

青木 英孝 提出

博士学位申請論文審査報告書

論文題目

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 提出
博士学位申請論文審査報告書

『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—』

I 本論文の主旨と構成

1. 本論文の主旨

本論文は、コーポレート・ガバナンス構造が経営戦略に与える影響を分析したものである。本論文の前半では、多角化戦略の変更や、新規事業への進出と既存事業からの撤退といった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が、東証一部上場の非金融事業法人全体をサンプルとした1990年から2005年にかけてのパネルデータを用いて実証分析されている。また、本論文の後半では、統括本部あるいは親会社が、事業部や子会社などの事業ユニットをいかにコントロールするかという事業ガバナンスの問題に関して、事業ユニットに対する分権化の程度やモニタリングのあり方、そして組織パフォーマンスに対する影響が、アンケート調査の結果と企業の公開財務データを結びつけることによって実証分析されている。

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。つまり、多角化によって事業内容が多様化するとともに、グローバル化によって事業の地理的範囲が拡大し、事業ポートフォリオ構造は複雑化した。さらに、1990年代の分社や2000年以降のM&Aによって子会社数が増加し、グループ組織が巨大化した。これらの戦略展開の結果、グループ経営の強化が重要な課題となった。そこで、本論文では、経営戦略として次の2点に分析の焦点を当てている。第一は、「選択と集中」による事業ポートフォリオの再編である。事業構造の複雑化は、経営陣のスパン・オブ・コントロールの限界を超えて組織非効率を発生させる可能性があるため、「選択と集中」は経営陣のカバーする意思決定問題の範囲限定による複雑性の緩和という戦略対応と解釈できる。第二は、事業ガバナンスの強化である。これは、事業ポートフォリオの再編によって決定された経営陣がガバナンスすべき事業ドメインの範囲内で、事業ユニットをいかにコントロールするかという問題である。一方、近年の日本企業のガバナンス構造をみると、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安定株主が縮小するのと対照的に、「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存在感が増大した。また、大規模な取締役会のスリム化が進むと同時に、経営と執行の分離によって戦略機能とモニタリング機能の強化を狙った執行役員制度が導入された。さらに外部者の視点から監督機能を強化する社外取締役が導入された。

本論文では、以上の日本企業の事業ポートフォリオ構造とガバナンス構造の変容を背景に、経営者に対する規律づけ圧力を確実に増加させたとみられるガバナンス構造は、実際に「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どう影響したのだろうか、というリサーチ・クエスチョンが提示されている。

本論文の主要な発見成果は、以下の2点である。

第一は、組織パフォーマンスの悪化が経営戦略の変更を促すという基本的な企業の意思決定メカニズムが明らかにされたことである。そして、このメカニズムに対するコーポレート・ガバナンス特性の影響に関しては、大規模な取締役会と株式の相互持ち合い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負の効果をもつことが示されている。つまり、伝統的な日本型ガバナンスは、経営者の現状認識の感度を鈍化させ、既存戦略の温存に寄与する。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、外部役員は戦略変更のパフォーマンス感応度を増幅させるという正の効果をもつことが発見されている。つまり、資本市場の圧力に晒されている企業や、取締役会の改革に積極的な企業では、パフォーマンス感応的な戦略変更が実現していたのである。

第二は、事業組織のガバナンスでは、戦略的意思決定の分権化が組織パフォーマンスに対して負の効果をもつのは対照的に、モニタリングが組織パフォーマンスに対して正の効果をもつことが示されたことである。厳密に言えば、事業ユニットに対する分権化には、事業部門トップのインセンティブ効果や意思決定の迅速化などのベネフィットがあるが、事業分野の重複や間接部門の肥大化、コーディネーション・コストの増大など、分権化のコストがベネフィットを上回ることが示された。そしてその一因として、2000年代の前半に多角化が安定化した後にも分権化が進展していたこと、つまり分権化の行き過ぎに問題がある可能性が示されている。他方、統括本部・親会社によるモニタリングは、組織パフォーマンスを向上させる明確な効果をもつことが示された。特に、多角化やグループ化が進展し、統括本部・親会社と事業ユニット間の情報の非対称性が拡大した場合には、財務諸表の頻繁なチェックという期中のモニタリングよりも、利益指標に基づく結果の重視という事後的モニタリングの有効性が高いことが示されている。さらに、企業ガバナンスと事業ガバナンスという二層のエージェンシー関係では、外国人株主や機関投資家のプレゼンス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、事業組織に対するモニタリングも強いという関係が明らかにされている。

