートフォリオの再編を促すガバナンス要因は、経営の規律づけ効果をもつと評価できる。

6-1. 低パフォーマンス時の進出と撤退に対するパフォーマンス要因の影響

はじめに、低パフォーマンス時の進出に対する企業パフォーマンス要因の影響から検討しよう。進出の決定要因を分析した推計式(1)を、サンプルを総資産経常利益率が業種平均未満に限定して再度推計した結果は表 3-6 に示されている⁸⁷。

⁸⁷ なお、総資産経常利益率が各業種の平均未満のサンプルに限定されるここでの分析では、前節までの推計からサンプル・サイズがおよそ半減することになる。ここで、パネル・ロジット・モデルを用いて推計を行うと、総資産経常利益率が業種平均未満に限定される上に、進出・撤退を一度も経験していない企業、すなわち被説明変数がすべて 0 となる企業は推計の対象から除外されてしまう。そこで、サンプルのさらなる減少を避け安定した結果を得るために、以下の分析では通常のロ

表 3-6 進出に対するパフォーマンス要因の影響(低パフォーマンス)

時期 事業分野 モデル	1990-1997年				1998-2005年			
	関連事業		非関連事業		関連事業		非関連事業	
	1	2	3	4	5	6	7	8
総資産経常利益率	-10.826*** (-3.461)		-10.618*** (-3.311)		-6.864** (-2.512)		-7.136** (-2.473)	
本業成長率		-0.327 (-0.650)		-0.247 (-0.540)		-0.316 (-1.002)		-0.096 (-0.447)
社長在職年数	0.008 (0.712)	-0.000 (-0.029)	0.006 (0.546)	0.004 (0.336)	-0.018 (-1.416)	-0.020 (-1.458)	-0.018 (-1.289)	-0.021 (-1.472)
多角化度	0.221 (1.215)	-0.272 (-1.333)	0.292 (1.526)	-0.041 (-0.194)	0.450*** (2.841)	0.457*** (2.839)	0.247 (1.424)	0.278 (1.579)
連結子会社数	0.001 (1.559)	0.002** (2.536)	0.001 (1.519)	0.002** (2.315)	0.001 (0.941)	0.001 (0.890)	0.000 (0.719)	0.001 (0.795)
連結総資産	0.078 (1.323)	0.045 (0.717)	0.065 (1.075)	0.011 (0.172)	0.243*** (4.449)	0.248*** (4.483)	0.261*** (4.531)	0.246*** (4.226)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	3,138	2,713	3,138	2,713	3,686	3,588	3,686	3,588

注) 推計はLogit Model。()内はz値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。

多角化度はモデル1・2・5・6が日本標準産業分類3桁(小分類)基準のエントロピー指数、

モデル3・4・7・8が日本標準産業分類2桁(中分類)基準のエントロピー指数。

事業分野の関連事業は日本標準産業分類の3桁(小分類)基準で補足した場合、

非関連事業は日本標準産業分類の2桁(中分類)基準で補足した場合。

1990年代の前半をみると、総資産経常利益率の係数は、関連事業への進出に対しても(モデル1)、非関連事業への進出に対しても(モデル3)、ともに1%水準で統計的に有意に負であった。この結果は、関連事業・非関連事業を問わず、進出の発生確率が資産効率の低下に応じてシステマティックに上昇することを示している。そしてこの関係は、基本的に1990年代の後半以降も維持されている。1990年代の後半以降のサンプルを用いた推計では、総資産経常利益率の係数は、関連事業への進出に対しても(モデル5)、非関連事業への進出に対しても(モデル7)、ともに5%水準で統計的に有意に負であるからである。したがって、企業のパフォーマンス水準が業種平均に満たない場合は、1990年代の前半も1990年代の後半以降も一貫して、資産効率の低下が新規事業への進出を促すという図3-2で想定した関係が確認できた。ところで、全体サンプルを用いた推計では、一貫して本業成長率の低下が新規事業への進出を促す主要因であった(表3-2モデル2・4・6・8)。しかし、低パフォーマンス・サンプルを用いた本節での推計結果をみると、本業成長率は符号こそ期待通り負であるものの、進出の発生確率に対して統計的に十分有意な影響を与えてはなかった(モデル2・4・6・8)。したがって、全体的にみれば、本業成長率の鈍化に直面した場合、資産効率にある程度のゆとりがある時には新規事業への進出が検討される可能性が示唆される。

次に、低パフォーマンス時の撤退に対する企業パフォーマンス要因の影響を検討しよう。撤退の決定要因を分析した推計式(2)を、サンプルを総資産経常利益率が業種平均未満に限定して再

ジット・モデルを用いて推計を行っている。

度推計した結果は表 3-7 に示されている。

表 3-7 撤退に対するパフォーマンス要因の影響(低パフォーマンス)

時期 事業分野	1990-1997年				1998-2005年			
	関連事業		非関連事業		関連事業		非関連事業	
モデル	1	2	3	4	5	6	7	8
総資産経常利益率	-6.801 (-1.539)		-5.240 (-1.086)		-9.586*** (-3.412)		-9.366*** (-3.193)	
本業成長率		-0.494 (-0.561)		-0.492 (-0.534)		-0.184 (-0.671)		-0.050 (-0.245)
社長在職年数	0.017 (1.253)	-0.002 (-0.123)	0.015 (1.022)	0.012 (0.655)	-0.014 (-0.989)	-0.012 (-0.837)	-0.008 (-0.567)	-0.006 (-0.461)
多角化度	1.396*** (5.737)	0.714** (2.358)	1.776*** (6.500)	1.293*** (3.931)	1.093*** (6.081)	1.122*** (6.159)	1.083*** (5.609)	1.105*** (5.681)
連結子会社数	0.002* (1.685)	0.002** (2.166)	0.000 (0.191)	0.001 (0.364)	0.001 (1.230)	0.001 (1.508)	0.000 (0.346)	0.001 (0.645)
連結総資産	-0.118 (-1.432)	-0.084 (-0.864)	-0.080 (-0.909)	-0.055 (-0.523)	0.095 (1.521)	0.058 (0.918)	0.072 (1.070)	0.029 (0.431)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	3,138	2,713	3,138	2,713	3,686	3,588	3,686	3,588

注) 推計はLogit Model。()内はz値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。

多角化度はモデル1・2・5・6が日本標準産業分類3桁(小分類)基準のエントロピー指数、

モデル3・4・7・8が日本標準産業分類2桁(中分類)基準のエントロピー指数。

事業分野の関連事業は日本標準産業分類の3桁(小分類)基準で補足した場合、

非関連事業は日本標準産業分類の2桁(中分類)基準で補足した場合。

1990年代の前半をみると、総資産経常利益率も本業成長率も統計的に有意な結果を得られていない(モデル1~4)。つまり、パフォーマンスが業種平均に満たない場合、資産効率の低下や本業成長率の鈍化が既存事業からの撤退を促すという関係は確認できない。そして、この結果は、全体サンプルを用いた推計でも同様であった(表3-3 モデル1~4)。したがって、1990年代の前半における既存事業からの撤退は、企業パフォーマンスとは無関係に決定されていたと言える。1990年代の後半をみると、関連事業からの撤退に対しても(モデル5)、非関連事業からの撤退に対しても(モデル7)、総資産経常利益率の係数はともに1%水準で統計的に有意に負であった。これらの結果は、関連事業か非関連事業かを問わず、資産効率の低下に応じてシステムティックに既存事業からの撤退確率が上昇することを意味する。ところで、全体サンプルを用いた推計では、総資産経常利益率は関連事業からの撤退に対してのみ統計的に有意な負の感応を示していた(表3-3 モデル5)。したがって、低パフォーマンスにサンプルを限定した場合には、関連事業からの撤退確率だけでなく、新たに非関連事業からの撤退確率も資産効率の低下に応じて上昇するという関係が確認できるようになった。つまり、資産効率の低下に応じた撤退という関係がより明確になったと言える。

以上、分析のサンプルを資産効率が業種平均に満たない場合に限定して、進出と撤退に対する企業パフォーマンス要因の影響を再検討した。その結果、1990年代の前半は、資産効率の低

下が関連分野・非関連分野を問わず新規事業への進出を促す一方、既存事業からの撤退を促すという関係は一切確認できなかった。しかし、1990年代の後半以降になると、資産効率の低下が新規事業への進出を促すという関係が維持されたことに加えて、既存事業からの撤退も促すという関係が新たに確認できるようになった。したがって、ここでの重要な結論は、1990年代の後半以降は、パフォーマンスが業種平均に満たない場合、資産効率が低いほど進出と撤退の両方が行われるという関係が明確に確認できることである。つまり、資産効率の低下に応じてシステムティックに事業ポートフォリオの再編が活発化するという関係が明確に確認できるようになったのである。なお、この関係は、1990年代の後半以降、企業パフォーマンスの低下に応じて経営戦略の変更度合いが有意に大きくなるという前章での分析結果と整合的である。

6-2. 低パフォーマンス時の進出と撤退に対するガバナンス要因の影響

これまでの分析から、企業のパフォーマンス水準が業種平均に満たない場合、1990年代の前半は、資産効率の低下が関連事業・非関連事業への進出確率を上昇させること、1990年代の後半以降は、資産効率の低下が関連事業・非関連事業を問わず進出と撤退の確率を上昇させることが明らかにされた。それでは、企業のパフォーマンスが一定の水準に満たない時、企業のガバナンス要因は進出と撤退に対してどのような影響を与えていたのだろうか。経営の規律づけメカニズムとしての企業統治の役割は、組織パフォーマンスが悪い時にこそ、その意義が問われると言える。ここでは、パフォーマンス水準が業種平均未満の場合に分析の焦点を絞り、企業のガバナンス要因が新規事業への進出と既存事業からの撤退、および企業パフォーマンスと進出・撤退の関係に与えた影響を検証する。

基本的には、進出と撤退に対するパフォーマンス変数の主効果が統計的に有意な場合を取り上げ、ガバナンス変数の単独項とパフォーマンス変数との交差項の影響を検証する。したがって、1990年代の前半に関しては、関連事業・非関連事業への進出に対して総資産経常利益率が統計的に有意に負、1990年代の後半以降に関しては、関連事業・非関連事業への進出と、関連事業・非関連事業からの撤退に対して総資産経常利益率が統計的に有意に負であるから、これらが推計の対象となる。

進出に対するガバナンス要因の影響

はじめに、進出の発生確率に対する企業ガバナンス要因の影響から検討しよう。進出に対するガバナンス要因の影響を検証する推計式(3)と、パフォーマンス変数とガバナンス変数の交差項を導入した推計式(4)を、サンプルを総資産経常利益率が業種平均未満に限定して再度推計した結果は表3-8に示されている。1990年代の前半をサンプルとした場合の推計結果がパネルA・B、1990年代の後半以降をサンプルとした場合の推計結果がパネルC・Dである。また、関連事業への進出を被説明変数とした場合の推計結果がパネルA・C、非関連事業への進出を被説明変数とした場合の推計結果がパネルB・Dである。

1990年代の前半をみると、第一に、資本市場の圧力が関連分野・非関連分野を問わず新規事

業への進出を促すことがわかる。これは、機関投資家持株比率の単独項の係数が、関連事業への進出確率(パネル A モデル 5)、非関連事業への進出確率(パネル B モデル 5)に対してともに 1%水準で統計的に有意に正であることから確認できる。また、外国人株主持株比率の単独項の係数も、関連事業への進出確率に対しては 5%水準で(パネル A モデル 7)、非関連事業への進出確率に対しては 1%水準で(パネル B モデル 7)、それぞれ統計的に有意に正であることから確認できる。第二に、資本市場の圧力が進出を促すのとは対照的に、大規模な取締役会是非関連事業への進出確率を低下させる。これは、取締役会規模の単独項の係数が、非関連事業への進出確率に対して 10%水準ながら統計的に有意に負であることから確認できる(パネル B モデル 1)。しかし第三に、機関投資家や外国人株主、取締役会規模を含むすべてのガバナンス要因は、企業パフォーマンスの低下に応じて進出が行われるという関係を増幅も緩和もしない。総資産経常利益率の単独項は、関連事業・非関連事業への進出に対して、すべて 1%水準で統計的に有意に負であるから(パネル A・B モデル 1・3・5・7・9)、基本的には資産効率の低下に応じて新規事業への進出確率がシステムティックに上昇するという強い関係が確認できるが、総資産経常利益率とガバナンス変数との交差項はすべて統計的に有意ではないから(パネル A・B モデル 2・4・6・8・10)、この関係を増幅ないし緩和するガバナンス要因は特定できない。

1990 年代の後半以降をみると、第一に、外部役員比率が高い企業ほど、関連事業・非関連事業への進出確率が高くなることがわかる。これは、外部役員比率の単独項の係数が、関連事業への進出確率に対しては 1%水準で(パネル C モデル 3)、非関連事業への進出確率に対しては 5%水準で(パネル D モデル 3)、それぞれ統計的に有意に正であることから確認できる。第二に、執行役員制を導入している企業では、関連事業への進出確率が高くなることがわかる。これは、執行役員制度導入ダミーの係数が、関連事業への進出確率に対して 10%水準ながら統計的に有意に正であることから確認できる(パネル C モデル 5)。ただし第三に、1990 年代の前半と同様、企業パフォーマンスの低下に応じてシステムティックに進出が行われるという関係を増幅ないし緩和するガバナンス要因は特定できない。総資産経常利益率の単独項は、関連事業・非関連事業への進出に対して、すべて 5%水準で統計的に有意に負であるから(パネル C・D モデル 1・3・5・7・9・11・13)、資産効率の低下に応じて新規事業への進出確率が上昇するという関係が確認できるが、総資産経常利益率とガバナンス変数との交差項はすべて統計的に有意ではないからである(パネル C・D モデル 2・4・6・8・10・12・14)。

表 3-8 進出に対するガバナンス要因の影響(低パフォーマンス)

ガバナンス変数	パネルA 1990-1997年・関連事業									
	取締役数		外部役員比率		機関投資家		外国人株主		持ち合い株主	
モデル	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
総資産経常利益率	-10.812*** (-3.457)	-7.435 (-1.121)	-11.132*** (-3.547)	-12.552*** (-2.890)	-11.535*** (-3.661)	-11.178** (-2.562)	-10.609*** (-3.388)	-12.511*** (-3.613)	-10.559*** (-3.020)	-9.854 (-1.476)
ガバナンス変数	-0.022 (-1.497)	-0.026 (-1.586)	-0.519 (-1.298)	-0.334 (-0.598)	0.026*** (2.677)	0.025* (1.873)	0.023** (2.352)	0.035** (2.573)	0.002 (0.236)	0.001 (0.068)
パフォーマンス*ガバナンス		-0.228 (-0.588)		6.358 (0.461)		-0.047 (-0.119)		0.391 (1.097)		-0.050 (-0.125)
Observations	3,138	3,138	3,138	3,138	3,138	3,138	3,138	3,138	2,640	2,640

ガバナンス変数	パネルB 1990-1997年・非関連事業									
	取締役数		外部役員比率		機関投資家		外国人株主		持ち合い株主	
モデル	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
総資産経常利益率	-10.616*** (-3.311)	-8.754 (-1.307)	-10.821*** (-3.365)	-13.216*** (-2.955)	-11.476*** (-3.549)	-11.063** (-2.478)	-10.312*** (-3.208)	-12.439*** (-3.519)	-9.997*** (-2.784)	-10.878 (-1.634)
ガバナンス変数	-0.026* (-1.747)	-0.029* (-1.678)	-0.336 (-0.830)	-0.030 (-0.053)	0.031*** (3.096)	0.029** (2.170)	0.027*** (2.877)	0.041*** (3.043)	-0.003 (-0.356)	-0.002 (-0.129)
パフォーマンス*ガバナンス		-0.128 (-0.320)		10.626 (0.739)		-0.054 (-0.135)		0.422 (1.211)		0.064 (0.156)
Observations	3,138	3,138	3,138	3,138	3,138	3,138	3,138	3,138	2,640	2,640

パネルC 1998-2005年・関連事業

GOV	取締役数	外部役員比率	執行役員制度	純粋持ち株会社	機関投資家	外国人株主	持ち合い株主							
モデル	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
総資産経常利益率	-6.678** (-2.438)	-10.574* (-1.938)	-5.886** (-2.129)	-5.185 (-1.522)	-6.700** (-2.454)	-7.458** (-2.452)	-6.884** (-2.518)	-7.023** (-2.565)	-6.873** (-2.521)	-4.305 (-1.095)	-6.448** (-2.344)	-6.536* (-1.882)	-7.405** (-2.480)	-8.371** (-1.988)
ガバナンス変数	-0.011 (-0.954)	-0.004 (-0.253)	0.014*** (2.770)	0.014*** (2.731)	0.369* (1.725)	0.457* (1.705)	-0.193 (-0.311)	0.244 (0.257)	0.007 (1.090)	0.003 (0.302)	0.009 (1.217)	0.010 (0.915)	-0.004 (-0.463)	-0.001 (-0.102)
パフォーマンス*ガバナンス	0.339 (0.808)	-3.032 (-0.361)	3.673 (0.536)	20.974 (0.531)	3.673 (0.536)	20.974 (0.531)	0.009 (0.041)	0.009 (0.041)	0.009 (0.041)	0.009 (0.041)	0.009 (0.041)	0.009 (0.041)	0.009 (0.041)	0.009 (0.041)
Observations	3,686	3,686	3,660	3,660	3,686	3,686	3,686	3,686	3,686	3,686	3,686	3,686	3,315	3,315

パネルD 1998-2005年・非関連事業

GOV	取締役数	外部役員比率	執行役員制度	純粋持ち株会社	機関投資家	外国人株主	持ち合い株主							
モデル	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
総資産経常利益率	-7.149** (-2.471)	-10.272* (-1.782)	-6.324** (-2.170)	-4.866 (-1.329)	-7.012** (-2.432)	-7.856** (-2.474)	-7.147** (-2.482)	-10.334*** (-2.593)	-6.906** (-2.375)	-10.123*** (-2.782)	-7.268** (-2.255)	-8.984** (-1.991)	-7.223** (-2.503)	-7.313** (-2.535)
ガバナンス変数	0.001 (0.063)	0.006 (0.426)	0.012** (2.173)	0.012** (2.115)	0.286 (1.203)	0.395 (1.328)	0.007 (0.973)	0.013 (1.465)	0.005 (0.620)	0.016 (1.450)	-0.000 (-0.000)	0.004 (0.369)	-1.107 (-1.078)	-0.297 (-0.188)
パフォーマンス*ガバナンス	0.265 (0.615)	0.265 (0.615)	-5.965 (-0.689)	-5.965 (-0.689)	4.494 (0.592)	4.494 (0.592)	0.269 (1.082)	0.269 (1.082)	0.269 (1.082)	0.377 (1.325)	0.377 (1.325)	0.192 (0.522)	0.192 (0.522)	43.665 (0.522)
Observations	3,686	3,686	3,660	3,660	3,686	3,686	3,686	3,686	3,686	3,686	3,315	3,315	3,686	3,686

注)推計はLogit Model。()内はt値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。コントロール変数の表掲は省略。

関連事業は日本標準産業分類の3桁(小分類)基準で補足した場合、非関連事業は日本標準産業分類の2桁(中分類)基準で補足した場合。

以上、企業パフォーマンスが業界平均に満たない場合の新規事業への進出に対する企業ガバナンス要因の影響を検証した結果、1990年代前半には資本市場の圧力が関連事業・非関連事業への進出を促す一方、大規模な取締役会が非関連事業への進出を抑制する作用をもったこと、1990年代後半以降では、外部役員や執行役員制度の導入が関連事業への進出を促す作用をもったことが確認できた。基本的にはパフォーマンスが悪く、何らかの戦略的対応が必要とされる状況を分析の対象としているから、進出を促す資本市場の圧力は経営の規律づけ効果をもつものと評価できる。また、進出を促す外部役員や執行役員制度の導入は企業の戦略的意思決定能力の向上に一定の効果をもつ可能性が示唆される一方、進出を阻害する取締役会の肥大化は、企業の戦略的意思決定能力の向上の観点から改善されるべき課題である可能性が示唆される。ただし、すべての推計期間を通して、進出の負のパフォーマンス感応度を増幅ないし緩和するガバナンス要因は特定できなかった。

撤退に対するガバナンス要因の影響

続いて、撤退の発生確率に対する企業ガバナンス要因の影響を検討しよう。撤退に対するガバナンス要因の影響を検証する推計式(5)と、パフォーマンス変数とガバナンス変数の交差項を導入した推計式(6)を、サンプルを総資産経常利益率が業種平均未満に限定して再度推計した結果は表 3-9 に示されている。低パフォーマンス・サンプルを用いた場合、1990年代の前半は撤退に対して企業パフォーマンスは統計的に有意な影響を与えないから、ここでは撤退に対して企業パフォーマンスが統計的に有意な影響を与えている1990年代の後半以降のみを対象に分析を進める。関連事業からの撤退を被説明変数とした場合の推計結果がパネル A、非関連事業からの撤退を被説明変数とした場合の推計結果がパネル B である。

第一に、外部役員比率が高いほど関連分野・非関連分野を問わず既存事業からの撤退確率が上昇することが分かる。これは、外部役員比率の単独項の係数が、関連事業からの撤退に対しても(パネル A モデル 3)、非関連事業からの撤退に対しても(パネル B モデル 3)、ともに1%水準で統計的に有意に正であることから確認できる。したがって、外部役員の存在は、低パフォーマンス・サンプルにおける撤退を促すという意味で、事業のリストラクチャリングに寄与すると判断できる。しかしながら、外部役員の存在が、撤退の負のパフォーマンス感応度を増幅するという効果は統計的に支持されなかった。一般的に、外部役員には、経営者に対するモニタリング機能と経営のアドバイス機能が期待されている。低パフォーマンス・サンプルにおいて、外部役員比率が高いほど関連事業・非関連事業からの撤退確率が高まるという関係は、外部役員の適切なアドバイスによって既存事業からの撤退が促進されるという可能性を示唆する。しかし、外部役員の存在がパフォーマンス低下時の改革圧力を強めることはないという意味で、経営者に対するモニタリング機能には限界がある可能性が示唆される。

表 3-9 撤退に対するガバナンス要因の影響(低パフォーマンス)

パネルA 1998-2005年・関連事業														
ガバナンス変数	取締役数	外部役員比率	執行役員制度	純粋持ち株会社	機関投資家	外国人株主	持ち合い株主							
モデル	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
総資産経常利益率	-9.550***	-15.396***	-7.553***	-6.368*	-9.582***	-8.832***	-9.582***	-9.751***	-9.569***	-5.709	-9.392***	-7.519**	-7.538**	-12.626***
	(-3.390)	(-2.830)	(-2.590)	(-1.814)	(-3.408)	(-2.797)	(-3.409)	(-3.461)	(-3.405)	(-1.411)	(-3.305)	(-2.101)	(-2.311)	(-3.130)
ガバナンス変数	-0.002	0.010	0.019***	0.019***	0.008	-0.091	0.036	0.444	0.001	-0.007	0.004	-0.004	-0.020**	-0.002
	(-0.173)	(0.623)	(3.775)	(3.721)	(0.036)	(-0.309)	(0.058)	(0.486)	(0.169)	(-0.699)	(0.440)	(-0.282)	(-2.073)	(-0.159)
パフォーマンス**ガバナンス		0.550		-5.590		-3.682		18.468		-0.277		-0.187		0.775*
		(1.212)		(-0.634)		(-0.550)		(0.520)		(-1.422)		(-0.911)		(1.844)
Observations	3,686	3,686	3,660	3,660	3,686	3,686	3,686	3,686	3,686	3,686	3,686	3,686	3,315	3,315

パネルB 1998-2005年・非関連事業														
ガバナンス変数	取締役数	外部役員比率	執行役員制度	純粋持ち株会社	機関投資家	外国人株主	持ち合い株主							
モデル	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
総資産経常利益率	-9.249***	-17.572***	-7.487**	-6.966*	-9.337***	-8.594***	-9.364***	-9.640***	-9.244***	-7.081*	-8.881***	-8.075**	-7.068**	-14.346***
	(-3.144)	(-3.077)	(-2.457)	(-1.933)	(-3.180)	(-2.587)	(-3.192)	(-3.289)	(-3.152)	(-1.714)	(-2.988)	(-2.189)	(-2.078)	(-3.569)
ガバナンス変数	-0.007	0.010	0.016***	0.016***	0.052	-0.043	0.025	1.384	0.006	0.002	0.009	0.006	-0.025**	0.003
	(-0.510)	(0.577)	(3.024)	(3.004)	(0.218)	(-0.140)	(0.034)	(1.208)	(0.830)	(0.186)	(0.994)	(0.451)	(-2.370)	(0.228)
パフォーマンス**ガバナンス		0.821		-2.636		-3.450		92.447		-0.157		-0.081		1.224***
		(1.612)		(-0.277)		(-0.504)		(1.025)		(-0.777)		(-0.379)		(2.679)
Observations	3,686	3,686	3,660	3,660	3,686	3,686	3,686	3,686	3,686	3,686	3,686	3,686	3,315	3,315

注)推計はLogit Model。()内はt値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。コントロール変数の表掲は省略。

関連事業は日本標準産業分類の3桁(小分類)基準で補足した場合、非関連事業は日本標準産業分類の2桁(中分類)基準で補足した場合。

第二に、持ち合い株主持株比率が高いほど、関連分野・非関連分野を問わず既存事業からの撤退確率が低下することが分かる。これは、持ち合い株主持株比率の単独項の係数が、関連事業・非関連事業からの撤退に対して、ともに 5%水準で統計的に有意に負であることから確認できる(パネル A・B モデル 13)。したがって、持ち合い株主の存在は、低パフォーマンス・サンプルにおける撤退を発生しにくくするという意味で、事業のリストラクチャリングを阻害すると判断できる。さらに、持ち合い株主は、資産効率の低下に応じた撤退を妨げる方向にも作用していた。まず、総資産経常利益率の単独項は、関連事業・非関連事業からの撤退に対して、ともに 5%水準で統計的に有意に負であるから(パネル A・B モデル 13)、基本的には、資産効率が低いほど関連事業・非関連事業からの撤退確率が高くなるという関係が確認できる。しかし、総資産経常利益率と持ち合い株主持株比率との交差項は、関連事業からの撤退に対しては 10%水準で(パネル A モデル 14)、非関連事業からの撤退に対しては 1%水準で(パネル B モデル 14)、ともに統計的に有意に正であるから、持ち合い株主の持株比率が高いほどこの関係は有意に緩和されてしまうのである。したがって、安定株主の存在は、直接的に撤退の発生確率を引き下げるだけでなく、企業パフォーマンスの低下という改革のプレッシャーをも有意に緩和してしまうのである。

以上、1990 年代の後半以降を対象に、企業パフォーマンスが業界平均に満たない場合の既存事業からの撤退に対するガバナンス要因の影響を検証した。その結果、関連事業・非関連事業からを問わず、外部役員比率が高いほど撤退の発生確率が高くなる一方、持ち合い株主持株比率が高いほど撤退の発生確率が低くなることが確認できた。これは、外部役員のアドバイス機能が発揮され、低パフォーマンス時の撤退が促される可能性がある一方で、株式の相互持ち合いによる安定株主の存在が、既存の事業ポートフォリオを温存させる役割を果たしていた可能性を示唆する。そして、企業のガバナンス特性が、資産効率の低下に応じて撤退確率がシステムティックに上昇するという関係に与える影響を確認したところ、持ち合い株主の存在がこの関係を有意に緩和してしまうという事実を発見した。つまり、持ち合い株主は、既存の事業ポートフォリオを温存させるだけでなく、経営陣に対する資本市場のプレッシャーも緩和するのである。

6-3. 進出と撤退に対する赤字の影響

次に、企業のパフォーマンスが一定の水準よりも低いケースとして、最終損益が赤字の場合に着目する。これは、パフォーマンスが業種平均未満という他社との相対的な基準でみた場合に比べて、進出や撤退による事業ポートフォリオの再編がより必要な状況と言えるだろう。企業業績が赤字に陥った場合、進出や撤退の発生確率はシステムティックに大きくなるのだろうか。すなわち、赤字の場合、新規事業への進出と既存事業からの撤退によって事業ポートフォリオの再編が活発化するのだろうか。この問題にアプローチするために、パフォーマンス変数として、当期純利益がマイナスの場合に 1 をとる赤字ダミー、および当期純利益と前期の純利益が連続してマイナスの場合に 1 をとる二期連続赤字ダミーを作成し、これを推計式(1)・(2)の P_{ef} として導入したモデルを推計する。つまり、パフォーマンスがノーマルな状態と比較した場合の、進出と撤退に対する赤字および二期連続赤字の影響をテストする。

進出に対する赤字の影響

はじめに、進出に対する影響から確認しよう。推計結果は表 3-10 に示されている。基本的に、1990 年代の後半以降、二期連続赤字の場合に関連事業・非関連事業への進出確率が高くなることがわかる。これは、二期連続赤字ダミーの係数が、関連事業への進出に対しても(モデル 6)、非関連事業への進出に対しても(モデル 8)、ともに 1%水準で統計的に有意に正であることから確認できる。したがって、最終損益が二期連続赤字という、企業パフォーマンスが極めて悪化した状況が、現状を打破する一手を迫るとも考えられる。ただし、1990 年代の前半は、赤字でも二期連続赤字でも新規事業への進出確率が高くなるわけではなく、1990 年代の後半以降でも、赤字の場合に進出確率が高まるわけではない。

ここでの推計結果を、企業パフォーマンスとして資産効率と本業成長率を用いた場合の推計結果(表 3-2)と比べてみると、新規事業への進出メカニズムが明らかになる。まず、1990 年代の前半は、本業成長率の鈍化が新規事業への進出を促す主要因であったと言える。資産効率の低下も非関連事業への進出確率を高めるが、最終損益が赤字に陥るほどの不振の場合に進出確率が高まるわけではない。本業が徐々に縮小していくという不安感が、新たな収益源を求める進出を促していたと考えられる。そして、このモチベーションは、金融危機以降に一層強まることになる。1990 年代の後半以降も、本業成長率の鈍化が新規事業への進出確率を高めるという関係は維持され、さらにその関係は明確になるからである。そして、1990 年代の後半以降は、単年の赤字では進出確率は高まらないが、最終損益が二期連続赤字の場合に進出確率が高まるという関係が確認できた。おそらく連続して赤字になること、この継続的な業績低迷が将来に対する不安をより大きくし、改革の必要性を強く意識させるようになるものと思われる。したがって、銀行危機以降は、本業成長性の鈍化と継続的な業績低迷が、事業ポートフォリオの再編を促す主要因であったと判断できる。

表 3-10 進出に対する赤字の影響

時期 事業分野	1990-1997年				1998-2005年			
	関連事業		非関連事業		関連事業		非関連事業	
モデル	1	2	3	4	5	6	7	8
赤字ダミー	0.072 (0.398)		0.142 (0.748)		0.242 (1.571)		0.272 (1.632)	
連続赤字ダミー		0.131 (0.610)		0.142 (0.635)		0.539*** (2.671)		0.631*** (2.917)
社長在職年数	0.009 (0.618)	0.009 (0.598)	0.010 (0.635)	0.010 (0.624)	-0.052*** (-2.980)	-0.052*** (-2.945)	-0.025 (-1.282)	-0.024 (-1.231)
多角化度	-0.077 (-0.259)	-0.075 (-0.254)	-1.189*** (-2.957)	-1.190*** (-2.962)	-5.354*** (-10.801)	-5.328*** (-10.752)	-6.132*** (-10.753)	-6.121*** (-10.727)
連結子会社数	0.009** (2.399)	0.009** (2.388)	0.010*** (2.638)	0.010*** (2.625)	-0.001 (-0.197)	-0.001 (-0.318)	-0.000 (-0.053)	-0.000 (-0.128)
連結総資産	-0.546 (-1.124)	-0.519 (-1.062)	-0.418 (-0.828)	-0.393 (-0.772)	-0.177 (-0.590)	-0.196 (-0.654)	-0.213 (-0.657)	-0.236 (-0.735)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1,967	1,967	1,849	1,849	2,371	2,371	2,134	2,134
Number of ID	267	267	251	251	366	366	331	331

注) 推計はPanel(固定効果)Logit Model。()内はz値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。

多角化度はモデル1・2・5・6が日本標準産業分類3桁(小分類)基準のエントロピー指数、

モデル3・4・7・8が日本標準産業分類2桁(中分類)基準のエントロピー指数。

事業分野の関連事業は日本標準産業分類の3桁(小分類)基準で補足した場合、

非関連事業は日本標準産業分類の2桁(中分類)基準で補足した場合。

撤退に対する赤字の影響

次に、撤退に対する影響を確認しよう。推計結果は表 3-11 に示されている。第一に、1990年代の前半は、連続赤字の場合に関連事業からの撤退確率が低くなる、すなわち連続赤字に陥るほど業績が悪化していないほうが撤退を選択する確率は高いことが分かる。これは、二期連続赤字ダミーの係数が、関連事業からの撤退確率に対して 5%水準で統計的に有意に負であることから確認できる(モデル 2)。第二に、1990年代の後半以降になると、赤字の場合に関連事業からの撤退確率が高くなり、二期連続赤字の場合は、関連分野・非関連分野を問わず、既存事業からの撤退確率が高くなるのが分かる。これは、赤字ダミーの係数が関連事業からの撤退確率に対して 5%水準で統計的に有意に正であること(モデル 5)、および二期連続赤字ダミーの係数が、関連事業からの撤退確率に対しては 5%水準で(モデル 6)、非関連事業からの撤退確率に対しては 10%水準で(モデル 8)、それぞれ統計的に有意に正であることから確認できる。

ここでの推計結果を、企業パフォーマンスとして資産効率と本業成長率を用いた場合の推計結果(表 3-3)と比べてみると、既存事業からの撤退メカニズムが明らかになる。まず、1990年代の前半は、資産効率の低下や本業成長率の鈍化が改革圧力となって既存事業からの撤退が促されるという関係は一切確認できない。撤退を選択するのはむしろパフォーマンスの良い企業である可能性もあるが、1990年代の前半は一貫して多角化が進展していた時期であり、また、撤退の件数も進出の件数を一貫して下回っていた時期である(図 3-1)。おそらく撤退という選択肢が、事業戦略

のオプションとして十分に認識されておらず、一般化していなかった可能性がある。ところが、「選択と集中」が戦略的課題として大きく取り上げられるようになった 1997 年の銀行危機以降は、資産効率の低下を含む企業パフォーマンスの低下が改革圧力となり撤退を促すという関係が明確になったのである。ただし厳密には、本業成長率が低い場合はリスク分散の観点から撤退は選択しにくく、最終損益が連続して赤字に陥るなど、継続的な業績低迷が改革の必要性を強く意識させることが、事業再編の条件になるものと考えられる。

以上、進出と撤退に対する赤字と二期連続赤字の影響を検証してきた。その結果、1990 年代の前半は、赤字や連続赤字が進出や撤退を促すという関係は一切確認できなかったが、1997 年の銀行危機以降は、赤字が関連事業からの撤退を促すとともに、連続赤字が進出と撤退の両方を促すという関係が明確に確認できるようになった。つまり、最終損益が赤字や連続赤字に陥るほど企業パフォーマンスが悪化することが改革の圧力となり、進出と撤退による事業ポートフォリオの再編が活発化したと言える⁸⁸。

⁸⁸ なお、1990 年代の後半以降、二期連続赤字の場合に関連事業・非関連事業を問わず進出と撤退の確率がともに高まるという結果が得られたため、企業のガバナンス要因がこの関係にどのような影響を与えているのかをテストした。しかし、二期連続赤字の場合に進出確率・撤退確率が上昇するという関係を増幅ないし緩和するガバナンス要因は特定できなかった。具体的には、進出に対する企業パフォーマンスとガバナンス要因の影響、および両者の相互作用を検討した推計式(3)・(4)と、撤退に対する企業パフォーマンスとガバナンス要因の影響、および両者の相互作用を検討した推計式(5)・(6)のパフォーマンス変数を二期連続赤字ダミーに代えて再推計したが、二期連続赤字ダミーとガバナンス変数との交差項はすべて統計的に有意ではなかった。

