

日本企業のコーポレート・ガバナンス分析への エンタrenchメント概念の適用可能性*

—コーポレート・ガバナンス, コーポレート・ファイナンスに関するアンケート調査データによる分析—

市 古 勲

The Application Possibility of Entrenchment Concept to Corporate Governance Analysis of Japanese Firms:

An Analysis by The Questionnaire Data Relevant to
Corporate Governance and Corporate Finance

Isao ICHIKO

キーワード：エンタrenchメント概念 (Entrenchment Concept)；コーポレート・ガバナンス
(Corporate Governance)；コーポレート・ファイナンス (Corporate Finance)

ABSTRACT

It has been set out that various frameworks, which analyze corporate governance. Among these, it can be considered that Entrenchment concept has high explanation capability to corporate governance of Japanese firms.

This paper investigates whether Entrenchment concept is applicable to corporate governance analysis of Japanese firms. As a result of the analysis by related questionnaire data, it is considered that the application possibility of Entrenchment concept is supported in all the categories, that is manager's consciousness, promotions, decision-making, and corporate finance.

1. 序

本稿は日本企業のコーポレート・ガバナンス問題分析に対するエンタrenchメント概念の適用可能性を、日本企業のコーポレート・ガバナンスおよびコーポレート・ファイナンスに関するアンケート調査データによって検討するものである。

本稿における基礎概念であるエンタrenchメント (entrenchment) とは、エージェンシー理論から派生したものである。Shleifer and Vishny(1989)およびNoe and Rebello(1997)は、経営者が企業における自己の価値を高め、株主に対する交渉力を増強する、あるいは自由裁量度を広げるような行動を経営者のエンタrenchメント行動としている。すなわち、エンタrenchメントとは現在の自己の地位・立場を確保するに資する、外圧に対する抵抗力を意味し、また、こ

れを高める行動がエンtrenチ行動ということになる¹⁾。

さて、本稿における分析の視点は、以下の4点である。

まず第1に、日本企業の経営者は、様々な提言やコーポレート・ガバナンス改革案において資本効率重視あるいは株主利益重視の姿勢をみせているが、それらの内容を詳細に検討してみると、株主利益最大化（株主主権）を主眼としたコーポレート・ガバナンス圧力の強化策に対しては、彼らは自己防御的な反応を示しているように考えられる。これをエンtrenチメント・アプローチで解釈すれば、自己のエンtrenチメントを高めるためには、株主の利益を重視する必要があるが、企業は株主のものではなく、したがって株主利益最大化を主目的とするものではない、ということになる。この状況が日本企業に当てはまるか否かを、経営者の株主に対する意識に関する項目についてのデータによって検討する。

第2に、経営者が自己のエンtrenチメントを確立できる状況（＝経営者エンtrenチメント構造）が、日本企業において成立している可能性があるか否かを検討する。この経営者エンtrenチメント構造が成立する条件は、経営者特殊的意思決定（経営者のエンtrenチ行動）における人的資源配分に関連する。すなわち、経営者・取締役の任免が、経営者の意向に大きく影響されること、そして経営陣が内部昇進者で占められていることが、その成立条件となる。経営者・取締役の任免が経営者の意向の影響を大きく受けているとすれば、経営者の個人特殊的技能に沿った組織、すなわち経営者エンtrenチメント構造を確立することができる。また、経営陣が内部昇進者によって占められるのであれば、経営者エンtrenチメント構造は下位の管理者まで波及すると考えられる。これは、以下に示す上位から下位への経営者エンtrenチメントの波及と関連している。以上の状況が成立するか否かを、経営者の任免に関する項目についてのデータによって分析する。

第3点は、上記第2点と関連するが、経営者特殊的意思決定および上位から下位への経営者エンtrenチメントの波及が成立する条件を検討する。これらが成立する条件は、実際の企業の経営行動において経営者の意向が強く働くこと、企業組織の意思決定構造がトップダウン型であることである。この条件が日本企業において成立するか否かを、経営者の意思決定に関する項目についてのデータによって検討する。

最後に、コーポレート・ファイナンスに関する項目について検討する。これは、上記1から3点が成立する条件下において意味を持つものである。また、Berger, Ofek and Yermack (1997)による経営者エンtrenチメントに関する実証分析結果をも基にしている。それによると、企業の負債比率は経営者エンtrenチメントの強度と負の相関があるとしている。すなわち、経営者エンtrenチメントが弱くなる傾向にあるときは、経営者は負債発行のインセンティブをもつということである。近年の企業業績の低下、外部からのコーポレート・ガバナンス圧力強化のプレッシャー等の状況を踏まえると、日本企業の経営者が負債発行のインセンティブ

をもつ可能性がある。この状況を資金調達源泉に関する項目についてのデータによって検討する。

2. データの特徴

経営者エンブレチメント概念の適用可能性を分析するにあたって使用するアンケート調査データは、以下の通りである。

経済同友会(1996)→データ A

調査対象：全国の上場企業，店頭登録企業の社長・会長 4,040名
 上記以外の経済同友会会員の社長・会長 325名
 計 4,365名

回答者数：706名 回答率：16.2% 調査期間：1995年5月上旬～6月上旬

経済企画庁調査局(1998)→データ B

調査対象：東京，大阪，名古屋の証券取引所第1部及び第2部上場企業のうち金融・
 保険業を除く企業(2117社)

回答企業数：1334社 回答率：63.0% 調査時期：1998年1月

稲上・連合総研(2000)→データ C

調査対象：東証1部上場企業1307社の役付取締役(会長，社長，副社長，専務，常務等)
 からランダムに抽出した8,000名

有効回答：1211票(有効回答率15.1%) → 企業ベース(731社)の集計：有効回答率55.9%
 調査時期：1999年1月～2月

上記以外にも、日本企業のコーポレート・ガバナンスについてのアンケート調査データは存在する²⁾。しかし、以下の理由によって、使用データを上記3の種類に絞った。

まず第1の理由として、アンケート調査項目と実施団体の属性の考慮があげられる。いくつかのアンケート調査のうち、もっとも中立性が高いのは経済企画庁調査部によるものであり、有効回答率も最高(63.0%)である。また、本稿において考察している経営者エンブレチメント概念に関する分析に適した調査データも多く提示されている。こうした理由により、経済企画庁調査部による調査データを軸に、これに関連する項目についてのデータの記載があるものを選択した。それが、経済同友会(1996)および稲上・連合総研(2000)によるデータである。さらに、稲上・連合総研(2000)のアンケート調査項目は、経済同友会(1996)のものはかなり意識しており、重複する項目も多い³⁾。

第2に、自民党案発表というイベントを中心として時系列にデータ分析を行うために、上記3データに絞る必要があったという理由があげられる。日本企業のコーポレート・ガバナンス