2. 本論文の構成

本論文の章立ては以下のとおりである。

序章 巨大化した日本企業とガバナンス構造の変容

第1節. はじめに—研究の背景と問題意識—

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—
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—
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—
4. 企業内のブラックボックスに対するアプローチ

第2節. 分析の枠組みとリサーチ・クエスチョン

第3節. データ

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—

第1節. はじめに

第2節. 伝統的な日本企業の事業構造と組織構造

1. 日本型企业システムの絶頂期
2. バブル期からバブル崩壊後

第3節. 事業ポートフォリオ構造の複雑化

1. 多角化
2. グローバル化

第4節. グループ化の進展とグループ組織の巨大化

1. 連結子会社数
2. 売上高連単倍率
3. グループ化の方法—1990年代の分社と2000年以降のM&A—

第5節. 組織構造の変化

第6節. まとめ

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—

第1節. はじめに

第2節. 経営戦略変更の意義—なぜ戦略変更を問題とするか—

第3節. 分析の枠組み

1. 経営戦略の変更—多角化と専門化—
2. 仮説—戦略変更に対するパフォーマンス要因の影響—
3. 仮説—戦略変更に対するガバナンス要因の影響—
4. サンプルとデータ
5. 推計モデルと変数

第4節. 戦略変更の決定要因

1. 戦略変更に対するパフォーマンス要因の影響
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—
3. 小括

第5節. 低パフォーマンス時の経営戦略の見直し

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
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
3. 赤字の場合の戦略変更とガバナンス要因の影響
4. 小括

第6節. まとめ

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

第1節. はじめに

第2節. 先行研究と本研究の特徴

第3節. 進出と撤退の定義と時系列推移

第4節. 進出と撤退の決定要因—パフォーマンス要因の分析—

1. 推計モデルと変数
2. 進出の決定要因
3. 撤退の決定要因

第5節. 進出と撤退の決定要因—ガバナンス要因の分析—

1. 検討課題と推計モデル
2. 推計結果—進出に対するガバナンス要因の影響—
3. 推計結果—撤退に対するガバナンス要因の影響—
4. 小括

第6節. 低パフォーマンス時の進出と撤退

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
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
3. 進出と撤退に対する赤字の影響

第7節. まとめ

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—

第1節. はじめに

第2節. 分権度とモニタリング強度の測定

第3節. 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?—

1. 事業部と社内カンパニー
2. 内部組織と完全子会社

第4節. 分権化の決定要因—多角化とグローバル化の影響—

1. 内部組織に対する分権度
2. 完全子会社に対する分権度

第5節. 事業組織のガバナンスと企業統治

1. 分析の焦点
2. 内部組織のガバナンス
3. 子会社ガバナンス

第6節. まとめ

第5章 事業ガバナンスと組織パフォーマンス

第1節. はじめに

第2節. 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—

1. 内部組織
2. 子会社
3. 小括

第3節. 内部組織のガバナンスとパフォーマンス

1. 推計モデルと変数
2. 推計結果

第4節. 子会社ガバナンスとパフォーマンス

1. 推計モデルと変数
2. 推計結果

第5節. 分権度とモニタリング強度の補完・代替関係

1. 補完性仮説と代替性仮説
2. 内部事業組織
3. 完全子会社
4. 小括

第6節. 多角化の進展と事業組織のガバナンス

1. 内部事業組織
2. 完全子会社

第7節. グループ化の進展と子会社ガバナンス

1. 推計モデルと変数
2. 推計結果
3. 小括

第8節. まとめ

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—

第1節. 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

第2節. 進出と撤退のメカニズムとコーポレート・ガバナンス

第3節. 事業ガバナンスの実態

第4節. 事業組織のガバナンスと組織パフォーマンス

1. 分権度・モニタリング強度と組織パフォーマンス
2. 分権度とモニタリングの補完・代替関係
3. 事業ガバナンスに対する多角化の影響
4. 子会社ガバナンスに対するグループ化の影響