表 3-11 撤退に対する赤字の影響

時期 事業分野	1990-1997年				1998-2005年			
	関連事業		非関連事業		関連事業		非関連事業	
モデル	1	2	3	4	5	6	7	8
赤字ダミー	-0.116 (-0.409)		-0.312 (-1.022)		0.355** (2.213)		0.214 (1.251)	
連続赤字ダミー		-0.825** (-1.987)		-0.565 (-1.397)		0.572** (2.515)		0.414* (1.724)
社長在職年数	0.023 (0.952)	0.026 (1.035)	0.008 (0.279)	0.008 (0.301)	-0.010 (-0.601)	-0.011 (-0.633)	0.001 (0.042)	0.000 (0.025)
多角化度	2.596*** (5.712)	2.614*** (5.736)	2.855*** (5.285)	2.882*** (5.316)	0.672* (1.785)	0.679* (1.791)	1.415*** (3.168)	1.420*** (3.174)
連結子会社数	0.005 (0.967)	0.006 (1.021)	0.020** (1.986)	0.021** (2.016)	0.001 (0.460)	0.001 (0.444)	0.001 (0.228)	0.001 (0.214)
連結総資産	-0.932 (-1.495)	-1.075* (-1.708)	-1.310* (-1.940)	-1.441** (-2.109)	-0.795*** (-2.605)	-0.800*** (-2.623)	-0.761** (-2.378)	-0.776** (-2.419)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1,225	1,225	1,076	1,076	1,758	1,758	1,600	1,600
Number of ID	162	162	143	143	275	275	249	249

注) 推計はPanel(固定効果)Logit Model。()内はz値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。

多角化度はモデル1・2・5・6が日本標準産業分類3桁(小分類)基準のエントロピー指数、

モデル3・4・7・8が日本標準産業分類2桁(中分類)基準のエントロピー指数。

事業分野の関連事業は日本標準産業分類の3桁(小分類)基準で補足した場合、

非関連事業は日本標準産業分類の2桁(中分類)基準で補足した場合。

7. まとめ

本研究では、経営者の意思決定の負荷の増大、あるいは管理機構の限界への対処という観点から、事業ポートフォリオの再編に着目してきた。そして、事業ポートフォリオの再編という戦略的意思決定に対して、新規事業への進出と既存事業からの撤退という視点からアプローチし、これらの選択確率に対する企業のパフォーマンス要因とガバナンス要因の影響を分析してきた。

その際、企業パフォーマンスの低迷は進出と撤退による事業再編の契機となるのか、そして企業のガバナンス要因は進出と撤退による事業再編にいかなる影響を与えるのかという点に分析の焦点を当てた。パフォーマンスの低下に応じてシステムティックに進出や撤退による事業再編が行われることは、企業に自律的ガバナンスのメカニズムが内在する証左となるからである。また、この関係を強化するガバナンス要因は、経営の非効率を矯正する圧力を増幅するという意味で、規律づけメカニズムをしての機能を果たしていると判断できるからである。本章で確認された分析結果は以下の通りである。

進出と撤退に対するパフォーマンス要因の影響

進出と撤退の件数の推移をみると、1990年代初頭のバブル崩壊と1997年の銀行危機という大きな景気後退の直後に進出と撤退のブームがあること、1990年代は基本的に進出が撤退を上回

り多角化・拡大路線にあったこと、そして、「選択と集中」による事業ポートフォリオの再編が経営のスローガンとして叫ばれるようになる 1997 年の銀行危機以降の局面で、進出と撤退が活発化したことが示された。

そして、進出と撤退に対する企業パフォーマンス要因の影響を検証した結果、以下の点が明らかにされた。第一に、新規事業への進出は、一貫して本業成長率の鈍化によって引き起こされる。したがって、本業の不振は将来に対する大きな不安要素であり、新規事業への進出を図ることで経営基盤の安定化を模索するインセンティブを強めることになる。理解できる戦略的判断である。そしてこの傾向は、1997 年の銀行危機以降一層強まることになる。ただし、本業の成長不安に加えて、新たに連続赤字など業績低迷が長期化することも、新規事業へ進出する大きな要因となった。

第二に、既存事業からの撤退は、1997 年の銀行危機以降の局面で初めてパフォーマンスの低下に応じてシステムティックに発生するようになった。ただし、関連事業からの撤退は資産効率の低下や赤字が変革圧力となり促進されるが、非関連事業からの撤退となると連続赤字などの大きなショックに見舞われない限り実施されなかった。なお、1990 年代の前半は、撤退は企業パフォーマンスとは無関係であったが、この時期は多角化が基本的な戦略トレンドであり、おそらく撤退は戦略オプションとして十分に認識されていなかった可能性もある。

したがって、1990 年代の前半は主に本業成長率の鈍化が新規事業への進出を促すだけであったが、1990 年代の後半以降になると、本業成長率の鈍化が新規事業への進出を促すことに加えて、新たに資産効率の低下が既存事業からの撤退も促すようになったのである。すなわち、1997 年の銀行危機以降の局面になってはじめて、企業パフォーマンスの低下が改革圧力として機能し、進出と撤退による事業ポートフォリオの再編が活発化したのである。

進出と撤退に対するガバナンス要因の影響

企業のガバナンス要因が、進出・撤退に与える影響を検証した結果、1990 年代の前半には外部役員比率が高いほど関連事業・非関連事業への進出確率が低下し、1990 年代の後半以降には外国人株主持株比率が高いほど非関連事業への進出確率が上昇することが確認された。また、1990 年代の後半以降には、外部役員比率が高いほど関連事業からの撤退確率が上昇することが確認された。興味深い点は、外部役員の存在が進出を抑制すると同時に撤退を促進することである。この結果は、外部役員の存在が多角化の修正に寄与した可能性を示唆する。ただし、これらの結果からガバナンス要因の善し悪しを規範的に判断することはできない。

そこで、企業のガバナンス要因が進出・撤退のパフォーマンス感応度に与える影響を確認した。パフォーマンス低下時の改革圧力を増幅するガバナンス要因は経営の規律づけ効果をもつと判断できるからである。その結果、唯一確認できたのは、資産効率の低下に応じて関連事業からの撤退確率が高まるという関係が、執行役員制度が導入されている場合、有意に緩和されてしまうことであった。つまり、執行役員制度はパフォーマンス低下時の撤退を阻害する方向に作用するという意味で、事業のリストラクチャリングに対して負の効果をもつ可能性が示されたのである。この結

果は、執行役員制度の導入によって経営と執行を分離し、現場責任者に意思決定権限を移譲するという、組織内での分権化を進めた場合の問題点を示唆する。既存事業からの撤退は利害関係者の痛みを伴うため困難な意思決定であるが、分権化によって事業部門(執行役)の交渉力が相対的に高まり、統括本部(取締役)の交渉力が相対的に低下したことに原因があるとすれば、統括本部のガバナンス機能の強化に課題があると言える。

低パフォーマンス時の進出と撤退

次に、企業業績がある一定の水準に満たない場合は、パフォーマンスの低下に応じて事業再編の必要度は高まるが、この関係は、企業業績が一定の水準以上の場合には明確ではないという可能性に着目した。すなわち、パフォーマンス水準と事業再編の必要度が線形の負の相関関係にあるとすれば、パフォーマンスが高いほど事業再編の必要性は低くなることになるが、パフォーマンスが高い場合に、将来を見越して事業再編を試みることは悪い選択ではない。そこで、パフォーマンスの低下に応じて事業再編の必要性が高くなるという関係が明確に想定される場合、すなわち企業のパフォーマンスがある一定の水準に満たない場合に分析の焦点を絞り、進出と撤退に対するパフォーマンス要因およびガバナンス要因の影響を再度検証した。

総資産経常利益率が業種平均に満たない場合、1990年代の前半も1990年代の後半以降も一貫して、資産効率の低下が関連事業・非関連事業への進出を促すという関係が確認できた。そして、1990年代の後半以降になると新たに、1990年代の前半には確認できなかった関係、すなわち、資産効率の低下が関連事業・非関連事業からの撤退も促すという関係が確認できるようになった。したがって、1997年の銀行危機以降は、資産効率の低下に応じてシステムティックに進出と撤退による事業ポートフォリオの再編が行われるという関係が明確に確認できるようになったのである。

パフォーマンスが低く、事業再編の必要度が高い状況として、最終損益が赤字・二期連続赤字の場合にも着目し、その新規事業への進出と既存事業からの撤退に対する影響も検証した。1990年代の前半は、赤字や連続赤字が進出や撤退を促すという関係は一切確認できなかったが、1990年代の後半以降になると、赤字が関連事業からの撤退を促すこと、および二期連続赤字が関連事業・非関連事業を問わず進出と撤退を促すという関係が確認できるようになった。

したがって、企業パフォーマンスが低い場合に注目すると、1997年の銀行危機以降、業績低迷が改革圧力となって進出と撤退による事業ポートフォリオの再編が進むという関係が、全体サンプルを用いた場合に比べてより一層明確に確認できたのである。

低パフォーマンス時の進出に対するガバナンス要因の影響

そこで、総資産経常利益率が業種平均に満たない場合の進出と撤退に対する企業ガバナンス要因の影響を確認した。基本的にはパフォーマンスが低く、事業再編の必要度が高いと想定される状況であるから、進出や撤退を促す、あるいは進出や撤退の負のパフォーマンス感応度を増幅するガバナンス要因は、経営の規律づけ効果をもつとポジティブに評価できる。他方、進出や撤退

を妨げる、あるいは進出や撤退の負のパフォーマンス感応度を緩和してしまうガバナンス要因は、必要な事業再編を遅らせるという意味でネガティブに評価できる。

新規事業への進出に対するガバナンス要因の影響に関しては、1990年代の前半は機関投資家や外国人株主の保有比率が高く資本市場からの圧力が強いほど関連事業・非関連事業への進出が促される一方、取締役会の規模が大きいほど非関連事業への進出が抑制されるという関係が確認された。また、1990年代の後半以降では、外部役員比率が高いほど関連事業・非関連事業への進出が、そして執行役員制度が導入されている場合には関連事業への進出が促されるという関係が確認された。したがって、企業パフォーマンスが一定の水準に満たない場合の新規事業への進出を促すという意味で、資本市場の圧力は経営の規律づけ効果をもつと評価でき、外部役員や執行役員制度の導入は戦略的意思決定能力の向上に一定の効果をもつと評価できる。対照的に、事業再編が必要な場合の新規事業への進出を阻害する取締役会の肥大化は、企業の戦略的意思決定能力の向上にとって問題があることが示された。

ただし、資産効率の低下に応じてシステムティックに進出確率が上昇するという関係を増幅ないし緩和するガバナンス要因は特定できなかった。したがって、パフォーマンスの低下を新規事業への進出の圧力としてどれだけ強く認識するかという、経営者の状況認識の感度に対しては、これを鋭敏化も鈍化もしないという意味でガバナンス要因の影響は限定的であった。

低パフォーマンス時の撤退に対するガバナンス要因の影響

1990年代の後半以降を対象に、既存事業からの撤退に対する企業ガバナンス要因の影響を検証した結果、外部役員比率が高いほど関連事業・非関連事業からの撤退確率が高くなる一方、持ち合い株主持株比率が高いほど関連事業・非関連事業からの撤退確率が低くなることが確認できた。したがって、企業パフォーマンスが一定の水準に満たない場合の既存事業からの撤退を促すという意味で、外部役員の経営戦略に関するアドバイスが機能している可能性が示唆させる一方、撤退を阻害する持ち合い株主の存在は、事業再編が必要な場合でも現状の事業ポートフォリオを温存させてしまうのである。

そして、企業のガバナンス要因が、資産効率の低下に応じてシステムティックに撤退確率が上昇するという関係に与える影響を確認したところ、持ち合い株主がこの関係を有意に緩和してしまうという事実を発見した。したがって、株式の相互持ち合いに基づく安定株主の存在は、既存の事業ポートフォリオを温存させるだけでなく、経営陣に対する資本市場のプレッシャーを緩和することも示された。他方、外部役員に関しては、その経験や知識、社内のしがらみにとらわれない独立性に基づいたアドバイス機能が発揮され、低パフォーマンス時の撤退を促すものの、撤退のパフォーマンス感応度を高めるという効果、すなわち、経営者の状況認識の感度を鋭敏化するという意味での規律づけ機能には限界がある可能性が示唆された。この原因の一つには、外部役員として、企業に有益なアドバイスを提供できる人物は登用されるが、経営陣に対して強い圧力をかける人物は登用されにくいという、人選に問題がある可能性が考えられる。いずれにしても、独立取締役の厳格な定義に基づいて変数を設定し、その規律づけ効果を検証することは今後の課題である。

自律的ガバナンスと企業のガバナンス構造

本章では、基本的に企業パフォーマンスの低下に応じて進出や撤退による事業ポートフォリオの再編が行われるというメカニズムが明らかにされた。ただし、そのメカニズムは、進出と撤退で微妙に異なり、また、時期によっても異なっていた。つまり、進出は一貫して本業成長率の鈍化によって選択されていたが、撤退は 1990 年代の後半のみ資産効率の低下によって選択されていた。また、1990 年代の前半は、多角化が基本トレンドであり、既存事業からの撤退は主要な選択肢ではなかった。この時期は、新規事業への進出のみがパフォーマンス感応的であった。しかし、1990 年代の後半以降「選択と集中」がトレンドになると、進出と撤退を組み合わせた事業ポートフォリオの再編が活発化した。そして、進出だけでなく、撤退も資産効率の低下に感応するようになった。したがって、パフォーマンスの低下に応じてシステムティックに進出や撤退が行われるという意味で、日本企業には自律的ガバナンスが機能していると判断できる。

そして、企業のガバナンス要因の影響も、進出に対してと撤退に対してとは異なっていた。執行役員制度の導入は撤退の負のパフォーマンス感応度を低下させてしまうという点で、分権化した場合の事業縮小の困難さを示唆していたが、進出のパフォーマンス感応度に影響を与えるガバナンス要因は存在しなかった。しかしながら、企業パフォーマンスが一定の水準に満たない場合に着目すると、企業のガバナンス要因が進出や撤退に与える影響はより明確であった。これは、コーポレート・ガバナンスの真価は、組織パフォーマンスが低迷した時にこそ問われるという点から有意義な結果であった。外部ガバナンス要因の影響では、資本市場の圧力が進出を促進する一方、安定株主は撤退を妨げる効果をもった。内部ガバナンス要因の影響では、大規模な取締役会が進出を妨げる一方、執行役員制度の導入が進出を促した。そして、外部役員が存在は進出と撤退を促し、事業ポートフォリオの再編に寄与した。また、進出のパフォーマンス感応度に影響を与えるガバナンス要因は存在しない一方、撤退のパフォーマンス感応度に対しては、持ち合い株主がこれを鈍化させていた。

以上、企業のガバナンス要因に関しては、進出に対する影響と撤退に対する影響が異なるものの、次のようにまとめることができる。外部ガバナンス要因に関しては、「もの言わぬ」株主は、既存の事業ポートフォリオを温存させるとともに、低パフォーマンス時の改革圧力を緩和してしまう。対照的に、「もの言う」株主は事業再編を促す。内部ガバナンス要因に関しては、取締役会の肥大化はトップ・マネジメントの戦略的意思決定能力を低下させるが、外部役員と執行役員制度の導入はこれを改善する可能性がある。ただし、執行役員制度の設計には注意が必要である。なぜならば、執行役員制度は低パフォーマンス時の進出を促すものの、撤退の負のパフォーマンス感応度を低下させるからである。

第4章

事業ガバナンスの実態

—分権化とモニタリングの視点から—

1. はじめに

1990年代以降の日本企業では、多角化とグローバル化の進展によって事業ポートフォリオ構造の複雑性が従来に比べて大幅に増大した。そして、この事業ポートフォリオの変容は、分社やM&Aの積極的な活用による連結子会社の増加、すなわちグループ組織の巨大化という特徴を伴っていた。これらの戦略展開の結果、統括本部と各事業部門間、あるいは親会社と子会社間の情報の非対称性が拡大したのである。そして、統括本部・親会社がいかんにして傘下の事業部門・子会社をコントロールするかという問題、すなわち事業組織のガバナンス問題の戦略的重要性が飛躍的に上昇したのである。

特に大企業における事業ガバナンスの重要性は、その傘下事業ユニットの規模の大きさからも明白である。大企業における事業ガバナンスは、実は企業ガバナンスと同等の重みをもつとも言える。例えば、2005年時点のソニーをみてみよう。連結ベースの事業ポートフォリオをみると、エレクトロニクス、ゲーム、映画、金融、その他(音楽等)の5つの事業分野に展開し、多角化が進展している。各事業分野の売上高は、AV機器、情報・通信、半導体などからなる最大のエレクトロニクス事業が5兆円超、ゲーム事業は約9,500億円、映画事業と金融事業も約7,500億円である⁸⁹。これらの事業単位の規模は、上場企業の中堅クラスと同等以上に匹敵するのである。例えば、映画や金融事業の部門売上高規模7,500億円は、伊勢丹やパイオニアの連結売上高と同等であり、東証一部非金融事業法人の連結売上高上位150社以内(2005年度決算)に入るのである。

そこで本章では、この事業ガバナンスの問題に対して、事業単位に対する意思決定権限の配分と、プロセスや成果のモニタリングのあり方という視点からアプローチする。つまり、事業単位に対する分権度とモニタリング強度を分析上の鍵概念として事業ガバナンスを分析する。なお、本研究で扱う分権度とは、主として戦略的意思決定に関する権限委譲の程度を指す。したがって、ここでの

⁸⁹ 各事業は、本社および複数の子会社で展開されている。エレクトロニクス事業は本社とソニーイーエムシーエスやソニーマーケティング等、ゲーム事業はソニーコンピュータエンタテインメント等、映画事業はソニーピクチャーズエンタテインメント等、金融事業はソニーフィナンシャルホールディングス等、その他事業は本社とソニーミュージックエンタテインメント等である。したがって、各事業分野に複数の事業単位が存在するため、コーディネーション問題も複雑であると推察される。

分権度とは、労働者の幅広い技能や知識の共有に基づいて機能単位間の水平的な調整と職場単位ごとの自律的な問題解決がなされることから、日本企業の情報構造が分権的であることを指摘した青木(1992)の内容とは異なる。確かに日本企業では、製品のクオリティーを重視し、製造現場の情報と自主性を重んじる点では、組織下部への現場管理に関する意思決定、あるいは日常業務に関する意思決定については、権限移譲が大きく進んでいた。しかし、ここで問題にする分権度は、事業部門長に付与された戦略的意思決定に関する自由裁量の大きさである。この戦略的意思決定の分権度に関しては、青木(1992)が日本企業をモデル化した時点では、伝統的な日本企業の事業ポートフォリオ特性が専門型、または本業中心の関連多角化であったため、そもそも事業単位の権限移譲を進める必要性自体が問われる状況になかったと言える⁹⁰。

事業組織のガバナンス問題を検討する本章の主要な関心は、次の2点に求められる。第一は、子会社として法的人格を与えることの実質的な意味を問う Itoh and Shishido(2001)の問題への接近である。米国では、親会社の内部組織である事業部と別の法的人格をもつ子会社との間に実質的な差異はないと理解されているが、Itoh and Shishido(2001)は両者間に差があることを指摘し、法人格の付与が子会社への権限移譲を保証する効果を議論している。また、Aoki(1984)は、親会社とは別の労働条件が子会社利用の主要なモチベーションであるとの見方を示している。そこで本研究でもまず、親会社内部の事業部と完全子会社の分権度を比較する。両者の差異を確認することは、日本企業が近年、分社を通じてグループ化を進めてきた事実を解釈する上で重要な意味をもつからである。そして、分権度の決定に対する事業ポートフォリオの特性、多角化やグローバル化の影響を検証する。さらに、分権化に対応したモニタリングの実態を解明する。分析の焦点は、分権度が高い企業ほどモニタリングも強いのか、すなわち、意思決定の分権度とモニタリング強度との間に補完的な整合性が維持されているのか否かである。

第二は、Bolton and Scharfstein(1998)の2層のエージェンシー関係を念頭に置き、企業のガバナンス特性と事業ガバナンスのあり方との関係を解明することである。すなわち、所有構造などの外部ガバナンスの特性、および取締役会構造などの内部ガバナンス特性は、事業組織に対するガバナンスのあり方とどういった関係に立つのだろうか。銀行危機以降の日本企業は、資本市場をベースとした資金調達、機関投資家の増大、取締役会改革の進展など、企業金融・ガバナンス面における変化を経験したが、これらは事業組織のガバナンスのあり方にどのような影響を与えたのだろうか。より具体的には、外国人株主や機関投資家の存在は、事業ガバナンスを強化する方向に作用しているのか、また、執行役員制度の導入による経営と執行の分離や社外取締役の導入といった取締役会の監督機能の強化は、事業単位に対するモニタリング強化に寄与しているのだ

⁹⁰ ただし、人事に関しては、正規従業員の情報が人事部に集約され、集権的に管理されていた。この正規従業員の人事に関する集権的特性は、昇進(ランク・ヒエラルキー)をインセンティブ装置として用いる日本企業の特徴であり、長期雇用慣行に基づく内部労働市場の優位、ジョブローテーションやOJTに基づく企業特長的スキルや熟練の蓄積といった雇用特性と深く関連していた(青木1992, 伊藤2002)。さらに、成長重視と既存資源活用型の内部成長といった戦略特性や、メインバンクによる状態依存型ガバナンスといった他の日本企業の特徴とも整合的であった。

ろうか。これらの一連の問いに解答を与えることが本章の課題である。

本章の構成は次の通りである。第 2 節では、事業ガバナンスを分析する重要な概念である分権度とモニタリング強度の測定、変数化の方法を説明する。そして第 3 節では、事業ユニットに対する分権化の実態を把握する。事業部や社内カンパニーといった親会社の内部組織と完全子会社の分権度を比較し、両者間に実質的な差異があるのか否かを検討する。第 4 節では、事業ユニットに対する分権化の決定要因を分析する。多角化やグローバル化、グループ化の進展は、事業ユニットに対する分権化を促す要因なのか否かが検討される。そして第 5 節では、事業ユニットに対するモニタリング強度の決定要因を分析する。事業ユニットのトップに大きな意思決定権限が移譲されるにつれて、モニタリングも厳格に行われるようになるのか否かが主な関心である。最終節はまとめである。

2. 分権度とモニタリング強度

分権度の測定

本章では、主にアンケート調査のデータを用いて、事業ポートフォリオの複雑化とグループ組織の巨大化によって重要性を増した事業組織のガバナンス問題にアプローチする。具体的には、親会社の内部組織(事業部や社内カンパニーなど)と完全子会社などの事業単位に対する分権度とモニタリングの実態解明を試みる。そこで本節では、分析の中心的概念である分権度とモニタリング強度の測定方法を説明する。

親会社内部の事業単位に対する分権度は以下の手順で変数化した。アンケート調査では、事業部制か社内カンパニー制を採用している企業(組織形態の回答企業 154 社中 92 社)に対して、代表的な事業単位における下記の 14 項目の意思決定がどのようになされているかを質問している。そして、リカート・スケールを用いた回答の選択肢、「本部が決定」を 1 点、「本部の意向を多く反映」を 2 点、「事業単位の意向を多く反映」を 3 点、「事業単位が決定」を 4 点と得点化した。そして、意思決定項目のうち、①中長期計画の決定、②年度予算・事業計画の決定、③新規事業への進出決定、④既存事業からの撤退決定、⑤新製品・新技術の開発決定、⑥他社との事業提携や M&A の決定、⑦子会社の新規設立の決定、⑧重要な組織変更の決定、⑨外部からの資金調達の決定、の 9 項目に対する回答の平均値を「戦略的意思決定の分権度」と定義した。次に、⑩正規従業員(パートタイムを除く)の採用決定、⑪人事制度(給与・昇進・異動など)の設計や運用の決定、⑫部門長(事業部長・カンパニー長)の決定、の 3 項目に対する回答の平均値を「人事的意思決定の分権度」と定義した。さらに、⑬購入・調達先の決定、⑭納品・販売先の決定、の 2 項目に対する回答の平均値を「業務的意思決定の分権度」と定義した。したがって、それぞれ値が大きいほど事業単位に対する意思決定の分権度が高いことを意味する。

代表的な子会社に対する分権度も、親会社内部の事業単位と同様、それぞれの意思決定がどのように行われているのかに基づいて変数化した。相違点は、回答の選択肢にある「本部」が「親会社」に、「事業単位」が「子会社」に変更されて質問されている点、および「人事的意思決定の分

権度」を構成する質問項目である⑫の「部門長(事業部長・カンパニー長)の決定」が、「社長の決定」に変更されている点のみである。なお、下谷(2006)は、日本企業の子会社の多さは、事業部だけでなく非自律的な事業単位も積極的に分社してきたことに起因すると指摘している。これらの非自律的な事業単位が分社して誕生した子会社の場合は、戦略的意思決定の分権度は当然低いと考えられる。そこでアンケート調査では、事業会社に対しては代表的な完全子会社を、純粋持株会社に関しては代表的な傘下子会社を念頭に置いて回答するように依頼している。したがって、基本的には、事業部・社内カンパニー管理の子会社ではなく、本社管理の完全子会社が分析の対象である。また、親会社内部の事業組織に対する分権度の変数化は、職能別組織を採用している企業は対象から外し、事業部制か社内カンパニー制を採用している企業を対象にしたが、子会社に対する分権度は、親会社の組織形態に関係なく全ての企業について変数化した。

モニタリング強度の測定

親会社内部の事業単位に対するモニタリング強度は次のように計測した。第一は、「制度に基づくモニタリング強度」であり、具体的には、①社内資本金制度、②事業単位の資金に対する極度額の設定、③部門別剰余金制度、④社内倒産制度、の4つに関して、それぞれ制度が存在する場合を1とし、企業ごとにその得点を合計した⁹¹。第二は、「利益指標に基づくモニタリング強度」であり、具体的には、①BS・PLともに月次管理、②ROA・ROE等の資産や資本の効率性を示す指標を重視、③キャッシュフロー指標の重視、④EVA・MVA等の経済的付加価値・資本コストを示す指標を重視、の4項目について、それぞれ該当する場合を1とし、企業ごとにその得点を合計した⁹²。したがって、これらの数値が大きいほど、内部資本市場の制度的基盤が充実しており、利益指標というアウトプットに基づくモニタリングが厳格であることを意味する。

なお、表4-1は、親会社内部の事業単位に対するモニタリング強度に関する個別のアンケート質問項目の状況を整理したものである。第一に、親会社内部の事業単位に対する制度に基づくモニタリング強度をみると(パネルA)、4つの制度はすべて導入済みが半数に満たない。社内資本

⁹¹ ①社内資本金制度とは、事業部や社内カンパニーの資本金を擬似的に設定し、それによって資本効率を管理する方法である(田中、2000)。アンケートでは代表的な事業単位の社内資本金制度について該当する選択肢を選んでもらい、制度が存在する場合の選択肢である「資本の配分に事業リスクを考慮している」と「資本の配分に事業リスクを考慮していない」を選択した企業を制度ありにカウントした。②極度額は、一定の範囲内で自由な資金利用を認める限度額であり、事業単位の短期資金(運転資金)と長期資金(投資資金)のどちらか一方でも設定がある場合を制度ありにカウントした。③部門別剰余金制度は、事業単位ごとに利益・損失を翌期以降にも繰越す制度、④社内倒産制度は、一定基準以下に財務内容が悪化すると事業単位を廃止あるいは要管理とする制度である。合計点の分布は、0点49社、1点17社、2点11社、3点7社、4点5社であり、クロンバックの信頼係数 α は0.72である。

⁹² ②～④の各指標の重視に該当するのは、アンケートで「非常に重視」か「重視」と回答したケースの合計である。EVAは税引き後営業利益から資本コストを控除した利益。MVAはEVAを現在価値に割り引いたもの。合計点の分布は、0点12社、1点25社、2点21社、3点18社、4点9社であり、クロンバックの信頼係数 α は0.50である。

金制度(導入済み 29.7%)と極度額の設定(同 27.5%)はおおよそ 3 割の企業で導入されているが、部門別剰余金制度(同 18.0%)と社内倒産制度(13.2%)を導入している企業は 2 割に満たない。したがって、内部資本市場に関する諸制度に関しては、それほど整備が進んでいるとは言えない。第二に、利益指標に基づくモニタリング強度をみると(パネル B)、ROA・ROE 等の資産や資本の効率性を示す指標を重視する企業(該当 58.9%)とキャッシュフロー指標を重視する企業(同 55.6%)は過半数に達するものの、EVA・MVA 等の経済的付加価値・資本コストを示す指標を重視する企業(同 26.7%)は約四分の一である。内部資本市場に関する諸制度の整備状況と併せて考えると、事業単位を評価する厳格なモニタリングの仕組みはまだ確立されているとは言えない。

表 4-1 親会社内部の事業単位に対するモニタリング強度:アンケート項目の状況

パネルA 制度に基づくモニタリング強度

	導入	非導入
社内資本金制度	27	64
極度額の設定	25	66
部門別剰余金制度	16	73
社内倒産制度	12	79

注) 合計点(企業ごとに各項目の導入を加算した数値)は、0点49社、1点17社、2点11社、3点7社、4点5社である。

パネルB 利益指標に基づくモニタリング強度

	該当	非該当
BS・PLともに月次管理	35	51
ROA・ROE等の資産や資本の効率性を示す指標を重視	53	37
キャッシュフロー指標の重視	50	40
EVA・MVA等の経済的付加価値・資本コストを示す指標を重視	24	66

注) 合計点(企業ごとに各項目の該当を加算した数値)は、0点12社、1点25社、2点21社、3点18社、4点9社である。

子会社に対するモニタリング強度は、以下の 2 つの視点から補足した。第一は、子会社に対する「財務コントロールの頻度」である。子会社の財務諸表をチェックする頻度が高いほど、親会社によるモニタリングが強いと考えられる。具体的には、子会社の損益計算書を月次ベースで管理していると回答した企業に 1 を与えたダミー変数を採用した⁹³。第二は、子会社に対する「財務コントロールの強度」である。子会社の財務諸表をチェックする際に、利益指標を重視するという親会社の姿勢が明確なほどモニタリングは強いと考えられる。具体的には、子会社を評価する際に、ROA・ROE 等の資産や資本の効率性を示す指標を「非常に重視する」・「重視する」と回答した企業に 1

⁹³ アンケートの回答では、子会社の損益計算書の管理頻度は、「1年に1度」が1社、「6カ月に1度」が10社、「3カ月に1度」が32社、「月次」が124社であった。なお、「その他」と回答した企業は存在しなかった。

を与えたダミー変数を採用した⁹⁴。したがって、これらのダミー変数が 1 をとる企業では、子会社の財務諸表のチェック頻度が高いという意味で期中のモニタリングが厳格であり、さらに利益指標を重視するという意味で事後的モニタリングも厳格であると言える。

3. 分権化の実態—内部組織と完全子会社間に実質的な差はあるのか？—

3-1. 事業部と社内カンパニー

以上で定義された分権度を利用して、事業単位に対する分権化の実態を検討しておこう。まず、予備的考察として、同一法人格内にある事業部と社内カンパニーでは分権度が異なるのか否かに注目する。

表 4-2 は、それぞれの事業単位における各意思決定項目の分権度を整理したものである。パネル B から内部組織全体の分権度をみると、戦略的意思決定は 2.00、人事的意思決定は 1.71、業務的意思決定は 3.35 であり、予想されるように業務的意思決定の分権度が最も高い。なお、人事に関する意思決定は、本部の決定が重視されるという意味で集権的であり、従来の日本型企業の特性と整合的である。

⁹⁴ アンケートの回答では、「ほとんど重視しない」が 10 社、「あまり重視しない」が 38 社、「重視する」が 94 社、「非常に重視する」が 31 社であった。

表 4-2 事業単位の分権度比較

パネルA 内部組織:事業部vs.社内カンパニー

	事業部				社内カンパニー				平均値の差の検定 t値
	Obs	Mean	Std. Dev.	Obs	Mean	Std. Dev.	Obs	Mean	
戦略的意思決定	72	1.95	0.53	12	2.32	0.70	12	2.19	**
中長期計画の決定	79	2.27	0.96	12	2.42	0.79	12	0.52	
年度予算・事業計画の決定	79	2.66	0.85	12	2.67	0.89	12	0.03	
新規事業への進出決定	77	2.00	0.87	12	2.50	0.80	12	1.86	*
既存事業からの撤退決定	77	1.82	0.79	12	2.42	1.00	12	2.35	**
新製品・新技術の開発決定	76	2.74	0.94	12	2.75	1.06	12	0.04	
他社との事業提携やM&Aの決定	79	1.81	0.89	12	2.50	0.80	12	2.53	**
子会社の新規設立の決定	77	1.62	0.81	12	2.67	0.89	12	4.09	***
重要な組織変更の決定	77	1.48	0.70	12	1.83	0.94	12	1.55	
外部からの資金調達の決定	77	1.12	0.32	12	1.17	0.39	12	0.48	
人事権	76	1.69	0.64	12	1.86	0.73	12	0.85	
正規従業員(パートタイムを除く)の採用決定	77	2.25	1.10	12	2.33	1.23	12	0.25	
人事制度(給与・昇進・異動など)の設計や運用の決定	77	1.36	0.69	12	1.58	0.79	12	1.01	
部門長(事業部長・カンパニー長)の決定	77	1.44	0.70	12	1.67	0.98	12	0.98	
業務的意思決定	76	3.36	0.59	12	3.29	0.72	12	-0.33	
購入・調達先の決定	76	3.21	0.82	12	2.92	1.16	12	-1.08	
納品・販売先の決定	76	3.50	0.58	12	3.67	0.49	12	0.95	

パネルB: 事業部・社内カンパニーvs. 事業部・社内カンパニー制組織の子会社

内部組織: 事業部+社内カンパニー 事業部・社内カンパニー制の子会社 平均値の差の検定

	Obs	Mean	Std. Dev.	Obs	Mean	Std. Dev.	t値
戦略的意思決定	84	2.00	0.56	85	2.32	0.63	-3.46 ***
中長期計画の決定	91	2.29	0.93	92	2.70	0.87	-3.07 ***
年度予算・事業計画の決定	91	2.66	0.85	92	2.84	0.86	-1.41
新規事業への進出決定	89	2.07	0.88	92	2.34	0.86	-2.09 **
既存事業からの撤退決定	89	1.90	0.84	90	2.21	0.85	-2.47 **
新製品・新技術の開発決定	88	2.74	0.95	88	2.82	0.88	-0.58
他社との事業提携やM&Aの決定	91	1.90	0.91	92	1.99	0.90	-0.66
子会社の新規設立の決定	89	1.76	0.89	92	1.97	0.88	-1.54
重要な組織変更の決定	89	1.53	0.74	92	2.46	0.88	-7.66 ***
外部からの資金調達の決定	89	1.12	0.33	91	1.90	0.82	-8.33 ***
人事権	88	1.71	0.65	91	2.58	0.55	-9.58 ***
正規従業員(パートタイムを除く)の採用決定	89	2.26	1.11	91	3.46	0.76	-8.47 ***
人事制度(給与・昇進・異動など)の設計や運用の決定	89	1.39	0.70	92	2.86	0.96	-11.73 ***
部門長(事業部長・カンパニー長)・社長の決定	89	1.47	0.74	92	1.40	0.68	0.66
業務的意思決定	88	3.35	0.61	90	3.41	0.70	-0.66
購入・調達先の決定	88	3.17	0.87	90	3.38	0.73	-1.72 *
納品・販売先の決定	88	3.52	0.57	91	3.44	0.72	0.86

注)***:1%、**:5%、*:10%水準で有意。

親会社内部の事業単位に関しては、本部が決定=1、本部の意向を多く反映=2、事業単位の意向を多く反映=3、事業単位が決定=4である。子会社に関しては、本社が決定=1、本社の意向を多く反映=2、子会社の意向を多く反映=3、子会社が決定=4である。

さて、パネル A により事業部と社内カンパニーを比較すると、人事の意思決定と業務的意思決定に関しては統計的に有意な差はないが、戦略的意思決定に関しては、社内カンパニーに対する分権度が有意に高くなっていることが確認できる。戦略的意思決定の分権度は、事業部では 1.95 であるのに対して、社内カンパニーでは 2.32 であり、この平均値の差は 5%水準で統計的に有意であった。個別の意思決定項目をみると、新規事業への進出や既存事業からの撤退、他社との提携や M&A、子会社の設立など、近年の事業ポートフォリオの再編にとって鍵となる重要項目に関して社内カンパニーへの分権度が高くなっている。社内カンパニー制では、事業部門長であるプレジデントに通常大きな権限が委譲されると言われるが、アンケート結果もこの見方を支持している。

3-2. 内部組織と完全子会社

以上を準備として、企業の内部組織と法的人格をもつ子会社とでは分権度に差があるのか否かを検討しよう。表 4-2 パネル B は、事業部制か社内カンパニー制を採用している企業の内部事業単位(事業部・社内カンパニー)と、これらの組織形態を採用している企業の完全子会社との分権度の比較である⁹⁵。結果は、完全子会社への権限移譲の実態を鮮やかに示している。完全子会社に対する分権度は、戦略的意思決定および人事の意思決定の両面で、内部組織に対する分権度よりも高く、しかもこの差はいずれも 1%水準で統計的に有意であった。したがって、親会社内部の事業単位と完全子会社とでは、意思決定権限の配分に実質的な差異があることが確認された。