に関するアンケート調査を同一項目で、数年にわたって行っているものはほとんど存在しない⁴⁾。また、数種のデータによって、日本企業のコーポレート・ガバナンスの動向を時系列に分析している研究も存在しない。したがって、本章における分析は研究・調査のスタンダードが存在しない状況でのものであって、データの選択は非常に難しいのであるが、幸い上記の3種類の調査年度が適当に散らばっており、また、本論文の調査目的とも合致しているということで、これらを選択したわけである。データおよびイベントのタイムラインは、以下の図1のように示される。



図1 データとイベントのタイムライン

ここで便宜上、経済同友会(1996)調査をデータ A、経済企画庁調査局(1998)の調査をデータ B、稲上・連合総研(2000)の調査をデータ C と略記することにする。さて、データ A は、自民党案 1 (「コーポレート・ガバナンスに関する商法等改正試案骨子(1997)」) を契機に、日本においてコーポレート・ガバナンス改革論が盛んに行われる前に実施されたアンケート調査データである。データ B は、自民党案 2 (「企業統治に関する商法等改正骨子(1998)」) が公表され、また、各団体が盛んにコーポレート・ガバナンス改革論議を行っているさなかに行われたアンケート調査データである。そして、データ C は、自民党の最終案 (自民党案 3: 「企業統治に関する商法等の改正案要綱(1999)」) に収束する段階において行われたアンケート調査データである。

このような特徴をもつアンケート・データ群によって、以下、日本企業のコーポレート・ガバナンス問題分析に対する経営者エンタレンチメント概念の適用可能性を探っていくことにする。

3. 経営者の株主に対する意識に関する項目の分析

経営者エンタレンチメントは、経営者の自分の地位や立場保全のための外圧に対する抵抗力を意味する。本稿における外圧とは、株主によるコントロール圧力のことである。すなわち、経営者は、会社をいわゆる「株主の所有物」とは捉えておらず、株主利益優先の姿勢は、究極的には株主のためではなく、自己のエンタレンチメントのためと考えているものと推察される。以下、データを基に分析していこう。

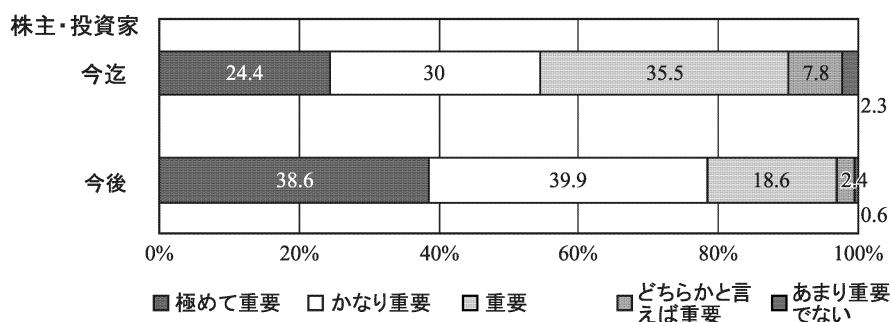


図2 ステークホルダーとの関係について（データ A）

図2は、ステークホルダーの一主体としての株主について、経営者の意識を調査した結果である⁵⁾。「極めて重要である」と「かなり重要である」を加えた割合について、今迄と今後を比較すると、54.5%から78.5%という具合に伸びている。今後、あまり重要でないと答えている経営者は0.6%に過ぎない。この結果から、今後、株主・投資家を重視していくという姿勢を読みとることができる。特に、データ元である経済同友会の掲げる「資本効率重視経営」と整合的である。しかし、これが株主中心主義・株主主権の経営を行うという姿勢に繋がるかといえば、それは疑問である。というのは、後の表1における考察と関連するが、経営者任免・経営意思決定について、株主の意向はほとんど反映されていないからである。すなわち、これは経営意思決定および経営者任免に対する株主からのコントロールをキャンセルした上での株主重視の姿勢である可能性が高いと考えられるのである。ただ、1995年時点において、日本企業の経営者は、株主の動向に対して非常にセンシティブになっていることだけは確かなようである。

続いて、データBをみてみよう。

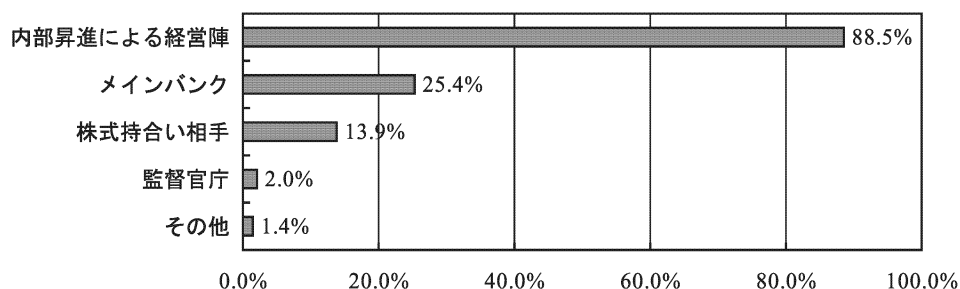


図3 経営への影響力が残ることが望ましい従来からの主体（データ B）

これらはコーポレート・ガバナンスに関与する主体に関して、経営基盤強化の観点からみた従来からの主体と新たな主体との最適な組み合わせについての回答結果である。まず、最適な主体の組み合わせについて、1.「従来からの主体の影響力が強い状況」15.3%、2.「従来からの主体の影響力が中心で新たな主体の影響力も一部」64.7%、3.「新たな主体の影響力が中心

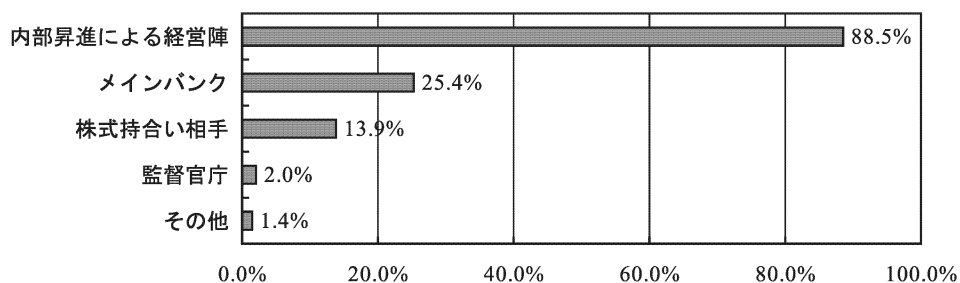


図4 経営への影響力が強まっていくことが望ましい新たな主体（データ B）

で従来からの主体の影響力も一部」17.0%，4.「新たな主体の影響力が強い状況」3.0%という結果を得た後，2と3（合計81.7%）の項目を選択した経営者に対して行われた調査結果が，図3，図4である⁶⁾。これから推察されるのは，株主重視の姿勢はみられるものの，それは従来からの内部昇進による経営陣の地位が確保された上でのこと，ということである。これは，先ほどのデータ A と同様の傾向である。また，重視する株主も企業経営への牽制力が強いと思われる機関投資家は選ばれず，相対的に牽制力の弱い一般株主が選ばれる傾向が強い。このことから，経営者は自己の経営権を保ちながら，株主重視の姿勢を示していると考えられる。最後に，データ C によって経営者の株主に対する姿勢を確認してみよう。

