

コーポレート・ガバナンスとイノベーション —アメリカ型コーポレート・ガバナンスに対する批判的な諸議論を中心に—

著者	馬場 大治
雑誌名	甲南経営研究
巻	41
号	1・2
ページ	207-232
発行年	2000-10
URL	http://doi.org/10.14990/00003950

コーポレート・ガバナンスと イノベーション

——アメリカ型コーポレート・ガバナンスに対する
批判的な諸議論を中心に——

馬 場 大 治

1. はしがき：本稿の目的

周知の通り、近年、わが国において、コーポレート・ガバナンスに関する関心が高まっている。わが国企業のコーポレート・ガバナンスがいかにあるべきか、または、今後どのように変化していくのかといった議論が、アカデミズムのみならず、ジャーナリズムや実業界においても、また、経営学のみならず、経済学、会計学、法学的観点からも、きわめて活発に議論されている。従来より、わが国企業が欧米企業と比べて独特のコーポレート・ガバナンスのシステムを作り出してきたことは、「企業集団論」や「取締役会の無機能化論」として、議論となるころではあったが、近年のコーポレート・ガバナンス論議の盛り上がりには、企業業績の悪化や企業を取り巻く環境の変化といった現実世界の劇的な変化が背景として存在する。好川 (1999) は、近年のコーポレート・ガバナンス論議の活発化の背景を、次のように要約している。⁽¹⁾

(1) 好川 (1999) pp. 3~5。

- ①企業によるインサイダー取引や、証券会社による損失補填といった一連のスキandalにより、日本企業の倫理観が問われ始めたこと。
- ②1980年代後半のバブル時代における日本企業の過剰投資の原因として、経営者に対するモニタリング不足が認識され始めたこと。
- ③1990年の株価暴落以降、株式投資による収益率が低迷していることにより、日本企業が株主利益をあまり重視していないことに対する社会意識が変化したこと。
- ④日本経済が成熟化し、他の先進諸国並の経済成長率に落ち着くにしたがい、グローバル市場における競争力を維持するためには、従来の売上高やシェアを重視する経営から収益性重視の経営へと、戦略を転じる必要性がでてきたこと。
- ⑤1990年代の長引く不況の影響で、株式持ち合いシステムの解消が進み、代わって、外国人投資家や個人投資家といった、収益性を重視する投資家の比重が高くなると予想されること。

このような背景のもとで、近年のコーポレート・ガバナンスに関する議論が行われているのであるから、そこにおいては、株主の利益を重視した経営が行われるようなガバナンスのシステムをいかに構築すべきかといった方向や、今後そのようなシステムのもとで企業経営はいかに変化するかといった形での議論がその中心を占めているのは当然であろう。これらの議論において、経営者をうまくモニタリングし、株主の利益により忠実に行動せしめるガバナンス・システムの典型例として引き合いに出されるのは、アメリカ型のコーポレート・ガバナンスである。

後述するように、アメリカ型のコーポレート・ガバナンスが、経営者に対するモニタリングそのものに関しては、わが国企業のシステムと比べて有効なシステムであることはよく知られているところであろう。しかしながら、1980年代半ばから、アメリカにおいて、そのコーポレート・ガバナンス・シ

システムに対して、それが経営者の企業家精神を沈滞させ、イノベーションのための各種の行動を抑制するとの観点からの批判が行われていたことは余り知られていない。この種の議論は、当時のアメリカ企業の競争力の凋落の原因の一つとして、アメリカ型のコーポレート・ガバナンスの問題点に注目したものであり、Drucker (1986), Chandler (1990), Porter (1992) といった、そうそうたる大家もこの問題に言及するような、一般的で有力な議論であった。

本稿の目的は、アメリカ型コーポレート・ガバナンスが経営者の革新職能の発揮に悪影響を与えているとするこのような諸議論をレビューし、考察することにある。ただし、その本当の意図は、わが国企業のコーポレート・ガバナンスのあり方を考えるにあたって、いわば、「お手本」とされることが多いアメリカ型コーポレート・ガバナンスに対する批判的な議論が存在することを示し、わが国企業のコーポレート・ガバナンスのあり方を考えるにあたって、そのことが念頭に置かれる必要があるとの認識を喚起することにある。しかしながら、本稿では、この種の議論がわが国企業のコーポレート・ガバナンスのあり方に対して含意することの考察はまた別の機会に譲ることとし、文字通り、アメリカにおける諸議論をレビューすることだけに留める。というのは、本稿で取り上げた議論を踏まえた形でわが国企業の問題を取り扱うのは、非常に大きな問題となるため筆者の能力と時間の関係で困難であるという、極めて単純かつ、物理的な理由と、本稿で取り上げたような議論がアメリカにおいて一時一般的であったことを単に示すだけでも、わが国企業のコーポレート・ガバナンスをめぐる議論に対してそれなりの問題提議を行ったことになりうると考えたからである。