第一に、戦略的意思決定に関しては、中長期計画の決定や組織変更のほか、新規事業への進出や既存事業からの撤退など、事業ドメインの決定や事業再編に関連する重要な意思決定項目で、子会社への権限移譲が進んでいる。また、外部資金の導入に関しても、子会社に対する分権度のほうが有意に高かった。逆に言えば、内部組織の場合は事業部、社内カンパニーを問わず、外部資金の導入に関する財務面での権限移譲が著しく低いことが特徴である。第二に、人事の意思決定に関しては、内部組織と子会社間の分権度の差は、戦略的意思決定の分権度における両者間の差よりも大きかった。具体的な項目では、正規従業員の採用や人事制度の設計・運用に関して、子会社への権限委譲が進んでいる。したがって、人的資源に関する管理面での意思決定では、子会社の裁量が大きいと言える。ただし、部門長(事業部長・カンパニー長)・子会社社長の決定に関しては、内部組織と子会社間に統計的に有意な差はなく、しかもいずれも分権度が極めて低いことは重要である。つまり、戦略的意思決定や人事管理等の意思決定に関しては事業単位に権限移譲されるが、部門長人事に関しては集権的に管理されており、トップ人事を通じたコントロールが統括本部による事業ガバナンスの要点であると理解できる⁹⁶。

本節ではさらに、内部組織と完全子会社の差異を別の視点から補足しておこう。表 4-3 は、両者

⁹⁵ したがって、事業部あるいは社内カンパニーと子会社を両方もつ企業をサンプルとして比較を行っている。

⁹⁶ この点は、子会社のガバナンス問題を扱った伊藤・菊谷・林田(2003)でも指摘されている。

を比較した場合どちらにメリットがあるか、という質問に対する回答企業の割合を項目別に整理したものである。これによると、子会社に利点がある項目としては、「賃金体系の弾力的な運用」(64.1%)が顕著であった。この結果は、正規従業員の採用や人事制度の設計・運用に関する子会社への分権度が高いという結果と整合的である。また、「トップへのインセンティブ機能」(42.0%)や「意思決定のスピード」(42.0%)、「顧客市場への対応速度」(41.4%)に関しても、子会社に優位性があると認識されている。他方、内部組織に利点がある項目としては、「基本戦略との統一性」(53.3%)のほか、「組織間の調整」(48.8%)や「組織間の人事異動の容易さ」(47.3%)を選択する企業の割合が高かった。つまり、子会社の活用には、賃金システムの弾力的な運用や経営者に対するインセンティブ効果、あるいは迅速な意思決定が期待されている反面、グループ戦略の浸透や資源配分等の組織間調整は不安視されている⁹⁷。

表 4-3 内部組織と完全子会社のメリット比較

	N	内部組織に利点		完全子会社に利点	
		企業数	比率	企業数	比率
賃金体系の弾力的な運用	167	12	7.2%	107	64.1%
組織間の人事異動の容易さ	169	80	47.3%	29	17.2%
組織間の調整	168	82	48.8%	25	14.9%
顧客市場への対応速度	169	21	12.4%	70	41.4%
生産設備の有効活用	166	43	25.9%	21	12.7%
事業再編の容易さ(設置のコストや時間)	169	55	32.5%	47	27.8%
トップへのインセンティブ機能(責任の明確さ、監督・管理コスト)	169	23	13.6%	71	42.0%
基本戦略との統一性	169	90	53.3%	14	8.3%
意思決定のスピード	169	36	21.3%	71	42.0%
事業間の相乗(シナジー)効果	169	56	33.1%	12	7.1%
資金配分の効率性	169	43	25.4%	18	10.7%

以上、親会社内部の事業単位と完全子会社を比較すると、戦略と人事の意思決定に関して、子会社の分権度が有意に高いという事実が明らかにされた。1990年代、日本企業は活発な分社によってグループ化を進めてきた。子会社の利用に関しては、Itoh and Shishido (2001)は、法人格の付与が権限移譲を確実にして子会社のイニシアティブを強化するという見方を、Aoki(1984)は、親会社とは別の労働条件が主要因であるとの見方を示した。これらの見方は相互に排他的ではなく、ここでの分析結果も両方の見方を支持している。つまり、企業内の事業単位に法的人格を与えることは、戦略的意思決定や人事管理に関して、より大きな自由裁量を子会社の経営者に付与することを意味した。子会社への権限委譲は、責任の明確化による子会社経営者のインセンティブ向上や迅速な市場対応の強化、および、親会社本体とは別の人事制度・賃金体系の利用が意

⁹⁷ 分社の要因に関しては、伊藤・菊谷・林田(1997、2003)、Aoki(1984)など参照。

図されていたと言える。なお、どちらの要因が強いかに関して言えば、戦略的意思決定よりも人事的意思決定のほうが子会社への分権度が高く、また内部組織との差も大きいこと、および、子会社のベネフィットの回答第1位が「賃金体系の弾力的な運用」であることから、親会社とは別の労働条件のほうが平均的にはやや強いと判断される。

4. 分権化の決定要因—多角化とグローバル化の影響—

4-1. 内部組織に対する分権度

前節では、親会社内部の事業単位や完全子会社に対する分権化の実態を検討した。そこで本節では、この分権化がどのような要因によって進展していたのかを検討する。多角化やグローバル化によって増大した事業ポートフォリオの複雑性は、事業単位や子会社に対する意思決定の分権化を促進したのだろうか。そして、組織構造もこれに対応していたのだろうか。

はじめに、アンケート回答企業のうち、事業部制か社内カンパニー制を採用している企業をサンプルとして、内部組織(事業部・社内カンパニー)に対する分権度の決定要因を、以下の簡単なOLSモデルを用いて分析する。

$$DEC_{unit} = f[DIV, GLO, ORG, CV] \dots\dots\dots(1)$$

ここで、被説明変数である DEC_{unit} は、事業単位に対する「戦略的意思決定の分権度」である。説明変数のうち、 DIV は事業ポートフォリオの多角化の程度を表す変数であり、日本標準産業分類の3桁基準に基づく関連多角化エントロピー指数と、同2桁基準に基づく非関連多角化エントロピー指数を用いた。 GLO はグローバル化を表す変数であり、海外売上高比率(海外売上高/総売上高)を用いた。これらは、事業ポートフォリオの特性を把握するための変数である。多角化やグローバル化が進展しているほど事業構造は複雑であり、統括本部が各事業単位の状況を迅速かつ的確に把握することはより困難になる。つまり、統括本部と各事業単位間の情報の非対称性が大きくなり、事業単位間のコーディネーション問題やエージェンシー問題が深刻化する。この問題への対処として、情報の優位性や部門長のインセンティブ向上、市場への迅速な対応などの観点から、事業単位への分権化が進むと期待される。 ORG は組織構造を表す変数であり、社内カンパニー制を導入している企業に1を付与したダミー変数を用いた。なお、 CV はコントロール変数であり、事業単位の平均規模(総資産/事業分野数の自然対数)と業種ダミーを採用した。分権度は、統括本部と事業単位との相対的な交渉力の影響を受けると考えられ、規模は事業単位の交渉力を規定する一因であると考えられるからである。また、分権度に対する企業の所属産業に固有の影響をコントロールするために、日経業種コードの中分類に基づいて作成した業種ダミーを加えた。なお、多角化の程度を示すエントロピー指数、グローバル化の程度を示す海外売上高比率、およ

びコントロール変数に関しては、2005年度決算のデータを利用した⁹⁸。

表 4-4 パネル A は、(1)式の推計結果を示している。第一に、事業構造が多角化しているほど、戦略的意思決定に関する分権化が進展していることがわかる。これは、関連多角化エントロピー指数の係数が 1%水準で(モデル 1)、非関連多角化エントロピー指数の係数が 5%水準で(モデル 2)、ともに統計的に有意に正であることから確認できる。ただし、グローバル化に関しては、海外売上高比率が高いほど、戦略的意思決定に関する分権度が高いという証拠は得られなかった(モデル 3)。

第二に、社内カンパニーは事業部よりも高い独立性・自律性をもつ組織形態と考えられているものの、他の条件を考慮した場合、戦略的意思決定の分権度に関して社内カンパニーと事業部間に実質的な差があるとは判断できない。社内カンパニー制導入ダミーは、係数こそ正であるものの、統計的な有意性は確認できなかった(モデル 4)。事業部と社内カンパニーに対する分権度の平均値の差の検定を行った前節では、戦略的意思決定に関する分権度は社内カンパニーのほうが有意に高いという結果が示されていた。しかし、事業単位の規模や業種固有の影響等をコントロールした場合、社内カンパニーに対する戦略的意思決定の分権度が、事業部に比べて有意に高いとは言えない。

表 4-4 戦略的意思決定の分権度の決定要因

パネルA 内部事業単位				
モデル	1	2	3	4
関連多角化エントロピー指数	0.500*** (3.159)			
非関連多角化エントロピー指数		0.404** (2.640)		
海外売上高比率			0.089 (0.135)	
社内カンパニー制ダミー				0.162 (0.867)
平均事業部門規模	0.091 (1.632)	0.103* (1.831)	0.178** (2.612)	0.137** (2.376)
業種ダミー	YES	YES	YES	YES
Observations	84	84	64	84
R-squared	0.498	0.476	0.440	0.422

注) ()内はt値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。
サンプルは事業部制組織か社内カンパニー制を採用している企業。

⁹⁸ サンプルの大部分は 2006 年 3 月期決算であるため、2007 年 4 月のアンケート調査時点のほぼ 1 年前のデータを説明変数に用いて分析しており、因果関係を推定する際の時間的整合性は保持されている。

パネルB 子会社

モデル	1	2	3	4	5	6
関連多角化エントロピー指数	0.325** (2.456)					
非関連多角化エントロピー指数		0.479*** (3.712)				
海外売上高比率			-0.674 (-1.210)			
連結子会社数				0.001* (1.936)		
売上高連単倍率					0.138 (1.165)	
純粋持株会社ダミー						-0.060 (-0.255)
平均子会社規模	0.040 (0.906)	0.048 (1.145)	0.057 (0.728)	0.036 (0.795)	0.064 (1.316)	0.079 (1.648)
業種ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	160	160	104	160	150	142
R-squared	0.265	0.305	0.237	0.253	0.256	0.251

注) ()内はt値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。

4-2. 完全子会社に対する分権度

日本企業は1990年代の後半から積極的な分社戦略をとり、グループの拡大を図った。ここでは、グループ子会社に対する分権化がどのような要因によって決定されていたのかを分析する。この問題に対して、子会社に対する戦略的意思決定の分権度を被説明変数とする下記の OLS モデルを推計する。なお、分析対象は、親会社の組織形態に関係なく、子会社に対する分権度が得られた全ての企業である。

$$DEC_{sub} = f^1 [DIV, GLO, GRP, ORG, CV] \dots\dots\dots(2)$$

被説明変数である DECsub は、完全子会社に対する「戦略的意思決定の分権度」である。説明変数の DIV と GLO は事業ポートフォリオ構造の複雑性の影響をみる変数であり、多角化とグローバル化の程度を採用する。具体的な変数は推計式(1)と同様、関連多角化エントロピー指数、非関連多角化エントロピー指数、海外売上高比率である。GRP はグループ化の程度を表す変数であり、連結子会社数と売上高連単倍率(連結売上高/単独売上高)を用いた。基本的には、多角化やグローバル化、グループ化が進展するほど、親会社と子会社間の情報の非対称性の程度は大きくなり、親会社の経営陣が子会社の事業活動の詳細を把握することが困難になる。そのため、多角化、グローバル化、グループ化の進展は、子会社に対する戦略的意思決定の分権度を高めると予想される。次に、ORG は組織構造を表す変数であり、ここでは親会社が純粋持株会社である場合に 1 をとるダミー変数を用いた⁹⁹。純粋持株会社制の下では、傘下子会社に大幅に権限委譲す

⁹⁹ アンケート回答企業 154 社中、純粋持株会社は 11 社であった。

るとともに、持株会社はグループ戦略の策定と子会社のモニタリングに特化できるとされる。したがって、持株会社制採用企業では、傘下子会社に対する分権度がより高いと考えられる。なお、CVはコントロール変数であり、ここでは子会社の平均規模（連結総資産－単独総資産）/子会社数の自然対数）を採用した。子会社に対する分権度も内部事業単位と同様、親会社と子会社の相対的な交渉力の影響を受けると考えられ、規模は子会社の交渉力を規定する一因であると考えられるからである。また、企業の属する産業固有の影響をコントロールする業種ダミーも推計式に加えた。なお、説明変数とコントロール変数は2005年度決算の値である。

表4-4 パネルBは、(2)式の推計結果を示している。第一に、親会社内部の事業組織の場合と同様に、多角化は子会社に対する戦略的意思決定の分権化を促す要因として作用していた。これは、関連多角化エントロピー指数の係数が5%水準で(モデル1)、非関連多角化エントロピー指数の係数が1%水準で(モデル2)、ともに統計的に有意に正であることから確認できる。第二に、グローバル化の進展も多角化と同様に親会社と子会社間の情報の非対称性を拡大させるから、海外売上高比率が高いほど子会社への分権化が進展していると期待したが、この可能性は支持されなかった(モデル3)。統計的に十分有意ではないが、海外売上高比率の係数は負であるから、海外売上高比率が高いほど、子会社に対する戦略的意思決定の分権度は低い可能性がある。本研究の分析が、海外子会社を対象としたアンケート調査に基づいていない点に注意が必要であるが、推計結果は海外子会社に対する日本親会社の戦略的意思決定面でのコントロールが強い可能性を示唆する¹⁰⁰。第三に、基本的にはグループ化の進展に応じて子会社への権限委譲が行われていたことが分かる。これは、連結子会社数の係数が10%水準ながら統計的に有意に正であることから確認でき、子会社数が多くなるにつれて、子会社に付与される戦略的意思決定の権限が大きくなることを意味する(モデル4)。ただし、グループ化の進展を売上高連単倍率でみた場合には、符号こそ期待通りに正であるが、統計的な有意性は確認できなかった(モデル5)。第四に、今後、大サンプルを用いた詳しい検討を要するが、事業会社の子会社と純粋持株会社の傘下子会社との間で、戦略的意思決定の分権度に有意な差は確認できなかった¹⁰¹。純粋持株会社ダミーは、子会社の戦略的意思決定の分権度に対して統計的に有意な影響を与えていなかったからである(モデル6)。

以上、親会社の内部組織と完全子会社に対する戦略的意思決定の分権度の決定要因を分析

¹⁰⁰ 洞口(2002)は、通商産業省産業政策局国際企業課のアンケート調査結果を整理し、在外子会社に対して権限移譲が進んでいない項目として、「役員の任免」、「子会社の設立・他社への資本参加」、「利益処分」、「新規設備投資の決定」などを指摘している。

¹⁰¹ 平均値の差を検定しても、両者の戦略的意思決定の分権度に有意な差は認められなかった。ただし、「外部からの資金調達決定」に関しては、純粋持株会社の子会社の分権度が有意に低く、親会社(持株会社)が一括して市場や金融機関から資金を調達し傘下子会社に融通するグループ・ファイナンスがより活発な可能性が高い。実際、グループ・ファイナンスが「活発に行われている」と回答した企業の割合は、事業会社では63.4%(90/142 ケース)であったのに対して、純粋持株会社では実に81.8%(9/11 ケース)であった。なお、人事の分権度に関しては、純粋持株会社の子会社のほうが正規従業員の採用の面で自由度が有意に高かった。

した結果、ともに多角化が分権度を高める要因として作用していたことが確認された。ただし、多角化と同様に事業ポートフォリオ構造の複雑性を増大させるグローバル化の影響に関しては、親会社の内部組織、子会社ともに、海外売上高比率が高いほど分権度が高まるという関係は確認できなかった。また、子会社数が多いほど、子会社に対する戦略的意思決定の分権度が高くなるという関係が確認された。この意味で、グループ化の進展あるいはグループ組織の巨大化は、子会社に対する分権化の促進要因であった。

5. 事業組織のガバナンスと企業統治

5-1. 分析の焦点

これまで、事業単位に対する分権化の実態とその決定要因を分析した。そこで本節では、企業が事業単位をどのようにガバナンスしているのか、その実態解明を試みる。分析の焦点は次の2点である。

第一は、事業単位に対する権限移譲とモニタリングの補完性である¹⁰²。これまでの分析から、多角化の進展に伴って事業単位に対する戦略的意思決定の分権化が進展したことがわかった。通常、事業部門長に意思決定権限が付与された場合、責任も同時に問われる。結果責任を問わない権限移譲では、モラルハザードが懸念されるからである。ここでの課題は、分権化の進展に対応して事業単位に対するモニタリングも同時に強化されていたのか否かを検証することである。

第二は、2層のエージェンシー関係の解明であり、企業のガバナンス特性と事業ガバナンスの関係が焦点になる。つまり、親企業に対するモニタリングのあり方を規定する株式所有構造や取締役会構造などのガバナンス特性が、事業組織に対するガバナンスにどのような影響を与えているのかを解明することである。近年、日本企業の統治構造は大きく変容した。所有構造面では、1990年代の後半以降、株式の相互持ち合いが急速に解消に向かうのとは対照的に、「もの言う」株主として知られる外国人株主や機関投資家のプレゼンスが上昇した。その存在は、経営の透明性や説明責任を求めるなど、企業経営に対する様々な改革圧力を増加させた可能性がある。また、取締役会の構造改革も進展した。1997年のソニーによる執行役員制度の導入以降、取締役会のスリム化、経営と執行の分離、社外取締役の導入などが実施されてきた。執行役員制度の導入では、執行役に業務執行の権限を委譲すると同時に、取締役会は全社戦略の策定とモニタリングに専念することで、双方の機能強化が意図された。また、社外取締役は、内部者によるモニタリングを外部者の客観的な視点から補強する狙いがあった。したがって、スリムな取締役会、執行役員制度の導入、高い社外取締役比率などの取締役会特性をもつ企業ほどモニタリング強化を志向していると考えられるため、事業組織のガバナンスもより厳格であると予想される。

¹⁰² 伊藤・菊谷・林田(2002)は、子会社ガバナンスの問題において、権限移譲・責任・モニタリング・インセンティブの問題を扱っている。本稿では、その基本的アイデアを事業組織のガバナンス問題に適用している。

5-2. 内部組織のガバナンス

まず、内部組織の分析から始めよう。対象は、事業部制か社内カンパニー制を採用している企業である。ここでは、事業ガバナンスのあり方、すなわち分権度とモニタリングとの関係、および、2層のエージェンシー関係、すなわち企業のガバナンス特性と事業組織に対するモニタリングとの関係を分析するために、下記の推計式を Ordered Logit モデルを用いて推計する。

$$MON_{unit} = f[DEC_{unit}, GOV, CV] \dots\dots\dots(3)$$

ここで、被説明変数である MONunit は、事業単位に対するモニタリング強度を表す変数であり、「制度に基づくモニタリング強度」と「利益指標に基づくモニタリング強度」の2つを採用した。

説明変数の DECunit は、事業単位に対する分権度を示す変数であり、「戦略的意思決定の分権度」、「人事の意思決定の分権度」、および「業務的意思決定の分権度」の3種類を採用した。分権度が高いほどモニタリング強度も強いかが焦点である。GOV は企業のガバナンス特性を表す変数であり、取締役会特性を示す変数としては、取締役人数、社外取締役比率、および執行役員制度の導入ダミーを採用した。小規模で社外比率の高い取締役会構成をもつ企業、あるいは執行役員制を導入して取締役と執行役の役割分担を明確にしている企業ほど、モニタリング強度が強いか否かが焦点となる。他方、所有構造を示す変数としては、外国人株主持株比率と機関投資家持株比率を採用した。外国人株主や機関投資家の存在が、経営の透明性や説明責任を求める圧力として作用し、事業単位に対するモニタリング強度を引き上げたか否かが焦点である。CV はコントロール変数であり、(1)式同様、事業単位の平均規模と業種ダミーを採用した¹⁰³。

分権度とモニタリングの補完性

表 4-5 のパネル A は制度に基づくモニタリング強度を、パネル B は利益指標に基づくモニタリング強度を被説明変数とした場合の推計結果を示している。

第一に、事業単位に対する戦略面での分権度が高い企業ほど、社内資本金制度など内部資本市場に関する制度的基盤が整備されている。この結果は、制度に基づくモニタリング強度に対して、戦略的意思決定の分権度は1%水準(パネル A モデル 1・3・4)ないし5%水準(同モデル 2)で統計的に有意に正であることから確認できる。第二に、事業単位に対する人事面で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に行われている。利益指標に基づくモニタリング強度に対しては、戦略的意思決定の分権度は統計的に有意な感応を示さず、代わりに人事の意思決定の分権度が1%水準で統計的に有意な正の感応を示したからである(パネル B モデル 1・2・3・4)。したがって、戦略的意思決定や人事の意思決定の分権度と事業組織に対するモニタリングは補完的な関係にあると言える。

¹⁰³ なお、ガバナンス変数とコントロール変数は、2005年度決算のデータである。

以上、内部組織のガバナンスに関しては、戦略的意思決定の分権化を進めている企業ほど、内部資本市場に関する制度的基盤が充実していることが確認された。この結果は、社内資本金制度や部門別剰余金制度など、事業組織のパフォーマンスを評価するための仕組みの整備が、事業組織に対する権限委譲を進めるための条件となっていることを示唆する。つまり、結果を評価する枠組みが不十分なままでは、分権化を図れないとも言えよう。このように、制度に基づくモニタリング強度と戦略的意思決定の分権度は補完的な関係にあることが示されたが、利益指標に基づく事後的なモニタリングは、戦略的意思決定の分権化への対応がまだまだ不十分な可能性が高いことも示された。利益指標に基づく事後的モニタリングは、戦略的意思決定の分権化とともに強化される訳ではなく、人事的意思決定の分権化に対応していた。この結果は、人的資源(特に正規従業員)の有効活用に関する事業部門長の結果責任が、より厳格に問われていることを示唆する。したがって、基本的には、戦略的意思決定の分権化とモニタリング制度の充実が対応し、人事的意思決定の分権化と利益指標に基づく事後的モニタリングが対応するという形で、分権化とモニタリングの補完関係が確認された。

表 4-5 モニタリング強度の決定要因:内部事業単位

パネルA 被説明変数: 制度に基づくモニタリング強度				
モデル	1	2	3	4
戦略分権度	2.74 *** (2.61)	2.53 ** (2.37)	3.31 *** (3.09)	3.20 *** (2.91)
人事分権度	-0.07 (-0.11)	0.07 (0.09)	-0.44 (-0.63)	-0.37 (-0.52)
業務分権度	-0.36 (-0.65)	-0.23 (-0.41)	-0.60 (-1.12)	-0.54 (-0.96)
取締役数	-0.24 ** (-2.36)	-0.25 ** (-2.37)		
執行役員制度ダミー			2.22 *** (2.87)	2.17 *** (2.79)
外部役員比率	2.86 (1.11)	2.76 (1.12)	5.33 * (1.95)	5.20 ** (1.97)
外国人株主持株比率	0.03 (0.73)		0.01 (0.24)	
機関投資家持株比率		0.04 (1.18)		0.01 (0.45)
平均事業単位規模	0.15 (0.40)	0.08 (0.22)	-0.38 (-1.03)	-0.40 (-1.11)
業種ダミー	YES	YES	YES	YES
Observations	82	82	82	82
Pseudo R2	0.333	0.337	0.348	0.349

パネルB 被説明変数:利益指標に基づくモニタリング強度

モデル	1	2	3	4
戦略分権度	-0.91 (-1.24)	-0.93 (-1.26)	-0.97 (-1.40)	-1.01 (-1.43)
人事分権度	1.80 *** (2.86)	1.93 *** (3.05)	1.74 *** (2.89)	1.85 *** (3.03)
業務分権度	0.44 (0.96)	0.55 (1.19)	0.24 (0.53)	0.33 (0.74)
取締役数	-0.18 ** (-2.30)	-0.17 ** (-2.27)		
執行役員制度ダミー			1.04 (1.62)	0.93 (1.45)
外部役員比率	-1.22 (-0.48)	-0.79 (-0.32)	-0.69 (-0.28)	-0.15 (-0.07)
外国人株主持株比率	0.09 ** (2.53)		0.08 ** (2.34)	
機関投資家持株比率		0.06 ** (2.48)		0.05 ** (2.21)
平均事業単位規模	-0.29 (-0.90)	-0.21 (-0.67)	-0.57 * (-1.69)	-0.46 (-1.44)
業種ダミー	YES	YES	YES	YES
Observations	79	79	79	79
Pseudo R2	0.247	0.246	0.236	0.233

注) 上段は係数を、下段括弧内はz値を表す。***:1%、**:5%、*:10%水準で有意。

サンプルは事業部制か社内カンパニー制の企業。

パネルA 制度に基づくモニタリング強度:社内資本金制度、極度額の設定(長期・短期のどちらか、あるいは両方)、部門別剰余金制度、社内倒産制度がそれぞれある場合に1とし、その合計点。クロンバックの信頼係数 α :0.72。合計点の分布は、0点49社、1点17社、2点11社、3点7社、4点5社。

パネルB 利益指標に基づくモニタリング強度:BS・PLともに月次管理、ROA・ROE等の資産や資本の効率性を示す指標を重視、キャッシュフロー指標の重視、EVA・MVA等の経済的付加価値・資本コストを示す指標を重視の場合にそれぞれ1とし、その合計点。クロンバックの信頼係数 α は0.50。合計点の分布は、0点12社、1点25社、2点21社、3点18社、4点9社。

企業のガバナンス特性と事業組織のモニタリング強度

次の焦点は、企業のガバナンス特性と事業組織のモニタリング強度の関係である。第一に、取締役会特性の影響では、取締役数が少ない企業ほど、内部資本市場の制度的基盤が整備されており、利益指標に基づく事後的モニタリングが厳格に行われている。これは、制度に基づくモニタリング強度と利益指標に基づくモニタリング強度のどちらかを被説明変数とした推計でも、取締役数の係数が5%水準で統計的に有意に負であったことから確認できる(パネルA・Bモデル1・2)。また、執行役員制度と社外取締役比率は、いずれも制度に基づくモニタリング強度に対して統計的に有意な正の影響を与えていた(パネルAモデル3・4)。したがって、執行役員制を導入して経営と執行を分離し、社外取締役を導入して客観的視点からモニタリング強化を図っている企業ほど、内部資本市場の制度的基盤が充実していると言える。

第二に、所有構造の影響をみると、外国人株主や機関投資家の持株比率が高い企業ほど、利

益指標に基づく事後的モニタリングがより厳格である。これは、利益指標に基づくモニタリング強度を被説明変数とした場合(パネル B)、外国人株主持株比率(モデル 1・3)と機関投資家持株比率(モデル 2・4)の係数が、いずれも 5%水準で統計的に有意に正であることから確認できる。

以上、企業のガバナンス特性と事業ガバナンスの関係では、取締役会規模が小さい企業ほど、内部資本市場関連の制度整備や利益指標に基づく事後的モニタリングの観点から、事業組織に対するガバナンスがより厳格であった。また、取締役と執行役の役割分担を明確化し、社外取締役を導入して評価の客観性を担保している企業ほど、モニタリングの制度整備が進んでいた。他方、所有構造の影響としては、外国人株主や機関投資家の持株比率が高く、資本市場の圧力が強いと考えられる企業ほど、利益指標に基づく事後的モニタリングがより厳格であった。したがって、2層のエージェンシー関係においては、基本的には企業に対する資本市場からのガバナンス圧力が強く、取締役会の構造改革に積極的な企業ほど、事業組織に対するガバナンス強度も強いと言える。

5-3. 子会社ガバナンス

最後に、子会社ガバナンスの実態解明を試みる。ここでは、子会社に対するモニタリングのあり方を被説明変数とする下記の推計式を Logit モデルで推計した。

$$MON_{sub} = f[DEC_{sub}, GOV, CV] \dots\dots(4)$$

被説明変数である MONsub は、子会社に対するモニタリングを表す変数であり、「財務コントロールの頻度」と「財務コントロールの強度」を採用した。子会社に対するモニタリング変数のうち、「財務コントロールの頻度」が高い、すなわち財務諸表を月次ベースで管理するという事は、一方では期中のモニタリングが厳格であることを示すが、他方では過剰なモニタリングによって子会社経営者のインセンティブを低下させる可能性も懸念される。つまり、月次という頻度で親会社がコミットするという事実そのものが、子会社に対する権限移譲と相反する可能性である。したがって、子会社ガバナンスの面でより重要なのは「財務コントロールの強度」であると考えられる。この指標が、資産や資本の効率性という経営成果を問うという意味で、事後的モニタリングの厳格さを示すからである。また、この指標は内部資本市場の有効性や成熟度を判断する際にも重要である。もし、財務コントロールの強度が戦略的意思決定の分権度に正に感応的であれば、子会社に与えられる経営の自由裁量に応じて、利益指標に基づく経営成果がより厳しく評価されることを意味する。したがって、内部資本市場の重要な機能である **picking up winner**、すなわち、成果の高い子会社に重点的に資源・資金を配分するメカニズムを有効に機能させる制度的条件が整備されている可能性が示唆されるのである。

次に説明変数であるが、DECsub は子会社に対する分権度を示す変数であり、「戦略的意思決定の分権度」、「人事的意思決定の分権度」、および「業務的意思決定の分権度」の 3 種類を採用

した。GOV は、企業のガバナンス特性を示す変数であり、取締役会特性を示す変数としては、取締役人数と社外取締役比率を採用した。また、所有構造を示す変数としては、外国人株主持株比率と機関投資家持株比率を採用した。CV はコントロール変数であり、子会社の平均規模と業種ダミーを採用した。

表 4-6 モニタリング強度の決定要因:完全子会社

モデル	1	2	3	4
戦略分権度	-1.864*** (-2.978)	-1.814*** (-2.888)	-0.641 (-1.396)	-0.515 (-1.160)
人事分権度	0.492 (0.915)	0.398 (0.735)	0.210 (0.484)	0.096 (0.224)
業務分権度	0.380 (0.758)	0.407 (0.793)	-0.654* (-1.712)	-0.645* (-1.693)
取締役数	0.069 (0.977)	0.068 (0.961)	-0.066 (-1.218)	-0.058 (-1.071)
外部役員比率	-1.041 (-0.452)	-1.249 (-0.548)	-4.022** (-2.008)	-3.374* (-1.775)
外国人株主持株比率	0.022 (0.759)		0.065** (2.339)	
機関投資家持株比率		0.030 (1.361)		0.042** (2.204)
平均子会社規模	-0.643** (-2.151)	-0.746** (-2.378)	0.204 (1.045)	0.207 (1.057)
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	126	126	135	135
Pseudo R2	0.2781	0.287	0.1528	0.1458

注) 上段は係数を、下段括弧内はz値を表す。***:1%、**:5%、*:10%水準で有意。
被説明変数:モデル1・2は財務コントロールの頻度,モデル3・4は財務コントロールの強度。

表 4-6 は(4)式の推計結果を示している。はじめに、コントロール変数の影響を確認しておこう。平均子会社規模の係数は、財務コントロールの頻度に対しては 5%水準で統計的に有意に負(モデル 1・2)である一方、財務コントロールの強度に対しては統計的に有意ではないものの正であった(モデル 3・4)。これらの結果は、小規模な子会社ほど財務諸表のチェック頻繁が高く自律性が低いことを明確に示す一方、大規模な子会社ほど事後的な財務パフォーマンスが厳格にモニターされる傾向にあることを示している。

さて、分析の焦点である子会社モニタリングの決定要因に関しては次の点が重要である。第一に、子会社ガバナンスにおいては、戦略的意思決定の分権度が高いほどモニタリングも強いという補完関係は確認されない。戦略的意思決定の分権度の係数は、財務コントロールの強度に対して統計的に有意でないだけでなく(モデル 3・4)、財務コントロールの頻度に対しては 1%水準で統計的に有意に負であった(モデル 1・2)。この結果は、子会社に戦略的意思決定に関する自由度を与えていない企業ほど、財務諸表を月次ベースで管理するなど期中のモニタリングが厳格であることを意味する。逆に言えば、子会社に対する戦略的意思決定の分権度が高いほど、財務諸表

の管理頻度が低いことを意味する。この場合、利益指標に基づく事後的モニタリングが分権度に応じて強化されていけば問題はないが、この関係は確認できない。したがって、子会社経営者には過大なフリーハンドが付与されている可能性がある。これは、権限は与えるがモニタリングは弱いという不整合な状況であり、子会社のグループ経営からの逸脱やモラルハザードなど、子会社ガバナンスにおける潜在的な問題が懸念される。また、子会社に対しては、業務的意思決定の分権度が高いほど、利益指標に基づく事後的モニタリングが弱いことも確認できる。業務的意思決定の分権度の係数が、財務コントロールの強度に対して 10%水準ながら統計的に有意に負であるからである(モデル 3・4)。したがって、業務的意思決定が分権化されているほど、資産効率の重視度が低いという問題も示された。

第二に、2 層のエージェンシー関係では、親会社に対する資本市場の圧力が強いほど、子会社ガバナンスが厳格であるという関係が確認できる。企業ガバナンス特性の影響をみると、財務コントロールの頻度に対して統計的に有意な影響を与えるガバナンス変数は確認できないが、財務コントロールの強度に対しては、外国人株主と機関投資家の持株比率の係数がともに 5%水準で統計的に有意に正であった(モデル 3・4)。したがって、外国人株主や機関投資家の持株比率が高いほど、子会社の資産効率を重視するという親会社の姿勢が明確であり、資本市場の圧力と子会社に対するモニタリングの強さは補完的な関係にあると言える。ただし他方で、外部役員比率が高いほど資産効率が重視されていないという関係も確認できる。外部役員比率の係数が、財務コントロールの強度に対して 5%水準(モデル 3)ないし 10%水準(モデル 4)で統計的に有意に負であるからである。この結果は、外部役員と子会社に対するモニタリング強度が代替的な関係にある可能性、あるいは外部役員が子会社ガバナンスを強化する役割を十分に果たしていない可能性を示唆する。したがって、子会社ガバナンスは資本市場からの圧力を背景に強化されるが、取締役会改革の影響は限定的であると言える。

6. まとめ

多角化やグローバル化の進展に伴う事業ポートフォリオ構造の複雑化と、分社や M&A の積極的活用によるグループ組織の巨大化の結果、株主と経営者間の伝統的なエージェンシー問題に加えて、統括本部と事業ユニット間のエージェンシー問題にも直面するようになった日本企業は、「選択と集中」をスローガンに事業ポートフォリオの再編を試みると同時に、事業組織のガバナンス改革にも着手した。そこで本章では、事業組織に対する意思決定権限の配分とモニタリングのあ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。本章で明らかになった事実は次の通りである。

第一は、親会社の内部組織と完全子会社の分権度の差異についてである。事業部や社内カンパニーといった親会社内部の事業単位と完全子会社とを比較すると、戦略と人事の意思決定に関して、子会社の分権度が有意に高いという事実が明らかにされた。したがって、子会社に対する法的人格の付与は、戦略的意思決定や人事の意思決定に関して、より大きな自由裁量の子会社の

経営者に付与することを意味し、責任の明確化による子会社経営者のインセンティブ向上や迅速な市場対応の強化、親会社とは別の人事制度・賃金体系の利用が意図されていた。

第二は、分権化の要因についてである。戦略的意思決定の分権化の要因を分析した結果、内部組織も完全子会社も、多角化が戦略的意思決定の分権化を促すことが分かった。したがって、事業構造が複雑化するにしたがって、現場情報が豊富な事業単位への分権化が進むと考えられる。ただし、グローバル化が事業単位への分権化を促すという関係は確認できなかった。また、子会社に関しては、多角化に加えて子会社数の増加が分権化を促すこともわかった。したがって、グループ化の進展によって経営陣の負担が増大することも、分権化の要因であった。なお、経営組織に関しては、社内カンパニーが事業部よりも戦略的意思決定の分権度が高いという証拠も、純粋持株会社傘下の子会社が事業会社傘下の子会社よりも戦略的意思決定の分権度が高いという証拠も発見できなかった。

第三は、内部組織のガバナンスについてである。分析結果から、戦略的意思決定の分権化を進めている企業ほど、内部資本市場に関する制度的基盤が充実していることが確認された。これは、社内資本金制度や部門別剰余金制度など、事業組織のパフォーマンスを評価するための仕組みの整備が、事業組織に対する権限委譲を進めるための条件となっていることを示唆する。他方、人事的意思決定の分権化を進めている企業ほど、利益指標に基づく事後的モニタリングが厳格であった。これは、人的資源の有効活用に関する事業部門長の結果責任が、より厳格に問われていることを示唆する。したがって、戦略的意思決定の分権度が高いほど制度に基づくモニタリングが厳格であり、人事的意思決定の分権度が高い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確認された。