表1 企業とステイクホルダー（N=731）（データ C）

	そう思う	どちらとも いえない	そうは思わ ない	N.A.
1. 会社は株主の所有物であり，社員も生産要素のひとつに過ぎない	8.5 %	23.5 %	66.1 %	1.9 %
2. 会社の利害関係者（ステイクホルダー）は株主に限らない。従って経営もその複数の意向を適切に反映したものでなければならない	85.8	10.4	2.1	1.8
3. 経営者の基本的な役割は，資本効率を高めて株主の利益最大化に貢献することにある	49.9	37.6	10.7	1.8
4. 経営目標は同一である必要はなく，それぞれの企業の個性にみあって優先目標が決められ，それに基づいて経営されることが望ましい	84.1	10.7	2.6	2.6

表1は，「企業経営のあるべき姿についてはいくつもの見方がありますが，あなたは以下のような意見についてどうお考えですか。」という設問に対する回答である⁷⁾。まず，項目1については，否定的な意見が大半を占めている。すなわち，株主主権について大半の経営者は否定している状況である。そして，項目3については半数近い経営者が同意している。これらから，経営者は株主主権を否定しながら，株主利益重視を考えていることになる。これは，データ A, B と同様の傾向であるように思われる。

表1の各項目間の相関をみたのが表2である。これによると，表1における考察結果がより

鮮明に浮かび上がってくる。(A)と(B), (A)と(D), (B)と(D)の相関が高いのは、いわゆる多元主義的ガバナンスの論理に当てはまるものであるから、別段理解に苦しむことはない。ところが、「企業は株主の所有物であり、社員も生産要素の一つにすぎない」とは考えていない経営者(A)のうちの43.7%が、「(C)経営者の基本的な役割は資本効率を高めて株主の利益最大化に貢献することにある」と考えている。また、同様に「経営者の基本的な役割は資本効率を高めて株主の利益最大化に貢献することにある」と考えている経営者(C)のうちの57.8%が、「(A)企業は株主の所有物であり、社員も生産要素の一つにすぎない」とは考えていないのである。このデータから、経営者は株主主権を否定しながら、株主利益重視の姿勢を示している傾向があることが確認される。

表2 「企業とステイクホルダー」の構成要素間の相関関係（データC）（%）

	(A)	(B)	(C)	(D)
(A)「企業は株主の所有物、社員も生産要素のひとつにすぎない」とは思わない（N=483）		90.7	43.7	87.6
(B)「会社の利害関係者は株主に限らない。経営もその複数の意向を反映したものでなければならない」と思う（N=627）	69.9		46.4	87.1
(C)「経営者の基本的な役割は資本効率を高めて株主の利益最大化に貢献することにある」と思う（N=365）	57.8	79.7		79.7
(D)「経営目標は同一である必要はなく、企業の個性にみあって優先目標が決められ、それに基づいて経営されることが望ましい」と思う（N=615）	68.8	88.8	47.3	

（注）AとBのワーディングは短く表現したため、多少変わっている。出所：稲上・連合総研(2000),p56.

以上のデータA, B, Cについての考察により、日本の経営者の株主に対する態度に関して、次のことがいえると思われる。自民党案1が発表される以前の1995年から自民党案3が発表されるまで、企業外部から株主重視のコーポレート・ガバナンス改革を迫られながらも、経営者の株主に対する態度は基本的には変化していない。すなわち、株主（利益）重視の姿勢を示しながら自己の経営権確保および株主主権の否定をするという態度を保持しているのである。これより、日本企業の経営者は、純粋に株主のためではなく、自己の経営権・立場の確保のために株主利益重視の経営目標を掲げているという推論が成り立つように思われる。したがって、日本企業のコーポレート・ガバナンス問題分析に対して、経営者エンタレンチメント概念の適用可能性はあると考えられる。

4. 経営者の任免に関する項目の分析

ここでは、経営者エンタレンチメント構造が、日本企業において成立する（している）可能

性があるか否かを検討する。経営者および取締役の任免が、経営者を含む内部トップマネジメントの影響を強く受ける、あるいは経営陣が内部昇進者である傾向が強い場合、外部からのコーポレート・ガバナンスの圧力は効きにくいと考えられる。つまり、エントレンチメント構造が確立される（されている）可能性が高いといえるのである。また、経営者の立場が絶対的なものでなければ、経営者がエントレンチ行動を行う可能性が高くなる。このような状況が成り立つか否か、以下、データによって分析していこう。

表3 会長・社長・取締役の任免に関する意思決定機関（データA）

(1) 現状の決定者

	会長の選任 (579名)	会長の罷免 (555名)	社長の選任 (642名)	社長の罷免 (607名)	関係トップ指名 (649名)
社長	31.8%	26.7%	27.1%	20.3%	72.7%
会長	20.7	19.1	19.6	17.3	10.9
取締役会	20.0	20.9	26.0	27.8	8.0
常務会等の経営 トップ層の会議	4.5	4.5	6.2	6.8	7.9
親会社	8.6	9.2	11.5	11.5	1.1
大株主	3.1	3.6	4.0	5.4	0.3
自社トップマネ ジメントOB	0.2	—	0.6	0.3	0.2
創業者	2.6	2.5	3.7	3.0	0.9
該当無し	9.3	13.2	0.9	6.4	2.2
その他	3.3	4.0	3.7	4.3	1.5

(2) 誰の影響を受けているか

	会長の選任 (579名)	会長の罷免 (555名)	社長の選任 (642名)	社長の罷免 (607名)	関係トップ指名 (649名)
社長	20.6%	18.3%	14.9%	12.3%	27.0%
会長	16.7	14.5	20.9	19.8	18.9
取締役会	4.3	6.8	6.5	8.5	4.9
常務会等の経営 トップ層の会議	9.1	10.0	9.4	10.2	24.3
親会社	10.6	10.9	12.5	12.5	1.5
大株主	11.3	11.3	13.5	13.5	1.7
自社トップマネ ジメントOB	4.5	3.6	3.7	2.7	0.6
創業者	3.5	3.2	5.1	2.9	0.9
該当無し	16.7	19.0	10.0	13.7	6.9
その他	7.8	8.4	8.6	8.9	18.4

(注) 1. 各項目に対する回答者数は、()内に記載の通り。

2. 上記表における「その他」は、「副会長」「名誉会長」「副社長」「担当役員」「社外取締役」「監督官庁」「メインバンク」「株主総会」「監査役」「その他」という回答の割合を合計したもの。