第5節. 展望とインプリケーション

第6節. 残された課題

参考文献

II 本論文の概要

本論文は、3つの部から構成される。第一部「事実の様式化」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とグループ組織の巨大化に関する事実が提示される。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」では、多角化戦略の変更メカニズム、および新規事業への進出と既存事業からの撤退のメカニズムが明らかにされ、これらのメカニズムに対する企業のガバナンス構造の影響が解明される。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」では、事業ユニットに対する分権化とモニタリングの実態、企業ガバナンスと事業ガバナンスとの関係、および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解明される。各章の概要は以下の通りである。

序章「巨大化した日本企業とガバナンス構造の変容」では、研究の背景と問題意識が説明されている。日本企業の事業ポートフォリオ構造が変容し、管理機能の限界への対応として、2つの経営戦略メカニズム、すなわち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することが示される。そして、所有構造の変化や取締役会の改革など、企業のガバナンス構造が変容したことが示され、経営に対する規律づけ圧力を強めたと考えられる企業のガバナンス構造は、「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、実際どのような影響を与えたのだろうかという本研究のリサーチ・クエスチョンが提示される。

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—」では、研究の出発点となる事実の様式化が行われている。すなわち、1990年代以降の日本企業の戦略展開の概観である。1990年代初頭のバブル崩壊後、多角化は一旦修正されるが、その後は1990年代を通して多角化が進展すること、2002年以降は多角化が安定化することが示されている。なお、1990年代の多角化の中心は製造業の大企業であったこと、2000年代以降安定化した多角化の背後には、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ことも示されている。また、グループ化の進展に関しては、1990年代、特に1997年の銀行危機以降2000年代初頭にかけては分社が、そして2000年代以降はM&Aが活発に行われ、連結子会社数が大きく増加したという事実が提示されている。

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—」では、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特性の影響が検証され、以下の事実が発見されている。第一に、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ていた。つまり、企業パフォーマンスの悪化は、経営者に対する既存戦略の見直し圧力を高める。第二に、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した。したがって、大規模な取締役会では戦略的意思決定機能が低下し、安定株主は資本市場の圧力を緩和するという興味深い事実が実証的に裏付けられている。第三に、資産効率が業種平均に満たない場合は、ガバナンスの規律づけ効果が確認されている。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が、戦略変更を促進する。したがって、取締役会改革や資本市場の圧力は、パフォーマンス低下

時の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であることが示された。

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」では、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が検証され、以下の諸点が発見された。第一に、新規事業への進出と既存事業からの撤退のメカニズムは異なるという興味深い事実である。進出は一貫して本業成長率の鈍化が主要因であり、本業の不振は多角化によって経営基盤の安定化を模索するインセンティブを高めると言える。一方、撤退は1997年の銀行危機以降はじめてパフォーマンス低下に感応的に発生するようになる。ただし、関連事業からの撤退は資産効率の低下によって促進されるが、非関連事業からの撤退は、連続赤字などの大きなショックがないと発生しない。第二に、企業ガバナンス特性の影響も、進出と撤退で異なる。進出に影響を与えるガバナンス要因は一切確認できない一方、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、分権化した場合の事業縮小の困難さを示唆する。また、資産効率が業種平均に満たない場合は、持ち合い株主が撤退のパフォーマンス感応度を鈍化させるという影響が確認された。つまり、安定株主は既存の事業構造を温存させると言える。