以上の意図のもと、本稿では以下の順番で議論を展開していく。まず、次節では、本稿で取り上げるアメリカ型のコーポレート・ガバナンスについて簡単に説明する。その際、企業のコーポレート・ガバナンスを考えるに当た

って、依拠されることが多い、エージェンシー理論を援用しながら、アメリカ型コーポレート・ガバナンスが経営者を効果的にモニタリングできるシステムであるとする通説的な見解を中心に論を進める（2節）。続いて、そのようなアメリカ型のコーポレート・ガバナンスが、企業が各種のイノベーションを行うことを抑制するという観点からは問題があるとする諸研究を考察していくが、まず、これらの議論を簡単に整理し、以下の議論を展開するに当たって共通して用いられる、「財務的コントロール」という概念とその問題点について考察する（3節）。そして、具体的にこのような問題の原因であるとされる諸要因について、それぞれ理論的に考察し（4節）、さらに、そのような問題意識のもとに行われた実証研究の結果を検討する（5節）。最後にこのような議論が出てきた背景と最近の状況について簡単に触れて、結びに代えられる（6節）。

2. エージェンシー理論からみたアメリカ型コーポレート・ガバナンス

企業のコーポレート・ガバナンスに関して論じる場合、最も典型的に依拠される議論として、エージェンシー理論が挙げられる。ここでは、それに基づきながら、本稿で取り上げられるアメリカ型のコーポレート・ガバナンスについて簡単に説明し、これが経営者に対するモニタリングそのものに関しては優れたシステムであるとの見解を紹介する。

エージェンシー理論においては、企業を構成する経営者、株主、債権者、労働者等のそれぞれの間の、利害の対立、すなわち、エージェンシー問題が取り上げられ、それぞれの間で結ばれた契約のあり方がテーマとされる。本稿のテーマであるコーポレート・ガバナンスの問題は、所有と経営が分離した株式会社における株主と経営者の間のエージェンシー問題として取り上げられている。この種の議論の代表的なものとして、Fama & Jensen (1983, 1983a) の議論が挙げられるが、彼らの議論は、現実に存在する各種の企業

形態が、なぜ今日のような形で存在しているのかについて考察したものである。この議論は、現実に存在する企業形態を、各種の企業形態間の競争に打ち勝って今日の形ができたとの前提から論じたものであるため、アメリカの株式会社のコーポレート・ガバナンスに関して、それが経営者のモニタリングに関しては優れた制度であるとの観点から、理解するにあたって非常に有用である。⁽²⁾

Fama & Jensen (1983, 1983a) は、残余請求権者、すなわち、株主が、残余リスクの負担しか行わず、市場においてそれを自由に譲渡可能である、所有と支配が分離した現在最も一般的な株式会社形態を「オープン・コーポレーション」と呼び、残余請求権の形がより制限的な企業形態、具体的には、個人企業、合名会社、合資会社、有限会社、非上場の株式会社といった企業形態を「クローズドな組織」と呼ぶ。そして、そもそも株主と経営者の間でエージェンシー問題が発生しないクローズドな組織と比べて、それが発生する可能性があるということに関しては、オープン・コーポレーションの方が非効率的な組織形態であるとしながらも、

- ・残余請求権が非制限的であることによる各種のメリットが享受できると
- ・経営者をモニタリングし、エージェンシー問題を緩和する各種の仕組みが存在すること

により、この企業形態が今日最も一般的な企業形態になり得たと主張している。本稿の問題意識との関連でここで取り上げられるべきは、エージェンシー問題を緩和する各種の仕組みである。そのような仕組みとして、Fama & Jensen (1983, 1983a) では、企業内部のモニタリング・メカニズムと資本市場によるモニタリングの存在が主張されている。

(2) Fama & Jensen (1983, 1983a) の議論に関しては、馬場 (1994)、濱村 (1995) に詳しい。

企業内部のモニタリング・メカニズムに関しては、企業において行われる意思決定に注目して、次のような議論を展開している。まず、意思決定と一括して呼ばれる行動を、子細に検討すると、①発議（initiation）②批准（ratification）③実行（implementation）④監視（monitoring）の4つのプロセスよりなるとし、このうちの①と②を意思決定マネジメント、③と④を意思決定コントロールと呼ぶ。すると、企業における各種のエージェンシー問題を統制するためには、この両者を一人のエージェントが行わないこと、すなわち、意思決定マネジメントと意思決定コントロールの分離が必要であることになる。

そのための仕組みとして、一般に組織には、意思決定のヒエラルキーが存在するとされる。つまり、大規模な組織においては、より高位のエージェントがより低位のエージェントに対して、その発議を批准し、その業績を評価するフォーマルなシステムが存在し、意思決定における2つの局面を1人のエージェントが独占しないことを保証している。そして、最上位のエージェント、すなわち、経営者に対して、意思決定マネジメントと意思決定コントロールの分離を保証する仕組みとして、取締役会が存在することになる。つまり、経営者の採用やその報酬を決定する権限を持ち、かつ、彼等が行った重要な意思決定を承認し、監視する機関として取締役会が存在するとされる。さらに、取締役会の構成は、わが国の企業のように内部取締役が圧倒的多数を占めているのではなく、外部取締役がかなりの比率を占めており、そのことにより、取締役会がこの機能をより強力に果たすことが保証されているとされる。