3. 複数回答のため、構成比の合計は100%にならない。「—」は、回答無し。

表3は、データAによるものである⁸⁾。まず、(1)現状の決定者をみてみよう。社長の決定

に関しては、社長が決めていると回答している割合が27.1%であり、社長以外の内部トップマネジメントの合計が59.3%である。社長の罷免については、社長自身が決めると回答している割合が20.3%、社長以外のトップマネジメントの合計は54.9%にのぼる。そして、関係トップ指名については、社長が決めていると答える割合が、実に72.7%にのぼっている。これらの結果は、以下のように解釈できると思われる。社長の選任は、社長自らが決めるという回答が約3割、関係トップが決めるというのが6割弱、そして、その関係トップの大多数は、社長によって決められている。つまり、社長の選任は、社長自らと社長が指名した関係トップによって行われるということである。このことから、社長は自己の社長選任に対して、かなりの自由裁量をもっていると推察される。これは、日本企業の内部組織に経営者エントレンチメントが確立される条件が整っていることを意味する。一方、社長の罷免については、関係トップがそれを決定するという回答が約6割を占めている。このことから、社長は自己の社長選任に対して自由裁量を有しながらも、その地位は決して絶対的なものではないことがわかる。すなわち、これは社長がエントレンチ行動を必要とすることを意味し、その結果として、自己の社長選任に対する自由裁量を獲得しているものと推察される。このことは、(2)のデータからも読みとれる。(1)に比して、それぞれの項目の割合が分散していることがわかる。(1)からは、社長の選任に対する社長の自由裁量は非常に大きいと考えられたが、それも必ずしも絶対的なものではなく、内部の各トップがその決定に影響を及ぼしているのである。このことから、社長がエントレンチ行動の必要性を感じ、そしてそれを実際に行う可能性のあることが推察される。

次に、データBをみてみよう。

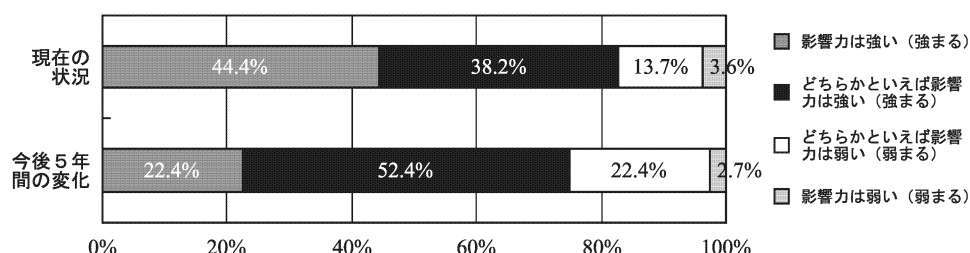


図5 コーポレート・ガバナンスの現状と今後の方向性 (内部昇進による経営陣) (データB)

図5から読みとれるのは、現状としては、コーポレート・ガバナンスを行う主体として、内部昇進による経営陣の影響力が強いということである。この結果は、第3節の考察およびデータAの表3と整合的であるように思われる。経営者は株主権を認めておらず、また、経営者は経営陣の選任に対して強い影響力を有しており、それゆえ経営者の意向は取締役の思考・行動に強く影響している。そして、そのような経営陣が企業のコーポレート・ガバナンスを担っている。すなわち、経営者エントレンチメント構造が内部組織に存在する状況である。このよ

うな状況を、図5の「現在の状況」は表しているものと推察される。一方、「今後5年間の変化」については、内部昇進の取締役のコーポレート・ガバナンスに対する影響力が弱まると回答する傾向が強くなっている。「影響力は強まる」から「どちらかといえば影響力は強まる」へ、「どちらかといえば影響力は強まる」から「どちらかといえば影響力は弱まる」へと、回答者が弱気になっていることがうかがえる。すなわち、経営者が外部からのコーポレート・ガバナンス改革の圧力に対して、センシティブになっている現れであろう。これは、株主重視のコーポレート・ガバナンス改革の圧力に対して、経営者が資本効率・株主価値重視経営を打ち出していることに対応し、第3節における考察とも矛盾しない。この状況から、経営者はエントレンチ行動を行うインセンティブをもつ可能性が高いと推察される。

さて、最後にデータCをみてみよう。

表4 役員人事 (N=731) (データC)

	現 状			
	あてはまる	どちらとも いえない	あてはまら ない	N.A.
1. 新社長の人選に大株主・親会社の意向が強く働く	29.5 %	12.9 %	55.4 %	2.2 %
2. 副社長以下の人事について、社長の意向が強く働く	85.8	10.3	2.7	1.2
3. 社長を含む役員人事に創業者やその親族の意向が強く働く	14.9	8.5	74.8	1.8
4. 社長を含む役員人事にはメインバンクの意向が強く働く	2.6	9.0	86.3	2.1
5. 常勤監査役（外部監査役を除く）には取締役経験者がなることが多い	47.9	29.5	22.0	0.5
6. 社長や副社長などの経営首脳については、しばしば抜擢人事がある	15.5	32.1	50.9	1.5

これは、「貴社の役員人事について、以下のようなことがあてはまりますか。」という設問に対する回答結果である。「2. 副社長以下の人事について、社長の意向が強く働く」と回答した経営者が85.8%ということで、データA（表3）の(1)と同様の結果が得られている。やはり、内部経営陣の任免に対して経営者の影響力は依然として強く、これは経営者エントレンチメント構造形成の条件が整っていることを意味する。一方、経営者の任免については、それに対するメインバンクや創業者・親族等の影響が弱いことは推察できるが、株主からの影響については、大株主と親会社が同一項目で調査されていることから、はっきりしたことはわからない。

以上、データA, B, Cによる考察から、以下のことが推察される。まず第1に、経営者（社長）の選任については、社長を含めた内部経営陣による影響が強いということである。1995年時点のデータAでは、社長の選任について社長を含めた内部経営陣による影響力が圧

倒的であり、その内部経営陣の選出は経営者（社長）の影響を強く受けている。すなわち、経営者の人的資源配分決定によるエントレンチ行動が有効に働く土壌があることが推察されるのである。1998年のデータBの「現在の状況」では、依然として内部経営陣の権力が大きいことが推察される。そして、1999年時点のデータCにおいても、経営者（社長）の人的資源配分決定によるエントレンチ行動が有効に働いていることが推察される。この分析期間においては、株主重視を基調としたコーポレート・ガバナンス改革論が盛んに提唱されていたのも関わらず、上記のような経営者の人的資源配分決定（エントレンチ行動）の傾向は変わっていない。したがって、日本企業の内部組織に経営者エントレンチメント構造が成立する可能性は十分にあると考えられ、また、現実に人的資源配分決定によるエントレンチメントを備えている可能性は高いと思われる。

第2は、経営者（社長）の立場は必ずしも絶対的ではなく、また、外部からのプレッシャーにも影響されるということである。すなわち、株主主権を主眼としたコーポレート・ガバナンス改革要請に対して、経営者は敏感に反応し、自己の経営権をより強固なものにしようとするエントレンチ行動を行うインセンティブをもつ可能性があるのではないかと推察されるのである。