2 層のエージェンシー関係、すなわち企業のガバナンス特性と事業ガバナンスとの関係に着目すると、小さな取締役会をもつ企業ほど、制度に基づくモニタリングも利益指標に基づくモニタリングも厳格であった。また、執行役員制度や社外取締役を導入し、事業組織に対する評価の客観性を担保している企業ほど、制度に基づくモニタリングが厳格であった。他方、所有構造の影響としては、外国人株主や機関投資家の持株比率が高い企業ほど、利益指標に基づく事後的モニタリングがより厳格であった。したがって、資本市場からの強い圧力に直面している企業ほど、また、取締役会の改革に積極的な企業ほど、事業組織に対するガバナンス強度も強いということが確認された。

第四は、子会社ガバナンスについてである。本章の分析結果からは、内部組織のガバナンスで観察された関係、すなわち、戦略的意思決定の分権度が高いほどモニタリングも強いという補完関係は確認できなかった。むしろ、子会社に戦略的意思決定の自由度を与えている企業ほど、財務諸表の管理頻度が低かった。この場合、利益指標に基づく事後的モニタリングが分権度に応じて強化されていれば問題はないが、この関係は確認できなかった。さらに、業務的意思決定が分権化されているほど、資産効率の重視度が低いという問題も示された。したがって、子会社の経営者には過大なフリーハンドが付与されている可能性があり、子会社のグループ経営からの逸脱やモラルハザードなど、子会社ガバナンスにおける潜在的な問題が示唆された。

2 層のエージェンシー関係では、親会社に対する資本市場の圧力が強い企業ほど、子会社ガバナンスが厳格であるという関係が確認できた。外国人株主や機関投資家の持株比率が高いほど、資産効率や資本効率を重視する姿勢が明確であり、利益指標に基づく事後的モニタリングが強化されているからである。ただし、内部組織のガバナンスで確認された関係、すなわち取締役会の改革が事業ユニットに対するモニタリングを強化するという関係は確認できなかった。むしろ、外部役員は子会社に対するモニタリングを強化する役割を果たしていない可能性が示された。したがって、子会社ガバナンスにおいては、親会社に対するガバナンス圧力が強いほど事業ガバナンスが強化されるという関係は、資本市場の圧力のみしか確認できないという意味で、内部組織のガバナンスほど明確ではなかった。

本章で明らかにした事業ガバナンスのあり方は、企業のパフォーマンスに大きな影響を与えるだろう。事業単位に対する分権度やモニタリング強度が適切な水準から乖離している場合、組織効率が低下するなどの問題が顕在化する可能性があるからである。そこで次章では、事業ガバナンスのあり方が組織パフォーマンスに与える影響を検討する。

第5章

事業ガバナンスと組織パフォーマンス

1. はじめに

日本企業には、その複雑化した事業ポートフォリオ構造と巨大化したグループ組織に対処するための、事業ガバナンス体制の構築が求められている。近年は、特に総合電機など多くの事業部門を抱える多角化企業の苦戦が目立っている¹⁰⁴。その一因は、事業構造の複雑化とグループ組織の巨大化に、従来の経営システムが遅れをとっていることにあるようにも見える。そこで本章では、事業ガバナンスのあり方が組織パフォーマンスに与えた影響を計量的に分析し、今後の事業ガバナンスに対する示唆を得たい。つまり、親会社内部の事業組織や子会社に対する意思決定権限の分権化とモニタリング強化が、組織パフォーマンスの向上に寄与するのか否かを検証することが主な課題である。

分権化には、現場情報を意思決定に利用できる効果、事業部門トップあるいは子会社経営陣のインセンティブを高める効果、意思決定のスピードアップを図り市場対応を迅速化するなどの効果が期待されるため、組織パフォーマンスの向上に寄与する可能性がある。ただし一方で、事業単位の意思決定の自由度を高めることには、自部門や自社の利害が優先され全社戦略・グループ戦略からの乖離が大きくなる可能性、事業内容に重複が発生したり間接部門が肥大化することによって組織的な非効率が発生する可能性、事業間のシナジーが薄れ事業部門間のコーディネーション・コストが増大する可能性などの問題点もあるため、組織パフォーマンスに負の影響を与える可能性もある¹⁰⁵。他方、モニタリングには、事業単位トップに対する規律づけとして機能し、高い努力水準の維持を通して組織パフォーマンスを向上させる効果が期待される。ただし一方で、モニタリングにはコストもかかるし、過剰なモニタリングが事業単位トップのインセンティブを削いでしまうといったコミットメント問題も考えられるため、組織パフォーマンスに負の影響を与える可能性もある。このよう

¹⁰⁴ 例えば、菊谷・齋藤(2006)は、本業として事業運営を行う方が、多角化先の事業として事業運営を行うよりも平均的にパフォーマンスが高いことを示し、「餅は餅屋」効果があることを指摘している。

¹⁰⁵ Agihon and Tirole(1997)によると、上司から部下への実質的な権限委譲の程度は、そのベネフィットとコストのバランスで決定される。つまり、部下のもつ情報・知識の利用というベネフィットと、委譲された権限を組織全体のためでなく個人的便益のために利用する可能性というコストとのバランスである。

に、事業単位に対する分権化もモニタリングも、ともにベネフィットとコストを伴うため、組織パフォーマンスに与える影響は事前的には判断できない。つまり、分権化やモニタリングの効果は、それぞれのコストとベネフィットの相対的な大きさに依存するため、どちらの影響が強いのかを本研究の実証研究の結果から判断する。

先行研究をみると、2002年のアンケート調査の結果を用いた宮島・稲垣(2003)が、権限委譲と企業パフォーマンスとの間に正の相関関係があること、さらに、高い権限委譲と厳格なモニタリング・システムと業績連動的なインセンティブ・システムの組み合わせが高いパフォーマンスと関連していることを報告している¹⁰⁶。したがって、2002年のアンケート調査の結果に基づく宮島・稲垣(2003)の結果が、5年後の2007年のアンケート調査の結果からも再度確認できるのか、あるいは何らかの変化がみられるのかを確認することが本研究の貢献の一つである。

本章ではさらに、分権化とモニタリングの相互作用が組織パフォーマンスに与えた効果にも着目する。すなわち、分権化とモニタリング強度は補完的な関係にあり、分権化に応じてモニタリングを強化することがパフォーマンスを高める効果をもつのか否か、あるいは、両者は代替的な関係にあり、集権化(分権化)とモニタリング強化(弱いモニタリング)の組み合わせが組織パフォーマンス向上に寄与するのか否かを検討する。例えば、子会社ガバナンスのあり方とパフォーマンスとの関係に、権限・責任・モニタリングの観点からアプローチした伊藤・菊谷・林田(2002)は、権限と責任が補完関係にあることを示した上で、子会社の権限・責任の増大がモニタリングの強化を伴うときにパフォーマンスが高まることを実証した。つまり、権限・責任がモニタリングと補完的な関係にあることを示している¹⁰⁷。本研究の貢献は、子会社ガバナンスだけでなく、親会社の内部組織のガバナンスにおいてもこの関係が確認できるか否かをテストすることにある。

さらに本研究では、企業の戦略特性の違いによって、事業ガバナンスのあり方が組織パフォーマンスに与える影響が異なる可能性にも着目する。第一に注目するのは、多角化の影響である。分権化やモニタリングのあり方が組織パフォーマンスに与える影響が、多角化の程度によって異なる可能性を検証する。具体的には、専門企業に比べて事業構造が多角化した企業ほど、分権化

¹⁰⁶ 宮島・稲垣(2003)のアンケート調査のサンプルは東証一部上場企業(電力・ガス、金融を除く)400社である。具体的な分析方法としては、被説明変数としてトービンのQ(98-2000年度の平均値)を用い、これを高い権限委譲(権限委譲度がアンケート回答の平均値以上のダミー変数)と、モニタリング・システム(社内剰余金制度の採用ダミー、EVAの採用ダミー)およびインセンティブ・システム(部門間で実質的な報酬差を生むシステムの採用ダミー、部門責任者へのストック・オプションの付与ダミー)のそれぞれがセットで導入された場合に1をとるダミー変数に回帰している。さらに、権限委譲度が高く、EVAを事業単位の評価指標として採用し、かつ事業単位の業績によって報酬差を設けているサンプル企業(28社)に1を与えるダミー変数がトービンのQに対して有意に正であった。

¹⁰⁷ 伊藤・菊谷・林田(2002)の分析サンプルは、電機産業の上場企業が有する子会社と関連会社2,581社を対象として、2001年1月に実施されたアンケート調査の回答企業578社(アンケートの部分回答を含む回答企業は713社)である。具体的には、売上高営業利益率を被説明変数、権限、責任、モニタリング、およびこれらの交差項を説明変数とするモデルを最小二乗法で推計している。

の効果が高いのか否か、また、モニタリングのコストが増大しているのか否かをテストする。第二に注目するのは、グループ化の影響である。具体的には、子会社ガバナンスを対象にして、グループ化が進展している企業ほど、子会社に対する分権化の効果が高いのか否か、また、モニタリングのコストが大きいのか否かをテストする。

本章の構成は以下の通りである。第 2 節では、事業単位に対する分権度とモニタリングの高低によってマトリクスを作成し、企業の分布や平均パフォーマンスがどのように異なるのかを確認する。第 3 節では親会社内部の事業単位に対する分権度とモニタリング強度が企業パフォーマンスに与えた影響をテストし、第 4 節では子会社に対する分権度とモニタリング強度が子会社の組織パフォーマンスに与えた影響をテストする。第 5 節では、分権度とモニタリング強度が補完的な関係にあるのか、あるいは代替的な関係にあるのかを検討する。さらに、第 6 節では、多角化が事業ガバナンスのあり方と組織パフォーマンスとの関係に与えた影響を、第 7 節ではグループ化が子会社ガバナンスのあり方と子会社パフォーマンスとの関係に与えた影響をそれぞれ検討する。最終節はまとめである。

2. 分権度とモニタリング強度のマトリクス—企業の分布とパフォーマンス—

2-1. 内部組織

分権度の高低・モニタリングの強弱・パフォーマンス

はじめに、分権度とモニタリング強度の視点からみた場合の事業組織のガバナンスの実態に、基本統計量からアプローチしよう。表 5-1 パネル A は、内部事業単位に対する分権度の高低、およびモニタリングの強弱という 2 つの評価軸でマトリクスを作成し、それぞれのグループにおける企業数と平均パフォーマンスを整理したものである¹⁰⁸。

事業単位の分権度に関しては、「戦略的意思決定の分権度」、「人事的意思決定の分権度」、「業務的意思決定の分権度」それぞれについて、2.5 以上(未満)の場合を分権度が高い(低い)と定義した。アンケート回答の選択肢は、「本部が決定」を 1 点、「本部の意向を多く反映」を 2 点、「事業単位の意向を多く反映」を 3 点、「事業単位が決定」を 4 点と得点化しているため、理論的中央値である 2.5 以上であれば、各意思決定は事業単位の主導で決定されると判断できるからである。

次に、事業単位に対するモニタリング強度に関しては、「制度に基づくモニタリング強度」と「利益指標に基づくモニタリング強度」それぞれ 2 以上の場合を、事業単位に対するモニタリングが強いと判断した。すなわち、「制度に基づくモニタリング強度」は、①社内資本金制度、②事業単位の資金に対する極度額の設定、③部門別剰余金制度、④社内倒産制度、の 4 つの制度の導入状況か

¹⁰⁸ 以下、分権度、モニタリングに関して高い・強い場合を H、低い・弱い場合を L と表記する場合がある。

ら構成されていたが、このうち 2 つ以上の制度が存在する場合をモニタリングが強いに区分した¹⁰⁹。また、「利益指標に基づくモニタリング強度」は、①BS・PL とともに月次管理、②ROA・ROE 等の資産や資本の効率性を示す指標を重視、③キャッシュフロー指標の重視、④EVA・MVA 等の経済的付加価値・資本コストを示す指標を重視、の 4 項目から構成されていたが、同様に 2 つ以上に該当する場合をモニタリングが強いと識別した¹¹⁰。そして、分権度 3 種類とモニタリング強度 2 種類を用いて、合計 6 つのマトリクスを作成した。

次に、企業のパフォーマンスとしては、単独決算ベースの売上高営業利益率を採用した。基本的には、事業単位を評価する仕組みとして、資産効率などストックベースの効率性指標が普及していないことが主な理由である。具体的には以下の通りである。アンケート調査の結果によると、社内資本金制度がない企業は回答企業全体の約 7 割超存在していた(71.7%, 76/106 ケース)。さらに、事業単位を評価する際の経営指標の重視度として、「売上高・経常利益等の規模を示す指標」を重視する割合(非常に重視+重視)が 91.5%(97/106)であるのに対して、「ROA・ROE 等の資産や資本の効率性を示す指標」を重視する割合は(同)60.0%(63/105)にとどまっていた。また、BSとPLの管理頻度をみると、PLを月次管理する企業が82.5%(85/103)と大多数を占めるのに対して、BSを月次管理する企業は42.4%(42/99)と低位であった。なお、PLを月次管理する企業の割合は、事業部制組織の81.8%(63/77)と社内カンパニー制組織の83.3%(10/12)で大きな差はないが、BSを月次管理する企業の割合は、事業部制組織が37.3%(28/75)であるのに対して、社内カンパニー制組織では66.7%(8/12)と高くなっていた。これらの結果は、一般に言われる事実、すなわち、事業部はPLの管理責任を負うが、より独立性の高い社内カンパニーはPLに加えてBSの管理責任も負うという事実を反映している。ただし、社内カンパニーではBS管理も要求されるものの、本研究の分析サンプルでは社内カンパニー制採用企業はわずか12社であり、事業部制の80社に比べて圧倒的に少ない。したがって、これらのアンケート結果からは、親会社内部の事業単位の分析に当たっては、自部門のBSに基づくストックベースの効率性よりも、PLに示されるフローベースのパフォーマンス指標を用いるほうが妥当であることが示唆される。これが親会社内部の事業ガバナンスの成果として、売上高営業利益率を採用する理由である。

マトリクス分析

それでは、まず企業の分布に着目しよう。第一に、戦略的意思決定と人事的意思決定に関しては、分権度が低い区分に企業が偏る傾向がみられ、分権化が進んだといっても依然として本部の意向が多く反映される企業が多いという実態が明らかになった。これに対して、業務的意思決定に

¹⁰⁹ 変数「制度に基づくモニタリング強度」の内訳は、0点49社、1点17社、2点11社、3点7社、4点5社である。したがって、制度が2つ以上該当でモニタリングが「強い」が23ケース、「弱い」が66ケースである。

¹¹⁰ 変数「利益指標に基づくモニタリング強度」の内訳は、0点12社、1点25社、2点21社、3点18社、4点9社である。したがって、2つ以上でモニタリングが「強い」が48ケース、「弱い」が37ケースである。

関しては、分権度が高い区分の企業が圧倒的に多い。したがって、業務的な意思決定は、事業単位によって主導的に行われるのが一般的であり、この種の意思決定を分権化していない企業はほとんど存在しない。第二に、戦略的意思決定の分権度とモニタリングは、H 分権度・H モニタリングあるいは L 分権度・L モニタリングという補完的な組み合わせに分布が偏っているわけではない。確かに、戦略的意思決定の分権度と制度的モニタリングに関しては、L分権度・Lモニタリングに偏り(52 社)がみられるが、戦略的意思決定の分権度と利益指標に基づくモニタリングに関しては、L 分権度・L モニタリング(30 社)よりも L 分権度・H モニタリング(33 社)の方が企業数が多い。そして、この傾向は人事の意思決定の分権度とモニタリングの組み合わせでも同様である。

次に、パフォーマンスに着目しよう。第一に、注目すべきは、戦略的意思決定の分権度に関して、L 分権度・L モニタリング(制度・利益指標)という補完的な組み合わせの売上高営業利益率が、4 つの区分の中で最も低いことである。この傾向は、人事の意思決定の分権度でみた場合もまったく同様である。したがって、分権度(戦略・人事)とモニタリング(制度・利益指標)が補完的な場合にパフォーマンスが高いというわけではなく、むしろ両者は代替的な関係にある可能性が示唆される¹¹¹。第二に、業務的意思決定の場合、分権度の低い企業数が極端に少ないため分権度が高い場合に限定すると、制度に基づくモニタリング、利益指標に基づくモニタリングいずれの場合も、モニタリングが強い方が平均パフォーマンスが高い。したがって、業務的意思決定の分権度とモニタリングは補完的な関係にある可能性が示唆される。

¹¹¹ H分権度(戦略的意思決定・人事の意思決定)・Hモニタリング(制度・利益指標)のパフォーマンスは高いものの、サンプル数が少ないことに注意が必要である。

表 5-1 分権度とモニタリング強度のマトリクス:企業数とパフォーマンス(平均, 標準偏差)

パネルA 親会社内部の事業単位:パフォーマンス=売上高営業利益率(単独決算, 2007年度)

	制度モニタリング				利益指標モニタリング				
	弱い(L)		強い(H)		弱い(L)		強い(H)		
	企業数	平均	企業数	平均	企業数	平均	企業数	平均	
戦略的意思決定 の分権度	高い(H)	10	0.036	7	0.083	5	0.070	11	0.051
		標準偏差	0.051	標準偏差	0.079	標準偏差	0.053	標準偏差	0.075
	低い(L)	52	0.026	13	0.076	30	0.029	33	0.042
		標準偏差	0.052	標準偏差	0.119	標準偏差	0.031	標準偏差	0.096
人事の意思決定 の分権度	高い(H)	8	0.095	3	0.131	4	0.098	5	0.136
		標準偏差	0.100	標準偏差	0.102	標準偏差	0.027	標準偏差	0.140
	低い(L)	57	0.024	18	0.065	33	0.028	41	0.039
		標準偏差	0.051	標準偏差	0.103	標準偏差	0.031	標準偏差	0.088
業務的意思決定 の分権度	高い(H)	61	0.033	21	0.075	33	0.035	46	0.049
		標準偏差	0.065	標準偏差	0.103	標準偏差	0.038	標準偏差	0.098
	低い(L)	3	0.027	1	0.040	3	0.025	1	0.048
		標準偏差	0.019	標準偏差	-	標準偏差	0.015	標準偏差	-

パネルB 子会社:パフォーマンス=総資産営業利益率(子会社平均, 2007年度)

	財務コントロール頻度				財務コントロール強度				
	低い(L)		高い(H)		弱い(L)		強い(H)		
	企業数	平均	企業数	平均	企業数	平均	企業数	平均	
戦略的意思決定 の分権度	高い(H)	19	0.083	36	0.141	19	0.100	37	0.129
		標準偏差	0.053	標準偏差	0.108	標準偏差	0.083	標準偏差	0.102
	低い(L)	21	0.089	77	0.214	26	0.109	76	0.213
		標準偏差	0.134	標準偏差	0.759	標準偏差	0.102	標準偏差	0.766
人事の意思決定 の分権度	高い(H)	27	0.093	59	0.117	25	0.081	64	0.119
		標準偏差	0.116	標準偏差	0.083	標準偏差	0.075	標準偏差	0.098
	低い(L)	15	0.077	57	0.260	20	0.135	55	0.252
		標準偏差	0.068	標準偏差	0.880	標準偏差	0.107	標準偏差	0.897
業務的意思決定 の分権度	高い(H)	39	0.091	102	0.193	40	0.099	106	0.188
		標準偏差	0.104	標準偏差	0.661	標準偏差	0.092	標準偏差	0.650
	低い(L)	2	0.046	14	0.164	5	0.154	12	0.145
		標準偏差	0.004	標準偏差	0.099	標準偏差	0.102	標準偏差	0.101

2-2. 子会社

分権度の高低・モニタリングの強弱・パフォーマンス

子会社の分権度に関しては、内部組織と同様、「戦略的意思決定の分権度」、「人事的意思決定の分権度」、「業務的意思決定の分権度」それぞれについて、2.5 以上(未満)の場合を分権度が高い(低い)と定義した。また、子会社に対するモニタリングの強弱に関しては次のように区分した。「財務コントロールの頻度」の場合は、子会社の損益計算書を「月次」ベースで管理している場合を子会社に対するモニタリングが強いと判断し、管理頻度が「3ヶ月に1度」、「6ヶ月に1度」、「1年に1度」の場合をモニタリングが弱いに区分した。「財務コントロールの強度」の場合は、子会社の ROA・ROE 等の資産や資本の効率性を示す指標を、「非常に重視する」と「重視する」場合を子会社に対するモニタリングが強いと判断し、「ほとんど重視しない」と「あまり重視しない」場合をモニタリングが弱いに区分した。そして、親会社内部の事業単位の場合と同様に、分権度 3 種類とモニタリング強度 2 種類を用いて、合計 6 つのマトリクスを作成した。

次に、子会社のパフォーマンスとしては、総資産営業利益率(子会社平均)を採用した。これは、子会社平均営業利益((連結営業利益-単独営業利益)/子会社数)を子会社平均総資産((連結総資産-単独総資産)/子会社数)で除して求めた。本来、子会社ガバナンスの影響を確認するパフォーマンス変数としては、アンケート回答企業のすべての連結子会社それぞれの財務諸表から計算して求めるのがベストであるが、連結対象となる子会社は未上場の場合がほとんどであり、財務資料の入手が困難である。そこで次善の策として、連結決算から親会社の単独決算の値を控除した数値を用いて子会社のパフォーマンスを計算した。なお、事業部などの内部組織とは異なり、法人格を有する子会社の場合は自身のバランスシートをもつことから、パフォーマンス変数として資産効率を利用する。

マトリクス分析

表 5-1 パネル B は、子会社に対する分権度の高低、およびモニタリングの強弱という 2 つの評価軸でマトリクスを作成し、それぞれの企業数と平均パフォーマンスを整理したものである。まず、企業の分布から検討しよう。戦略的意思決定の場合、分権度が低い企業数が多いものの、内部組織の場合と同様に、必ずしも補完的な区分(HHまたはLL)への分布の偏りはみられない。戦略的意思決定の分権度が低い場合(L)をみると、財務コントロールの頻度は高い(H)場合の企業数 77 社が低い(L)場合の企業数 21 を大きく上回り、財務コントロールの強度が強い(H)場合の企業数 76 も弱い(L)場合の企業数 26 を大きく上回る。つまり、補完的な組合せである L 分権度・L モニタリングよりも、代替的な組み合わせである L 分権度・H モニタリングの方が企業数が多い。

人事的意思決定の分権度の場合も、補完的な H 分権度・H モニタリングまたは L 分権度・L モニタリングに企業の偏りは確認できない。たしかに企業数が 1 番多い組み合わせは、補完的な組み合わせである H 分権度・H モニタリング(財務コントロールの頻度 59 社、財務コントロールの強度 64 社)であるが、2 番目に多い組み合わせは、代替的な組み合わせである L 分権度・H モニタリング(財務コントロールの頻度 57 社、財務コントロールの強度 55 社)であり、L 分権度・L モニタ

ングではない。

業務的意思決定の分権度の場合、内部組織の場合と同様、圧倒的に分権度が高い企業が多い。したがって、業務的意思決定は予想通り子会社主導で行われている。分権度が高い場合(H)に着目すると、財務コントロールの頻度が高い場合(H)に 102 社、そして財務コントロールの強度に関しても強い場合(H)に 106 社が分布しており、H 分権度・H モニタリングという補完的な組み合わせへの偏りが確認できる。

次に、パフォーマンスに注目しよう。戦略的意思決定の分権度とモニタリング強度の関係で興味深いのは、分権度が低くモニタリングが強いという代替的な組み合わせ(LH)のパフォーマンスが最も高いことである。戦略的意思決定の分権度が低く(L)、財務コントロールの頻度が高い(H)場合の総資産営業利益率(子会社平均)は 21.4%、同じく財務コントロールの強度が高い(H)場合は同 21.3%であり、それぞれ他の区分に比べておよそ 2 倍程度高い。同様の傾向、すなわち L 分権度・H モニタリングの業績が良いことは、人事的意思決定の分権度とモニタリング強度の組み合わせでも確認できる。人事的意思決定の分権度が低く(L)、財務コントロールの頻度が高い(H)場合の 26.0%、財務コントロールの強度が強い(H)場合の 25.2%は、それぞれ他の区分に比べておよそ 2 倍程度パフォーマンスが良い。したがって、分権度(戦略的意思決定・人事的意思決定)とモニタリング強度の組み合わせでみると、H 分権度・H モニタリングあるいは L 分権度・L モニタリングという補完的な組み合わせのパフォーマンスが良好なわけではなく、分権度とモニタリング強度の間には代替的な関係がある可能性が示唆される。つまり、子会社ガバナンスにおいては、戦略・人事の集権化とモニタリング強化という組み合わせがパフォーマンス向上に寄与する可能性が高いと言えよう。次に、業務的意思決定の分権度とモニタリング強度の関係を検討しよう。ここでは、業務的意思決定の分権度が低い企業は少ないため、分権度が高い(H)場合に限定してモニタリングが強い場合と弱い場合を比較する。注目すべきは、財務コントロールの頻度・強度どちらでも、モニタリングが強い(H)場合のパフォーマンスが圧倒的に良いことである。財務コントロールの頻度が高い企業の総資産営業利益率(子会社平均)は 19.3%、財務コントロールの強度が強い企業の総資産営業利益率(子会社平均)は 18.8%であり、それぞれモニタリング強度が低い企業群の約 2 倍である。したがって、業務的意思決定の分権度とモニタリング強度は補完的な関係にあることが示唆される。

2-3. 小括

以上、親会社内部の事業単位と子会社に対する事業ガバナンスの実態を、分権度の高低とモニタリングの強弱の視点から整理し、パフォーマンスとの関係を概観した。その結果、重要な事実として次の 2 点を指摘できる。

第一に、企業の分布をみると、内部組織・子会社ともに、分権度とモニタリング強度が論理的にコヒアレントな H 分権度・H モニタリングあるいは L 分権度・L モニタリングに必ずしも多くの企業が偏って分布しているわけではない。第二に、分権度とモニタリング強度が補完的な関係にある事業ガバナンスのあり方が、必ずしも高いパフォーマンスを達成しているわけではない。特に、戦略的

意思決定の分権度と人事の意思決定の分権度に関しては、これらがモニタリング強度と代替的な関係にある可能性が示唆された。つまり、内部組織では L 分権度・L モニタリングという補完的な組み合わせのパフォーマンスが最も低く、子会社では L 分権度・H モニタリングという代替的な組み合わせのパフォーマンスが最も高かった。対照的に、業務的意思決定の分権度は、内部組織・子会社ともモニタリング強度と補完的な関係にある可能性が示された。

もともと、ここでの結果は、組織パフォーマンスに対する事業単位の規模や業種の違いなどの影響を考慮していないため、パフォーマンスの差はこれらの要因の影響を受けている可能性がある。そこで以下では、重回帰分析を用いて、事業単位の規模や業種の影響をコントロールした上で、意思決定の分権度とモニタリング強度が組織パフォーマンスに与える影響を検証していく。

3. 内部組織のガバナンスとパフォーマンス

3-1. 推計モデルと変数

まず、親会社内部の事業単位に対するガバナンスのあり方とパフォーマンスとの関係の分析から始めよう。ここでは、事業部制か社内カンパニー制を採用している企業をサンプルとして、分権度とモニタリング強度が企業パフォーマンスに与えた影響を検証するために、下記の OLS モデルを推計する。

$$PEF_{unit} = f[DEC_{unit}, CV] \dots\dots\dots(1)$$

$$PEF_{unit} = f[MON_{unit}, CV] \dots\dots\dots(2)$$

ここで、被説明変数である PEF_{UNIT} は、企業パフォーマンスを表す変数であり、2007 年度末の売上高営業利益率を採用した¹¹²。ここでの関心は、親会社内部の事業単位に対するガバナンスのあり方が組織成果に与える影響にあるため、親会社の単独決算ベースの数値を採用している。

次に説明変数であるが、(1) 式の DEC_{UNIT} は、事業単位に対する分権度を示す変数であり、「戦略的意思決定の分権度」、「人事の意思決定の分権度」、「業務的意思決定の分権度」の 3 つを採用した。(2) 式の MON_{UNIT} は、事業単位に対するモニタリングの強度を表す変数であり、「制度に基づくモニタリング強度」と「利益指標に基づくモニタリング強度」の 2 つを採用した。CV はコントロール変数であり、具体的には以下の変数を採用した。まず、事業ポートフォリオ構造の複雑性の影響をコントロールするために、非関連多角化エントロピー指数を導入した。次に、事前のパフォーマンス水準の影響をコントロールするために、前期(2006 年度末)の売上高利益率を採用

¹¹² パフォーマンス変数として採用した売上高営業利益率は、子会社のガバナンス問題を扱った伊藤・菊谷・林田(2002)でも採用されている。

する。さらに、ガバナンスされる対象である事業ユニットのパワーや交渉力の影響をコントロールするために、事業単位の平均規模(総資産/事業数の自然対数)を採用した。なお、事業単位の平均規模は、厳密に言えば、各事業単位が事業部や社内カンパニーなどの意思決定単位と同一であり、その平均規模を用いることができれば望ましいが、事業単位の規模を企業ごとに把握することは困難であるため、次善の策として、企業の総資産を日本標準産業分類の中分類(2桁)基準に基づく事業分野数で除した値で代替した。最後に、企業の属する産業固有の影響をコントロールするために、日経業種分類(中分類基準)に基づく業種ダミーを採用した。なお、既述のように、アンケート調査の実施は2007年の4月時点であり、そこで確認された事業ガバナンスのあり方が、前年度末(2007年3月期決算)のパフォーマンス水準等をコントロールした上で、約1年後の2007年度末(2008年3月期決算)のパフォーマンスに与えた影響を検証するモデルとなっており、因果関係を推定する際の時間的整合性は確保されている。

表 5-2 内部組織のガバナンスとパフォーマンス

モデル	1	2	3	4	5	6
戦略分権度	-0.026* (-1.674)					-0.034 (-1.365)
人事分権度		-0.003 (-0.275)				-0.016 (-0.787)
業務分権度			-0.009 (-0.727)			0.016 (1.133)
制度モニタリング				0.017** (2.354)		0.027*** (3.226)
利益指標モニタリング					-0.001 (-0.156)	-0.006 (-0.696)
多角化度	0.009 (0.417)	-0.004 (-0.194)	-0.005 (-0.261)	0.000 (0.023)	0.009 (0.441)	0.010 (0.437)
前期売上高利益率	0.124 (0.630)	0.276 (1.537)	0.267 (1.493)	0.185 (0.992)	0.101 (0.505)	-0.094 (-0.419)
平均事業部門規模	0.005 (0.680)	0.001 (0.204)	0.001 (0.073)	-0.008 (-1.157)	-0.003 (-0.378)	0.003 (0.382)
業種ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	98	102	102	89	85	78
R-squared	0.377	0.409	0.411	0.489	0.441	0.534

注) 被説明変数は売上高営業利益率(2007年度)。

多角化度は日本標準産業分類の2桁基準のエントロピー指数。

()内はt値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。

3-2. 推計結果

推計結果は表 5-2 に示されている。第一に、注目すべきは、戦略的意思決定の分権度が高いほど企業パフォーマンスが低いという関係が確認できることである。これは、戦略的意思決定の分権度の係数が10%水準ながら統計的に有意に負であることから確認できる(モデル 1)。他方、人

事の意味決定と業務的意思決定の分権度は、企業パフォーマンスに対して統計的に有意な影響を与えていない(モデル 2・3・6)。したがって、事業単位への権限移譲が企業パフォーマンスの向上に寄与するという明確な証拠は得られなかった。むしろ戦略的な意思決定に関しては、分権度を高めるほど企業パフォーマンスが低下することから、分権化に伴うコストが存在することを示している。より厳密には、権限委譲度を高めることは事業部門トップのインセンティブを引き上げたり、機動的な意思決定を可能にするなどのプラスの効果があるが、このプラスの効果を上回るほどのマイナスの影響が顕在化していると言える。例えば、各事業単位の戦略的自由度が高まった結果、自部門の利害を優先した意思決定が行われ、事業内容の重複や間接部門の肥大化が発生する可能性がある。また、統括本部の相対的な交渉力が低下し、事業部門間のコーディネーション・コストが増大する可能性もある。これらのマイナスの効果は、事業部門間のシナジーを劣化させる可能性が高く、主な分権化のコストと考えられる。

ところで、宮島・稲垣(2003)は、2002年の2月末から3月中旬に実施されたアンケート調査の結果に基づく分析で、事業単位への分権度が高い企業ほどパフォーマンスが良いことを報告している¹¹³。しかし、2007年4月のアンケート調査に基づく本研究の分析結果からは、事業単位への分権化がパフォーマンスを向上させるという効果は確認できず、むしろ戦略的意思決定の分権化に関しては、パフォーマンスに対するネガティブな効果が確認できた。事業単位に対する分権化の主な決定要因であった多角化は、2001年までは進展したものの、2002年以降は安定的に推移し大きな進展をみせていない¹¹⁴。ただし重要な事実は、多角化が一段落した後も、実は戦略的意思決定の分権化がさらに進展していたということである。

¹¹³ 権限委譲度がアンケート回答企業の平均値以上のダミー(説明変数)が、トービンのQ(被説明変数)に対して有意にプラスであった。ただし、1998-2000年度の平均トービンのQ(企業パフォーマンス)を2002年2・3月のアンケートで得られた権限委譲度に回帰するという推計を行っているため、厳密に言えば逆の因果関係、つまり高業績の企業が権限委譲を進めたという可能性も指摘できる。

¹¹⁴ 厳密には、宮島・稲垣(2003)のアンケート調査の2002年2-3月に最も近い2002年3月期(2001年度)と2006年3月期(2005年度)の多角化を比較した場合である。エントロピー指数は2001年度が東証一部平均0.68(総資産上位200社の平均0.89)、2005年度が同0.67(同0.89)、事業分野数は2001年度が同3.13(同3.90)、2005年度が同3.15(同3.96)であり、多角化は2002年以降安定化していることがわかる。

表 5-3 2002 年アンケート結果と 2007 年アンケート結果の比較:分権度

質問項目	2002年アンケート		2007年アンケート	
	事業部	社内分社組織	事業部	社内カンパニー
中長期計画の決定	1.99	2.32	2.27	2.42
年度予算、事業計画の決定	2.31	2.60	2.66	2.67
既存事業からの撤退決定	1.74	2.00	1.82	2.42
新製品、新技術の開発決定	2.55	2.92	2.74	2.75
他社との事業提携、M&A	1.57	1.90	1.81	2.50
外部からの資金調達の決定	1.09	1.21	1.12	1.17
重要な組織変更の決定	1.73	2.24	1.48	1.83

注) 2002年アンケートは宮島・稲垣(2003)の結果、2007年アンケートは本研究の結果であり、戦略的意思決定の分権度を構成する個別の意思決定項目を比較。

サンプル数は次の通り。2002年アンケート: 事業部268-273社、社内分社組織48-50社。

2007年アンケート: 事業部76-79社、社内カンパニー12社。

表 5-3 は宮島・稲垣(2003)による 2002 年のアンケート調査と本研究の 2007 年アンケート調査のうち、親会社内部の事業組織に対する戦略的意思決定の分権度を構成する個別の意思決定項目が同一で比較可能なものの分権度を整理したものである¹¹⁵。宮島・稲垣(2003)のアンケート調査と本研究のアンケート調査では回答企業が同一ではないため、単純比較には一定の注意が必要であるが、例えば「中長期計画の決定」の分権度は、2002 年アンケートの場合、事業部で 1.99、社内分社組織で 2.32 であるのに対して、2007 年アンケートの場合、事業部では 2.27、社内カンパニーでは 2.42 であった。また、「年度予算・事業計画の決定」の分権度は、2002 年アンケートでは事業部で 2.31、社内分社組織で 2.60 であるのに対して、2007 年アンケートでは事業部で 2.66、社内カンパニーでは 2.67 であった。事業部に対する分権度は、その他の質問項目でも、唯一「重要な組織変更の決定」の分権度が集権化している以外は、2002 年アンケートよりも 2007 年アンケートの方が数値が高くなっている。また、全ての質問項目で、事業部よりも社内分社組織や社内カンパニーの分権度の方が高いが、これらの分権度も、「中長期計画の決定」、「年度予算・事業計画の決定」、「既存事業からの撤退決定」、「他社との事業提携や M&A の決定」の分権度では 2002 年よりも 2007 年アンケートの方が数値が高くなっている。つまり、宮島・稲垣(2003)のアンケートが実施された 2002 年から本研究のアンケート調査が実施された 2007 年までの 5 年間、多角化の進展はすでに一段落していたものの、分権化の流れは依然として静かに継続していたのである。したがって、多角化が進展していた 2000 年代の初頭までは、多角化とともに必要性が高まった事業単位への分権化が進展し、これが事業部門トップのインセンティブの引き上げや迅速な戦略展開を可能にすることによって企業パフォーマンスの向上に寄与した可能性があるが、多角