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—」では、事業部や完全子会社といった事業ユニットに対する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にアプローチしている。主要な事実発見は次の通りである。第一に、子会社に対する戦略面および人事面での分権度は、内部組織に対する分権度よりも有意に高い。ただし、社内カンパニーと事業部間、純粋持株会社の子会社と事業会社の子会社間で、戦略的意思決定の分権度に有意な差はない。第二に、統括部間（親会社）と事業部（子会社）との間の情報の非対称性を拡大させる多角化やグループ化は、戦略的意思決定の分権化を促す。しかし、同様に情報の非対称性を拡大させるグローバル化の進展は、分権化の主要因ではない。第三に、内部組織のガバナンスでは、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が確認できるが、子会社ガバナンスではこの補完関係が確認できない。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、分権化に応じたモニタリングの整備が課題と言える。第四に、企業ガバナンスと事業ガバナンスという二層のエージェンシー関係では、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。

第5章「事業ガバナンスと組織パフォーマンス」では、事業ガバナンスのあり方と組織パフォーマンスの関係が分析され、以下の事実が提示された。第一に、事業単位への分権化は組織パフォーマンスの向上に寄与しない。その一因として、多角化が一段落した2002年以降も分権化が進展しており、分権化が行き過ぎた可能性が示されている。また、親会社と異なる雇用形態や迅速な市場対応などが子会社を利用するメリットであり、実際子会社に対する分権度は親会社の内部組織に対する分権度よりも高かったが、事業分野の重複や間接部門の肥大化、コーディネーション・コストの増大など、分権化がシナジー劣化の一因になる可能性が示された。第二に、分権化とは対照的に、事業ユニット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。第三に、多角化の影響に関しては、分権化のコストは、関連多角化企業の内部組織のガバナンスにおいて顕著である。また、モニタリングのコストも多角化に伴い増大するが、子会社ガバナンスにおける利益指標重視の事後的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の影響を受けない。第四に、グループ化の影響に関しては、分権化のコストはグループ化の進展、特に子会社の親会社に対する相対的交渉力の上昇に伴って増大する。

また、グループ化の進展に伴い、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のパフォーマンス向上効果は低減するが、利益指標を重視するという事後的モニタリングのパフォーマンス向上効果は一層高まる。したがって、組織パフォーマンスの向上という観点から重要なモニタリングのあり方に関しては、統括部間（親会社）と事業部（子会社）との間の情報の非対称性が大きい場合は、モニタリング・コストが大きくパフォーマンス効果が低減してしまう期中のモニタリングよりも、利益指標に基づく結果を重視するといった事後的モニタリングのほうが有効であることが示された。

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—」では、企業のガバナンス構造が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、すなわち事業ポートフォリオの再編（多角化戦略の変更や進出と撤退）や事業ガバナンスのあり方（事業ユニットに対する権限委譲やモニタリング）を通して、企業パフォーマンスに影響することが示されている。また、本研究から得られるインプリケーションが提示されるとともに、今後に残された課題がまとめられている。

III 審査要旨

本論文の審査結果は、大要以下のとおりである。

1. 本論文の長所

本論文には、以下のような長所が見出される。

(1) 第一の長所は、これまでブラックボックスとして扱われてきた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内部プロセスの解明を試みたことである。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、経営者に対するモニタリングやインセンティブの有効性を判断してきた。これに対して本研究は、ガバナンスが正常であれば、一体どのような内部プロセスを経て高い組織成果に結びつくのだろうかという問題意識に立つ。そして、企業のガバナンス構造が経営者の現状認識に影響を与え、それが経営行動として発現し、その結果が組織パフォーマンスに反映されるという、企業内部の戦略的意思決定メカニズムを解明するという視点からアプローチしている。近年では、企業のガバナンス構造が投資行動や雇用政策（従業員のリストラ）などに与える影響が分析されているが、本研究は経営行動のうち特に経営戦略（多角化戦略の変更や進出と撤退）に対する企業ガバナンス構造の影響を明示的に扱ったことに特色がある。また、多角化に関する先行研究の多くは、多角化のパターンと組織パフォーマンスの関係に着目してきたが、本研究は多角化度の変化を戦略変更と捉えてその決定要因を分析しており独創的である。