5. 経営者の意思決定に関する項目の分析

ここでは、経営者特殊的意思決定および上位から下位への経営者エントレンチメントの波及が成立する条件を、経営者の意思決定に関するアンケート調査データによって検討する。経営

表5 現状の経営意思決定者（データA）

	組織改革方針 (668名)	財務戦略決定 (668名)	配当水準決定 (668名)	新規テーマ事業化 (669名)	社風の改革 (655名)
社長	62.1%	55.2%	54.3%	50.8%	68.9%
会長	3.6	4.8	5.8	2.5	5.2
取締役会	11.8	13.8	18.9	14.9	7.8
常務会等の経営 トップ層の会議	21.6	23.7	18.9	28.4	18.0
親会社	—	0.6	0.7	0.1	—
大株主	—	0.1	0.1	—	—
自社トップマネ ジメントOB	0.3	—	0.1	—	0.2
創業者	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
該当無し	—	0.1	0.4	0.1	2.1
その他	2.4	4.8	3.6	5.2	1.3

- (注) 1. 各項目に対する回答者数は、()内に記載の通り。
 2. 上記表における「その他」は、「副会長」「名誉会長」「副社長」「担当役員」「社外取締役」「監督官庁」「メインバンク」「株主総会」「監査役」「その他」という回答の割合を合計したものの。
 3. 複数回答のため、構成比の合計は100%にならない。「—」は、回答無し。

者特殊的意思決定が行われる条件は、企業意思決定に対してトップ経営者の意向が強く働くこと、そして、その意思決定の流れの傾向がトップダウンであること等である。以下、データによって検討していこう。

表5は、データAによるトップマネジメントの意思決定の状況である。全ての意思決定項目において、社長が決定するという回答が5割を超えている。特に、組織改革方針については、6割を超えている。これは、経営者エンタレンチメント構造の確立について、本稿において特に重要と考えている経営者のエンタレンチ行動としての人的資源配分決定が行われる可能性が高いことを示唆している。さらに、全ての経営意思決定に関して、実に9割以上が内部経営陣によって決定されていると回答している。表3でみたように、内部経営陣は社長によって指名されている。このことと併せて考えると、企業の意思決定は、実質的には社長によってなされているといっても過言ではなかろう。したがって、1995年時点においては、エンタレンチ行動としての経営者特殊的意思決定が行われる土壌が、日本企業に存在していたと推察される。

さて、コーポレート・ガバナンス改革論が進むにつれて、この傾向がどのように変わっていったのかをデータCによってみてみよう⁹⁾。

表6 経営者の意思決定 (N=731) (データC)

	現 状			
	あてはまる	どちらとも いえない	あてはまら ない	N.A.
経営戦略など重要な意思決定は、実質的に特定の人物（社長会長などのトップ経営者）の判断に大きく依存している	48.7 %	31.7 %	18.2 %	1.4 %

表6は、「貴社の取締役会等について、以下のようなことがあてはまりますか。」という設問においてなされたアンケート調査の結果である。重要な意思決定に際して5割近くがトップ経営者によってなされているという結果を得ている。また、「あてはまらない」という回答は18.2%に過ぎない。表5に比べて項目数が少なく、詳細な分析を行うのは難しいが、表5における分析と同じような傾向にあるということはいえそうである。

A:ボトムアップ

B:トップダウン

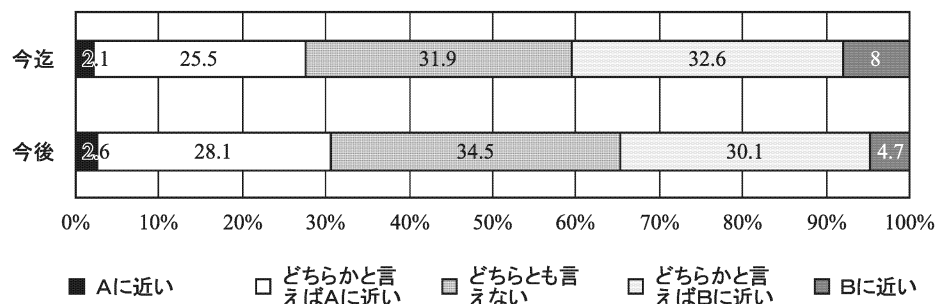


図6 「今迄」と「今後」の企業の姿：組織（情報の流れ）（データA）

次に、もうひとつ別の角度から分析を行ってみよう。すなわち、経営意思決定の情報の流れが、トップダウンの傾向にあるか、ボトムアップの傾向にあるかの分析である。

図6は、データA時点における組織内の意思決定構造に関する回答結果である¹⁰⁾。今迄と今後を比べてみると、傾向としてはトップダウンからボトムアップへ傾いている。ところが、データB時点になると、以下の図7のように、その趨勢は逆転する¹¹⁾。

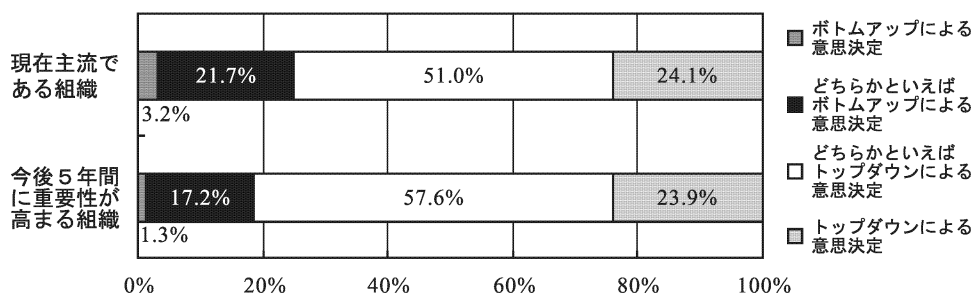


図7 企業組織の現状と今後の方向性（意思決定面）（データB）

これを見ると、傾向だけでなく、全体に占めるトップダウンの割合（「トップダウンによる意思決定」と「どちらかといえばトップダウンによる意思決定」の合計）も、図6の時点より増えている。この結果から、図6における「どちらともいえない」の項目は、トップダウン寄りの状況であったのではないかと推察される。

データBの時点は、コーポレート・ガバナンス改革について議論が活発に行われていた時期であるが、そのプレッシャーが経営者のマインドに何らかの変化をもたらしたものと推察される。その変化の理由は、はっきりとは断定できないが、企業業績向上・資本効率重視経営等の方針を企業内部組織に徹底させるには、トップダウンによる意思決定構造の方が望ましいと経営者は考えたのかもしれない。ともあれ、企業内部組織全体に経営者エンタレンチメントの波及が起こりうる状況に変化しているということはいえそうである。なお、この項目について、データCには該当する項目はなかった。