115 どちらのアンケート調査でも、回答の選択肢で、「本部が決定」に 1 点、「本部の意向を多く反映」に 2 点、「事業単位の意向を多く反映」に 3 点、「事業単位が決定」に 4 点が付与されており、それぞれの質問項目ごとに求められた回答企業の平均値が事業組織の分権度である。したがって、数値が大きいほど事業ユニットの分権度が高いことを意味する。

化が一段落した後のさらなる分権化に関しては、そのパフォーマンス向上効果は逓減ないし消滅していたと言える。むしろ、事業部門トップが戦略的意思決定に関する大きな裁量を手にし、自部門の利害を優先した自由な戦略展開を図った結果発生した事業内容や間接部門の重複、あるいは組織間のコーディネーション・コストの増大など、分権化に伴うコストの存在が徐々に重くなっていると言える。

第二に、注目すべきは、内部資本市場に関する制度の充実が企業パフォーマンスの向上に寄与するという関係が確認できることである。これは、制度に基づくモニタリング強度の係数が 5%水準で統計的に有意に正であることから確認できる(モデル 4)。この関係は安定的であり、分権度とモニタリング強度のすべての変数を同時に導入したモデル 6 でも、制度に基づくモニタリング強度の係数は 1%水準で統計的に有意に正であった。ただし、利益指標に基づくモニタリング強度は、企業パフォーマンスに対して統計的に有意な影響を与えていない(モデル 5・6)。したがって、親会社内部の事業組織のガバナンスでは、内部資本市場に関する制度を充実させるという意味でのモニタリング強化が企業パフォーマンスの向上にとって重要であることが示された。しかし、社内資本金制度や部門別剰余金制度などの内部資本市場関連の諸制度が整備されたとしても、利益指標に基づくモニタリング強度が企業パフォーマンスの向上に寄与しているという明確な証拠は得られなかった。つまり、制度ができてそれを厳格に運用し、各事業単位を利益指標に基づいて厳しくコントロールするという次のステップへの移行に課題が残されていると言えよう。

以上、本節では、事業部や社内カンパニーといった親会社内部の事業単位に対するガバナンスのあり方と企業パフォーマンスとの関係を検証した。その結果、第一に、戦略的意思決定の分権度を高めることは企業パフォーマンスにとってマイナスであり、分権化にはそのメリットを上回るコストが存在する可能性が示された。第二に、分権化の結果とは対照的に、内部資本市場に関する制度を充実させることは企業パフォーマンスにとってプラスであり、事業ガバナンスにとってモニタリングの強化が重要な課題であることが示された。

4. 子会社ガバナンスとパフォーマンス

4-1. 推計モデルと変数

次に、子会社に対するガバナンスのあり方とパフォーマンスとの関係を検証する。親会社内部の事業単位に対するガバナンスのあり方とパフォーマンスとの関係を検証した前節での分析と同様に、子会社に対する分権度やモニタリング強度を説明変数、子会社パフォーマンスを被説明変数とする下記の推計式を OLS モデルで推計する。

$$PEF_{sub} = f[DEC_{sub}, CV] \dots\dots\dots(3)$$

$$PEF_{sub} = f[MON_{sub}, CV] \dots\dots\dots(4)$$

ここで、被説明変数である PEF_{SUB} は子会社のパフォーマンスを示す変数であり、子会社平均 ROA(総資産営業利益率)を用いた。これは、子会社平均営業利益((連結営業利益－単独営業利益)／子会社数)を子会社平均総資産((連結総資産－単独総資産)／子会社数)で除した値である。なお、親会社の内部組織のガバナンスの場合と同様に、パフォーマンス変数は 2007 年度決算の数値を採用している。

次に、(3)式の説明変数 DEC_{sub} は、子会社に対する分権度を示す変数であり、「戦略的意思決定の分権度」、「人事的意思決定の分権度」、「業務的意思決定の分権度」の 3 つを採用した。(4)式の MON_{sub} は、子会社に対するモニタリングの強度を表す変数であり、「財務コントロールの頻度」と「財務コントロールの強度」の 2 つを採用した。なお、 CV はコントロール変数であり、具体的には以下の変数を採用した。まず、事業ポートフォリオ構造の複雑性が子会社パフォーマンスに与える影響をコントロールするために、非関連多角化エントロピー指数を導入した。次に、事前のパフォーマンス水準の影響をコントロールするために、2006 年度決算の総資産利益率(子会社平均)を用いた。次に、グループ化の進展が子会社パフォーマンスに与える影響をコントロールするために、連結子会社数を推計式に含めた。さらに、親会社の規模(単独決算ベースの総資産の自然対数)と子会社の平均規模((連結総資産－単独総資産)／子会社数の自然対数)を推計式に導入した。子会社のパフォーマンスは、親会社と子会社それぞれの相対的な交渉力の影響を受けると考えられるからである。最後に、企業の所属する産業固有の影響をコントロールするために、日経業種分類(中分類基準)に基づく業種ダミーも推計式に加えた。したがって、上記の推計式は、アンケート調査時点(2007 年 4 月)の子会社ガバナンスのあり方が、直前の 2006 年度決算(2007 年 3 月期)のパフォーマンス等の諸要因をコントロールした上で、年度末(2008 年 3 月期決算)の子会社パフォーマンスに与えた影響を検証するモデルとなっており、因果関係を推定する際の時間的整合性は確保されている。

表 5-4 子会社ガバナンスとパフォーマンス

モデル	1	2	3	4	5	6
戦略分権度	-0.022* (-1.694)					-0.002 (-0.141)
人事分権度		-0.024* (-1.944)				-0.024 (-1.552)
業務分権度			-0.004 (-0.337)			0.006 (0.435)
財務コントロール頻度				0.030 (1.651)		0.026 (1.270)
財務コントロール強度					0.039** (2.454)	0.040** (2.252)
多角化度	0.021 (0.999)	0.016 (0.829)	0.013 (0.639)	0.017 (0.866)	0.012 (0.633)	0.009 (0.426)
前期総資産利益率	0.131*** (3.074)	0.132*** (3.172)	0.132*** (3.013)	0.125** (2.562)	0.143*** (3.452)	0.128** (2.541)
連結子会社数	-0.000 (-1.490)	-0.000 (-1.311)	-0.000 (-1.601)	-0.000* (-1.894)	-0.000* (-1.795)	-0.000 (-1.530)
親会社規模	0.025*** (2.892)	0.022** (2.586)	0.025*** (2.828)	0.024*** (2.736)	0.024*** (2.932)	0.025*** (2.735)
平均子会社規模	-0.042*** (-4.796)	-0.039*** (-4.552)	-0.043*** (-4.767)	-0.038*** (-4.269)	-0.040*** (-4.775)	-0.041*** (-4.286)
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	155	162	160	156	162	148
R-squared	0.432	0.428	0.417	0.409	0.439	0.458

注) 被説明変数は子会社平均ROA(総資産営業利益率, 2007年度)。

多角化度は日本標準産業分類の2桁基準のエントロピー指数。

()内はt値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。

4-2. 推計結果

推計結果は表 5-4 に示されている。第一に、注目すべきは、戦略的意思決定の分権度および人事的意思決定の分権度が高いほど子会社の組織パフォーマンスが低いという関係が確認できることである。これは、戦略的意思決定の分権度の係数(モデル 1)と人事的意思決定の分権度の係数(モデル 2)がそれぞれ 10%水準ながら統計的に有意に負であることから確認できる。なお、業務的意思決定の分権度は、子会社パフォーマンスに対して統計的に有意な影響を与えていない(モデル 3)。したがって、子会社に対する権限移譲に関しても、分権化が組織パフォーマンスの向上に寄与するという明確な証拠は得られなかった。これらは当初の予想に反する結果である。子会社利用のモチベーションは、親会社とは異なる人事・賃金制度の適用(フレキシブルな雇用・賃金体系)、経営責任の明確化による子会社経営陣のインセンティブ向上、迅速な意思決定と市場対応などの点に求められた(表 4-3)。そして実際、親会社内部の事業単位と完全子会社とを比較した場合、戦略的意思決定の分権度は子会社の方が有意に高く、また、人事的意思決定の分権度に関しても、子会社トップの決定以外は子会社の方が有意に高かった¹¹⁶。つまり、子会社を利用する

¹¹⁶ さらに、アンケート調査によると、事業部長と子会社社長の報酬の業績連動度は、子会社社長

メリットとして認識されている諸点に関しては、子会社ガバナンスの実態面でも子会社への権限委譲が進んでいた。したがって、子会社に対する戦略的意思決定や人事に関する分権度が高いほど子会社パフォーマンスが高いという関係が想定された。しかし、実証分析の結果はこの可能性を支持しない。むしろ戦略的意思決定と人事の意思決定に関しては、分権化が子会社パフォーマンスに対して負の効果をもつことを示した。厳密には、子会社ガバナンスにおいても、子会社経営陣のインセンティブを高めたり、機動的な市場対応を可能にするなどの分権化に伴うメリットを、分権化に伴うコストが上回ると言える。つまり、分権化の進展によって各子会社の戦略的自由度が高まった結果、グループ内で事業の重複が発生したり、グループとしての統一戦略の浸透を図ることが困難になるなど、親子会社間あるいは子会社間におけるコーディネーション・コストが増大し、分権化自体がシナジーの劣化と組織的非効率を発生させる一因になったという可能性である。したがって、ここで重要なのは、内部組織のガバナンスと同様、子会社ガバナンスにおいても、分権化がパフォーマンス向上に寄与する明確な証拠は得られず、むしろ分権化のコストの存在を示す結果が得られたという事実である。この結果は、近年の日本企業が戦略的に重要性の高い子会社を本体に吸収合併したり、完全子会社化するなどして、本社によるガバナンス機能の強化を図るといふグループ戦略を展開している事実と整合的である¹¹⁷。

第二に、分権度の結果とは対照的に、子会社に対するモニタリングはパフォーマンスを向上させる効果をもった。まず、財務コントロールの頻度は、統計的に十分有意とは言えないものの、その係数は正であり(モデル 4)、親会社が子会社の財務諸表を月次ベースで管理する、すなわち期中のモニタリングが厳格であることが子会社の平均パフォーマンスを上昇させる規律づけ効果をもつ可能性を示唆する。一方、財務コントロールの強度の係数は 1%水準で統計的に有意に正であり(モデル 5)、利益指標に基づく成果を重視するという親会社の姿勢、すなわち事後的モニタリングが厳格であることが子会社の経営に対する規律づけとして有効に機能していることを明確に示している。この財務コントロールの強度が子会社パフォーマンスに与えるプラスの効果は安定的であり、各説明変数を同時に推計式に導入したモデル 6 でも、5%水準で統計的な有意性が維持されている。したがって、利益指標に基づく結果の重視という事後のモニタリングが子会社パフォーマンスの向上に寄与するとう関係が明確であり、子会社ガバナンスにおいては、親会社による厳格なモニタリングが経営の規律づけとして有効に機能しているという重要な事実が確認された。

最後に、コントロール変数の影響を確認しておこう。前期のパフォーマンス水準はすべての推計モデルで 1%水準ないし 5%水準で統計的に有意に正であり、基本的には前期の高業績企業は今期も高いパフォーマンスを維持していることが確認できる。子会社ガバナンスの観点から興味深

の方が高い企業(14.2%)が事業部長の方が高い企業(10.0%)よりも多く、子会社経営者の方が強いインセンティブをもつことも示された。ただし、両者の報酬の業績連動度は同程度であると回答した企業の割合が 50.6%と最多であった。

¹¹⁷ 三品(2002)は、本社が事業組織を統治する仕組み(本社のコントロール)に関して、事業経営責任者の任命権を背景に本社が直接パワーを行使する方法、資金や人材という経営資源のコントロールを通して間接的に制限を加える方法、事業体の自己完結の度合を通して結果的に制限が及ぶものという、事業組織の自由度を制限する 3 つのルートを示している。

いのは、連結子会社数、親会社規模、子会社規模の影響である。連結子会社数の係数はすべての推計モデルで統計的に十分な有意水準を得られているわけではないが、その符号はすべてのモデルで安定的に負であり、基本的には子会社数が増えるほど子会社の平均パフォーマンスが低下する傾向にあることがわかる¹¹⁸。この結果は、グループ化の進展、すなわち、ガバナンスすべき子会社数の増加が、親会社と子会社間のエージェンシー問題を深刻化させる可能性、あるいは子会社の増加により親会社のガバナンス能力が相対的に低下する可能性を示唆する。次に、親会社と子会社の規模に着目すると、親会社規模はすべての推計モデルで1%水準ないし5%水準で統計的に有意に正である一方、子会社規模はすべての推計モデルで1%水準で統計的に有意に負である。これらの結果は、親会社の規模が大きいほど子会社の平均パフォーマンスが高くなる一方、子会社規模が大きいほど子会社の平均パフォーマンスが低くなることを意味する。したがって、子会社ガバナンスにおいては親会社の相対的パワー、換言すれば親会社のガバナンス能力が重要であること、すなわち親会社のコントロール力の強さや、リーダーシップの強さが子会社パフォーマンスにプラスの影響を与える可能性が示唆される。これに対して、子会社の規模拡大は親会社に対する子会社の相対的な交渉力の上昇を意味し、子会社の影響力・発言力の上昇が、グループ戦略の統一性やコーディネーション・コストなどにネガティブな影響を与える可能性が示唆される。子会社に対する戦略的意思決定や人事的意思決定の分権度が子会社パフォーマンスに対してマイナスの影響をもつという推計結果、そして子会社に対する財務コントロールの強度が子会社パフォーマンスに対してプラスの影響をもつという推計結果と合わせて考えると、グループとしての組織パフォーマンス向上の鍵は、親会社のガバナンス能力の強さにあると結論できよう。

5. 分権度とモニタリング強度の補完・代替関係

これまで、親会社内部の事業単位や子会社に対する分権度とモニタリング強度が組織パフォーマンスに与える効果を検証してきた。そして、分権化が組織パフォーマンスに対して負の効果をもつ一方、モニタリングは組織パフォーマンスに対して正の効果をもつことが確認された。すなわち、事業ガバナンスや子会社ガバナンスにおいては、権限移譲よりもモニタリングの強化がパフォーマンス向上に寄与するという重要な事実が発見された。そこで本節では、事業ユニットに対する権限委譲とモニタリングの相互関係に注目する。

5-1. 補完性仮説と代替性仮説

事業単位に対する分権化とモニタリングの関係については、両者が代替的であるという仮説と補完的であるという仮説の相反する両方の可能性が考えられる。

代替性仮説とは、モニタリングが分権度と逆の方向に変化するとき、そうでない場合に比べて、パフォーマンスがより大きく向上するという説であり、補完性仮説とは、モニタリングが分権度と同じ

¹¹⁸ 子会社数の係数は、モデル 4・5 では 10%水準で統計的に有意である。

方向に変化するとき、そうでない場合に比べてよりパフォーマンスが向上するという説である。ここでは、子会社のガバナンス問題を扱った伊藤・菊谷・林田(2002)に依拠しながら代替性仮説と補完性仮説を整理しておこう。

伊藤・菊谷・林田(2002)は、分権化は事業ユニットによる私的便益の追求、機会主義的行動の可能性を高めるが、これを抑える方法として、より大きな結果責任を負わせることを議論している。この意味で、権限と責任は相互補完的な関係にある。そして、この結果責任を問う際に用いられる業績指標の精度を向上させるのがモニタリングの強化である。ただし、モニタリング強化にもデメリットがある。第一は、コミットメント問題である。例えば、本部・親会社の事前的な介入によって事業単位の提案したプロジェクトが変更されたり、期中や事後的な介入によって事前に決められた取引のルールが本部・親会社の都合の良いように変更されるような可能性がある場合、事業ユニットは自分たちの利害が損なわれる可能性を考慮し、努力水準を低下させる。第二は、モニタリング・コストの上昇である。伊藤・菊谷・林田(2002)は、モニタリングの強化は、業績指標の精度向上による事業ユニットの機会主義的行動の抑制というメリットだけでなく、コミットメント問題やモニタリング・コストの増加というデメリットに対する配慮も必要であると指摘している。その上で、モニタリング強化が権限・責任関係に与える影響、すなわち代替性仮説と補完性仮説を議論している。そして、どちらの仮説の妥当性が高いかは、本部・親会社によるモニタリング強化が事業単位のモラルを低下させる、いわゆるコミットメント問題の重要性に依存する。

コミットメント問題が深刻な場合は、分権化とモニタリングの代替性仮説が該当する。モニタリングの強化は、コミットメント問題を深刻化させるため、厳格な責任ルールの適用を困難にし、その結果、責任と補完関係にある分権度も低下する。逆に、モニタリングの低下は、コミットメント問題を緩和するから、厳格な責任ルールの実行を可能にし、その結果、責任と補完関係にある分権度を高める。つまり、事業単位に対するモニタリングを強めると、業績指標の精度が上昇するというベネフィットが得られる一方、事業ユニットのモチベーションが低下するというコストが発生する。コミットメント問題が深刻な場合、モチベーション低下のコストが相対的に大きく、業績指標の精度が向上したとしても分権度は高めない方がよい。換言すれば、モニタリング強化による業績指標の精度向上のベネフィットは相対的に小さいため、分権度を高くできない。他方、モニタリングを弱めた場合は、モチベーション向上というベネフィットが得られる一方、業績指標の精度が低下するというコストが発生する。コミットメント問題が深刻な場合、モチベーション向上の効果が相対的に大きいので、業績指標の精度は落ちるが、分権度・責任を高めたほうがパフォーマンスにプラスとなる。したがって、この代替性仮説では、「小さな権限(責任)・強いモニタリング」あるいは「大きな権限(責任)・弱いモニタリング」のいずれかが望ましいことになる¹¹⁹。

¹¹⁹ Aghion and Tirole(1997)のモデルでも同様である。なお、伊藤・菊谷・林田(2002)によると、「小さな権限(責任)と強いモニタリング」というガバナンス構造は、Schmidt(1996)の国営化対民営化の理論における「国営化」に相当し、また「オペレーションによるコントロール」(Collis and Montgomery, 1998)、あるいは「価値と情報の共有によるコントロール」(加護野他, 1983)に対応している。このガバナンス構造は、親子会社に事業取引関係があり、その過程での情報共有や

他方、コミットメント問題が深刻でない場合は、補完性仮説が該当する。この場合、モニタリング強化のデメリットはモニタリング・コストが主であり、このコストに見合う業績関連の情報精度の向上が得られるか否かという「モニタリング精度問題」が重要になる。この補完性仮説のもとでは、モニタリング・コストの増加は最適なモニタリング強度を低下させ、業績指標の精度を低下させる。そのため、業績に依存する責任ルールの採用が困難になり、その結果、分権度が低下する。逆に、モニタリング・コストの低下は最適なモニタリング強度を上昇させ、業績指標の精度を向上させるため、これを用いたコントロールに基づく権限委譲が容易になる。その結果、分権度が上昇する。したがって、補完性仮説では、「小さな権限(責任)・弱いモニタリング」あるいは「大きな権限(責任)・強いモニタリング」が整合的であり望ましい¹²⁰。

5-2. 内部事業組織

はじめに親会社内部の事業ガバナンスの分析から始めよう。ここでは、分権度とモニタリング強度の相互作用が企業パフォーマンスに与える影響を検証するために、分権度とモニタリング、および両者の交差項を説明変数として導入した下記の OLS モデルを用いて分析を行う¹²¹。

$$PEF_{unit} = f[DEC_{unit}, MON_{unit}, DEC_{unit} * MON_{unit}, CV] \dots\dots\dots(5)$$

ここで、被説明変数の PEF_{UNIT} は、(1)・(2) 式と同様、売上高営業利益率(2007年度、単独決算ベース)である。次に説明変数であるが、DEC_{UNIT} は事業単位に対する分権度を示す変数であり、「戦略的意思決定の分権度」、「人事的意思決定の分権度」、「業務的意思決定の分権度」の3つを採用した。MON_{UNIT} は、事業単位に対するモニタリングの強度を表す変数であり、「制度に基づくモニタリング強度」と「利益指標に基づくモニタリング強度」の2つを採用した。そして、DEC_{UNIT} * MON_{UNIT} は、分権度とモニタリング強度との交差項である。この交差項が正に有意の場合、分権度とモニタリングは企業パフォーマンスに対して補完的であり、負に有意の場合は、両者は企業パフォーマンスに対して代替的であると判断できる。なお、コントロール変数である CV も(1)・(2) 式と同様、事業ポートフォリオ構造の複雑性の影響をコントロールする非関連多角化エン

モニタリングが子会社のモラルハザードを抑制する「プロセス重視型」である。他方、「大きな権限(責任)と弱いモニタリング」は、Schmidt(1996)の「民営化」に該当し、「ファイナンスによるコントロール」(Collis and Montgomery, 1998)、あるいは「アウトプット・コントロール」(加護野他, 1983)に対応する。大きな権限を得る代わりに、業績に関する結果責任も大きいという「結果重視型」のガバナンス構造である。

¹²⁰ 詳しくは、Holmstrom and Milgrom(1994)、伊藤・菊谷・林田(2002)を参照のこと。なお、伊藤・菊谷・林田(2002)によると、「大きな権限(責任)・強いモニタリング」は、プリンシパルが意思決定をエージェントに委託する一方、その行動を監視し、結果に応じた報酬を支払うという標準的なエージェント関係に該当し、「小さな権限(責任)・弱いモニタリング」は、プリンシパルが自分で意思決定する場合に該当する。

¹²¹ 交差項を用いた同様の分析は、伊藤・菊谷・林田(2002)でも行われている。

トロピー指数、事前のパフォーマンス水準の影響をコントロールする売上高利益率(2006年度)、事業ユニットのパワーや交渉力の影響をコントロールする事業単位の平均規模(総資産/事業数の自然対数)、および企業の属する産業固有の影響をコントロールする業種ダミー(日経業種分類・中分類基準)である。

表 5-5 内部組織のガバナンスにおける分権度とモニタリングの補完・代替関係

モデル	1	2	3	4	5	6
戦略分権度	-0.037** (-2.015)	0.010 (0.392)				
人事分権度			-0.029* (-1.758)	0.009 (0.325)		
業務分権度					0.002 (0.146)	0.005 (0.217)
制度モニタリング	0.027*** (3.169)	0.156*** (4.384)	0.025*** (3.038)	0.052* (1.985)	0.023*** (2.704)	-0.091** (-2.061)
利益指標モニタリング	-0.008 (-1.040)	0.020 (0.790)	-0.007 (-0.884)	0.021 (0.862)	-0.010 (-1.211)	0.045 (1.001)
戦略分権度*制度モニタリング		-0.057*** (-3.564)				
戦略分権度*利益指標モニタリング		-0.013 (-1.025)				
人事分権度*制度モニタリング				-0.014 (-0.955)		
人事分権度*利益指標モニタリング				-0.016 (-1.153)		
業務分権度*制度モニタリング						0.035** (2.616)
業務分権度*利益指標モニタリング						-0.018 (-1.286)
多角化度	0.012 (0.519)	0.006 (0.285)	-0.010 (-0.492)	-0.016 (-0.777)	-0.005 (-0.240)	0.002 (0.095)
売上高利益率	-0.041 (-0.186)	0.322 (1.485)	0.134 (0.693)	0.176 (0.882)	0.147 (0.743)	0.210 (1.092)
平均事業部門規模	-0.000 (-0.006)	0.008 (1.087)	-0.003 (-0.414)	0.001 (0.139)	-0.005 (-0.658)	-0.006 (-0.763)
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	78	78	82	82	82	82
R-squared	0.508	0.639	0.533	0.566	0.507	0.564

注) 被説明変数は売上高営業利益率(2007年度)。

多角化度は日本標準産業分類の2桁基準のエントロピー指数。

()内はt値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。

推計結果は表 5-5 に示されている。第一に、戦略的意思決定の分権度の単独項が 5%水準で統計的に有意に負である一方、制度に基づくモニタリング強度の単独項は 1%水準で統計的に有意に正であることから、基本的に、戦略的意思決定の分権度が高いほど組織パフォーマンスが低く、制度に基づくモニタリングが強いほど組織パフォーマンスが高いという関係が確認できる(モデル

1)。注目すべきは、戦略的意思決定の分権度と制度に基づくモニタリング強度の交差項が 1%水準で統計的に有意に負であることである(モデル 2)。この結果は、戦略的意思決定の分権度と制度に基づくモニタリング強度が代替的な関係にあることを意味する。つまり、制度に基づくモニタリングが強い企業ほどパフォーマンスが高いものの、同時に戦略的意思決定の分権度を高めると、この関係は有意に緩和されてしまう。内部資本市場に関する制度整備が進んでいる企業では、さらに戦略的意思決定の分権度を高めることはパフォーマンスの向上に寄与せず、むしろマイナスの効果を生んでしまうのである。

第二に、業務的意思決定の分権度と制度に基づくモニタリング強度の交差項は、5%水準で統計的に有意に正であった(モデル 6)。この結果は、業務的意思決定の分権度と制度に基づくモニタリング強度が補完的な関係にあることを意味する。制度に基づくモニタリング強度の単独項は 1%水準で統計的に有意に正であるから、基本的に、制度に基づくモニタリングが強いほど組織パフォーマンスが高いという関係が確認できる(モデル 5)。ここで、両者の交差項は有意に正であるから、内部資本市場に関する制度が整備されているほど組織パフォーマンスが高いという関係は、業務的意思決定の分権度の上昇に応じて増幅されるのである。つまり、制度に基づくモニタリングを強化するとともに、業務的意思決定の分権化を進めることは、企業パフォーマンスの向上に寄与する可能性が高い。ただし、すでに表 5-1 パネル A でみたように、業務的意思決定の分権度に関しては、これが高い企業が 82 社であるのに対して、低い企業はわずか 4 社であり、圧倒的に分権度が高い企業が多い。したがって、今後の課題は制度的モニタリングの充実にあると判断できる。

5-3. 完全子会社

次に、完全子会社に対する分権度とモニタリング強度の相互作用が子会社のパフォーマンスに与える影響を検証するために、分権度とモニタリング、および両者の交差項を説明変数として導入した下記の OLS モデルを推計する。

$$PEF_{sub} = f \left[DEC_{sub}, MON_{sub}, DEC_{sub} * MON_{sub}, CV \right] \dots\dots\dots(6)$$

ここで、被説明変数の PEF_{SUB} は、(3)・(4)式と同様、総資産営業利益率(2007年度、子会社平均)である。次に、説明変数の DEC_{sub} は、子会社に対する分権度を示す変数であり、「戦略的意思決定の分権度」、「人事的意思決定の分権度」、「業務的意思決定の分権度」の 3 つを採用した。 MON_{sub} は、子会社に対するモニタリング強度を表す変数であり、「財務コントロールの頻度」と「財務コントロールの強度」の 2 つを採用した。そして、 $DEC_{SUB} * MON_{SUB}$ は、分権度とモニタリング強度との交差項である。この交差項の係数が有意に正の場合、分権度とモニタリングは子会社パフォーマンスに対して補完的であり、有意に負の場合は、両者は子会社パフォーマンスに対して代替的であると解釈できる。なお、コントロール変数を表す CV も(3)・(4)式と同様、事業ポートフォリオ構造の複雑性の影響をコントロールする非関連多角化エントロピー指数、事前のパフォー

マンス水準の影響をコントロールする総資産利益率(2006年度, 子会社平均)、グループ化の影響をコントロールする連結子会社数、親会社と子会社双方のパワーや交渉力の影響をコントロールする親会社規模(単独決算ベースの総資産の自然対数)と子会社平均規模((連結総資産-単独総資産)/子会社数の自然対数)、および企業の属する産業固有の影響をコントロールする業種ダミー(日経業種分類・中分類基準)である。

表 5-6 子会社ガバナンスにおける分権度とモニタリングの補完・代替関係

モデル	1	2	3	4	5	6
戦略分権度	-0.009 (-0.612)	0.015 (0.532)				
人事分権度			-0.022* (-1.705)	-0.006 (-0.200)		
業務分権度					-0.001 (-0.078)	0.018 (0.616)
財務コントロール頻度	0.025 (1.273)	0.106 (1.513)	0.027 (1.486)	0.131* (1.720)	0.030 (1.639)	0.221** (2.388)
財務コントロール強度	0.042** (2.399)	0.038 (0.574)	0.038** (2.360)	-0.015 (-0.219)	0.043** (2.608)	-0.077 (-0.916)
戦略分権度*財務コントロール頻度		-0.033 (-1.210)				
戦略分権度*財務コントロール強度		0.002 (0.060)				
人事分権度*財務コントロール頻度				-0.040 (-1.394)		
人事分権度*財務コントロール強度				0.021 (0.775)		
業務分権度*財務コントロール頻度						-0.055** (-2.109)
業務分権度*財務コントロール強度						0.035 (1.447)
多角化度	0.012 (0.550)	0.012 (0.574)	0.015 (0.777)	0.012 (0.596)	0.010 (0.509)	0.008 (0.407)
前期総資産利益率	0.132*** (2.706)	0.133*** (2.720)	0.135*** (2.814)	0.137*** (2.855)	0.129*** (2.641)	0.130*** (2.688)
連結子会社数	-0.000* (-1.720)	-0.000* (-1.769)	-0.000* (-1.736)	-0.000* (-1.754)	-0.000* (-1.851)	-0.000* (-1.845)
親会社規模	0.025*** (2.807)	0.024** (2.607)	0.024*** (2.746)	0.024*** (2.682)	0.025*** (2.769)	0.023*** (2.633)
平均子会社規模	-0.040*** (-4.466)	-0.039*** (-4.246)	-0.037*** (-4.205)	-0.036*** (-4.064)	-0.040*** (-4.412)	-0.039*** (-4.412)
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	150	150	155	155	154	154
R-squared	0.451	0.458	0.450	0.462	0.445	0.474

注) 被説明変数は子会社平均ROA(総資産営業利益率, 2007年度)。

多角化度は日本標準産業分類の2桁基準のエントロピー指数。

()内はt値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。

推計結果は、表 5-6 に示されている。第一に、戦略と人事に関する意思決定の分権度とモニタリング強度(財務コントロールの頻度・強度)との交差項は、いずれも統計的に有意ではなく(モデル 2・4)、戦略・人事の分権度とモニタリング強度との間に明確な補完・代替関係は確認されない。

第二に、業務的意思決定の分権度と財務コントロールの頻度の交差項の係数は、5%水準で統計的に有意に負であった(モデル6)。したがって、業務的意思決定の分権度と財務コントロールの頻度は代替的な関係にあると言える。財務コントロールの頻度の単独項の係数は正であり、子会社の財務諸表のチェック頻度を高めること自体には一定の規律づけ効果があるものの、業務的意思決定の分権度と財務コントロールの頻度との交差項は有意に負であるから、業務的意思決定に関する子会社の自由裁量が大きいほどこの規律づけ効果は低減してしまう。

ところで、この業務的意思決定の分権度は、「購入・調達先の決定」および「納品・販売先の決定」の2項目に対する回答の平均値から構成されていた。したがって、業務的意思決定の分権度と財務コントロールの頻度が代替的な関係にあることから考えると、子会社の資材調達や製品販売先の決定といった事項に親会社が一定の関与をすること、すなわち集権的であることと、財務諸表のチェック頻度を高めるというモニタリング強化の組み合わせが、子会社パフォーマンスにはプラスである可能性が示唆される。この結果は、親会社のリーダーシップの重要性を示すものであり、子会社ガバナンスにおいては、親子会社間の事業取引をベースとした集権的な事業構造と、そこでの「オペレーションによるコントロール」(Collis and Montgomery, 1998)、「価値と情報の共有によるコントロール」(加護野他, 1983)といったプロセス重視型のモニタリングがうまく機能している可能性を示唆する。これは同時に、子会社の主要事業が親会社の本業からの距離が遠い分野であり、親会社との事業取引が少ない分野であるような場合、すなわち非関連多角化事業を営む子会社のガバナンスにおいて組織非効率が発生する可能性を示唆する。なお、この論点に関しては、事業ガバナンスと組織パフォーマンスの関係に、関連多角化や非関連多角化がどのような影響を与えていたのかを次節で検証する。

5-4. 小括

本節では、親会社内部の事業組織と子会社のガバナンスにおける分権度とモニタリング強度の相互作用が組織パフォーマンスに与える影響を考察した。その結果、主に以下の結論を得ることができた。

第一に、注目すべきは、戦略的意思決定の分権度は、内部組織のガバナンスにおける制度に基づくモニタリングと代替的な関係にあるという事実である。この結果は、内部事業組織に対するモニタリングを強化すると同時に戦略的意思決定の分権化を進めることは組織パフォーマンスに負の影響を与えることを意味し、分権化のコストやコミットメント問題が深刻である可能性を示唆する。ここで重要な点は、制度に基づくモニタリング自体は組織パフォーマンスに正の影響を与えており、経営の規律づけ効果をもつことである。したがって、事業部門に対するモニタリングを強化した場合に、さらなる分権化を進めることは組織パフォーマンスに対して負の影響を与える可能性が高く、むしろモニタリング強化と組み合わせるべきは戦略的意思決定の集権化であることが示唆される。

第二は、「購入・調達先の決定」および「納品・販売先の決定」から構成される業務的意思決定の分権度とモニタリングとの相互作用に関しては、親会社内部の事業ガバナンスと子会社ガバナンスとで対照的な結果が得られた。内部組織のガバナンスにおいては、制度に基づくモニタリング

強度と業務的意思決定の分権度は補完的な関係にあった。したがって、内部資本市場に関する諸制度を整備すると同時に、事業部や社内カンパニーに対して、資材調達や製品販売先の決定に関する権限を移譲することは、企業パフォーマンスに正の影響をもたらす可能性が示された。ただし重要な点は、内部組織のガバナンスにおいては、業務的意思決定の分権化はすでに十分進展していることである。つまり、今後は内部資本市場に関連する諸制度の整備を進めることが重要な課題と言える。

他方、子会社ガバナンスにおいては、財務コントロールの頻度と業務的意思決定の分権度は代替的な関係にあった。子会社の財務諸表のチェック頻度を高めること自体は、子会社パフォーマンスにプラスであるから、このモニタリング強化と組み合わせるべきは業務的意思決定の集権化であることが示唆された。この結果は、親子会社間の事業取引におけるプロセス重視型のコントロール・メカニズムが有効であることを示すと同時に、親子会社間の事業取引のウェイトが低く、事業取引を通じた親会社の影響力が限られる場合、あるいは子会社の事業内容が親会社の本業から乖離し、親会社が子会社の事業内容を十分に把握しきれないような非関連多角化が進展した場合などに、子会社のガバナンス問題が深刻化する可能性を示唆する。

以上、本節の分析結果は、事業構造の多角化に伴って分権化が進んだ後の、モニタリングのあり方に興味深い示唆を与えてくれる。つまり、戦略的意思決定の分権化を進めた後のモニタリング体制の整備では、コミットメント問題に対する配慮が必要であり、単純にモニタリングを強化すればよいというわけではないことが示された。本節での分析結果は、モニタリング強化と戦略的意思決定の集権化の組み合わせが有効である可能性を示している。他方、業務的意思決定の分権化に関しては、親会社内部の事業単位と子会社とで対照的な結果が得られた。親会社内部の事業ガバナンスでは、内部資本市場に関する制度整備の重要性が浮き彫りになる一方、子会社ガバナンスでは、資材調達や製品販売先の決定といった意思決定事項に対する親会社のコミットメントを高めることの重要性が示された。

6. 多角化の進展と事業組織のガバナンス

これまでの分析結果から、基本的には事業組織への分権化にはコストが伴う一方、モニタリングは規律づけ効果をもつことが確認された。ところで、多角化やグループ化の進展は、統括本部と事業部門間、あるいは親会社と子会社間の情報の非対称性を拡大させるから、両者間のエージェンシー問題も当然、多角化やグループ化が進展した企業ほど深刻であると考えられる。ただし、多角化やグループ化が進展するほど、トップ・マネジメントの情報劣位は相対的に大きくなるから、現場情報を有効に活用するという事業単位への分権化のメリットは相対的に大きくなると考えられる。すなわち、分権化に伴うコストは、多角化やグループ化の進展に伴って緩和される可能性がある。他方、統括本部や親会社が事業単位をモニターする場合に必要なコストは、情報の非対称性の程度によって規定されるから、多角化やグループ化の進展はモニタリング・コストの増大をもたらすと考えられる。すなわち、モニタリングがパフォーマンスを向上させる効果は、多角化やグループ化

の進展に伴って劣化する可能性がある。つまり、多角化企業やグループ化が進展した企業では、組織パフォーマンスに対する分権化の負の効果が、分権化に伴う現場情報の利用などのベネフィットによって相殺される、あるいはモニタリングの正の効果が、モニタリング・コストの増大によって相殺されてしまうかもしれない。

そこで以下では、事業ガバナンスのあり方と組織パフォーマンスとの関係に、多角化およびグループ化がどのように影響していたのか検討する。具体的には、分権化のコストおよびモニタリングの規律づけ効果が、多角化やグループ化の進展によって軽減されていたか否かを検討する。本節では多角化の影響を検証し、次節でグループ化の影響を検証する。