また、エージェンシー理論では、株式市場の圧力による経営者に対するモニタリングも強調されている。残余請求権である株式の自由な譲渡が可能であるから、株式市場においてそれを低コストでそれを評価し、取引することが可能となる。そしてそこで成立した株価は現在と将来のネット・キャッシュ

ュフローに対する意思決定を集約したものとなり、それに対する目に見えるシグナルとなるのである。さらに会社支配の市場としての株式市場も、経営者の行動を規律付ける機能を果たすとされる。つまり、現職の経営者の怠慢や無能力によって、潜在的に期待されるよりも低い株価がついているような企業を、より効率的に経営できると考える企業や金融機関は、その企業を乗っ取り、支配権を獲得することにより、より高い株価を実現できることができ、それにより巨大な資本利得を獲得することができる。したがって、経営者は乗っ取りの対象となり、その職を奪われることを避けるべく、株価を極大化する誘因を持つことになる。

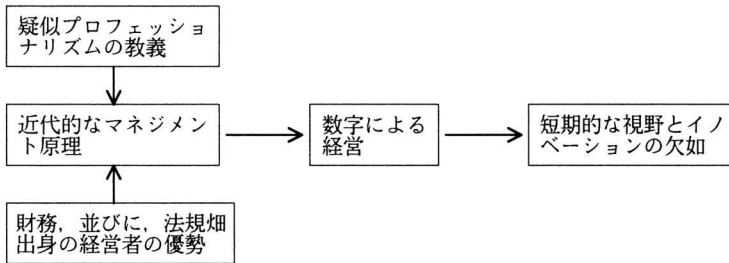
3. 財務的コントロールとイノベーション

前節で示されたように、アメリカ型コーポレート・ガバナンスは、経営者に対するモニタリングという観点では優れたシステムであることは明らかであろう。しかしながら、そのシステムが経営者の視野をより短期的にし、過度にリスクを嫌悪する傾向をもたらすとする議論も一時期アメリカにおいて盛んに論じられていた。

Hill, Hitt & Hoskisson (1988) は、当時のアメリカ企業の競争力の停滞の原因として、各種の近代的なマネジメント技法に対する過度の信奉が挙げられるとした、有名な Hayes & Abernathy (1980) の古典的な議論を引合いに出しながら、アメリカ型コーポレート・ガバナンスの問題点を指摘している。Hayes & Abernathy (1980) の議論は、⁽³⁾ [図1] のように要約されるが、彼らはROI重視や製品ポートフォリオ・マネジメントといった各種の近代的でエレガントなマネジメント技法がアメリカ企業に広く受け入れられたことこそが、その競争力の衰退を招いた主因であると主張している。つま

(3) 図の出典は、Hill, Hitt & Hoskisson (1988) p. 52, Exhibit1。ただし、若干、本稿の趣旨に沿って、筆者によって修正されている。

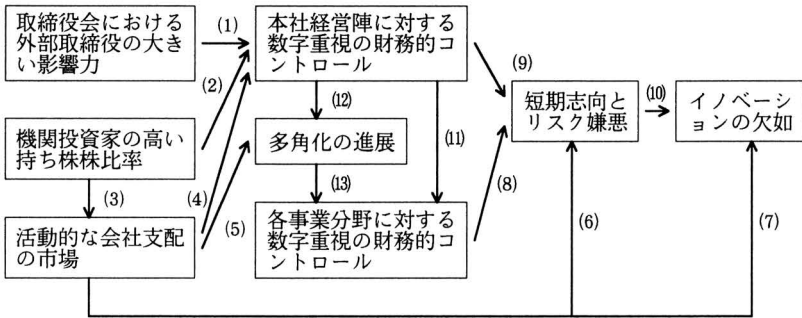
〔図1 Hayes & Abernathy (1980) の議論〕



り、これらの技法を用いて、いわば、「数字による経営 (management by the numbers)」を行うことは、経験から生じる洞察よりも分析的推論を、そして、技術的競争力の長期的な発展よりも短期的なコスト削減を行うことを重視するものであり、疑似プロフェッショナリズム (pseudo-professionalism) とも呼ぶべきものであると激しく批判する。そして彼等は、経営者の中で高い比率を占めるにいたっていた法規畑や財務畑出身の経営者が、事業が実際に直面している諸状況を直接経験によって知ることなく短期的な数字合わせに終始し、長期的な観点で評価されねばならない新製品、新技術開発といった革新的なことを行うリスクを避けたことこそが、アメリカ企業の長期的な競争力の喪失を招いたと論じている。