以上、データA、B、Cによる分析の結果、以下のようなことが推察される。

経営者特殊的意思決定については、1995年時点のデータAの結果から、それが行われる土壌のある可能性が高いと推察される。データBをとばし、1999年時点のデータCにおいても、傾向としては同様であるといえそうである。経営者エンタレンチメントの企業組織内部全体への波及現象は、株主主権に立脚したコーポレート・ガバナンス改革要請のプレッシャーが増すにつれて、その成立可能性が高くなるような結果が得られている。したがって、データAからデータC、およびデータAからデータBにかけて、日本企業において経営者のエンタレンチ行動が行われる可能性、そして経営者エンタレンチメントの波及が成立する可能性はであると推察される。

6. コーポレート・ファイナンスに関する項目の分析

最後に、コーポレート・ファイナンス、すなわち資金調達面から、日本企業に経営者エントレンチメント構造が成立する（成立している）可能性があるか否か、経営者エントレンチメント概念の日本企業のコーポレート・ガバナンス問題分析への適用可能性があるか否かを検討する。分析に際して、前節までは、データ A, B, C の3種のデータを用いて考察を行ってきた。しかし、本節におけるコーポレート・ファイナンスに関する項目の分析に堪えうるようなアンケート調査データ項目は、非常に乏しい。そこで、本節においては、Berger, Ofek, and Yermack(1997)のエントレンチメント・アプローチによる実証研究結果と入手可能なアンケート調査データを照らし合わせる形で分析データの不足を補い、経営者エントレンチメント概念の適用可能性について考察していくこととする。

さて、Berger, Ofek, and Yermack(1997)は、アメリカの企業を対象に、企業の財務戦略と経営者エントレンチメントとの間に何らかの関係があるか否かを調査している。彼らは、経営者の在職期間の長さ、外部取締役の株式持分、大株主の存在などをエントレンチメントの指標とし、企業の負債比率とのクロス・セクショナルな関係を分析している。それによれば、企業の負債比率は、経営者のエントレンチメントと負の相関を持つ。すなわち、経営者エントレンチメントが強いほど負債比率は低く、逆にそれが弱いと負債比率は高いということになる。また、彼らは、経営者のエントレンチメントを脅かすイベントである敵対的買収、前経営者の更迭、大株主の出現等の直後に、企業の負債比率が上昇することも報告している。第3章において考察したように、株主の観点から財務政策を議論する効率的アプローチによれば、負債は経営者の拡大主義を抑制する役割を持つ。一方、エントレンチメント・アプローチでは、経営者は、債務不履行による更迭を招く、あるいは投資活動を制限する負債の発行を嫌うから、コーポレート・ガバナンスの圧力が弱いほど、そして経営者エントレンチメントが強いほど、企業の負債比率は低いと考えられる。Berger, Ofek, and Yermack(1997)の実証研究は、このエントレンチメント・アプローチによる推察と整合的である。では、この分析結果が日本企業についてのアンケート調査データとも整合するか確かめてみよう。

これは、「過去5年間をとった場合、貴社では中長期の資金調達方法としてどのようなものを重視してきましたか。また、今後についてはどうお考えですか。それぞれ主なものを3つまで選んで○をしてください。」という設問内容において実施されたアンケート調査結果である。注目すべき点は、資金調達源泉として、今後普通社債の発行を重視するという結果である(30.4%→43.1%)。データC時点は、各団体のコーポレート・ガバナンス改革論がほぼ出揃った時期である。また、企業業績も低下しており、エントレンチメント・アプローチの観点からは、これは経営者のエントレンチメントが弱くなっている状態であると認識される。外部から

表7 資金調達源泉について (N=731) (データ C)

	過去5年間重視	今後重視
普通株式	16.0 %	18.5 %
優先株式	1.5	5.3
転換社債	45.0	29.3
新株引受権付社債	16.7	7.8
劣後株	0.8	1.0
劣後ローン	2.5	1.4
永久債	0.3	0.7
普通社債	30.4	43.1
資産担保証券	2.3	7.0
銀行借入	65.8	53.6
その他の借入金	12.7	10.8
N.A.	7.8	18.2

のコーポレート・ガバナンス改革要請の圧力、自己のエンブレチメントの弱体化が認められる状況下で、普通負債発行のインセンティブをもつという表7の結果は、Berger, Ofek, and Yermack(1997)の実証研究と整合的であるように思われる。また、事後的なエンブレチメントの調整手段であると考えられる転換社債の発行のインセンティブが弱くなっている(45.0%→29.3%)ことから、経営者は自己のエンブレチメントの弱体化を意識し、そして外部からのコーポレート・ガバナンスの圧力に対してセンシティブになっているのではないかと推察される。すなわち、自己のエンブレチメント強化に直接的に繋がる投資決定において有効な方策が見あらず、転換社債が株式に転換される可能性も小さいと、日本企業の経営者は見込んでいるのではないと思われる。株式価値の低下は、自己のエンブレチメントの低下にも繋がるので、現在の企業業績や株主市場の状況からエクイティ・ファイナンスによる資金調達に対しては消極的なのであろう。それは、普通株式発行の伸び率が小さい(16.0%→18.5%)ことからもうかがえる。つまり、そういえるのは、銀行借入の項目の低下(65.8%→53.6%)から、日本企業の資金調達は直接金融型に移行していると推察されるが、普通社債の伸び率に対して、新株発行を伴う資金調達源泉の選択率は、低いかマイナスであることを根拠にしていることである。

ここで、以上の状況を追認するために補足データを導入してみる。

以下の図8は、大村・増子(2001)p.185における図1である。このデータは、大蔵省財政金融研究所(現財務省財務総合政策研究所)内『わが国のコーポレートファイナンスとコーポレートガバナンスに関する研究プロジェクト』が早稲田大学産業経営研究所の協力を得て、1999年11月10日～同年11月30日の期間に、上場企業および一部の店頭登録企業を対象に実施し

たアンケート調査を基にしている。すべてのアンケート分析結果については、『わが国企業のファイナンスシステムとコーポレートガバナンスに関するアンケート調査中間報告書』（2000年10月、大蔵省財務総合研究所編）においてまとめられているが、本稿では、大村・増子（2001）のみを参照している。なお、アンケート調査期間は、データCよりも10ヶ月ほど後である。