6-1. 内部事業組織

はじめに、事業構造の多角化が、親会社内部の事業ガバナンスのあり方とパフォーマンスとの関係に与える影響を検討しよう。これまでの推計では、多角化がパフォーマンスに与える影響をコントロールした上で、分権度やモニタリング強度が組織パフォーマンスに与える影響を検証してきた。しかし、分権度やモニタリング強度が組織パフォーマンスに与える影響は、多角化の程度によって異なる可能性がある。より正確に言えば、多角化はそれ自体が部門間のシナジーやコーディネーション・コストなどを通してパフォーマンスに影響を与える可能性があるだけでなく、分権度とモニタリング強度がパフォーマンスに与えるプロセスにも影響を与える可能性がある。例えば、専門企業あるいは事業分野数が少ない企業の場合には、そもそも経営陣と事業部門との間の情報の非対称性問題はそれほど深刻ではなく、分権化を進める必要性自体が小さいと考えられる。したがって、分権化が組織パフォーマンスの向上に寄与する可能性は限定的であるかもしれない。また、事業数が少ない場合はモニタリング・コストも大きくなく、その分モニタリングの効果が明確に現れるかもしれない。他方、本研究で問題提起してきたように、多角化やグローバル化の進展によって事業ポートフォリオ構造が大きく複雑化した企業では、経営者と事業単位間の情報の非対称性が拡大し、エージェンシー問題が深刻化していると考えられる。このような企業群では、事業単位への分権化は必須であり、権限委譲による現場情報活用のメリットが分権化のコストを緩和するかもしれない。その一方で、モニタリング・コストの上昇が規律づけ効果を低めてしまうかもしれない。そこで、これらの可能性を検討するために、事業ガバナンス特性(分権度・モニタリング強度)と多角化度(関連多角化・非関連多角化)との交差項を説明変数として導入した下記の OLS モデルを推計する。

$$PEF_{unit} = f[DEC_{unit}, DIV, DEC_{unit} * DIV, CV] \dots\dots\dots(7)$$

$$PEF_{unit} = f[MON_{unit}, DIV, MON_{unit} * DIV, CV] \dots\dots\dots(8)$$

ここで、被説明変数である PEF_{UNIT} は、(1)・(2)式と同様、売上高営業利益率(2007年度、単独決算ベース)である。(7)式の説明変数 DEC_{UNIT} は事業単位に対する分権度を示す変数であり、

「戦略的意思決定の分権度」を採用した。また、(8)式の説明変数 MON_{UNIT} は事業単位に対するモニタリング強度を示す変数であり、「制度に基づくモニタリング強度」を採用した。 DIV は多角化度を示す変数であり、日本標準産業分類の3桁(小分類)基準に基づく関連多角化エントロピー指数と、同2桁(中分類)基準に基づく非関連多角化エントロピー指数を採用した。そして、 $DEC_{UNIT} * DIV$ は戦略的意思決定の分権度と多角化度との交差項、 $MON_{UNIT} * DIV$ は制度に基づくモニタリング強度と多角化度との交差項である。これらの交差項は、戦略的意思決定の分権度と多角化度との相互作用、および制度に基づくモニタリング強度と多角化度との相互作用が、それぞれ企業パフォーマンスに与えた影響を検討する変数である。なお、 CV はコントロール変数であり、具体的には事前のパフォーマンス水準の影響をコントロールする売上高利益率(2006年度)、事業ユニットのパワーや交渉力の影響をコントロールする事業単位の平均規模(総資産/事業数の自然対数)、および企業の属する産業固有の影響をコントロールする業種ダミー(日経業種分類・中分類基準)を採用した。

なお、本節での推計では、分権度としては戦略的意思決定の分権度のみを、モニタリング強度としては制度に基づくモニタリング強度のみを採用している。これらとともに、親会社内部の事業組織のガバナンスとパフォーマンスとの関係を分析した3節の基本推計において、企業パフォーマンスに対する有意な影響が確認されているために採用している。つまり、企業パフォーマンスに対する主効果が統計的に有意である事業ガバナンスの諸要素が、関連多角化および非関連多角化の影響をどのように受けていたのかを確認することが本節における分析の焦点である。戦略的意思決定の分権度は企業パフォーマンスに対して負の影響を、制度に基づくモニタリング強度は企業パフォーマンスに対して正の影響をもっていたから、関連多角化あるいは非関連多角化の進展によって、これらの効果が緩和されていたのか否かを確認する。

表 5-7 内部組織のガバナンスとパフォーマンスの関係に与える多角化の影響

多角化基準 モデル	関連多角化		非関連多角化		関連多角化		非関連多角化	
	1	2	3	4	5	6	7	8
戦略分権度	-0.030*	0.021	-0.026*	-0.010				
	(-1.930)	(0.715)	(-1.674)	(-0.410)				
制度モニタリング					0.017**	0.051**	0.017**	0.050***
					(2.217)	(2.381)	(2.354)	(2.904)
多角化度	0.024	0.164**	0.009	0.069	0.001	0.020	0.000	0.028
	(1.084)	(2.304)	(0.417)	(0.902)	(0.036)	(0.854)	(0.023)	(1.204)
戦略分権度*多角化度		-0.069**		-0.030				
		(-2.066)		(-0.820)				
制度モニタリング*多角化度						-0.030*		-0.040**
						(-1.685)		(-2.084)
前期売上高利益率	0.121	0.083	0.124	0.122	0.185	0.158	0.185	0.144
	(0.617)	(0.431)	(0.630)	(0.615)	(0.993)	(0.854)	(0.992)	(0.786)
平均事業部門規模	0.004	0.007	0.005	0.006	-0.008	-0.008	-0.008	-0.009
	(0.519)	(0.935)	(0.680)	(0.805)	(-1.161)	(-1.188)	(-1.157)	(-1.293)
業種ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	98	98	98	98	89	89	89	89
R-squared	0.386	0.420	0.377	0.383	0.489	0.511	0.489	0.522

注) 被説明変数は売上高営業利益率(2007年度)。多角化度は、モデル1・2・5・6が日本標準産業分類の3桁基準のエントロピー指数、モデル3・4・7・8が日本標準産業分類の2桁基準のエントロピー指数。()内はt値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。

推計結果は表 5-7 に示されている。はじめに、戦略的意思決定の分権度に対する多角化の影響から検討しよう。戦略的意思決定の分権度の単独項は 10%水準ながら統計的に有意に負であり、基本的には戦略的意思決定の分権度が高いほど企業パフォーマンスが低いという関係が確認できる(モデル 1・3)。ここで、戦略的意思決定の分権度と多角化度との交差項をみると、関連多角化度との交差項が 5%水準で統計的に有意に負であった(モデル 2)。この結果は、戦略的意思決定の分権度が高いほど企業パフォーマンスが低下するという関係が、関連多角化が進展した企業では有意に増幅されていることを意味する。つまり、関連多角化の進展に応じて、戦略的意思決定の分権化に伴うコストは増大すると言える。

多角化企業において戦略的意思決定の分権化を進めることに伴うコストとしては、各事業単位の戦略的自由裁量を高めた結果、整合性が高く統一性のある全社戦略を浸透させることがより困難になる、事業の重複に伴って非効率が発生する、統括本部と事業単位間、あるいは事業単位間におけるコーディネーションがより困難になることなどが考えられる。内部組織と完全子会社それぞれのメリットを比較したアンケート調査の結果(表 4-3)によると、完全子会社に利点がある回答項目の下位は、事業間の相乗(シナジー)効果(7.1%)、基本戦略との統一性(8.3%)、資金配分の効率性(10.7%)、生産設備の有効活用(12.7%)、組織間の調整(14.9%)、組織間の人事異動の容易さ(17.2%)であった。これらは、子会社を利用する場合のコストとみることができよう。つまり、内部組織よりも分権度が有意に高い子会社を利用する場合のコストとしては、基本戦略の統一性の維持や、効率的な資金配分、設備の有効活用、人事を含む組織間調整の問題が認識されてい

たといえるが、これらの諸問題は、多角化が進展した企業で、それぞれの内部事業単位が高い戦略的意思決定の自由度をもつ場合の事業組織のガバナンスにおいても該当する深刻な問題であると考えられる。

ところで、戦略的意思決定の分権度と関連多角化度との交差項が統計的に有意に負であるという結果との対比で興味深いのは、戦略的意思決定の分権度と非関連多角化度との交差項が統計的な有意性を示さないことである。この結果は、戦略的意思決定の分権化に伴うコストは、関連多角化の進展に伴って大きくなるが、非関連多角化の進展に伴う影響は限定的であることを意味する。この結果はどうか解釈されるだろうか。一つの解釈は、分権化に伴うベネフィットが、関連多角化よりも非関連多角化の方が相対的に大きいという可能性である。統括本部と事業単位との間の情報の非対称性は、関連多角化よりも非関連多角化が進展した場合の方が当然大きくなる。つまり、非関連多角化が進展した場合の統括本部の情報劣位は、関連多角化が進展した場合よりも相対的に深刻であるため、現場情報の活用を図る権限移譲のメリットは、非関連多角化が進展した場合の方がより大きくなる。したがって、非関連多角化の場合は、戦略的意思決定の分権化に伴うコストが、分権化に伴うベネフィットによって相殺されている可能性が考えられる。

次に、制度に基づくモニタリング強度に対する多角化の影響を検討しよう。制度に基づくモニタリング強度の単独項は 5%水準で統計的に有意に正であり、基本的には内部資本市場関連の制度整備が進んでいる企業ほど組織パフォーマンスが高いという関係が確認できる(モデル 5・7)。ここで、制度に基づくモニタリング強度と多角化度との交差項をみると、関連多角化度との交差項が 10%水準で(モデル 6)、非関連多角化度との交差項が 5%水準で(モデル 8)、それぞれ統計的に有意に負であった。これらの結果は、制度に基づくモニタリング強度が強いほど企業パフォーマンスが向上するという関係が、関連多角化および非関連多角化の進展した企業では有意に緩和されてしまっていることを意味する。内部資本市場に関連する諸制度の整備は企業パフォーマンスの向上に寄与するが、多角化が進展し多様な事業部門が存在するようになると、この評価の仕組みに馴染まないような事業単位が存在する可能性も高まるだろう。このような事業単位の負の効果が大きくなれば、制度に基づくモニタリングの効果が、多角化の進展に応じて低下してしまうことも説明できよう。例えば、プロダクト・ポートフォリオ・マネジメント(PPM)のフレームワークで考えると、カネのなる木に分類される事業だけでは事業ポートフォリオ構成は長期的にみると安定的ではない。そこで、事業の多角化を図り、花形事業や問題児などに分類される事業も抱えることになったとしよう。これらの事業部門を抱えることは企業の長期的な発展という視点からは重要な戦略的判断であるが、これらの事業はその性格上、キャッシュの流出が大きく事業ユニット内部に剰余金を蓄積することは通常困難である。したがって、部門別剰余金制度などの諸制度が整備されたとしても、これらの事業ユニットのインセンティブを向上させる効果は限定的であると考えられる。したがって、ここでの分析結果は、多角化の進展がモニタリング・コストの増加をもたらす可能性を示唆する。

6-2. 完全子会社

同様に、多角化の進展が、子会社ガバナンスと組織パフォーマンスとの関係に与えた影響を、

子会社ガバナンス特性(分権度・モニタリング強度)と多角化度との交差項を説明変数として導入した下記の OLS モデルを推計することによって検討する。

$$PEF_{sub} = f[DEC_{sub}, DIV, DEC_{sub} * DIV, CV] \dots\dots\dots(9)$$

$$PEF_{sub} = f[MON_{sub}, DIV, MON_{sub} * DIV, CV] \dots\dots\dots(10)$$

ここで、被説明変数の PEF_{SUB} は、(3)・(4)式と同様、総資産営業利益率(2007年度、子会社平均)である。(9)式の説明変数 DEC_{SUB} は子会社に対する分権度を示す変数であり、「戦略的意思決定の分権度」と「人事的意思決定の分権度」を採用した。また(10)式の MON_{SUB} は子会社に対するモニタリング強度を示す変数であり、「財務コントロールの頻度」と「財務コントロールの強度」を採用した。 DIV は多角化度を示す変数であり、日本標準産業分類の2桁(中分類)基準に基づく非関連多角化エントロピー指数を採用した。そして、 $DEC_{SUB} * DIV$ は分権度と多角化度との交差項、 $MON_{SUB} * DIV$ はモニタリング強度と多角化度との交差項である。これらの交差項は、意思決定の分権度と多角化度との相互作用、およびモニタリング強度と多角化度との相互作用が、それぞれ子会社パフォーマンスに与えた影響を検討する変数である。なお、 CV はコントロール変数であり、具体的には事前のパフォーマンス水準の影響をコントロールする総資産利益率(2006年度、子会社平均)、グループ化の影響をコントロールする連結子会社数、親会社と子会社双方のパワーや交渉力の影響をコントロールする親会社規模(単独決算ベースの総資産の自然対数)と子会社平均規模((連結総資産－単独総資産)／子会社数の自然対数)、および企業の属する産業固有の影響をコントロールする業種ダミー(日経業種分類・中分類基準)を採用した。

なお、本節での推計では、分権度としては戦略的意思決定の分権度と人事的意思決定の分権度を、モニタリング強度としては財務コントロールの頻度と財務コントロールの強度を採用している。これらは、子会社ガバナンスとパフォーマンスとの関係を分析した4節の基本推計において、子会社パフォーマンスに対する有意な影響が確認されている変数である。つまり、子会社パフォーマンスに対する主効果が統計的に有意である子会社ガバナンスの諸要素が、非関連多角化の影響をどのように受けていたのかを確認することがここでの分析の焦点である。戦略的意思決定の分権度と人事的意思決定の分権度は子会社パフォーマンスに対して負の影響を、財務コントロールの頻度と財務コントロールの強度は子会社パフォーマンスに対して正の影響をもっていたから、非関連多角化の進展によってこれらの効果が緩和されていたのか否かを検証する。

なお、 DIV として、日本標準産業分類の3桁(小分類)基準に基づくエントロピー指数を用いて、関連多角化の程度が子会社ガバナンスのあり方と子会社パフォーマンスとの関係に与える影響もテストした。その結果、分権度(戦略的意思決定・人事的意思決定)と関連多角化度との交差項の統計的有意性、およびモニタリング強度(財務コントロールの頻度・財務コントロールの強度)と関連多角化度との交差項の統計的有意性は、ともにすべての推計モデルにおいて、以下で報告す

る非関連多角化エントロピー指数を用いた場合の結果と同様であった。したがって、以下での結論は、関連多角化も非関連多角化も同様である。

表 5-8 子会社ガバナンスとパフォーマンスの関係に与える多角化の影響

モデル	1	2	3	4	5	6	7	8
戦略分権度	-0.022* (-1.694)	-0.007 (-0.336)						
人事分権度			-0.024* (-1.944)	-0.021 (-0.949)				
財務コントロール頻度					0.030 (1.651)	0.080** (2.577)		
財務コントロール強度							0.039** (2.454)	0.016 (0.554)
多角化度	0.021 (0.999)	0.086 (1.086)	0.016 (0.829)	0.032 (0.334)	0.017 (0.866)	0.079** (2.136)	0.012 (0.633)	-0.023 (-0.553)
戦略分権度*多角化度		-0.028 (-0.854)						
人事分権度*多角化度				-0.006 (-0.168)				
財務コントロール頻度*多角化度						-0.084* (-1.973)		
財務コントロール強度*多角化度								0.044 (0.944)
前期総資産利益率	0.131*** (3.074)	0.136*** (3.157)	0.132*** (3.172)	0.134*** (3.095)	0.125** (2.562)	0.117** (2.418)	0.143*** (3.452)	0.138*** (3.308)
連結子会社数	-0.000 (-1.490)	-0.000 (-1.454)	-0.000 (-1.311)	-0.000 (-1.261)	-0.000* (-1.894)	-0.000* (-1.806)	-0.000* (-1.795)	-0.000 (-1.590)
親会社規模	0.025*** (2.892)	0.026*** (2.980)	0.022** (2.586)	0.022** (2.518)	0.024*** (2.736)	0.022** (2.481)	0.024*** (2.932)	0.022** (2.596)
平均子会社規模	-0.042*** (-4.796)	-0.043*** (-4.811)	-0.039*** (-4.552)	-0.039*** (-4.536)	-0.038*** (-4.269)	-0.038*** (-4.250)	-0.040*** (-4.775)	-0.040*** (-4.678)
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	155	155	162	162	156	156	162	162
R-squared	0.432	0.436	0.428	0.429	0.409	0.427	0.439	0.443

注) 被説明変数は子会社平均ROA(総資産営業利益率, 2007年度)。多角化度は日本標準産業分類の2桁基準のエントロピー指数。
()内はt値。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。

推計結果は表 5-8 に示されている。はじめに、分権度(戦略的意思決定・人事的意思決定)と子会社パフォーマンスとの関係に対して、多角化がどのような影響を与えていたのかを検討しよう。戦略的意思決定の分権度と人事的意思決定の分権度の単独項はともに 10%水準ながら統計的に有意に負であり、基本的には戦略的意思決定と人事的意思決定の分権度が高いほど子会社パフォーマンスが低いという関係が確認できる(モデル 1・3)。しかしながら、分析の焦点である戦略的意思決定の分権度と多角化度との交差項、および人事的意思決定の分権度と多角化度との交差項はどちらも統計的な有意性を示していない(モデル 2・4)。これらの結果は、戦略的意思決定と人事的意思決定の分権化に伴うコストは、多角化の影響を受けないことを意味する。つまり、子会社に対する分権化のコストは、事業構造が多角化しても本質的には変わらない。したがって、多角化の進展に伴って親子会社間の情報の非対称性が拡大するほど、豊富な現場情報をもつ子会社

への分権化の意義が大きく、分権化のコストが緩和されているという証拠は確認できなかった。

ところで、親会社内部の事業組織のガバナンスにおいては、戦略的意思決定の分権化に伴うコストは、関連多角化の進展に伴って顕在化するという結果を得ていた(表 5-7 参照)。しかし、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伴うコストが多角化の進展によって顕在化するという証拠は確認されなかった。この差異はどうか解釈されるであろうか。一つの解釈は、分権化に伴うベネフィットが、親会社内部の事業単位よりも子会社の方が相対的に大きいという可能性である。権限委譲は、事業単位トップのインセンティブを高める効果をもつが、Itoh and Shishido (2001)が議論するように、法人格の付与が権限移譲をより信頼できるものにするのであれば、親会社内部の事業単位よりも子会社のほうがインセンティブの向上効果はより確実なものかもしれない。つまり、戦略的意思決定の分権化には、全社戦略からの乖離やコーディネーション・コストの増大などの問題が伴うものの、親会社内部の事業単位として多角化した場合に比べて、子会社を用いて多角化した場合の方が、分権化に伴うインセンティブ向上のベネフィットが相対的に大きいため、分権化に伴うコストが相殺された可能性である。したがって、多角化企業が事業部や子会社に対して戦略的意思決定の分権化を進める場合、親会社内部の事業ガバナンスにおいては分権化に伴うコーディネーション・コストの増大などの影響が相対的に深刻であるが、子会社ガバナンスにおいては経営陣のインセンティブ効果や経営の機動性の向上が分権化に伴うコストを緩和する可能性が示唆される。

次に、モニタリング強度と子会社パフォーマンスとの関係に対して、多角化がどのような影響を与えていたのかを検討しよう。まず、財務コントロールの頻度の単独項の係数は、モデル 5 では統計的に十分有意ではないものの正、モデル 6 では 5%水準で統計的に有意に正であり、基本的には子会社の財務諸表のチェック頻度が高いほど子会社の平均パフォーマンスが高いという関係が確認できる。ここで重要なのは、財務コントロールの頻度と多角化度との交差項が 10%水準ながら統計的に有意に負であることである(モデル 6)。この結果は、財務コントロールの頻度が高いほど子会社パフォーマンスが向上するという関係が、多角化が進展した企業では有意に緩和されてしまっていることを意味する。つまり、財務諸表をチェックすることに伴うモニタリングの効果は、多角化の進展に応じて減少してしまう。基本的には、多角化企業ほど新規事業から成熟事業まで幅の広い事業を抱えることが多く、成果を出すのに一定の期間を必要とする事業も多くなるだろう。このような事業を抱える子会社の財務諸表を頻繁にチェックすることは、経営者の焦りを生み、近視眼的経営の弊害をもたらす可能性が考えられる。また、多角化企業では、経営者の専門性の低下が事業単位への分権化を促す一因であったように、多様な事業内容をチェックするためにはモニターする側にも多様な知識やノウハウが必要になる。したがって、多角化が進展した企業ほど傘下子会社の事業内容を頻繁にモニタリングすることに伴うコスト、すなわち期中のモニタリングに伴うコストは増大すると考えられる。

他方、財務コントロールの強度と多角化度との交差項は統計的な有意性を示さなかった(モデル 8)。財務コントロールの強度の単独項自体は 5%水準で統計的に有意に正であるから、基本的には利益指標に基づく結果を重視するという親会社の姿勢が、子会社の経営を規律づけるという効

果が確認される(モデル 7)。しかしながら、両者の交差項は統計的に有意ではないから、財務コントロールの強度のもつ規律づけ効果は、多角化の影響を受けない。つまり、財務コントロールの強度は、多角化企業にとっても専門企業にとっても、ともに子会社パフォーマンスの向上にとって重要であると言える。

ところで、財務コントロールの頻度のもつ規律づけ効果は多角化の進展に伴って減少してしまうのに対して、財務コントロールの強度のもつ規律づけ効果は多角化の影響を受けないという対照的な結果はどう解釈されるだろうか。これらの差異は、モニタリングの性質を考える上で示唆に富んでおり大変興味深い。財務コントロールの頻度と財務コントロールの強度の単独項はともにプラスであり、子会社の財務諸表を月次ベースでチェックすることも、利益指標に基づく成果を重視するという姿勢を示すことも、ともに子会社に対する規律づけの効果をもつことを意味する。しかし、それぞれのモニタリング変数と多角化度との交差項の結果は、子会社に対するモニタリングのうち、財務諸表を月次ベースで管理する規律づけの効果が事業の多角化とともに劣化することを示すのに対して、利益指標でみた場合の結果責任を問うという厳しい姿勢がもつ規律づけの効果は多角化が進展しても依然として維持されることを示している¹²²。財務諸表のチェックという期中のモニタリングの規律づけ効果が多角化の進展に伴って低下してしまうのに対して、利益指標の重視という事後のモニタリングの規律づけ効果は多角化の影響を受けないと言える。

期中のモニタリングが子会社パフォーマンスを向上させる効果が、多角化の進展とともに低下してしまう原因としては、頻繁なモニタリングが長期的視点からの経営が必要な子会社を近視眼化させる可能性や、親会社側の情報劣位に伴うモニタリング・コストの増大などが考えられる。これに対して、期中の行動を逐一モニタリングせずとも結果と報酬をリンクするだけで済むインセンティブ報酬の設計の場合と同様に、利益指標というアウトプットに基づくモニタリングの場合は、事業構造が多角化してもその規律づけ効果は低減しない。これらの結果は、多角化企業においては、結果に基づく事後的なモニタリングが子会社パフォーマンスの向上にとってより効果的である可能性を示唆する。

7. グループ化の進展と子会社ガバナンス

7-1. 推計モデルと変数

本節では、子会社のガバナンスに焦点を絞り、グループ化の進展が、子会社ガバナンスのあり方と組織パフォーマンスとの関係に与える影響を検証していく。なぜなら、グループ化の進展は、親会社と子会社間の情報の非対称性を拡大し、エージェンシー問題を深刻化させるからである。つまり、子会社ガバナンスのあり方がパフォーマンスに与える影響は、高度にグループ化が進展し

¹²² ただし、財務コントロールの強度と多角化度との交差項は正であるが統計的に有意ではないため、利益指標に基づくモニタリングのパフォーマンス向上効果が、多角化企業でより顕著であることは意味しない。

た企業とグループ化があまり進展していない企業とでは異なると考えられる。具体的には、多くの子会社を抱えるなどグループ化が進展した企業ほど、より多くの情報をもつ子会社への権限委譲の意義が大きく、分権化に伴うコストが緩和されているか否かが第一の論点である。そして第二の論点であるモニタリングのあり方に関しても、多角化の影響を分析した前節でみたように、子会社の財務諸表を高頻度でチェックするモニタリングの規律づけ効果がグループ化の進展に伴って劣化する可能性がある一方、利益指標に基づくモニタリングの規律づけ効果はグループ化の進展の影響を受けないかもしれない。

そこで、これらの可能性を検証するために、グループ化の進展を補足する変数として連結子会社数と売上高連単倍率の2つを用いて、これらの変数と分権度およびモニタリング強度との交差項を説明変数として導入した下記の OLS モデルを推計する。

$$PEF_{sub} = f[DEC_{sub}, GRP, DEC_{sub} * GRP, CV] \dots\dots\dots(11)$$

$$PEF_{sub} = f[MON_{sub}, GRP, MON_{sub} * GRP, CV] \dots\dots\dots(12)$$

ここで、被説明変数である PEF_{SUB} は、(3)・(4)式と同様、総資産営業利益率(2007年度、子会社平均)である。(11)式の説明変数 DEC_{SUB} は子会社に対する分権度を示す変数であり、「戦略的意思決定の分権度」と「人事的意思決定の分権度」を採用した。また(12)式の MON_{SUB} は子会社に対するモニタリング強度を示す変数であり、「財務コントロールの頻度」と「財務コントロールの強度」を採用した。 GRP はグループ化の進展度を表す変数であり、具体的には「連結子会社数」と、売上高連単倍率がサンプルの中央値以上の場合に1をとる「高連単倍率ダミー」の2つを採用した¹²³。そして、 $DEC_{SUB} * GRP$ は分権度とグループ化の進展度との交差項、 $MON_{SUB} * GRP$ はモニタリング強度とグループ化の進展度との交差項である。これらの交差項は、戦略的意思決定と人事的意思決定の分権度が子会社パフォーマンスに与える効果、および財務コントロールの頻度と財務コントロールの強度が子会社パフォーマンスに与える効果が、子会社数の増加によってどのような影響を受けるかを検討する変数である。また、売上高連単倍率が低い場合(中央値未満)と比較して、売上高連単倍率が高い場合(中央値以上)に、分権度とモニタリング強度が子会社パフォーマンスにどのような影響を与えているのかを検討する変数である。なお、 CV はコントロール変数であり、具体的には事業ポートフォリオ構造の複雑性の影響をコントロールする非関連多角化エントロピー指数、事前のパフォーマンス水準の影響をコントロールする総資産利益率(2006年度、子会社平均)、親会社と子会社双方のパワーや交渉力の影響をコントロールする親会社規模(単独決算ベースの総資産の自然対数)と子会社平均規模((連結総資産－単独総資産)／子会社数の自然対数)、および企業の属する産業固有の影響をコントロールする業種ダミー(日

¹²³ 売上高連単倍率の中央値は1.39(2006年度決算)である。

経業種分類・中分類基準)を採用した。

なお、本節の推計においても、子会社パフォーマンスに対する主効果が有意な変数を用いている。すなわち、分権度としては戦略的意思決定の分権度と人事的意思決定の分権度を、モニタリング強度としては財務コントロールの頻度と財務コントロールの強度を採用している。したがって、子会社ガバナンスにおけるこれらの要素が、グループ化の進展の影響をどのように受けていたのかを確認することが分析の焦点である。すなわち、子会社パフォーマンスに対する戦略的意思決定と人事的意思決定の分権度の負の影響、および財務コントロールの頻度と財務コントロールの強度の正の影響が、グループ化の進展によって緩和されていたのか否かを検証する。

7-2. 推計結果

表 5-9 パネル A は、グループ化の進展度として連結子会社数を用いた場合の推計結果を示している。第一に、子会社が多いという意味でグループ化が進展した場合、すなわち親子会社間の情報の非対称性が拡大した場合、意思決定の分権化は、子会社のもつ現場情報を利用できるなどの便益がより大きくなり、分権化に伴うコストが緩和されていると想定した。しかし、推計結果はこの可能性を支持しない。つまり、分権化のコストがグループ化の進展に伴う分権化のメリットによって相殺されるという関係は確認できない。戦略的意思決定の分権度と人事的意思決定の分権度の単独項はともに 10%水準で統計的に有意に負であるから、基本的には戦略面あるいは人事政策面での子会社の意思決定の自由度を高めることはコストを伴う(モデル 1・3)。しかしながら、戦略的意思決定の分権度と連結子会社数との交差項(モデル 2)、および人事的意思決定の分権度と連結子会社数との交差項(モデル 4)はともに統計的な有意性を示さなかったのである。

第二に、子会社の増加は当然モニタリング・コストを増大させるから、モニタリングのもつ子会社パフォーマンスの改善効果は、グループ化の進展に伴って低減してしまうものと想定した。しかし、推計結果からは、この可能性は支持されなかった。つまり、モニタリングの規律づけ効果は子会社数の増加に伴って喪失することはない。財務コントロールの頻度の単独項は統計的に十分有意ではないものの正(モデル 5)、財務コントロールの強度の単独項は 5%水準で統計的に有意に正であるから(モデル 7)、基本的には子会社の財務諸表を月次ベースで管理し、資産効率というアウトプットを重視するという親会社の姿勢は、子会社パフォーマンスの改善に寄与する。ここで、財務コントロールの頻度・強度と連結子会社数の交差項はともに統計的に有意ではないから、モニタリングによる子会社パフォーマンスの改善効果が、子会社数の増加に伴うモニタリング・コストの増大によって低減してしまうという関係は確認されないのである。

表 5-9 子会社ガバナンスとパフォーマンスの関係に与えるグループ化の影響

パネルA 連結子会社数								
モデル	1	2	3	4	5	6	7	8
戦略分権度	-0.022* (-1.694)	-0.021 (-1.602)						
人事分権度			-0.024* (-1.944)	-0.027* (-1.946)				
財務コントロール頻度					0.030 (1.651)	0.032 (1.416)		
財務コントロール強度							0.039** (2.454)	0.039** (2.211)
連結子会社数	-0.000 (-1.490)	-0.000 (-1.503)	-0.000 (-1.311)	-0.000 (-1.265)	-0.000* (-1.894)	-0.000 (-0.540)	-0.000* (-1.795)	-0.000 (-1.420)
戦略分権度 *子会社数		-0.003 (-0.327)						
人事分権度 *子会社数				0.004 (0.457)				
財務コントロール頻度 *子会社数						-0.000 (-0.150)		
財務コントロール強度 *子会社数								-0.000 (-0.055)
多角化度	0.021 (0.999)	0.022 (1.039)	0.016 (0.829)	0.016 (0.830)	0.017 (0.866)	0.016 (0.778)	0.012 (0.633)	0.012 (0.633)
前期総資産利益率	0.131*** (3.074)	0.132*** (3.079)	0.132*** (3.172)	0.131*** (3.123)	0.125** (2.562)	0.124** (2.542)	0.143*** (3.452)	0.143*** (3.432)
親会社規模	0.025*** (2.892)	0.027** (2.579)	0.022** (2.586)	0.019* (1.921)	0.024*** (2.736)	0.024*** (2.622)	0.024*** (2.932)	0.025*** (2.871)
平均子会社規模	-0.042*** (-4.796)	-0.042*** (-4.765)	-0.039*** (-4.552)	-0.039*** (-4.549)	-0.038*** (-4.269)	-0.038*** (-4.151)	-0.040*** (-4.775)	-0.040*** (-4.753)
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	155	155	162	162	156	156	162	162
R-squared	0.432	0.433	0.428	0.429	0.409	0.409	0.439	0.439

パネルB 売上高連単倍率								
モデル	1	2	3	4	5	6	7	8
戦略分権度	-0.022* (-1.709)	-0.003 (-0.176)						
人事分権度			-0.033** (-2.584)	-0.032* (-1.790)				
財務コントロール頻度					0.025 (1.337)	0.067** (2.501)		
財務コントロール強度							0.037** (2.332)	0.010 (0.455)
高連単倍率ダミー	0.020 (0.996)	0.124** (2.165)	0.034* (1.772)	0.037 (0.569)	0.019 (0.959)	0.086** (2.341)	0.017 (0.903)	-0.027 (-0.905)
戦略分権度 *高連単倍率ダミー		-0.047* (-1.937)						
人事分権度 *高連単倍率ダミー				-0.001 (-0.056)				
財務コントロール頻度 *高連単倍率ダミー						-0.086** (-2.154)		
財務コントロール強度 *高連単倍率ダミー								0.061* (1.921)
多角化度	0.009 (0.430)	0.017 (0.772)	0.003 (0.139)	0.003 (0.138)	0.006 (0.281)	-0.006 (-0.288)	0.002 (0.083)	0.001 (0.059)
前期総資産利益率	0.126*** (2.923)	0.126*** (2.966)	0.124*** (2.981)	0.124*** (2.969)	0.116** (2.336)	0.119** (2.439)	0.139*** (3.294)	0.130*** (3.099)
親会社規模	0.018** (2.331)	0.019** (2.457)	0.015** (2.050)	0.015** (2.039)	0.015* (1.902)	0.014* (1.761)	0.016** (2.199)	0.015** (2.046)
平均子会社規模	-0.046*** (-4.830)	-0.047*** (-5.021)	-0.044*** (-4.840)	-0.044*** (-4.818)	-0.041*** (-4.296)	-0.036*** (-3.616)	-0.043*** (-4.707)	-0.044*** (-4.825)
業種ダミー								
Observations	155	155	162	162	156	156	162	162
R-squared	0.427	0.444	0.435	0.435	0.396	0.418	0.429	0.445

注) 被説明変数は子会社平均ROA(総資産営業利益率, 2007年度)。()内はt値。

***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。

中央値以上の場合に1。多角化度は日本標準産業分類の2桁基準のエントロピー指数。

次に、グループ化の進展度を売上高連単倍率でみた場合の推計結果を表 5-9 パネル B で確認しよう。第一に、戦略的意思決定の分権化に伴うコストは、グループ化の進展に伴い増大することが分かる。戦略的意思決定の分権度の単独項は 10%水準ながら統計的に有意に負であるから、基本的には子会社に付与された戦略面での自由度が高いほど子会社の平均パフォーマンスが低下するという関係が確認できる(モデル 1)。さらに、戦略的意思決定の分権度と高売上高連単倍率ダミーの交差項が 10%水準ながら統計的に有意に負であるから、売上高連単倍率が高い場合には、戦略的意思決定の分権化が子会社パフォーマンスを低下させるという関係が増幅されてしまっていることが確認できる(モデル 2)。したがって、売上高連単倍率が高いという意味で連結パフォーマンスに占める子会社のウェイトが高いほど、グループ戦略からの逸脱やコーディネーション・コストの増大など、子会社に対する戦略的意思決定の分権度を高めることに伴うコストはより大きいと言える。つまり、グループ化が進展し、子会社のプレゼンスが高くなるほど、意思決定の分権化に伴うコストも増大する。

第二に、モニタリング強度を表す 2 種類の変数は対照的で興味深い結果を示した。まず、財務コントロールの頻度の単独項の係数は、モデル 5 では統計的に十分有意ではないものの正、モデル 6 では 5%水準で統計的に有意に正であり、基本的には財務諸表のチェック頻度が高いほど子会社パフォーマンスも高いという関係が確認できる。しかし、財務コントロールの頻度と高売上高連単倍率ダミーとの交差項は 5%水準で統計的に有意に負であるから(モデル 6)、売上高連単倍率が高い場合には、財務諸表のチェック頻度を高めることが子会社パフォーマンスの向上に寄与するという関係が有意に緩和されてしまう。つまり、グループ化の進展に伴い財務諸表の頻繁なチェックがもつ経営の規律づけ効果は低減してしまう。したがって、多角化の進展の場合と同様に、グループ化の進展もまた、財務諸表のチェック頻度を高めることに伴うコスト、すなわち期中のモニタリング・コストを増大させると言える。

財務コントロールの頻度とは対照的な結果を示したのが財務コントロールの強度である。まず、財務コントロールの強度の単独項の係数は 5%水準で統計的に有意に正であるから、基本的には利益指標に基づく結果を重視するという親会社の姿勢が、子会社パフォーマンスの向上に寄与する(モデル 7)。ここで重要な点は、財務コントロールの強度と高売上高連単倍率ダミーとの交差項の係数が 10%水準ながら統計的に有意に正であることである(モデル 8)。この結果は、売上高連単倍率が高い場合、利益指標に基づくモニタリングが子会社パフォーマンスを改善させるという関係がより強いことを意味する。すなわち、利益指標に基づく結果の重視という親会社の厳しいモニタリングの効果は、グループ化が進展した企業ほど明確であると言える。