それに対して、Hill, Hitt & Hoskisson (1988) は、Hayes & Abernathy (1980) が批判した近代的なマネジメント技法の一大流行は、1980年代の後半には下火になり、その問題点に対する十分な反省が行われたにも関わらず、アメリカ企業の競争力の衰退がいつこうに止まっていないとし、その理由として、アメリカ型のコーポレート・ガバナンスの問題点を指摘している。つまり、〔図2〕に要約されるように、アメリカ型のコーポレート・ガバナンスは、Hayes & Abernathy (1980) が指摘する「数字による経営」的な経営が行われる傾向を生みだし、経営者が各種の革新的な企業行動を取ることが阻害すると主張されているのである。次節ではこのような問題を起こすと

〔図2 アメリカ型コーポレート・ガバナンスの問題点〕



される諸要因について、つまり、〔図2〕の矢印(1)~(7)に関して詳しく論じることとし、ここではそれに先立ち、なぜ数字による経営が企業のリスク嫌悪や短期志向をもたらすのかについて、つまり、〔図2〕の矢印(8)~(13)について、少し考察しておくこととしよう。

Hoskisson & Hitt (1988) は、本社の各事業単位に対する統制のあり方に関して、「戦略的コントロール (strategic control)」と「財務的コントロール (financial control)」の2つの方法があるとしている。戦略的コントロールとは、本社が各事業の特徴や内情を十分に把握し、それに基づいて各事業間の調整を行うものである。これに対して、ROIを中心とする財務的な数値に頼って各事業間の調整を行うやり方を、財務的コントロールと呼んでいる。各事業間のシナジー効果や範囲の経済を享受するためには、当然、それぞれの事業の内容を熟知している必要があり、戦略的コントロールである方が有利であるが、反面、財務的コントロールは、それをを行うために必要な情報量がより少なくてすむという長所を持っている。しかしながら、財務的コントロールが行われることにより、各事業単位のマネージャーの視野が短期的になり、さらに、必要以上にリスク嫌悪的になるとされる (〔図2〕の矢印の(8))。彼らはそのことを示すために、次のようなシナリオを想定してい

(4)
る。

多角化が進んでおり、それぞれの事業単位に対する管理を、非常に厳密な財務的コントロールの形で行っている企業を想定する。この企業は、各事業単位の管理にROIを用いており、業績評価やインセンティブシステムは全てこれに基づいたものになっているとする。つまり、本社機構は各事業単位に対して挑戦的なROIの目標を設定するが、それぞれの事業単位のマネージャーの収入や昇進は、この目標にどれだけ近づけたかに依存するとする。さて、このような状況において、各事業単位のマネージャーは、出来る限りのことを行い、このROIの目標を達成しようとすることになるだろう。特に、自分の任期間に成果が出ず、現在の収益を圧迫するような投資を行うことは、後任者の利益になるだけで自らの評価には関係しないので、切り捨てられることになるかもしれない。さらに、一定のROIを達成するかどうかという形での成果の評価にあたっては、リスク要因は考慮されないから、不確実性の高い投資を行うことは、彼らの所得と将来のキャリアの不確実性を高くすることを意味している。したがって、彼等は、そのような不確実性の高い投資を避け、確実な投資を好む傾向が生じることになるだろう。その結果、短期的な収益には直接関係ないが、長期的な企業の効率性の達成のためには必須の支出、すなわち、基礎研究や新製品開発のための費用が減らされることになろう。かくて、イノベーションの発現率や生産性の成長率は減少し、究極的には、企業全体の競争力の減退が生じることになり、長期的には収益性は圧迫されることになる。

このような各事業単位に対する統制についての概念を、Baysinger & Hoskisson (1990) は、企業の経営者に対する統制のあり方に応用して、その影響について考察している。経営者に対しても、財務的コントロールによ

(4) Hoskisson & Hitt (1988) p. 608。

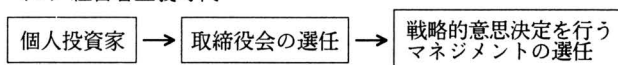
る統制が行われたならば、経営者は当面の数字合わせを重視した形の経営を行う傾向が生じ、リスクに対する態度は消極的になり、その視野は短期的になることは、上述の各事業のマネージャーに関する議論から容易に予想されるであろう（〔図2〕の(9)）。また、本社の経営陣自身が財務的コントロールによって統制されている場合、彼等の各事業のマネージャーに対する統制も、財務的コントロールの色彩が強くなるだろう（〔図2〕の(11)）。そして、その結果、長期的な企業の発展のために必要な研究開発等の投資が削減される傾向が生じることになるだろう（〔図2〕の(8)と(10)）。さらに、よりリスク嫌悪的になった経営者は、企業全体の財務数値の変動を少なくすることで、自らの報酬や解任のリスクを下げることができるので、無理にでも企業を多角化する誘因が生じることにもなり（〔図2〕の(12)）、このことが企業の短期志向とリスク嫌悪をより強めることになる。