(2) 第二の長所は、分析データの価値の高さである。多角化に関する先行研究では、多角化タイプの特定のためサンプル数が多くても 150 社程度であったが、本研究では東証一部上場非金融事業法人全体という大サンプル（平均 906 社、標準偏差 131 社）の 1990 年度から 2005 年までの 16 年間のパネルデータを用いて多角化の動向を明らかにするとともに、経営戦略の変更の要因を分析している。特筆すべきは、データベース構築の過程で、企業の任意区分に基づいて公表されるセグメント情報を客観的な基準である日本標準産業分類（3 桁・2 桁基準）に基づいて名寄せしてデータを標準化した上で、事業分野数やエントロピー指数を作成するという非常に手間のかかる作業を行い分析データの信頼性を高める

努力を行っていることである。また、多角化戦略の変更や、進出と撤退の分析も、先行研究では特定の2時点間の事業セグメントの変化やエントロピー指数の変化で補足するという方法が一般的であったが、パネルデータを用いた本研究では、対象期間の全ての年について事業ポートフォリオの構成を確認した上で、その質的な構成変化をも補足するという手間のかかる作業を行い、精度の高い分析を実現している。さらに、事業部や子会社などの事業ユニットに対する権限委譲の程度やモニタリングのあり方は、通常の公開資料からは知ることができないが、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」では、経済産業研究所コーポレート・ガバナンス研究会のアンケート調査（企業の多様化と統治に関する調査、回答企業 251 社）のデータを用いて事業ガバナンスの強度を変数化し、さらに一般の公開財務データと結合すること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を分析している。

(3) 第三の長所は、多角化戦略の変更、進出や撤退という経営戦略に対する企業のガバナンス構造の影響を明示的に分析している点、そして事業ガバナンスに対する企業ガバナンス構造の影響、いわゆる二層のエージェンシー関係を明示的に分析している点である。事業ポートフォリオの再編に関する先行研究では、例えば、進出と撤退に対しては外資比率や親会社の影響を検討した文献は存在するが、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分析されていない。本研究では、企業のガバナンス特性が、多角化戦略や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ている。特に、本論文の主要な発見事実の一つである、伝統的な日本型ガバナンス（大規模な取締役会と株式の相互持ち合い）の逆機能に関しては、これまで概念的に指摘されてきた問題点を、戦略変更のパフォーマンス感応度を低下させるという観点から実証した意義は大きい。また、二層のエージェンシー関係では、企業に対するガバナンスの強さと事業ガバナンスの強さが補完的な関係にあるという興味深い事実を提供している。

(4) 第四の長所は、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関する分析視点の独創性にある。本研究は、先行研究で行われてきた権限委譲やモニタリング、およびその相互作用が組織パフォーマンスに与える影響の分析を試みるだけでなく、新たに、権限委譲やモニタリングが組織パフォーマンスに与える影響が、多角化やグループ化の進展に伴いどう影響されるのかにも着目している。そして、特にモニタリングのあり方に関しては、期中のモニタリングは多角化やグループ化の進展に伴いパフォーマンス改善効果が低減してしまう、つまりモニタリング・コストが増大する一方、利益指標に基づく事後的モニタリングがパフォーマンスを改善させる効果は、多角化やグループ化が進展しても失われないという、エージェンシー理論で想定される結果を実証している。この分析結果は、近年のグループ経営に対する実践的な示唆を提供している点で大きな貢献と言える。

2. 本論文の短所

本論文に関して、以下のような短所を指摘することができる。

(1) 経営戦略に対する企業のガバナンス特性に関しては、所有構造（持ち合い株主、外国人株主、機関投資家の持株比率）とトップ・マネジメント構造（取締役会規模、外部役員比率、執行役員制の採用、純粋持株会社への移行）の影響しか検討されていない。したがって、企業ガバナンスの要素として、従業員のコミットメントやメインバンクの影響など、他のステークホルダーが経営戦略の策定や事業ガバナンスのあり方に与える影響も検討されるべきである。また、戦略変更の要因として、資産効率や成