7-3. 小括

本節では、子会社ガバナンスのあり方と子会社パフォーマンスとの関係に、グループ化の進展が与えた影響を検討した。その結果得られた結論は以下の通りである。

第一に、子会社の戦略的意思決定の分権度を高めることに伴うコストは、グループ化が進展している企業においてより深刻である可能性が示された。すなわち、グループ戦略からの逸脱リスクや

コーディネーション・コストの上昇などの諸問題は、グループ化の進展とともに深刻化する。

第二に、グループ化が進展した企業におけるモニタリングのあり方が、子会社パフォーマンスに与える効果に関しても興味深い結果が得られた。基本的には、財務コントロールの頻度と財務コントロールの強度はともに子会社パフォーマンスを向上させる効果をもつ。しかし、財務コントロールの頻度のもつ経営の規律づけ効果は、グループ化の進展に伴って低減してしまう。対照的に、財務コントロールの強度のもつ経営の規律づけ効果は、グループ化が進展している企業ほど明確であった。すなわち、財務諸表のチェック頻度を高めるという期中のモニタリングに伴うコストはグループ化の進展に伴って増大するが、利益指標に基づく結果の重視という親会社の厳格な姿勢、すなわち事後的モニタリングの規律づけ効果は、グループ化の進展に伴ってその重要性をさらに増大させているのである。

なお、興味深い点は、戦略的意思決定の分権化に伴うコストがグループ化の進展に伴って増大する、期中のモニタリングの規律づけ効果がグループ化の進展に伴い低減する、事後的モニタリングの規律づけ効果がグループ化の進展に伴い増大するという、ここでの推計結果は、いずれもグループ化を連結子会社数でみた場合には明確ではない一方、売上高連単倍率でみた場合のみ明確に確認できたことである。この結果は、戦略的意思決定の分権化に伴うコストや、期中のモニタリングに伴うコストは、連結パフォーマンスに占める子会社のウェイトが高まることに起因する可能性を示唆する。また、事後的モニタリングのもつパフォーマンス向上効果も、特に子会社のプレゼンスが高い場合に顕著であることを示している。したがって、親会社による子会社のグリップの重要性は、グループ化の進展に伴い当然高まるが、その場合、特にグループ戦略上重要な子会社に対するガバナンスのあり方が問われると言える。

8. まとめ

本章では、事業ポートフォリオの複雑化とグループ組織の巨大化によって、近年重要性が増大している事業ガバナンスのあり方に関連して、事業ユニットに対する分権度とモニタリング強度が組織パフォーマンスに与える影響を検証してきた。本章で明らかにされた事実は以下の通りである。

事業組織のガバナンスとパフォーマンス

はじめに、分権度の高低とモニタリング強度の強弱という 2×2 のマトリクスを用いてサンプル企業の分布と平均パフォーマンスを確認した。その結果、第一に、分権度とモニタリング強度が論理的にコヒアレントな H 分権度・H モニタリングあるいは L 分権度・L モニタリングに、必ずしも多くの企業が偏って分布しているわけではないことが確認された。そして第二に、分権度とモニタリング強度が補完的な関係にある事業ガバナンスのあり方が、必ずしも高いパフォーマンスを達成しているわけではないことも確認された。

そこで、分権度とモニタリング強度が組織パフォーマンスに与える影響を分析した。内部組織のガバナンスに関して注目すべきは、分権化が組織パフォーマンスの向上に寄与するという明確な

証拠を得られなかったという事実である。むしろ意思決定の分権化は組織パフォーマンスに対して負の影響を与えていた。戦略的意思決定の分権度が高いほど企業パフォーマンスが低いという関係が示されたのである。分権化には部門トップのインセンティブを高める効果や機動的な意思決定を可能にするなどの効果があるが、他方で、自部門の利害を優先した意思決定、事業内容の重複、間接部門の肥大化、コーディネーション・コストの増大など、シナジー効果が劣化するなどの負の影響も存在する。分析結果は、分権化のコストが分権化のベネフィットを上回る可能性を示した。一つの重要な事実は、事業の多角化が 2002 年に一段落した後も、事業組織への分権化が進展していたことである。1990 年代を中心とした多角化の進展に伴う分権化は、インセンティブの向上や迅速な戦略展開などのベネフィットが大きかった可能性があるが、ポスト多角化のさらなる分権化に関しては、そのパフォーマンス向上効果は逡減ないし消滅していた。分権化に伴うコストの存在が徐々に重くなってきたと言える。

他方、子会社利用のモチベーションは、親会社とは異なるフレキシブルな雇用・賃金体系や、経営責任の明確化、迅速な意思決定などの点に求められ、実際、親会社内部の事業単位と比較した場合、戦略的意思決定や人事の意思決定に関しては、子会社の分権度が有意に高かった。したがって、子会社に対する戦略的意思決定や人事の意思決定の分権度が高いほど子会社の平均パフォーマンスが高いことが期待された。しかし、実証分析の結果からはこの可能性は支持されなかった。むしろ、各子会社の戦略的自由度が高まった結果、事業の重複による非効率や、グループ戦略の浸透を図ることの困難さ、組織間コーディネーション・コストの増大、シナジーの劣化など、分権化自体が子会社の組織的非効率の一因になった可能性が浮き彫りになった。そしてこの分権化のコストの存在は、近年の日本企業によるグループ経営の強化、すなわち、戦略的に重要性の高い子会社の本体への吸収合併や完全子会社化などの施策を説明する根拠となろう。

分権化の結果とは対照的に、事業単位に対するモニタリングは組織パフォーマンスを向上させる明確な効果をもった。親会社内部の事業組織のガバナンスにおいては、内部資本市場に関する制度を充実させるという意味でのモニタリング強化が企業パフォーマンスの向上に寄与することが確認された。一方、子会社ガバナンスにおいては、財務コントロールの頻度、そして特に財務コントロールの強度が、子会社パフォーマンスの向上に寄与するという関係が確認された。この結果は、期中と事後のモニタリング、すなわち子会社の財務諸表のチェックや、利益指標に基づく成果を重視するという親会社の姿勢が子会社に対する規律づけ機能を果たしており、子会社ガバナンスにおいては親会社による厳格なモニタリングが重要であることを示している。

分権度とモニタリングの補完・代替関係

次に、事業組織のガバナンスにおける分権度とモニタリングの補完・代替関係を検証した。内部組織のガバナンスの場合、戦略的意思決定の分権度と制度に基づくモニタリングは代替的關係にあることが示された。内部資本市場に関する制度整備自体はパフォーマンスにプラスであるが、同時に戦略的意思決定の分権度を高めることはパフォーマンスの向上に寄与せず、むしろマイナスの効果を生んでしまう。一方、業務的意思決定の分権度と制度に基づくモニタリングは補完的關係

にある可能性が示された。内部資本市場に関する制度整備と業務的意思決定の分権化を同時に進めることは、組織パフォーマンスの向上に寄与する可能性が高い。ただし、内部組織のガバナンスにおいては、業務的意思決定の分権度は既に十分進んでいることから、今後の課題は内部資本市場に関する制度整備にあると考えられる。

子会社ガバナンスの場合は、戦略と人事の意思決定の分権度とモニタリング強度に関しては、明確な補完・代替関係は確認できなかった。しかし、業務的意思決定の分権度とモニタリング頻度は代替的な関係にあることが確認された。モニタリング頻度を高めること自体は一定の規律づけ効果をもつから、業務的意思決定に関しては集権的な方向が望ましいと言える。したがって、子会社の資材調達や製品販売先の決定といった事項に親会社が一定の関与をすることが、子会社パフォーマンスにはプラスである可能性が示唆され、親会社のリーダーシップの重要性が確認された。子会社ガバナンスにおいては、親子会社間の事業取引をベースとした集権的な事業構造と、そこでのプロセス重視型のモニタリングがうまく機能する可能性が高い。

このように、分権度とモニタリングの相互作用を分析した結果、内部組織のガバナンスにおいては、戦略的意思決定の分権度とモニタリングが代替的な関係にあるという重要な事実を発見した。この事実は、集権化とモニタリング強化という組み合わせがパフォーマンス向上にとって重要である可能性を示唆する¹²⁴。

多角化が事業ガバナンスに与える影響

次に、多角化の程度によって事業ガバナンスのあり方がパフォーマンスに与える影響が異なるのか否かを検討した。多角化の進展は、統括本部・親会社と事業ユニット間の情報の非対称性を拡大させるから、多角化企業ほどトップ・マネジメントの情報劣位は相対的に大きくなり、現場情報活用の観点から事業単位への分権化の効果は高くなる。その結果として、分権化に伴うコストは多角化の進展に伴って軽減されると予想された。しかし、分析の結果、この可能性は支持されなかった。結果はむしろ、多角化企業ほど戦略的意思決定の分権化に伴うコストが増大する可能性を示していた。ただし、この結果には注意が必要である。なぜなら、戦略的意思決定の分権化に伴うコストが増大するのは、関連多角化の場合、しかも親会社内部の事業単位に対する分権化に限定されていたからである。つまり、分権化のコストは、非関連多角化に伴って増大することはなく、また子会社に対する分権化の場合も関連多角化・非関連多角化の進展に伴って顕在化することはなかった。したがって、重要なポイントは、関連事業への多角化の場合は、事業の重複やコーディネーション問題など分権化に伴うコストが増幅される可能性が高いが、非関連事業への多角化の場合、そして子会社を用いた多角化の場合は、相対的に分権化のベネフィットが大きく、分権化のコストは増幅されていなかったという事実である。つまり、戦略の柔軟性の向上や市場対応の迅速化、

¹²⁴ もちろん高い分権度と弱いモニタリングも代替的な組合せであるが、分権度がパフォーマンスに負の影響を与えること、およびモニタリング強度がパフォーマンスに正の影響を与えることを考えると、集権化とモニタリング強化という組み合わせの方がパフォーマンス向上に寄与する可能性が高いと判断できる。

あるいは事業部門長や子会社経営陣のインセンティブ向上などの効果によって、分権化に伴うコストが緩和され、戦略の統一性維持やコーディネーション・コストの増大が顕在化しなかった可能性である。ただし、この結果が、非関連多角化企業における内部事業単位あるいは子会社に対する戦略的意思決定の分権度を高めればよいことを意味しないことには注意が必要である。ここでの結果は、多角化が進展していない場合と比較して、分権化のコストが増幅されていないことを示すだけであって、基本的には戦略的意思決定の分権化がコストを伴うという事実は変わらないからである。

他方、多角化に伴う統括本部・親会社と事業単位間の情報の非対称性の拡大は、モニタリング・コストの増大をもたらすから、モニタリングのもつ経営の規律づけ効果は多角化の進展に伴って低下すると予想された。そして実際、親会社内部の事業組織および子会社の両方でこの可能性が支持された。内部組織のガバナンスでは、制度に基づくモニタリング強度が企業パフォーマンスに正の影響を与えていたが、多角化の進展に伴ってこの効果は有意に緩和されていた。内部資本市場に関連する諸制度の整備は企業パフォーマンスの向上に寄与するが、多角化が進展し多様な事業部門が存在するようになると、この評価の仕組みに馴染まない事業単位の負の効果が大きくなる可能性が示唆される。また、子会社ガバナンスでは、財務コントロールの頻度を高めることは子会社パフォーマンスの向上に寄与する可能性が高いが、この関係も多角化の進展に伴って有意に緩和されていた。多角化によって新規事業から成熟事業まで幅広い事業を抱えるようになると、成果を出すまでに一定の期間を必要とする事業も多くなるだろう。このような事業を抱える子会社の財務諸表を頻繁にチェックすることは、近視眼的経営の弊害をもたらす可能性がある。また、多角化が進展した企業では、多様な事業内容をチェックするためにモニター側にも多様な知識やノウハウが要求され、傘下子会社の正確なモニタリングがより困難になるという可能性もある。つまり、モニタリングの頻度を高めることのコストは、事業内容の多様化とともに増大すると考えられるため、多角化企業では、単純に子会社のモニタリング頻度を高めれば良いというわけでないことに注意が必要である。

他方、子会社ガバナンスにおいて、アウトプット重視のモニタリングの効果は、多角化の影響を受けていなかった。つまり、財務コントロールの頻度を高めるというモニタリングの効果は、多角化の進展に伴って劣化する可能性が高いのに対して、利益指標に基づくモニタリングの効果は、多角化が進んだ場合でも維持されていたのである。この財務コントロールの強度のもつ規律づけ効果に対する多角化の影響が限定的であるという結果は、モニタリングの性質を考える上で示唆に富んでいる。なぜならば、子会社の財務諸表を月次ベースで管理するといったプロセス重視型のモニタリングは、事業構造の複雑化に伴ってそのコストも増大する可能性が高い一方、利益指標の重視といったアウトプット重視型のモニタリングは、結果を観察するだけで済むため、そのコストは事業構造の複雑化の影響をそれほど受けないことが示唆されるからである。

グループ化が子会社ガバナンスに与える影響

最後に、グループ化の進展が子会社ガバナンスのあり方とパフォーマンスとの関係に与える影

響を検討した。多角化同様、グループ化の進展は親子会社間の情報の非対称性問題を深刻化させるため、現場情報の有効活用や意思決定の迅速化などの点で分権化の効果を高める一方、モニタリング・コストの増加をもたらす可能性がある。したがって、グループ化の進展に応じて、分権化に伴うコストが緩和されているか否か、あるいはモニタリングの規律づけ効果が低減してしまうか否かが分析の焦点であった。

第一に、分権化に伴うコストがグループ化の進展に伴って軽減されるという可能性は支持されなかった。結果はむしろ、グループ化が進展するほど戦略的意思決定の分権化に伴うコストが増大する可能性を示していた。すなわち、子会社の戦略的自由度を高めることによって、グループ戦略からの逸脱リスクやコーディネーション・コストの上昇などの諸問題が発生するが、これらの分権化のコストはグループ化の進展に伴って深刻化するのである。ただし、この結果には注意が必要である。なぜなら、戦略的意思決定の分権化に伴うコストが増大するのは、グループ化を売上高連単倍率でみた場合だけであり、連結子会社数でみた場合には分権化のコストは増幅されないからである。この結果は、単純な子会社数の増加よりも企業グループ全体に占める子会社のウェイトの増加に伴って分権化のコストが増大することを意味する。つまり、子会社に対する依存度の相対的上昇、あるいは子会社の親会社に対する交渉力の相対的上昇によって、戦略的意思決定の分権化に伴うコストは増加すると考えられる。この解釈は、子会社の平均パフォーマンスに対して、親会社規模、すなわち親会社の交渉力が正の効果を、子会社規模、すなわち子会社の交渉力が負の効果を与えていることとも整合的である。したがって、親会社による子会社のグリップの重要度、特にグループ全体の売上高に対する寄与度の大きな子会社に対するガバナンスの重要度は、グループ化の進展に伴ってより高くなると言える。

第二に、モニタリングの規律づけ効果がグループ化の進展に伴って低減するという可能性は支持された。つまり、モニタリングが子会社パフォーマンスを向上させる効果は、グループ化が進展した企業では有意に緩和されていた。したがって、モニタリングのコストはグループ化の進展に伴って増大すると言える。ただし、重要な点は、この可能性が支持されるのは、グループ化を売上高連単倍率でみた場合、そして、モニタリング強度を財務コントロールの頻度でみた場合に限られることである。子会社のモニタリングに関しては、基本的に財務諸表のチェック頻度を高めることも、そして利益指標を重視するという厳格な姿勢を示すことも、子会社の平均パフォーマンスの改善に寄与する。ただし、財務諸表を月次ベースで管理することの規律づけ効果は、連結売上高に占める子会社のウェイトが増大するという意味でグループ化が進展しているほど低減してしまうのである。

ところで、子会社利用の主要な狙いの一つは、経営の意思決定に関する子会社の自由裁量を確保し、子会社経営陣のインセンティブを高めることにある。この場合、子会社の経営者は当然、自分達的意思決定に関する自由度の高さを期待するだろう。特に、連結パフォーマンスに占めるウェイトの高い子会社の経営者であればなさらであろう。この高い期待に反する過剰なモニタリングは、より大きく子会社経営陣のインセンティブを低下させる可能性が高いと言える。したがって、完全子会社とはいえ法人格を有する別会社をガバナンスする際には、そして、その子会社のプレゼンスが高い場合には、統括本部が内部の事業単位に対してと同じように強い影響力を行使しようとする、

この過剰介入の可能性に伴うコミットメント問題が深刻化する可能性があるため十分な配慮が必要であろう。

これに対して、利益指標に基づくモニタリングの効果はグループ化の影響を受けない。つまり、グループ化の進展に伴ってモニタリングの効果が劣化することはない。ここで重要な点は、連結売上高に占める子会社のウェイトが高いという意味でグループ化が進展しているほど、利益指標を重視するという事後的モニタリングの効果がより明確であるという事実である。つまり、グループ戦略上重要な子会社に対して、厳格なモニタリングの姿勢を示すことは、子会社全体のパフォーマンスに対して大きな影響を与えるのである。したがって、グループ化が進展した場合も、プロセス重視という期中のモニタリングよりも、アウトプット重視という事後的モニタリングの重要性がより明確であると言える。

過度の分権化とモニタリングの性質

本研究では、事業単位に対する分権度とモニタリング強度の観点から事業組織のガバナンスにアプローチし、その組織パフォーマンスに対する含意を分析してきた。日本企業では、2001年まで多角化が進展し、これに対応する形で親会社内部の事業単位や子会社への分権化が進められてきた。しかし、「選択と集中」が事業ポートフォリオに反映され、多角化が一段落した2002年以降も実は、事業単位への分権化は静かに進展していたのである。そして、本研究の分析結果は、この多角化に基づかない分権化がパフォーマンス向上効果をもたなかったことを明確に示した。むしろ、事業単位の戦略的自由度を高めることには、そのベネフィットを上回るコストを伴うことが浮き彫りにされたのである。この意味で、ある多角化の水準に適した分権度の水準があるとすると、現状の分権度の水準はやや過剰なレベルにある可能性が示唆される。したがって、重要な点は、事業ポートフォリオの複雑化に対応した分権化が組織パフォーマンスに対して悪い影響を与えるわけではなく、その分権化が行き過ぎている可能性があることである。

この分権化とは対照的に、組織パフォーマンスの向上に寄与していたのはモニタリングであった。親会社内部の事業ガバナンスにおいては、内部資本市場に関連する諸制度の整備が企業パフォーマンスの向上に寄与していた。子会社ガバナンスにおいては、財務諸表のチェック頻度を高めるという期中のモニタリング、そして特に、利益指標に基づく結果の重視という事後のモニタリング、すなわち親会社による厳格なモニタリングが規律づけメカニズムとして有効であり、子会社パフォーマンスの向上に顕著な効果をもった。したがって、今後は事業単位に対するモニタリングの強化が望ましい方向と言える。ただし、本研究の分析結果は、単純にモニタリングを強化するだけでは不十分な可能性が高いことも示唆している。戦略的意思決定の分権度とモニタリング強度は、親会社の内部組織のガバナンスでは代替的な関係にあり、分権化のコストである部分最適の追求や、モニタリングのコストであるコミットメント問題が深刻な可能性が高いからである。つまり、モニタリングの強化自体はパフォーマンス向上に寄与するものの、戦略的意思決定の分権度を同時に高めるとその効果は低減してしまう可能性が高い。したがって、モニタリング強化と組み合わせるべきは、分権化ではなくむしろ集権化であり、今後の改革の方向性としては本社のガバナンス機能の強化が重

要なポイントになると思われる。

さらに本研究の分析結果は、多角化やグループ化の進展が事業ガバナンスのあり方に与える影響に関しても興味深い事実を提供している。第一に、事業単位に対する戦略的意思決定の分権化のコストは、特に関連多角化が進展した場合の内部組織のガバナンスでより深刻である。意思決定の分権化には、責任の明確化やインセンティブ効果、市場対応や意思決定の迅速化などのメリットもある反面、事業単位の自由裁量が拡大する結果、全社戦略からの逸脱、自部門利益の優先、事業重複の発生、コーディネーション・コストの増大などの様々な問題もある。そして、この分権化に伴うコストは、関連多角化の進展とともに深刻化するのである。この現象を別の角度からみれば、非関連多角化の場合や、子会社を用いた多角化の場合は、相対的に意思決定の分権化のベネフィットが大きいことを意味する。したがって、関連多角化の場合は分権化の必要性を十分吟味すべきである。

第二に、モニタリングのコストは、多角化やグループ化の進展、すなわち統括本部・親会社と事業単位間の情報の非対称性の拡大に伴って増大する。親会社内部の事業ガバナンスにおいては、内部資本市場関連の制度整備はパフォーマンス向上効果をもつが、この効果は多角化の進展に伴って低減してしまう。また、子会社ガバナンスにおいても、財務諸表の頻繁なチェックは子会社パフォーマンスの向上に寄与する可能性が高いが、この効果も多角化やグループ化の進展に伴って低減してしまう。多角化やグループ化が進展すると、通常は傘下に多様な事業を展開する事業単位を多数抱えるようになる。すると、これらの中には、内部資本市場関連の制度的枠組みを用いた評価が合わない事業単位や、より長期的な視点からの評価が必要であり頻繁なモニタリングが近視眼的経営をもたらす危険性の高い事業単位などが存在する可能性が大きくなる。また、多様な事業単位を評価するためには、多様な評価視点や専門的な知識が必要不可欠であり、それが統括本部・親会社の大きな負荷となる可能性もある。そして本研究の分析結果は、このようなモニタリング・コストの増大が深刻なのは、プロセス重視型のモニタリングであることを示した。一方で、利益指標というアウトプット重視のモニタリングが子会社パフォーマンスを向上させる効果は、多角化やグループ化の影響を受けていなかったのである。したがって、エージェンシー理論が想定するように、統括本部と事業ユニット間の情報の非対称性が深刻な場合は、コストが高い期中のモニタリングに比べて、アウトプットに基づくコントロールの方が効果的であることが示された。

最後に、グループ経営においては、連結パフォーマンスにおけるプレゼンスの高い子会社のガバナンスが特に重要であることが示された。なぜならば、戦略的意思決定の分権化に伴うコストは、単純に子会社数が増加するだけでは顕在化しないが、連結売上高に占める子会社のウェイトが高い場合に顕著であったからである。また、モニタリング頻度のもつ規律づけ効果も、単なる子会社数の増加による影響は受けないが、子会社のウェイトが高い場合はその効果が低減し、戦略上重要な子会社に対する過度なモニタリングがコミットメント問題を深刻化させる可能性が示されたからである。さらに、利益指標を重視するという親会社の厳格な姿勢が子会社パフォーマンスを向上させる効果は、子会社のウェイトが高い場合により顕著であることが示されたからである。これらはいずれも、戦略上重要な子会社に対するグリップの重要性、換言すれば、親会社のガバナンス機能

の強化がグループ経営にとって極めて重要な課題であることを示している。

終章

経営の規律づけメカニズム

—ガバナンス・戦略・パフォーマンス—

本研究の大きな課題は、企業のガバナンス構造が経営戦略に与える影響を解明することにあった。そして、その経営戦略の内容として、事業ポートフォリオの再編と事業ガバナンスの強化に着目した。これらは、1990年代以降、事業ポートフォリオ構造の複雑化とグループ組織の巨大化が進展した結果、経営陣の意思決定負荷が増大し、管理機構の限界が見え始めた日本企業の戦略的対処策であった。「選択と集中」による事業ポートフォリオの再編は、不採算事業などのリストラチャリングを進めて自社の競争力を高めるという一般に認識されている効果だけでなく、経営の意思決定の面からは、事業ドメインをコア事業とその関連領域に限定することで、経営陣の意思決定負荷の増大に対処するという意義もあった。また、事業ガバナンスの強化は、再定義された事業ドメインにおいて、傘下の事業単位の潜在能力を発揮させることで自社の競争力を高めるという戦略的な意図があった。そのエッセンスは分権化経営にあり、事業単位の戦略的自由度を高めることには、事業部門トップのインセンティブを高める効果、現場情報の活用と意思決定のスピードアップのほかに、経営陣の意思決定負荷の軽減という意義もあった。このように、事業ポートフォリオの再編と事業ガバナンスの強化は、経営管理機構の限界への対処とみることもできるが、これは単純に経営者の負担を減らすことを意味しない。激変する経営環境に対処するために、より本質的で重要性の高い戦略的課題に希少な資源である経営陣のエネルギーを集中させなければならなくなったのである。

他方、比較的均質だった企業のガバナンス構造も、比較的安定的な外部環境の変化の下で経営戦略との高い親和性を発揮し、経済合理性の発揮に寄与したとされる伝統的な関係ベースのガバナンスから、市場ベースのガバナンスまで多様化が進展した。つまり、株式の相互持ち合いによる安定株主、メインバンク・システム、大規模で内部昇進者優位の取締役会に代表される伝統的な日本型ガバナンスは、外国人株主や機関投資家などの「もの言う」株主、小さな取締役会、執行役員制度の導入による経営と執行の分離、社外取締役による監視機能の強化などの特徴をもつことになった。本研究の背後には、伝統的なガバナンス構造が経営者の現状認識に対する感度を鈍化させる一方、資本市場からの圧力と、戦略的意思決定機能と監督機能が強化された取締役会は、経営者の現状認識の感度を鋭敏化させたのではないかという問題意識があった。

本研究では、企業のガバナンス構造は、経営者の現状認識に影響を与え、その意思決定が反

映される経営戦略の策定を通して、企業パフォーマンスに影響することを示した。多角化やグループ化の進展で2層のエージェンシー問題に直面するようになった日本企業では、機関投資家や外国人株主のウェイトが高く資本市場からの圧力が強い企業や、取締役会の改革に積極的な企業ほど、事業ポートフォリオの再編が進んでおり、事業組織に対するモニタリングも強かった。そして、事業組織に対するモニタリングが強いほど組織パフォーマンスが高かった。したがって、基本的には、企業ガバナンスが強い企業ほど事業ガバナンスも強く、その結果として高いパフォーマンスを達成しているという関係が示された。つまり、企業のガバナンス構造は、事業ドメインの選択や事業ガバナンスのあり方という経営戦略に影響を与え、それが企業パフォーマンスに影響していたのである。

この終章では、これまでに明らかにされた事実を整理しつつ、日本企業の戦略とガバナンスに関するインプリケーションを提示する。

1. 多角化戦略の変更メカニズムとコーポレート・ガバナンス

まず、本研究の出発点となる事実を確認するために、1990年代以降の日本企業の戦略展開を概観した。多角化は1990年代初頭のバブル崩壊後には一旦修正されるが、その後は2000年代の初頭まで進展していた。そして、この1990年代における多角化の主役は、製造業の大企業であった。特に大企業では、関連多角化だけでなく非関連多角化も進展していた。2002年以降になると、全体的な多角化傾向は安定化した。ただし、その背後では、繊維や紙・パルプなどの伝統的業種と鉄道・バスや電力・ガスなどの公共サービス部門では多角化が進展する一方、国際的な競争に晒され規模の経済が追及された鉄鋼や一次産業では専門化が進展していた。また、1998年から2002年にかけては分社が活発に行われ、2000年代以降はM&Aが活発に行われた結果、企業の連結子会社数は大きく増加した。そして、このグループ化の進展も大企業で顕著であった。したがって、1990年代以降の日本企業では、事業ポートフォリオ構造の複雑化とグループ組織の巨大化が進展し、これに対する戦略的対処が求められるようになったのである。

この戦略的対処策として、はじめに事業ポートフォリオの再編に着目した。多角化戦略の変更メカニズムとこれに対する企業ガバナンスの影響を検証した結果、以下の諸点が明らかになった。

(1) 戦略変更は企業パフォーマンスの低下に応じてシステムティックに行われる。そして、このメカニズムは1990年代の後半以降の方が、あるいは企業パフォーマンスが一定の水準に満たない場合の方がより明確であった。1990年代の前半は、本業成長率の鈍化が戦略変更の主要因であったが、1990年代の後半以降になると、本業成長率の鈍化に加えて、資産効率の低下も戦略変更のトリガーとなった。したがって、企業パフォーマンスの低下は、経営者に対する既存戦略の見直し圧力を高めると言える。

(2) 大規模な取締役会と株式の相互持ち合いという伝統的な日本型ガバナンスは、1990年代の後半以降、パフォーマンス低迷時の戦略変更を阻害し、既存戦略の固定化をもたらす負の効果をもった。したがって、大規模な取締役会をもつ企業では、戦略的意思決定機能が低下している

可能性が示唆される。また、株式持ち合いによる安定株主の存在は、資本市場からの圧力を緩和することで、経営者の改革圧力に対する感覚を鈍化させる可能性が示された。これらの結果は、経営環境の変化が激しくなり、戦略的意思決定のスピードが求められるようになった現在、伝統的な日本型のガバナンス特性が逆機能を起こし、柔軟な戦略対応の足枷となっていることを鮮やかに示している。

(3) 資産効率が業種平均に満たない場合、伝統的な日本型ガバナンスの逆機能が依然として確認できる一方、経営の規律づけ効果をもつガバナンス要因を特定することができた。すなわち、内部ガバナンスでは社外取締役や純粋持株会社が、外部ガバナンスでは機関投資家や外国人株主の存在が、パフォーマンス低下時の戦略変更を促進していたのである。これらの結果は、取締役会の改革や資本市場の圧力が、「選択と集中」による事業ポートフォリオの再編を促す規律づけメカニズムとして重要な役割を果たしていたことを示唆する。

2. 進出と撤退のメカニズムとコーポレート・ガバナンス

次に、新規事業への進出と既存事業からの撤退という視点から事業ポートフォリオの再編にアプローチした。進出と撤退の発生メカニズムと、これに対する企業ガバナンスの影響を検証した結果、以下の諸点が明らかになった。

(1) 新規事業への進出と既存事業からの撤退は、1997年の銀行危機以降の局面に活発化するが、進出と撤退のメカニズムは異なっていた。新規事業への進出は、1990年代の前半から2000年代に至るまで一貫して本業成長率の鈍化によって引き起こされていた。したがって、本業の不振は企業の将来に対する大きな不安要素であり、新規事業への進出を図ることで経営基盤の安定化を模索するインセンティブを強めると言える。一方、既存事業からの撤退は、1997年の銀行危機以降の局面で初めてパフォーマンスの低下に応じてシステムティックに発生するようになった。ただし、関連事業からの撤退は資産効率の低下や赤字が変革圧力となり促進されるが、非関連事業からの撤退となると、連続赤字などの大きなショックに見舞われない限り実施されなかった。

(2) 企業のガバナンス要因の影響も、進出に対してと撤退に対してとは異なっていた。執行役員制度の導入は撤退の負のパフォーマンス感応度を低下させてしまうという点で、分権化した場合の事業縮小の困難さを示唆していたが、進出のパフォーマンス感応度に影響を与えるガバナンス要因は確認できなかった。

(3) 企業パフォーマンスが一定の水準に満たない場合、企業のガバナンス要因が進出や撤退に与える影響はより明確であった。外部ガバナンス要因の影響では、資本市場の圧力が進出を促進する一方、安定株主は撤退を妨げた。内部ガバナンス要因の影響では、大規模な取締役会が進出を妨げる一方、執行役員制度の導入が進出を促進した。また、外部役員存在は進出と撤退をともに促すことで事業ポートフォリオの再編に寄与した。また、進出のパフォーマンス感応度に影響を与えるガバナンス要因は確認できなかったが、撤退のパフォーマンス感応度に対しては、持ち合い株主がこれを鈍化させていた。

3. 事業ガバナンスの実態

次に、企業の戦略的対処策として事業ガバナンスの強化に着目した。事業組織に対する意思決定権限の配分とモニタリングのあ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結果、以下の諸点が明らかになった。

(1) 親会社内部の事業単位と完全子会社を比較すると、戦略と人事の意思決定に関して、子会社の分権度が有意に高い。したがって、子会社に対する法的人格の付与は、戦略的意思決定や人事の意思決定に関して、より大きな自由裁量を子会社の経営者に付与することを意味し、責任の明確化によるインセンティブ向上や迅速な市場対応の強化、親会社とは別の人事制度・賃金体系の利用が意図されていた。

(2) 多角化は、親会社内部の事業単位と完全子会社に対する戦略的意思決定の分権化を促す。したがって、事業構造の複雑化は分権化の促進要因である。ただし、グローバル化が分権化を促すという関係は確認できなかった。また、子会社に対しては、多角化に加えて子会社数の増加が分権化を促す。したがって、多角化の進展だけでなく、グループ化の進展も子会社に対する分権化の要因であった。

(3) 経営組織に関しては、社内カンパニーと事業部、純粹持株会社の傘下子会社と事業会社の傘下子会社との間に、戦略的意思決定の分権度に関する統計的な有意差は確認できない。

(4) 内部組織のガバナンスに関しては、分権度が高いほどモニタリングも強いという意味で、分権化とモニタリングの補完関係が確認された。まず、戦略的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が充実していた。これは、社内資本金制度や部門別剰余金制度など、事業組織のパフォーマンスを評価するための仕組みの整備が、権限委譲の条件となっていることを示唆する。また、人事の意思決定の分権度が高いほど、利益指標に基づく事後的モニタリングが厳格であった。これは、人的資源の有効活用に関する事業部門長の責任が、より厳格に問われていることを示唆する。

(5) 子会社ガバナンスに関しては、戦略的意思決定の分権度が高いほどモニタリングも強いという補完関係は確認できなかった。むしろ、子会社に戦略的意思決定の自由度を与えている企業ほど、財務諸表の管理頻度が低かった。したがって、子会社には過大なフリーハンドが付与されている可能性があり、子会社のグループ経営からの逸脱やモラルハザードなど、子会社ガバナンスにおける潜在的な問題が示された。

(6) 2層のエージェンシー関係に着目すると、企業ガバナンスと内部組織のガバナンスの関係に関しては、外国人株主や機関投資家の持株比率が高く、資本市場からの圧力が強い企業や、取締役会のスリム化を図り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、事業組織に対するモニタリングが強いという関係が確認された。

(7) 企業ガバナンスと子会社ガバナンスの関係に関しても、外国人株主や機関投資家の持株比率が高い企業ほど、子会社の資産効率など、事後的なパフォーマンス指標を重視する姿勢が明確

であった。つまり、親会社に対する資本市場の圧力と子会社に対するモニタリング強度は補完的な関係にあることが確認できた。

4. 事業組織のガバナンスと組織パフォーマンス

4-1. 分権度・モニタリング強度と組織パフォーマンス

事業ガバナンスのあり方、すなわち事業単位に対する分権度とモニタリング強度が組織パフォーマンスに与える影響を分析した結果、以下の諸点が明らかになった。

(1) 親会社内部の事業単位に対する戦略的意思決定の分権化は、組織パフォーマンスに負の影響を与えていた。したがって、自部門優先の意思決定、事業内容の重複、間接部門の肥大化、コーディネーション・コストの増大、シナジーの劣化などの分権化のコストは、部門トップのインセンティブ効果、現場情報の活用、機動的な意思決定などの分権化のベネフィットを上回る可能性が示された。

(2) 分権化の負の効果は、過度の分権化に起因する可能性が高い。つまり、ある多角化の水準に適した分権化の水準があるとすると、現状の分権化の水準はやや過剰なレベルにある可能性である。この根拠は、1990年代に進展した多角化は2002年以降一段落したが、分権化はその後も進展していたからである。つまり、多角化に伴う分権化は、インセンティブ向上や迅速な戦略展開などのベネフィットが大きかった可能性があるが、ポスト多角化のさらなる分権化に関しては、そのパフォーマンス向上効果は逡減ないし消滅していたと言える。したがって重要な点は、事業構造の複雑化に伴う分権化が悪いわけではなく、その行き過ぎに問題がある可能性である。

(3) 子会社に対する戦略的意思決定と人事の意思決定の分権化は、子会社パフォーマンスに負の影響を与える。子会社利用のモチベーションは、親会社とは異なるフレキシブルな雇用・賃金体系や、経営責任の明確化、迅速な意思決定などの点に求められ、実際、親会社内部の事業単位と比較した場合、戦略的意思決定や人事の意思決定の分権度は、子会社の方が有意に高かった。したがって、子会社に対する戦略的意思決定や人事の意思決定の分権度が高いほど子会社パフォーマンスも高いことが期待されたが、分析結果はこの可能性を支持しない。子会社の戦略的自由度が高まった結果、事業の重複による非効率や、グループ戦略の浸透を図ることの困難さ、組織間コーディネーション・コストの増大、シナジーの劣化など、分権化自体が組織的非効率の一因になった可能性が浮き彫りになった。

(4) 分権化の結果とは対照的に、事業単位に対するモニタリングは組織パフォーマンスを向上させる明確な効果をもった。内部組織のガバナンスでは、内部資本市場に関する制度を充実させるという意味でのモニタリング強化が企業パフォーマンスの向上に寄与した。一方、子会社ガバナンスにおいては、資産効率を重視するという意味でのモニタリング強度が子会社パフォーマンスの向上に寄与していた。また、財務コントロールの頻度を高めることも子会社パフォーマンスの向上に寄与する可能性が高かった。これらの結果は、期中と事後のモニタリング、すなわち子会社の財務諸表のチェックや、利益指標に基づく成果を重視するという親会社の姿勢が子会社に対する規律づ