というのは、多角化が進展するにしたがって、種類の違う多くの事業の管理を本社が行わなければならないとなり、各事業単位を調整し、統制するために必要な情報は増加していくことになる。その結果、本社は、もはやそれぞれの事業の内容を熟知することはできなくなり、戦略的コントロールを行うことは不可能となってくる。つまり、一定以上に多角化が進展すると、各事業単位を統制するにあたって、各種の財務数値をもとにして各事業間の調整を行う財務的コントロールを行わざるをえなくなる状況になってくるのである（〔図2〕の(13)）。かくて、上述の各事業単位の管理における財務的コントロールに関する問題も発生し、問題はより深刻化することとなる（〔図2〕⁽⁵⁾の(8)）。

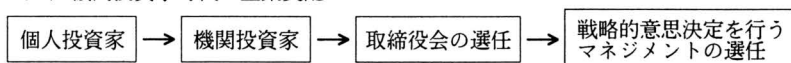
(5) 多角化の進展と各事業間の調整の関係についての諸議論に関しては、馬場(2000)を参照されたい。

〔図3 経営者主義時代と機関投資家時代の企業支配〕

(a) 経営者主義時代



(b) 機関投資家時代の企業支配



4. アメリカ型コーポレート・ガバナンスのイノベーションに対する影響

さて、〔図2〕に示されているように、アメリカ型のコーポレート・ガバナンスのいくつかの要素が、企業における各種の統制を財務的コントロールにする傾向をもたらし、イノベーションの実行を阻害すると主張されているのであるが、ここではそのそれぞれについて、詳しく考察することにする。

4.1 機関投資家の持ち株比率の増大

アメリカ企業において、年金基金やミューチャルファンドといった機関投資家の持ち株比率が、非常に高いことはよく知られている。Porter (1992) は、アメリカの公開企業の株式の中で、これらの機関投資家の所有比率は、1950年には8%に過ぎなかったものが、1990年には60%に達しているとしている。このように機関投資家が資本市場において大きな比率を占めていることが会社支配に対して与える影響を、Graves & Waddock (1990) は〔図3〕のよう⁽⁶⁾に示している。

究極的な出資者である個人投資家と企業との従来への関係は、〔図3〕の(a)に示されているように、少なくとも形式的には、彼らが直接取締役会のメンバーを選任するというものであった。ただし、多くのケースでは、実質的に

(6) 図の出典は、Graves & Waddock (1990) p. 80, Exhibit1.

その権限を行使されることがなく、Berle & Means によって主張された、所有と支配の分離が生じ、経営者が実質的な支配権を握っている経営者主義の状況になっていた。ところが、機関投資家の持ち株比率が高くなっている現在の状況においては、〔図3〕の(b)のように、究極的な出資者である個人投資家と企業の間には機関投資家が介在し、彼等によって議決権が行使される状況が生じている。問題は、このように個人投資家と企業との間に、機関投資家が介在していることが、企業経営にどのような影響を及ぼすかであるが、2節で述べた、経営者と株主の間のエージェンシー問題の緩和という観点からは、群小の個人投資家が株主である状況よりも、彼等の資金を集中した機関投資家が大株主として存在する方が、より強い影響力を行使することができ、経営者に対するモニタリングが有効に行われるとされる。⁽⁷⁾

これに対して、Hill, Hitt & Hoskisson (1988), Graves & Waddock (1990) や Porter (1992), は、機関投資家が個人投資家と企業の間には介在していることは、機関投資家自身の意思が企業経営に反映されることを意味し、そのことが企業の長期的な発展を妨げる可能性が高いことを指摘している（〔図2〕の(2)）。つまり、経営者主義の時代においては、実際に反映されるかどうかはたとえ怪しくても、反映されるべき個人投資家の意思は、長期的な観点からの企業の発展とその結果としての配当所得と資本利得を得ることであった。これに対して、機関投資家は長期的な利得には関心はなく、極めて短期的な収益性のみを欲して株式投資を行っており、そのことが企業経営のあり方を不健全なものにしていると主張されているのである。

彼等によると、機関投資家のファンド・マネージャーは、四半期毎にその成果を評価され、それに基づいた厳しい競争にさらされているため、その関心はもっぱらその期間に保有するポートフォリオがより高い成果を上げるか

(7) この種の議論に関しては、Jones & Butler (1992) を参照されたい。

どうか、すなわち、保有するそれぞれの株式の価格が短期的に上昇するかどうか集中しているとされる。さらに、機関投資家は、非常に多くの企業の株式を組み込んだポートフォリオを保有し、それぞれの企業の具体的な内容については十分把握できないまま投資の意思決定を行っている。つまり、機関投資家は、投資選択の基準として、当期利益や利益率といった数値として簡単に測定できる尺度を利用し、投資成果を短期的な収益率で評価するという形の、極めて「財務的コントロール」的な方法で投資決定を行っていることになる。