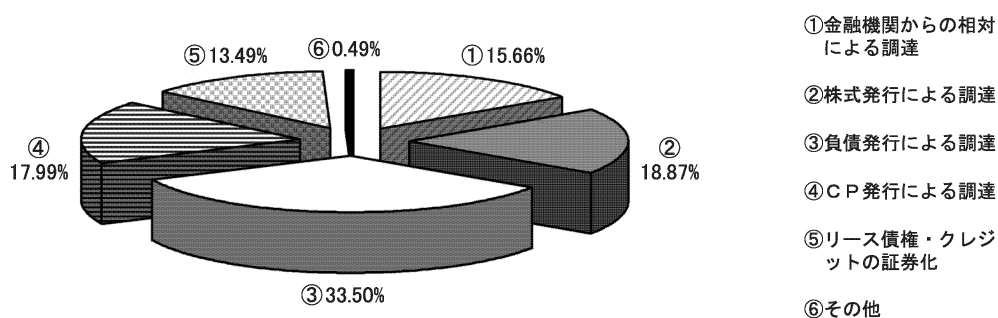


図8 今後、拡大されると考えるファイナンス方法（複数回答）

ここにおいても、表7と同様の傾向を読みとることができる。日本企業の経営者は、やはり株式発行ではなく、負債発行による資金調達を選好していることが窺える。

さて、以上の分析には、当然のことながら限界がある。まず、Berger, Ofek, and Yermack (1997)の実証分析は、アメリカの企業を対象にしているということである。エントレンチメント概念の論理構成そのものは、日本企業特有のものではなく、一般化された概念であるので、観察対象がアメリカ企業であろうと日本企業であろうと問題はないはずである。しかし、一定のニュアンスの違いが存在することも否めない事実であり、この点において解釈に誤謬が生じる可能性はある。もうひとつ、アンケート調査データの不足があげられる。本節の分析に使用できるデータは、データCにしか存在しなかった。したがって、イベントを中心としたアンケート調査結果の時系列的な変化によって経営者エントレンチメント概念の日本企業への適用可能性を探るといふ本章のスタイルに、この第6節は合致していない。このような問題が存在するが、Berger, Ofek, and Yermack(1997)の実証研究結果と表7（および図8）の結果は、本節の分析の限りにおいては矛盾しないと考えられる。したがって、限定的にはあるが、日本企業のコーポレート・ガバナンス問題研究の分析枠組みとして、経営者エントレンチメント概念が有効である可能性はあると思われる。

7. 要約と結論

以上、日本企業のコーポレート・ガバナンス問題の分析枠組みとして、経営者エントレンチメント概念が適用可能か否かを、主にアンケート調査データによって検討してきた。その分析

の結果、以下のことが推察される。

「経営者の株主に対する意識に関する項目の分析」の結果、経営者団体の掲げる「資本効率重視経営」や「株主利益重視経営」は、いわゆる「株主主権」とは趣旨が異なり、株主のことを第一に考えてのものではなく、経営者の自己の経営権確保、すなわちエンタレチメント強化のための株主に対するアナウンスメントである可能性が高いということが推察される。これは、経営者団体以外からの株主主権を主眼としたコーポレート・ガバナンス・システム改革要請に対して、日本企業の経営者はその要請の目的に反し、自己の立場の保全を確保した上で、あるいはその確保を目的として、改革要求の表層部分（株主利益の一応の充足）に応える、というかたちで理解される。このような状況は、経営者エンタレチメント概念と整合的であり、したがって、日本企業の行動を分析する理論枠組みとして、エンタレチメント・アプローチは有効であると考えられる。

次に、「経営者の任免に関する項目についての分析」の結果であるが、これによると、トップマネジメントの選任に関して、社長の自由裁量が大きいことが明らかになった。社長の選任に関しても、それと同様のことがいえる。しかしながら、その自由裁量は決して絶対的なものではなく、絶えず他者からの評価の目に晒されており、それに対して経営者（および経営陣）がセンシティブになっている可能性があることもデータによって示されている。以上のことから、日本企業の内部組織において、経営者（社長）を頂点としたエンタレチメント構造が成立する可能性があり、また、社長自身（および経営陣）がエンタレチメント行動を必要とする可能性が示唆される。

続いて、「経営者の意思決定に関する項目の分析」の結果であるが、重要な経営意思決定については、社長の影響力が強いことが明らかになっている。そして、会社外部からのコーポレート・ガバナンス改革の圧力が増すにつれて、経営意思決定構造の傾向が、ボトムアップからトップダウンに移り変わっている。このことから、日本企業において、エンタレチメント行動としての経営者特殊的意思決定が行われる可能性があり、また、経営者エンタレチメントの上位から下位の管理者への波及現象も生じうると考えられる。

最後に、「コーポレート・ファイナンスに関する項目の分析」においては、コーポレート・ガバナンス改革の圧力が存在する状況における日本企業の資金調達行動の傾向が、Berger, Ofek, and Yermack(1997)の実証研究結果と矛盾しないことが明らかになった。彼らの実証研究においては、経営者エンタレチメントの強さと負債比率には負の相関関係があるとされている。そして、アンケート調査データによると、日本企業の資金調達源泉選択の傾向が、普通社債の発行にシフトしていることが観察される。質・量の両面においてデータの不備はあるものの、アンケート調査が行われた際の日本企業の外部環境を考慮すると、アメリカの企業を対象とした上記の実証研究結果は、日本企業の資金調達行動においても矛盾するものではない

と思われる。

以上の分析結果から、日本企業のコーポレート・ガバナンス問題の分析枠組みとして、経営者エンタレンチメント概念を適用することの妥当性は支持されるものと考えられる。

注

*本稿は、2003年度東海学園大学特別研究費の一部を利用して得た成果である。

- 1) 経営者エンタレンチメント概念に関する詳細な議論は、拙稿(2001)を参照されたい。
- 2) 例えば、社会経済生産性本部・生産性研究所(1998)、菊池・平田(2000)、東京証券取引所上場部(2000)などがある。
- 3) ただし、アンケート調査を行うにあたっての目的意識については、両者間に差異が認められる。経済同友会のもは、会員に対して自律的なガバナンスを基調とした経営構造改革を訴えた上でのアンケート調査であり、稲上・連合総研(2000)のもは、労働者の厚生を基調とし、日本のコーポレート・ガバナンスの現状を調査する目的で行われたアンケート調査である。したがって、質問の内容やその回答のニュアンスが若干異なる可能性は否定できない。ただし、そういったバイアスを極力抑えるために、政府系の経済企画庁調査局(1998)のデータを軸とし、かつ各団体独特の特徴が色濃く出ていないようなデータ項目を慎重に選択している。
- 4) 筆者の知る限り、東京証券取引所が行ったアンケート調査(1998年と2000年)しか存在しない。このデータを使用しなかったのは、調査項目が本研究の目的と合致していなかったためである。
- 5) 設問内容は、以下の通りである。「企業経営にあたり、ステークホルダーについて、これまでどの程度意識してきましたか。また、今後はどの程度重視するべきだと考えていますか。」
- 6) 設問内容は、以下の通りである。コーポレート・ガバナンスに関与する主体に関して、「(1) 貴社では従来からの主体と新たな主体について、経営基盤強化の観点からどのような組み合わせが最適だとお考えですか。(該当する項目を1つ選んで番号を○で囲んで下さい。)」1. 従来からの主体の経営への影響力が強い状況が望ましい。2. 従来からの主体の影響力が中心であるが、新たな主体の影響力も一部にある状況が望ましい。3. 新たな主体の影響力が中心であるが、従来からの主体の影響力も一部にある状況が望ましい。4. 新たな主体の経営への影響力が強いことが望ましい。
「(2) (1)で2または3を選択された企業の方にお伺いします。従来からの主体の影響力が折衷している状況について、貴社では、a.従来からの主体のうち、経営への影響力が残ることが望ましいのはどの主体ですか。また、b.新たな主体のうち、経営への影響力が強まっていくことが望ましいのはどの主体ですか。(a, bについて、該当する項目をそれぞれ選んで番号を○で囲んで下さい。)」a.経営への影響力が残ることが望ましい主体：1.内部昇進による経営陣、2.メインバンク、3.株式持ち合い相手、4.監督官庁、5.その他。B.経営への影響力が強まっていくことが望ましい主体：1.一般株主、2.国内機関投資家、3.海外機関投資家、4.株式投資、企業買収を検討する潜在的株主、5.その他。
- 7) stakeholderのカタカナ表記として、「ステークホルダー」、「ステイクホルダー」の2種類が混在して