長性といった企業パフォーマンスの影響が検討されているが、その他の要因も検討されてよい。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、本研究で用いられている会計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はなく、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、あるいは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。

(2) 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」では、多角化戦略の変更や進出と撤退の決定要因の検証が、1990年から2005年までのパネルデータを用いて分析されている。この分析期間には、1990年代初頭のバブル経済の崩壊後の不況期と、1997年の銀行危機後の不況期が含まれ、事業ポートフォリオ再編の必要性が高い期間を補足している。そして実際、「選択と集中」は1990年代の後半以降、経営戦略の最重要課題として認識されている。しかし、2008年のリーマンショックの発生とその後の不況期も、近年の日本企業にとっては大きなショックであるため、この時期における多角化戦略の見直しや、戦略変更の決定要因に以前の不況期との差異が見られたのか否かなど、興味深い論点は多い。したがって、分析データをアップデートし、直近の経営戦略の変更要因を分析することは今後の課題と言える。

(3) 経営戦略の変更を表す変数として扱われたエントロピー指数（多角化指数）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。また、部門別売上高の構成比に基づいて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捕捉されてしまうという問題点がある。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的変数をもって、経営者の戦略的意思決定の変更を確認することが必要であろう。

(4) 事業ガバナンスの分析では、分社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が行われている。しかし、本研究の分析では、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示されたように、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。アンケートのデータを用いた分析であるという制約はあるものの、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。また、この点に関連して、今後は事業ポートフォリオの再編に関する単独決算ベースに基づいた分析を行い、連結決算ベースのデータを用いた本研究の分析結果を補完することが有意義であると思われる。単独決算と連結決算それぞれに固有の問題はあるが、単独決算ベースで戦略変更を捉えると、企業グループの実質的な事業構成に変化はない可能性があるという問題はあるが、不採算事業の分社化や重要な子会社の吸収合併など、連結ベースでは把握できなかった企業の境界の変更に関する戦略変更が捕捉できるからである。また、連結決算ベースでみた場合は1990年代を通して多角化が進展していたという事実が示されたが、分社化によって親会社本体のスリム化が図られていたという事実からも、単独決算ベースでみた場合には、専門化方向への変化がみられる可能性もある。

3. 結論

本論文には、上記のような短所も一部に確認できるが、そのほとんどは今後の課題とすべきものであり、本論文の長所と比較するとき、本論文の優秀性をいささか損なうものではない。

論文提出者・青木英孝は1996年3月に早稲田大学商学部を卒業後、早稲田大学大学院商学研究科修士課程、ついで同博士後期課程に進学し、2002年3月に単位取得退学をした。その間、1999年4月より2002年3月まで早稲田大学商学部助手を務めた。

論文提出者は、2002年4月より千葉商科大学商経学部専任講師に採用され、2005年4月同助教授、2007年4月同准教授、2011年4月より同教授、2012年4月より同大学大学院商学研究科教授に昇任し、現在に至っている。現代企業論、経営戦略論、企業統治論などの科目を担当し、研究・教育活動に熱心に従事している。

論文提出者は、国内外の関係学会において優れた研究報告を行い、『日本経営学会誌』、*Asian Business & Management*、*Corporate Ownership and Control*、*Benchmarking: An International Journal*など内外のジャーナルに査読付き論文を発表している。関係学会では、次代を担う研究者として将来が期待されている。

本論文は、論文提出者の長年にわたる、日本企業のガバナンス構造と経営戦略との関係に関する実証研究の成果をまとめたものであり、コーポレート・ガバナンスや経営戦略の分野に多大な貢献をなすものと言える。

以上の審査結果にもとづき、本論文の提出者・青木英孝には「博士（商学）早稲田大学」の学位を受ける十分な資格があると認められる。

2014年1月20日

審査員

(主査)	早稲田大学教授		坂野 友昭
	早稲田大学教授	博士（商学）早稲田大学	大月 博司
	早稲田大学教授	商学博士（早稲田大学）	宮島 英昭
	青山学院大学教授	Ph.D. (Management), University of California, Los Angeles	牛島 辰男