アメリカ企業の株式のかなりの比率を保有する機関投資家が上述のような状況で株式投資を行っているのであるならば、当然、彼等のこのようなメンタリティは企業経営に影響を及ぼすことになる。通常、株主は、その保有する企業の経営に問題があると考えられる場合、その株式を売却するか、直接企業経営に介入するかの方法を採ることができる。株式市場において大きな比重を占めている機関投資家に株式を売却されることは、その企業の株価が大きく下落することを意味しており、その結果、その企業はM&Aの標的となり、それが成功した後は経営者が職を失う可能性が生じることを意味する。一方、機関投資家が株主として直接的に企業経営に介入しようとする際には、かつての経営者主義時代の群小株主とは違い、かなりの持ち株比率を持った株主として介入してくることになるから、実質的な影響力を発揮する形での介入が可能となってくる。⁽⁹⁾かくて、経営者は、財務的コントロール的な観点

(8) Porter (1992) によると、例えばカリフォルニア州公務員退職システムという年金基金は、1990年の時点で2000社以上のアメリカ企業の株式を保有していたとしている。

(9) Graves & Waddock (1990) は、機関投資家の行動に関して、従来、彼等は、いわゆる、「ウォール・ストリート・ルール (Wall Street rule)」に基づき、投資成果に不満な企業に関しては、その株式を売却するだけであつたとしながらも、近年では、持ち株比率の上昇により、株式の売却が困難になってきたため、直接企業経営に介入することが増えているとしている。

によって企業を評価する機関投資家によって、強いモニタリングを受けながら企業経営を行うことになり、たとえ長期的な観点からは問題があろうとも、とりえず各種の財務数値の数合わせを行うようになる。その結果、企業経営の視野は短期化し、イノベーションを起こし、長期的な企業の発展のために必要な研究開発等の投資が削減されることになるのである。

4.2 取締役会における外部取締役の高い比率

機関投資家の持株比率が高いことと同様に、アメリカ型のコーポレート・ガバナンスにおいて、経営者に対する統制を財務的コントロール的可能性が指摘されている要因として、取締役会において、外部取締役の比率が高いことが挙げられる（〔図2〕の(1)）。2節で論じたように、取締役会は最上位での意思決定マネジメントと意思決定コントロールの分離を保証するための制度であり、経営者を指名し、その業績を評価し、報償する権限を持っている。よく知られているように、アメリカ企業において、取締役会メンバーに占める外部取締役の比率は非常に高く、Porter (1992)によると、アメリカの大手企業の取締役のうち、実に70%以上が外部取締役であるとされる。このように外部取締役が多くを占めるに至ったのは、取締役会の客観性の強化を求める声をきっかけとしたものであり、ほとんどが内部取締役が占めており、経営者に対すガバナンスが行われているかどうかすら疑わしいとされているわが国企業の取締役会の状況と比較して、通説的にはより優れたシステムであるとする議論が多い。

しかしながら、Baysinger & Hoskisson (1990) や Porter (1992) は、このように外部取締役が多数派を占めている取締役会のあり方は、企業の長期的な発展にとってはむしろ有害になる可能性が高いと指摘している。外部取締役は、その企業の業務について、それを十分に理解するために必要な膨大な情報を手に入れ、消化するための時間も能力も欠けているケースが多い

と主張されている。つまり、外部取締役の多くは、多数の企業の取締役を兼任しており、ある一つの企業の取締役として割ける時間は必然的に短時間にならざるをえない。⁽¹⁰⁾ さらに、評価されるべき経営者の意思決定は、企業ごとにユニークなものであり、その内容を十分に把握して、その上での確かな評価を行うためには、内部取締役のように、企業内部で実際に業務の執行にあたり、経営者との直接的な接触を日常的に保っている必要があるだろう。したがって、外部取締役が経営者を統制するにあたり、戦略的コントロールの形でそれを行うことは事実上不可能であり、各種の財務数値に頼った、財務的コントロールに頼らざるをえなくなる。

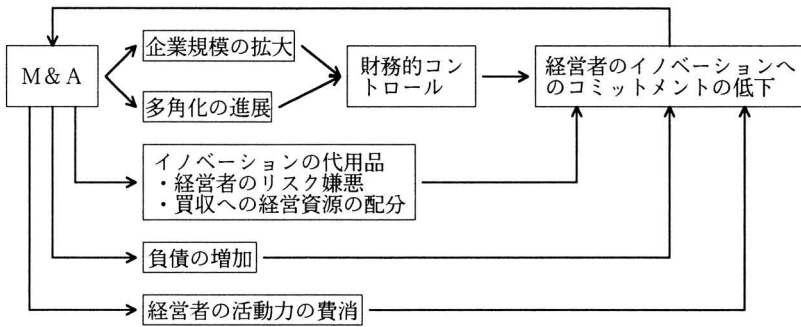
したがって、外部取締役の影響力が取締役会で大きいことは、経営者に対する統制が財務コントロール的になることを意味しており、その結果、3節で論じたように、企業の経営者の意思決定は、より短期的に、そしてリスク嫌悪的になる傾向を生みだし、リスクではあるけれども企業の長期的な発展のために必要な各種のイノベーションのためのプロジェクトは削減される傾向が生じることになる。