いるが、これは原資料の表記にならったものである。本稿では、基本的には「ステークホルダー」の表記を採用している。

- 8) 設問内容は、以下の通りである。「企業経営上重要と思われる下記事項について、貴社では、(1)現状、実態として誰が決めているか、(2)決定者は誰の影響を最も強く受けているか、の各々について、下欄の中から選び、その記号を()内にご記入下さい。」この設問内容は、以下の表5-5についても同一である。
- 9) データBについては、この項目について該当するデータは存在しなかった。
- 10) 設問内容は、以下の通りである。「今迄の貴社の姿と今後の貴社の姿について、各項目((A)⇔(B))について、あなたのお考えに近いものをお選び下さい。」
- 11) 設問内容は、以下の通りである。「貴社では、以下のような組織について、現在、(A)、(B)のいずれが経営上の主流となっていますか。また、今後5年間では、相対的にみてどちらの重要性が高まるとお考えですか。(各項目ごとに現在と今後について該当する項目を一つ選んで番号を○で囲んで下さい。)」(A)経営方針等重要案件に関してボトムアップによって意思決定、(B)経営方針等重要案件に関してトップダウンによって意思決定。項目：1. Aが主流(Aの重要性が高まる)、2. どちらかといえばAが主流(どちらかといえばAの重要性が高まる)、3. どちらかといえばBが主流(どちらかといえばBの重要性が高まる)、4. Bが主流(Bの重要性が高まる)。

参考文献

(1)邦文文献

- 有賀健、ブルネッロ・ジョルジョ、真殿誠志、大日康史(1996)「企業ヒエラルキーと人的資本形成 内部労働市場と職能別労働市場の比較分析」、伊藤秀史編『日本の企業システム』、東京大学出版会、pp.81-116。
- 池尾和人(1994)「財務面からみた日本の企業」貝塚啓明、植田和男編『変革期の金融システム』、東京大学出版会、pp.95-118。
- 砂川伸幸(1999)「経営者のエントレンチメントと転換社債・ワラント債の発行」、『日本経営学会誌』第4巻、pp.18-27。
- 市古勲(2001)「日本企業におけるコントロール・メカニズムの分析—エントレンチメント・アプローチ—」、『経済科学』第49巻第2号、pp.45-61。
- 稲上毅・連合総合生活開発研究所編(2000)『現代日本のコーポレート・ガバナンス』東洋経済新報社。
- 大村敬一・増子信(2001)「わが国企業の経営パフォーマンスとコーポレートガバナンス—コーポレートファイナンスの視点からのアンケート調査—」、『フィナンシャル・レビュー』第54号、pp.178-209。
- 経済企画庁調査局編(1998)『日本の経営システムの再考—平成10年企業行動に関するアンケート調査報告書』、経済企画庁調査局。
- 経済同友会(1996)『第12回企業白書—日本企業の経営構造改革』経済同友会。
- 経済同友会(1998)『第13回企業白書—資本効率重視経営』経済同友会。
- 経済同友会(1999)『第14回企業白書—“個”の競争力向上による日本企業の再生』経済同友会。

- 穴戸善一(1993)「経営者に対するモニター制度」, 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』, 有斐閣, pp.211-237。
- 自民党商法小委員会(1997)「コーポレート・ガバナンスに関する商法等改正試案骨子」, 『商事法務』第1468号, pp.27-30。
- 自民党商法小委員会(1998)「企業統治に関する商法等の改正案骨子」, 『商事法務』第1494号, pp.54-55。
- 自民党商法小委員会(1999)「企業統治に関する商法等の改正案要綱」, 『商事法務』第1524号, pp.37-39。
- 社会経済生産性本部・生産性研究所(1998)『日本型コーポレート・ガバナンス構築に向けてのトップマネジメント機能の課題』社会経済生産性本部。
- 末永敏和(2000)『コーポレート・ガバナンスと会社法』中央経済社。
- 末廣英生(1996)「意思決定構造と組織のパフォーマンス」, 伊藤秀史編『日本の企業システム』, 東京大学出版会, pp.117-149。
- 谷本寛治(1995)「企業社会のガバナンス・スタイル」, 『和歌山大学経済理論』第263号, pp.1-26。
- 出見世信之(1997)『企業統治問題の経営学的研究』文眞堂。
- 出見世信之(1998)「コーポレート・ガバナンス論争の背景とその意義」, 坂本恒夫, 佐久間信夫編『企業集団支配とコーポレート・ガバナンス』, 文眞堂, pp.1-23。
- 寺本義也編著(1997)『日本企業のコーポレートガバナンス』生産性出版。
- 日本監査役協会(2000)『企業法制の将来に関する中間報告』日本監査役協会。
- 日本経営者団体連盟国際特別委員会(1998)『日本企業のコーポレート・ガバナンス改革の方向—資本市場からも労働市場からも選択される企業をめざして』日経連。
- 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム/コーポレート・ガバナンス原則策定委員会(1998)「コーポレート・ガバナンス原則—新しい日本型企業統治を考える」, 『別冊商事法務』212号, pp.(1)-(24)。
- 平田光弘(2000)「日本における企業統治改革の基盤作りと提言」, 菊池俊夫・平田光弘編著『企業統治の国際比較』, 文眞堂, pp.139-171。
- 深尾光洋, 森田泰子(1997)『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社。
- 森田章(2000)『会社法の規制緩和とコーポレート・ガバナンス』中央経済社。

(2)英文文献

- Berger, P, E. Ofek, and D. Yermack (1997), "Managerial entrenchment and capital structure decisions", *Journal of Finance* 52, pp.1411-1438.
- Jensen, M. and W. Meckling (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3, pp.305-360.
- Noe, T. and M. Rebello (1997), "Renegotiation, investment horizons, and managerial discretion", *Journal of Business* 70, pp.385-407.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1989), "Managerial entrenchment: The case of manager-specific investment", *Journal of Financial Economics* 25, pp.123-139.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52, pp.737-783.