け機能を果たすことを示している。したがって、事業組織のガバナンスにおいては、統括本部や親会社による厳格なモニタリングが組織パフォーマンスの向上にとって極めて重要であることが示された。

4-2. 分権度とモニタリングの補完・代替関係

分権化とモニタリングの関係に関しては、主に以下の諸点が明らかになった。

(1) 内部組織のガバナンスの場合、戦略的意思決定の分権度と制度に基づくモニタリングは代替的關係にある。したがって、内部資本市場に関する制度整備はパフォーマンスにプラスであるが、同時に戦略的意思決定の分権度を高めることはパフォーマンスの向上に寄与しない。

(2) 業務的意思決定の分権度と制度に基づくモニタリングは補完的關係にある。したがって、内部資本市場に関する制度整備と業務的意思決定の分権化を同時に進めることは、組織パフォーマンスの向上に寄与する。ただし、親会社内部の事業単位に対する業務的意思決定の分権化は既に十分進んでいるから、今後は内部資本市場に関する制度整備が課題になる。

(3) 子会社ガバナンスにおいては、戦略と人事の意思決定の分権度とモニタリング強度に関しては、明確な補完・代替関係は確認できなかった。他方、業務的意思決定の分権度とモニタリング頻度は代替的な関係にあった。モニタリング頻度を高めること自体には一定の規律づけ効果があるため、業務的意思決定に関しては集権的な方向が望ましいと言える。つまり、資材調達や製品販売先の決定といった業務的意思決定に対する親会社の関与度合いを高めることは、子会社パフォーマンスの向上に寄与する。したがって、子会社ガバナンスにおいては、親子会社間の事業取引をベースとした集権的な事業構造と、そこでのプロセス重視型のモニタリングがうまく機能している可能性が高い。

4-3. 事業ガバナンスに対する多角化の影響

事業ガバナンスのあり方と組織パフォーマンスとの関係に対する多角化の影響を検証した結果、以下の諸点が明らかになった。

(1) 戦略的意思決定の分権化に伴うコストは多角化企業ほど大きい。多角化は、統括本部と事業単位間の情報の非対称性を拡大させ、経営陣の情報劣位を相対的に大きくするから、豊富な現場情報の活用という点で分権化の効果を高める。したがって、多角化企業では分権化のコストがそのメリットによって相殺されると期待したが、分析の結果はこの可能性を支持しない。

(2) ただし、分権化のコストが増大するのは、関連多角化の場合、しかも親会社内部の事業単位に対する分権化に限定されていた。つまり、分権化のコストは、非関連多角化に伴って増大することはない。また、子会社に対する分権化のコストも、多角化の進展に伴って顕在化することはない。非関連事業への多角化の場合、そして子会社を用いた多角化の場合は、相対的に分権化のベネフィットが大きい可能性が示唆される。

(3) モニタリングのパフォーマンス向上効果は、多角化の進展に伴って低減してしまう。この関係は、内部組織・子会社ガバナンスの両方で支持された。これは、多角化に伴う統括本部と事業単

位間の情報の非対称性の拡大が、モニタリング・コストの増大をもたらす可能性を示唆する。

(4) 子会社ガバナンスにおける利益指標に基づくモニタリングのパフォーマンス向上効果は、多角化の影響を受けない。この結果は、モニタリングの性質を考える上で示唆に富む。なぜならば、財務諸表を月次ベースで管理するプロセス重視のモニタリングは、事業構造の複雑化に伴ってそのコストも増大する可能性が高いが、利益指標を用いたアウトプット重視のモニタリングは、結果を観察するだけで済むため、事業構造の複雑化の影響は限定的である可能性が示唆されるからである。

4-4. 子会社ガバナンスに対するグループ化の影響

子会社ガバナンスのあり方と子会社パフォーマンスとの関係に対するグループ化の影響を検証した結果、以下の諸点が明らかになった。

(1) 子会社に対する戦略的意思決定の分権化に伴うコストは、グループ化の進展に伴って増大する。グループ化も親会社と子会社間の情報の非対称性を拡大させ、親会社の情報劣位を相対的に大きくするから、豊富な現場情報の活用という点で、子会社への分権化の効果を高める。したがって、グループ化が進展している企業では分権化のコストがそのメリットによって相殺されると期待したが、分析の結果はこの可能性を支持しない。

(2) 子会社に対する戦略的意思決定の分権化のコストは、子会社の親会社に対する交渉力の相対的上昇によってもたらされる可能性が高い。分権化に伴うコストが増大するのは、グループ化を売上高連単倍率でみた場合だけであり、連結子会社数の増加が分権化のコストを増幅することはないからである。したがって、連結売上高に対する寄与度が大きい子会社に対するガバナンスの重要性は、グループ化の進展に伴ってより高くなる。

(3) 財務諸表のチェック頻度を高めるという期中のモニタリングは、子会社パフォーマンスの向上に寄与する可能性が高いが、この効果は連結売上高に占める子会社のウェイトが高いという意味でグループ化が進展している場合には低減してしまう。これは、グループ化の進展に伴う親会社と子会社間の情報の非対称性の拡大が、モニタリング・コストの増大をもたらす可能性を示唆する。また、戦略上重要な子会社に対する過剰な介入が、コミットメント問題を深刻化させる可能性も示唆する。

(4) 利益指標の重視という厳格な姿勢が子会社パフォーマンスを向上させる効果は、連結売上高に占める子会社のウェイトが高いという意味でグループ化が進展している企業ほど高まる。これは、グループ化の進展に伴うモニタリング・コストの増大が、アウトプット重視のモニタリングに与える影響は限定的であることを示唆する。つまり、エージェント理論が想定するように、グループ化が進展し親子会社間の情報の非対称性が拡大するほど、事後的モニタリングの重要性は高まると言える。また、特に戦略上重要な子会社に対して、資産効率などの利益指標を重視するという厳しい姿勢を示すことは、子会社パフォーマンスの向上にとって重要であることも示している。

5. 展望とインプリケーション

本研究で得られた事実から今後を展望すれば次の4点が重要である。

第一は、企業意思決定機関である取締役会の改革を進めることが不可欠である。日本企業のガバナンス構造が企業経営に与える影響に関しては、大規模な取締役会や株式の相互持ち合いに基づく安定株主の存在が、経営陣の現状認識に関するアンテナの感度を鈍化させ、既存の戦略を温存させる方向に作用した。外部環境の変化が速く、そして激しくなった現在、伝統的な日本型ガバナンス構造は、柔軟で迅速な戦略対応を妨げる。ただし、企業パフォーマンスが業種平均に満たない場合は、ガバナンスの規律づけ機能が確認できた。これは、コーポレート・ガバナンスの真価は組織パフォーマンスが低迷した時にこそ問われるという観点から重要である。日本企業のガバナンスに関しては、メインバンクの影響力が後退した後も、企業の財務状態に依存した規律づけメカニズムの発現が見られるという点で、状態依存的ガバナンスが機能していると言える。そしてその鍵は、資本市場からの圧力という外部ガバナンスと、取締役会のスリム化や純粋持株会社の採用といったトップ・マネジメントの構造改革による内部ガバナンスの強化にある。ただし、資本市場の圧力は経営者の現状認識を鋭敏化させ、事業ポートフォリオの再編を促す方向に作用していたが、既存事業からの撤退などのように、既存のステークホルダーの痛みを伴う難しい意思決定に対する影響に関しては限界もあった。内部ガバナンスでは、取締役会の肥大化がトップ・マネジメントの戦略的意思決定機能を低下させていたが、この結果は、日本企業が戦略的意思決定機能の向上のために、取締役会のスリム化を進めてきた事実と整合的である。一方、執行役員制度や社外取締役の導入は取締役会機能を向上させる可能性をもった。執行役員制度の導入で経営と執行を分離して双方の機能強化を図り、社外取締役を導入して客観的視点に基づくチェック機能の強化を図っている企業ほど、事業単位に対するモニタリングが強かった。取締役会の構造改革は、「選択と集中」や事業ガバナンスの強化に寄与していたと言える。ただし、執行役員制度の設計には注意が必要である。なぜならば、執行役員制度は低パフォーマンス時の進出を促すものの、撤退の負のパフォーマンス感応度を低下させるからである。

第二は、本社のガバナンス機能を強化することで、事業ユニットという部分最適に偏った経営の視座から脱却し、グループ経営という全体最適の視座に回帰することである。現状では、分権化の効果はすでに飽和状態に達しているとみられ、今後は事業ユニットに対するグリップをいかに強化するかが重要である。分権化は本質的に統括本部の統制力の相対的な低下を意味する。この本社のガバナンス機能の低下が、事業単位の自由な意思決定を許容し、組織的非効率を招いた可能性もある。全社戦略における統一性の維持や組織間のコーディネーション・コストの上昇など、分権化に伴うコストを再認識することが必要である。実際、カンパニー制を最初に導入し、事業単位への分権化を進めたソニーも、組織形態の見直しを行っている¹²⁵。事業ガバナンスに関しては、モ

¹²⁵ 2005年10月にネットワークカンパニー制を廃止し、事業本部・事業グループなどからなる新組織を導入した。下谷(2009)など参照。

モニタリングの強化が望ましい方向であるが、単純にモニタリングを強化するだけでは不十分な可能性が高い。戦略的意思決定の分権度とモニタリング強度は代替的な関係にあるからである。つまり、モニタリングの強化自体はパフォーマンス向上に寄与するものの、戦略的意思決定の分権度を同時に高めるとその効果は低減してしまう可能性が高い。したがって、モニタリング強化と組み合わせるべきは、分権化ではなくむしろ集権化である。

本社のガバナンス機能の強化は、特に子会社に対して重要である。子会社ガバナンスでは、分権化を進めた後のモニタリングが不十分な状態にあったからである。日本企業は1990年代の分社や2000年代のM&Aによって子会社を増加させたが、親会社の内部組織と子会社とは、事業ガバナンスの在り方が明確に異なっていた。親会社内部の事業単位に比べて子会社の分権度は有意に高かったが、内部組織のガバナンスで確認された分権度とモニタリングの補完性は確認できなかったのである。特に、モニタリングは子会社パフォーマンスの向上にとって有効であるから、モニタリングの強化は喫緊の課題と言える。

第三に、関連多角化の場合には、そもそも分権化を進めるべきか、そのコストとベネフィットを慎重に検討すべきである¹²⁶。戦略的意思決定の分権化に伴うコストは、特に関連多角化が進展した場合の内部組織のガバナンスでより深刻であったからである。この結果は、日本企業が非関連事業からの撤退と関連事業への進出によって本業回帰を進め、その事業ポートフォリオ構造が本業を中心とした関連多角化型になったという事実を照らして重要である。本業中心の関連多角化では、分権化のメリットが相対的に小さく、分権化のコストが相対的に大きいことに注意が必要である。これは、事業ポートフォリオの特性と組織選択の問題、分権化と集権化のバランスの問題である。なお、この問題を別の角度からみれば、非関連多角化の場合や、子会社を用いる場合は、相対的に分権化のベネフィットが大きいことを意味する。ただし、分権化の観点から非関連多角化や子会社の利用が望ましいとしても、これらは組織パフォーマンスの向上効果をもつモニタリングの観点からは問題含みである。

第四に、多角化とグループ化が進展した企業では、利益指標に基づくアウトプット重視の事後的モニタリングが有効である。モニタリングのコストは、多角化やグループ化の進展によって、すなわち統括本部・親会社と事業単位間の情報の非対称性の拡大に伴って増大する。内部組織のガバナンスでは、内部資本市場関連の制度整備は企業パフォーマンスの向上に寄与するが、多角化企業ではこの効果は低減してしまう。また、子会社ガバナンスでは、財務諸表の頻繁なチェックは子会社パフォーマンスの向上に寄与する可能性が高いものの、多角化やグループ化が進展した企業ではこの効果は低減してしまう。多角化やグループ化の進展によって多様な事業を抱えるようになると、内部資本市場関連の制度的枠組みを用いた評価が合わない事業単位や、財務諸表の頻繁なチェックが近視眼的経営をもたらす事業単位もでてくるだろう。また、多様な事業単位を評価するためには、監督側にも多様な評価視点や専門知識が必要不可欠であり、それが統括本部・親会社の大きな負荷となる可能性もある。そして本研究の分析結果は、モニタリング・コストの増大

¹²⁶ 伊藤(2002)は、関連多角化企業が分権的組織を採用する場合の負の効果を議論している。

が深刻なのはプロセス重視型のモニタリングであり、他方、多角化やグループ化がアウトプット重視のモニタリングのパフォーマンス向上効果に与える影響は限定的であることを示した。

6. 残された課題

最後に残された課題について触れておく。第一に、本研究では連結決算ベースのデータを用いて分析を行ったが、今後は単独決算ベースでも同様の分析を行い、本研究の結果と比較することも有意義であろう。連結決算ベースでみた場合、1990年代を通して多角化が進展していたが、単独決算ベースでみた場合には、専門化方向への変化が進展していた可能性もある。つまり、分社化によって親会社本体のスリム化を図った上で、他社との戦略的アライアンスやグループ経営の強化を進めていた可能性である。したがって、連結決算ベースでみた本研究の分析結果に、単独決算ベースでみた場合の分析結果を補完し、企業の境界の視点も加味した上で日本企業の多角化戦略の実態に接近することが必要である。経営戦略の変更に関しても、単独決算と連結決算それぞれに固有の問題がある。単独決算ベースでみた場合、例えば不採算事業の分社化や重要な子会社の吸収合併などは戦略変更として把握されるが、企業グループとしての実質的な事業ポートフォリオの構成に変化はない。逆に、子会社を用いた新規事業への進出は戦略変更に反映されないが、グループ戦略は実質的に変化している。一方、連結決算ベースでみた場合、不採算事業を親会社本体から切り離して分社化するという意思決定は、ガバナンス形態の変更という点で重要な意味をもつ可能性があるが、この点を把握できない。本研究では、企業会計のルールが連結ベースに移行し、近年グループ経営の重要性が指摘されることを背景に、連結決算ベースで戦略変更を把握したが、単独決算ベースで戦略変更を捉え、分社など企業の境界の変化を意識した分析を行うことも必要であろう。

第二に、本研究では事業ガバナンスのあり方が組織パフォーマンスに与える影響は分析したが、事業ポートフォリオの再編に関しては、パフォーマンス要因やガバナンス要因が経営戦略に与える影響を分析したのみであり、進出と撤退を含む戦略変更が事後的なパフォーマンスに与える影響までは検討されていない。多角化タイプや多角化度と組織パフォーマンスとの関係を検証した先行研究の蓄積は多いが、戦略変更の視点を加味した上で、多角化と組織パフォーマンスとの関係、あるいは撤退や進出のパフォーマンスに対する寄与度を検証することは今後の課題である。そして、その際は、事業ポートフォリオの質的構成の変化を把握することが必要である。本研究では、事業分野数とエントロピー指数を用いて分析を進めてきたが、これらの方法では各企業の事業内容を十分に把握することができない。特に、事業間のシナジー効果を検討する場合は、各事業分野の特性を理解することが求められる。

第三に、戦略変更の要因として企業パフォーマンスの影響を検討したが、その他の要因の検討も必要である。例えば、経営者が現状をどう認識し、戦略変更の必要性をどう感じるのかは、パフォーマンスの絶対的な水準や同業他社と比較した場合の水準だけでなく、過去の実績から推測される将来の期待値と現実とのギャップの大きさや、パフォーマンスの変化の大きさの影響を受ける可

能性もある。

第四に、経営戦略の変更を表す変数として扱ったエントロピー指数は、事業ポートフォリオの選択に関する経営者の意思決定の結果という性格をもつ。例えば、不採算事業の縮小という意思決定が行われた場合、エントロピー指数は事業構成ウェイトの事後的な変化を捉えることになるが、事前的な資源配分の変化に関する直接的な情報を与えるものではない。したがって、事業分野別の経営資源のインプットの変化、例えば部門間の資金配分の増減などの直接の変数での確認が必要であろう。また、部門別売上高の構成比で測定されるエントロピー指数には、特定部門の好不況に起因する部門別売上高のウェイト変化が反映されてしまう可能性がある。つまり、実際には戦略変更の意思決定が行われなくとも、戦略変更があったと捉えてしまう可能性である。

最後に、事業ガバナンスの分析では、分社化が盛んに行われたことを背景に、親会社内部の事業単位と完全子会社との差異に着目して分析を進めた。しかし、国内の子会社と海外の子会社との差異は明らかにされていない。グループ化の進展でみたように、子会社の増加は海外への事業展開とともに増加していることは明らかである。したがって、今後はグローバル化の視点を加味した分析が求められる。

【参考文献】

- 足立龍生・山崎直・宇垣浩彰(2010)「純粋持株会社体制におけるグループ経営上の落とし穴」, 『Mizuho Industry Focus』, Vol.89.
- Agihon, P. and J. Tirole(1997)“Formal and Real Authority in Organizations”, *Journal of Political Economy*, 105(1), pp.1-29.
- Allen, F. and D. Gale(2000) *Comparing Financial Systems*, MIT Press.
- Aoki, H. (2004) “Boardroom Reform in Japanese Business : An Analysis of the Introduction of the Executive Officer System and its Effects”, *Asian Business & Management*, 3(2), pp.173-199.
- 青木英孝(2002)「取締役会の改革とコーポレート・ガバナンス—執行役員制度導入の要因分析—」, 『日本経営学会誌』, 第8号, pp.3-14.
- 青木英孝(2008)「事業ポートフォリオの再編と企業統治—事業集約化からのアプローチ—」, 宮島英昭編『企業統治分析のフロンティア』, 日本評論社, pp.115-141.
- 青木英孝(2009)「日本企業における多角化の推移」, 『千葉商大論叢』, 第46巻第4号, pp.19-39.
- 青木英孝・宮島英昭(2011)「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『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, pp.245-288.
- 青木英孝・新田敬祐(2004)「経営トップ交代の効果とガバナンスの影響—在任期間とエントレンチメント—」, ニッセイ基礎研究所『所報』, Vol.33, pp.99-132.
- Aoki, M.(1984)“Aspects of the Japanese Firm”, Aoki, M. eds., *The Economic Analysis of the Japanese Firm*, North-Holland, Amsterdam, pp.3-43.
- 青木昌彦(1992)『日本経済の制度分析—情報・インセンティブ・交渉ゲーム—』, 永易浩一訳, 筑摩書房.
- 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(1996)「メインバンク・システムのモニタリング機能としての特徴」, 青木昌彦・ヒュー・パトリック編『日本のメインバンク・システム』, 東洋経済新報社, pp.129-166.
- 蟻川靖浩・宮島英昭(2007)「M&A はなぜ増加したのか」, 宮島英昭編『日本の M&A 企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト』, 東洋経済新報社, pp.45-79.
- 蟻川靖浩・宮島英昭(2008)「どのような企業が M&A を選択するのか」, 一橋大学イノベーション研究センター編『一橋ビジネスレビュー』, 56巻3号, pp.74-91.
- 浅羽茂(2005)「外資は日本企業を立て直せるか」, 『一橋ビジネスレビュー』, 第53巻第2号, pp.46-59.
- Belenzon, S., T. Berkovitz, and P. Bolton (2009) “Intercompany Governance and Innovation”, NBER working paper, No. 15304.

- Berger, P. and E. Ofek (1995) “Diversification’s effect on firm value”, *Journal of Financial Economics*, 37, pp.39-65.
- Berger, P. and E. Ofek (1999) “Causes and Effects of Corporate Refocusing Programs”, *Review of Financial Studies*, 12, pp.311-345.
- Berger, W. and C. Montgomely (1988) “Tobin’s q and the structure performance relationship”, *American Economic Review*, 78, pp.246-250.
- Bolton, P. and D. S. Scharfstein (1998) “Corporate finance, the theory of the firm and organizations”, *Journal of Economic Perspectives*, 12(4), pp. 95-114.
- Chandler, A. D. Jr. (1962) *Strategy and Structure*, MIT Press, Cambridge (三菱経済研究所訳『経営戦略と経営組織』, 1969, 実業之日本社).
- Coase, R. H. (1937) “The Nature of the Firm”, *Economica*, 4, November, pp.386-405.
- Coase, R. H. (1988) *The Firm, The Market, and The Law*, 宮沢健一・後藤晃・藤垣芳文訳 (1992), 『企業・市場・法』, 東洋経済新報社.
- Collis, D. J. and C. A. Montgomery (1998) “Creating Corporate Advantage”, *Harvard Business Review*, May01 (西村裕之訳, 1999, 「連結経営時代の全社戦略: 事業ごとのコンピタンスを束ねシナジーを創り出す」, 『ハーバード・ビジネス・レビュー』, 1999年3月号, pp.11-25, ダイヤモンド社).
- Denis, D. J., D. K. Denis and A. Sarin (1997) “Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification”, *Journal of Finance*, 52, pp.135-160.
- 深尾京司・権赫旭・滝澤美帆 (2007) 「外資による M&A はより高いパフォーマンスをもたらすのか」, 宮島英昭編『日本の M&A』, 東洋経済新報社, pp.81-108.
- 舟岡史雄 (2003) 「企業行動の多角化の実体とその成果—事業所・企業・企業グループについての実証分析」, 松田芳郎・清水雅彦・舟岡史雄編『講座『マイクロ統計分析』第4巻企業行動の変容—マイクロデータによる接近—』, 日本評論社, pp.213-259.
- Grimm, C. M. and Smith, K. G. (1991) “Management and organizational change: A note on the railroad industry”, *Strategic Management Journal*, 12, pp.557-562.
- 萩原俊彦 (2007) 『多角化戦略と経営組織』, 税務経理協会.
- 花崎正晴・寺西重郎編 (2003) 『コーポレート・ガバナンスの経済分析—変革期の日本と金融危機後の東アジア—』, 東京大学出版会.
- Hannan, M. T. and J. Freeman (1984) “Structural inertia and organizational change”, *American Sociological Review*, 49, pp.149-164.
- 平元達也 (2002) 「事業の多角化と企業価値」, 『現代ファイナンス』, 12, pp.31-55.
- 広田真一・宮島英昭 (2001) 「銀行介入型ガバナンスの機能は変化したのか: 石油ショック時から90年代までの比較」, 『現代ファイナンス』, 10, pp.35-61.
- Hirschman, A.O. (1970) *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Harvard University Press, Cambridge, MA (矢野修一訳)

- 『離脱・発言・忠誠—企業・組織・国家における衰退への反応』, 2005, ミネルヴァ書房).
- Hofer, C. W. and D. Schendel (1978) *Strategy formulation: Analytical concepts*, St Paul, MN, West.
- Holmstrom, B. and P. Milgrom (1994) “The Firm as an Incentive System”, *American Economic Review*, 84, pp.972-990.
- Holmstrom, B. and S. N. Kaplan (2001) “Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s”, *Journal of Economic Perspectives*, 15, pp. 121-144.
- 洞口治夫 (2002) 『グローバリズムと日本企業—組織としての多国籍企業—』, 東京大学出版会.
- 井上達彦 (2004) 「「選択と集中」と企業組織—再編パターン 4 類型の検出—」, 都留康・電機連合総合研究センター編『選択と集中—日本の電機・情報関連企業における実態分析』, 有斐閣, pp.52-104.
- Itoh, H. and Z. Shishido (2001) “The Firm as a Legal Entity: What Distinguishes Wholly Owned Subsidiaries from Internal Divisions in Japan?”, Working Paper.
- 伊藤秀史 (2002) 「日本企業の組織再編: 事業部制組織の経済分析」, 大塚啓二郎・中山幹夫・福田慎一・本多佑三編『現代経済学の潮流 2002』, 東洋経済新報社.
- 伊藤秀史・菊谷達弥・林田修 (1997) 「日本企業の分社化戦略と権限委譲—アンケート調査による分析—」, 『通産研究レビュー』, 第 10 号, pp.24-63.
- 伊藤秀史・菊谷達弥・林田修 (2002) 「子会社のガバナンス構造とパフォーマンス: 権限・責任・モニタリング」, 伊藤秀史編『日本企業—変革期の選択』, 東洋経済新報社, pp.235-268.
- 伊藤秀史・菊谷達弥・林田修 (2003) 「親子会社間の多面的関係と子会社ガバナンス」, 花崎正晴・寺西重郎編『コーポレート・ガバナンスの経済分析』, 東京大学出版会, pp.51-80.
- 伊藤邦雄 (1993) 「株式持合い—その螺旋型ロジック・シフト」, 伊丹敬之・加護野忠男・伊藤元重編『日本の企業システム—第 1 巻—企業とは何か』, 有斐閣, pp.151-189.
- Jacquemin, A. P. and C. H. Berry (1979) “Entropy Measure of Diversification and Corporate Growth”, *Journal of Industrial Economics*, 27, pp.359-369.
- 加護野忠男 (1993a) 「職能別事業部制と内部市場」, 『国民経済雑誌』, 第 167 巻第 2 号, pp.35-52.
- 加護野忠男 (1993b) 「組織と戦略—問題状況と研究の方向」, 伊丹敬之・加護野忠男・伊藤元重編『日本の企業システム—第 2 巻—組織と戦略』, 有斐閣, pp.1-22.
- 加護野忠男・榊原清則・奥村昭博 (1981) 「日米企業の戦略と組織」, 『組織科学』, 第 15 巻 2 号, pp.11-34.
- 加護野忠男・野中郁次郎・榊原清則・奥村昭博 (1983) 『日米企業の経営比較: 戦略的環境適応の理論』, 日本経済新聞.
- 神田秀樹・財務省財務総合政策研究所 (2007) 『企業統治の多様化と展望』, 金融財政事情研究会.

- Kaplan, S. N. and B. A. Minton (1994) “Appointments of Outsiders to Japanese Boards Determinants and Implications for Managers”, *Journal of Financial Economics*, 36, pp.225-58.
- 河村耕平・広田真一(2002)「株主によるガバナンスは必要か? :インタビューとモデル分析」, 伊藤秀史編『日本企業 変革期の選択』, 東洋経済新報社, pp.107-140.
- Kelly, D. and T. L. Amburgey (1991) “Organizational inertia and momentum : A dynamic model of strategic change ” , *Academy of Management Journal* , 34 , pp.591-612.
- Kikutani, T., H. Itoh and O. Hayashida (2007) “Business Portfolio Restructuring of Japanese Firms in the 1990s : Entry and Exit Analysis” , Aoki, M., G. Jackson and H. Miyajima, eds., *Corporate Governance in Japan : Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford University Press, pp.227-256.
- 菊谷達弥・伊藤秀史・林田修(2005)「事業進出と撤退:1990年代日本企業の事業再編」, 伊丹敬之監修・一橋大学日本企業研究センター編『日本企業研究のフロンティア第1号』, 有斐閣, pp.81-100.
- 菊谷達弥・齋藤隆志(2006)「事業ガバナンスとしての撤退と進出一どのような事業から撤退し、どのような事業に進出するか」, 『組織科学』, Vol.40 No.2, pp.15-26.
- 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, pp.409-438.
- Lang, L. and R. Stulz (1994) “Tobin ’ s q, Corporate Diversification and Firm Performance” , *Journal of Political Economics*, 102, pp.1248-1291.
- Lichtenberg, F. R. and G. M. Pushner (1994) “Ownership Structure and Corporate Performance in Japan” , *Japan and the World Economy*, 6, pp.239-261.
- Lins, K. and H. Servaes (1999) “International Evidence on the Value of Corporate Diversification” , *Journal of Finance*, 45, pp.31-48.
- Markides, C. and P. Williamson (1994) “Related Diversification, Core Competences, and Corporate Performance” , *Strategic Management Journal*, 15, pp.149-165.
- McConnell, J. J. and H. Servaes (1990) “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value” , *Journal of Financial Economics*, 27, pp.595-612.
- Miller, D. and M. Chen (1994) “Sources and consequences of competitive inertia : A study of the U.S. airline industry” , *Administrative Science Quarterly*, 39, pp.1-23.
- 三品和広(2002)「日本企業における事業経営の現実—事業経営責任者の職務適格性に関する検証—」, 伊藤秀史編『日本企業 変革期の選択』, 東洋経済新報社, pp.201-234.
- 宮島英昭(1998)「戦後日本企業における状態依存的ガバナンスの進化と変容:Logit モデルによる経営者交代分析からのアプローチ」, 『経済研究』, 49-2, pp.97-112.

- 宮島英昭(2007)「増加する M&A をいかに読み解くか」, 宮島英昭編『日本の M&A 企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト』, 東洋経済新報社, pp.1-41.
- 宮島英昭編(2008)『企業統治分析のフロンティア』, 日本評論社.
- 宮島英昭編(2011)『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.
- 宮島英昭・青木英孝 (2002)「日本企業における自律的ガバナンスの可能性—経営者選任の分析」, 伊藤秀史編『日本企業 変革期の選択』, 東洋経済新報社, pp.71-106.
- 宮島英昭・蟻川靖浩・齊藤直(2001)「日本型企業統治と「過剰」投資:石油ショック前後とバブル経済期の比較分析」, 『フィナンシャル・レビュー』, 60, pp.139-168.
- 宮島英昭・稲垣健一(2003)『日本企業の多様化と企業統治—事業戦略・グループ経営・分権化組織の分析—』, 財務省財務総合政策研究所.
- Miyajima, H. and F. Kuroki(2007)“The Unwinding of Cross-Shareholding in Japan: Causes, Effects, and Implications”, M. Aoki., G. Jackson and H. Miyajima eds., *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational diversity*, Oxford University Press, pp.79-124.
- 宮島英昭・新田敬祐(2003)「生産性と外部からの規律:不振産業におけるガバナンス問題は何か」, 『証券アナリスト・ジャーナル』, 第 41 巻第 12 号, pp.29-47.
- 宮島英昭・新田敬祐(2007)「日本型取締役会の多元的進化:その決定要因とパフォーマンス効果」, 神田秀樹・財務省財務総合政策研究所編『企業統治の多様化と展望』, 金融財政事情研究会, pp.27-77.
- 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, pp.105-149.
- 宮島英昭・新田敬祐・齊藤直・尾身祐介(2004)「企業統治と経営効率—企業統治の効果と経路、及び企業特性の影響—」, 『所報』(ニッセイ基礎研), 第 33 号, pp.52-98.
- Morck, R., A. Shleifer and R. W. Vishny(1988)“Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 20, pp.293-315.
- Morck, R., A. Shleifer and R. W. Vishny(1990)“Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?”, *Journal of Finance*, 45, pp.31-48.
- 森川正之(1996)「製造業における撤退・縮小」, 通商産業研究所ディスカッション・ペーパー, 井 96-DOJ-70.
- 森川正之(1998)「新規事業への進出と既存事業からの撤退—日本企業の実証分析—」, 通商産業研究所ディスカッション・ペーパー, 井 98-DOJ-87.
- 森川正之・橋木俊詔(1997)「参入・退出と雇用変動:製造業のマイクロデータに基づく分析を中心に」, 通商産業研究所ディスカッション・ペーパー, 井 97-DOJ-85.

- 森本三男(2006)『現代経営組織論』, 学文社.
- 内閣府(2010)『平成 22 年度 年次経済財政報告(経済財政政策担当大臣報告)—需要の創造による成長力の強化—』(平成 22 年 7 月).
- 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.
- 西崎健司・倉澤資成(2003)「株式保有構成と企業価値:コーポレート・ガバナンスに関する一考察」, 『金融研究』(日本銀行金融研究所), 第 22 巻, 別冊第 1 号, pp.161-199.
- 新田敬祐(2008)「日本型取締役会の多元的進化:取締役会組織はいかに分化したか」, 宮島英昭編『企業統治分析のフロンティア』, 日本評論社, pp.17-43.
- 延岡健太郎・田中一弘(2002)「トップ・マネジメントの戦略的意思決定能力」, 伊藤秀史編『日本企業 変革期の選択』, 東洋経済新報社, pp.173-199.
- 小田切宏之(1992)『日本の企業戦略と組織—成長と競争のメカニズム—』, 東洋経済新報社.
- 大坪稔(2002)「日本企業における純粋持株会社形態の採用動機—組織形態の採用に影響を与えるファクターの考察—」, 『証券経済研究』, 第 40 号, pp.125-139.
- 大坪稔(2004)「日本企業における分社化に関する実証研究」, 『証券経済研究』, 第 47 号, pp.83-96.
- Penrose, E. T. (1959) *The Theory of the Growth of the Firm*, Blackwell (末松玄六訳『会社成長の理論』, 1962, ダイヤモンド社).
- Rajagopalan, N. and G. M. Spreitzer (1997) “Toward a theory of strategic change: A multi-lens perspective and integrative framework”, *Academy of Management Review*, 22, pp.48-79.
- 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』, 1977, 東洋経済新報社).
- Rumelt, R. P. (1982) “Diversification Strategy and Profitability”, *Strategic Management Journal*, 3, pp.359-369.
- 斎藤達弘(2002)「取締役会の規模と企業評価:グループ企業のガバナンス」, 『日本経済研究』, No.45, pp.86-111.
- 佐々木隆文・米澤康博(2000)「コーポレート・ガバナンスと株主価値」, 『証券アナリスト・ジャーナル』, 第 38 巻第 9 号, pp.28-46.
- Schaede, U. (2008) *Choose and Focus—Japanese Business Strategies for the 21st Century*, Cornell University Press, New York.
- Schmidt, K. M. (1996) “The Costs and Benefits of Privatization: An Incomplete Contracts”, *Review of Economic Studies*, 66, pp.57-82.
- シェアード, P. (1993)「日本の株式持ち合いと企業支配」, 『フィナンシャル・レビュー』, 第 28 号, pp.56-92.
- 下谷政弘(2006)『持株会社の時代 日本企業結合』, 有斐閣.

- 下谷政弘(2009)『持株会社と日本経済』, 岩波書店.
- 篠田朝也(2010)「わが国企業における経営の規律づけに関する検討—外国人投資家を中心にした分析—」, 『立命館経営学』, 第 48 卷, 第 5 号, pp.79-97.
- 鈴木誠・胥鵬(2000)「取締役人数と企業経営」, 『証券アナリスト・ジャーナル』, 第 38 卷第 9 号, pp.47-65.
- 橘木俊詔・砂田晃一・野村秀雄(1998)「持株会社の経済効果」, 『フィナンシャル・レビュー』, October-1998, pp.1-28.
- 田中一弘(2002)『企業支配力の制御 戦後日本企業の経営者-資金提供者関係』, 有斐閣.
- 田中隆雄(2000)「企業価値経営の戦略と組織」, 研究年報『経済学』(東北大学).
- 手嶋宣之(2000)「経営トップの株式保有と企業価値」, 『現代ファイナンス』, No.7, pp.41-55.
- 手嶋宣之(2004)『経営者のオーナーシップとコーポレート・ガバナンス—ファイナンス理論による実証的アプローチ—』, 白桃書房.
- 塘誠(2008)「日本の純粋持株会社におけるマネジメント・コントロール上の課題」, 『成城大学 経済研究』, 第 180 号, pp.23-46.
- 都留康(2004)「「選択と集中」による企業組織・雇用システムの変容—〈企業の境界〉再編の視点から—」, 都留康・電機連合総合研究センター編『選択と集中 日本の電機・情報関連企業における実態分析』, 有斐閣, pp.13-51.
- 上野恭裕(2004)「日本企業の多角化経営と組織構造」, 『組織科学』, Vol.37, No.3, pp.21-32.
- Van de Ven, A. H. and M. S. Poole(1995)“Explaining development and change in organizations”, *Academy of Management Review*, 20, pp.510-540.
- Varadarajan, P. and V. Ramanujam (1987) “Diversification and Performance : A Reexamination Using a New Two-Dimensional Conceptualization of Diversity in Firms”, *Academy of Management Journal*, 30, pp.380-393.
- 渡辺康夫(1996)「カンパニー制からみた社内資本金制度」, 『産業経理』, Vol.55, No.4., pp.78-86.
- Wernerfelt, B. and C. Montgomery(1988)“Tobin’s q and the Importance of Focus in Firm Performance”, *American Economic Review*, 78, pp.246-250.
- Yermack, D.(1996)“Higher Market Valuation of Companies with a Smaller Board of Directors”, *Journal of Financial Economics*, 40, pp.185-211.
- 米澤康博・宮崎政治(1996)「日本企業のコーポレート・ガバナンスと生産性」, 橘木俊詔・筒井義郎編『日本の資本市場』, 日本評論社, pp.222-246.
- 頼誠(2009)「純粋持株会社の実態と課題」, 『商大論集』(兵庫県立大学), 第 61 卷, 第 1 号, pp.95-126.
- 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—経営資源アプローチ—』, 日本経済新聞社.