4.3 活動的な会社支配の市場

アメリカの企業社会において、わが国とは比べものにならないほど、活発にM&Aが行われており、2節で述べたように、これが経営者に対する有効なモニタリングとして機能していることはよく主張されることである。しかしながら、このように会社支配の市場が活動的であり、比較的M&Aが起り易い状況であることが、アメリカ企業が各種のイノベーションを起こすことの妨げになっているとする主張も存在する。4.1の機関投資家の議論との関連でいうと、視野が短期的な機関投資家が株式の売買を盛んに行ってい

(10) Porter (1992) によると外部取締役のうち、約80%が他企業のCEOを兼務しているとしている。

〔図4 M&Aのイノベーションへの効果〕



ることが会社支配の市場の活発化の一因となっており、さらに、彼等の意思が、会社支配の市場を通じて企業経営に影響を及ぼす、すなわち、機関投資家が株式を売却することがM&Aへの脅威を引き起こして経営者に影響力を及ぼしているという形で、M&Aが経営者の短期志向を引き起こしている可能性を指摘する議論も多い（〔図2〕の(3)）。さらに、M&Aが比較的容易に行われることそのこと自体が、企業がイノベーションを行うことを抑制するとの主張もある。

Hitt, Hoskisson & Ireland (1990) は、その種の議論を〔図4〕のように要約している⁽¹¹⁾。まず、M&Aを行うことによって、企業は比較的容易に多角化を進め、企業規模を拡大することができる。また逆に、活発にM&Aが行われている状況下では、自社がその標的にならないように、少々無理な多角化を行ってでも、少しでも企業規模を拡大しようとする誘因を経営者は持つことになり、そのための手段として、積極的にM&Aを仕掛ける傾向が生じる。いずれにせよ、会社支配の市場が活動的であり、M&Aが比較的容易に行える状況においては、企業規模が拡大し、多角化が進む傾向がより強く

(11) 図の典拠は、Hitt, Hoskisson & Ireland (1990) p. 30, Figure1。ただし、若干、本稿の趣旨に沿って、筆者によって修正されている。

なることになろう（〔図2〕の(5)）。一般にアメリカ企業が日本企業やドイツ企業より多角化が進んでいることの背景には、このような会社支配の市場が活発であることがその理由として考えられよう。そして、3節で論じたように、企業の多角化が進み、企業規模が拡大することは、本社が各事業を管理する方法が、財務的コントロールになる傾向を生み出すことになり、イノベーションへの投資を抑制させる効果が生じることになる（〔図2〕の(8), (13)）。

〔図4〕に示されているように、さらにこの他にも、Hitt, Hoskisson & Ireland (1990) は、M&Aが企業内のイノベーションに向けた活動を低下させるいくつかの要因を指摘している（〔図2〕の(6)）。まず、M&Aはある企業が自らリスクな研究開発や新市場開発を行う代わりに、すでにそれらを確認している企業を買収することによって同様の効果を得ることを目指して行われるケースが多い。したがって、M&Aが容易に行われることは、リスクな内部成長を避ける志向を生むことになる。

また、M&Aが行われることは、企業の限られた経営資源がそちらに重点的に配分されることを意味しており、その分、イノベーションを通じた内部成長に対する資源配分がおろそかにされることになる。まず、他企業を買収するためには、巨額の資金が必要とされるため、その分、研究開発費等に資金が回らなくなる可能性がある。また、買収に際しては、被買収企業を調査し、その後その企業との間で非常に複雑な交渉を行い、買収成功後も組織を統合するために各種の諸策をとることが必要とされる。したがって、買収に際しては、経営陣の企業経営に向けられるエネルギーの多くは、これらの活動に向けられるため、企業内部のイノベーションへのコミットメントは低下することになる。

さらに、買収のための資金の多くが負債により調達されるケースが多いことも、企業のイノベーションに対して悪影響を与えているとされる。買収後、企業の負債比率が上昇することは、経営者のリスク嫌悪をより強めることを

意味している。また、一般に、債権者は株主よりもリスク嫌悪の傾向が強いとされるが、負債比率が高くなることにより、この債権者の企業経営に対する影響力が大きくなることになる。したがって、買収を行った結果、負債比率が高くなることにより、革新的でリスクなプロジェクトの実行が控えられる可能性が高くなる（〔図2〕の(7)）。

5. コーポレート・ガバナンスとイノベーションの関係に関する実証研究

前節では、アメリカ型コーポレート・ガバナンスの問題点についての理論的な諸研究について整理してきたが、このような問題意識に基づいた実証研究もいくつか行われている。これらの実証研究について、〔表1〕に簡単に要約しているが、この種の研究は、従業員一人当たりの研究開発費といった企業の革新的行動に対する積極性を含意する変数を被説明変数とし、4節で論じた各種の要因を含意する変数を説明変数として、各種のコントロール変数を説明変数に加えた重回帰分析の形で行われている。

まず、〔図2〕に示されているように、4節の議論で中核的な位置にあった、機関投資家の持株比率が高いことの影響に関しては、それぞれの実証研究によって矛盾した結果が出ている。Graves (1988) は、コンピュータ企業22社のデータに基づき、機関投資家の持株比率と従業員一人当たりの研究開発費、売上高研究開発費率の間に統計的に有意な負の関係があることを発見したとし、4.1節の議論を支持する結果が出ているとしている。ところが、Baysinger, Kosnik & Turk (1991) や Hansen & Hill (1991), Kochhar & David (1996) は、より多くの業種を含んだサンプルを用いて検証作業を行った結果、機関投資家の持株比率と研究開発支出や新製品の開発数の間には正の関係が確認され、機関投資家の存在は企業経営の視野を短期化するよりも、むしろ経営者に対して強いモニタリングを行い、エージェンシー問題を緩和する、企業経営にとって好ましい効果の方が大きいとしている。特に、

〔表1 コーポレート・ガバナンスとイノベーションの関係に関する実証研究〕

著者 (年)	サンプル	被説明変数* ¹	説明変数* ²	コントロール変数	実証結果* ³
Graves (1988)	コンピューター産業の企業22社に関して、1976～85年に各年ごとのデータ (欠損値があるデータを除いて151サンプル)	<ul style="list-style-type: none"> 従業員一人当たり研究開発支出 売上高研究開発費率 	<ul style="list-style-type: none"> 機関投資家の持株比率 	<ul style="list-style-type: none"> 売上高利益率 市場シェア 利率率 年度 	<ul style="list-style-type: none"> ○機関投資家の持株比率は従業員一人当たりの研究開発支出、売上高研究開発費率の両者と負の関係が認められた。
Hill & Snell (1988)	Fortune 500 に属する企業で、研究開発集約的な産業 (化学, エレクトロニクス, コンピューター, 産業用機械, 薬品) から94サンプル	<ul style="list-style-type: none"> 売上高研究開発費率の z 値 (各業界ごとに正規化) 2桁分類での操業している産業数 最大事業の売上高の総売上高に対する比率 本業関連分野の売上高の総売上高に対する比率 	<ul style="list-style-type: none"> 内部取締役の外部取締役に対する比率 	<ul style="list-style-type: none"> 売上高の対数 	<ul style="list-style-type: none"> ○内部取締役の比率と研究開発費率の z 値との間には正の関係が認められた。 ○多角化の程度との間には負の関係が認められた。
Baysinger, Kosnik & Turk (1991)	Fortune 500 に属す企業業の中からデータが利用可能であった176サンプル	<ul style="list-style-type: none"> 従業員一人当たりの研究開発支出 	<ul style="list-style-type: none"> 機関投資家の持株比率 内部取締役の取締役会における比率 	<ul style="list-style-type: none"> 売上高研究開発費率の産業平均 売上高の対数 多角化の程度 	<ul style="list-style-type: none"> ×機関投資家の持株比率は従業員一人当たりの研究開発費率の間には正の関係が認められた。 ○内部取締役の比率との間には正の関係が認められた。
Hitt, Hoskisson, Ireland & Harison (1991)	1970～86に起こったM&Aの中で各種のデータが利用可能な191件のM&A。それぞれ合併前後の各3年の統計をサンプルとして利用	<ul style="list-style-type: none"> 売上高研究開発費率の産業平均との差 特許の取得件数 	<ul style="list-style-type: none"> M&A前か後か (ダミー変数) 	<ul style="list-style-type: none"> 多角化の程度 関連型M&Aかどうか (ダミー変数) 資本構成 従業員数 流動比率 売上高研究開発費率の産業平均 	<ul style="list-style-type: none"> ○M&Aの後であることは、売上高研究開発費率、特許件数ともに負の関係があることが認められた。
Hansen & Hill (1991)	航空機, 化学, コンピューター, 薬品企業の中から一定の条件を満たす129社に関して、1977～87年	<ul style="list-style-type: none"> 売上高研究開発費率 	<ul style="list-style-type: none"> 機関投資家の持株比率 	<ul style="list-style-type: none"> 市場シェア 多角化の程度 市場集中度 インサイダーの持株比率 	<ul style="list-style-type: none"> ×機関投資家の持株比率と売上高研究開発費率の間には正の関係があることが認められた。

	の各年のデータ (1290サンプル)			・売上高研究開発費率の 産業平均	
Kochhar & David (1996)	製造業の公開企業中 からデータの利用が 可能であった135サ ンプル	・1990-92年の新製品の 開発数	・機関投資家の持株比率 ・投資企業と事業上の関 係を持つ機関投資家と 関係を持たない機関投 資家の持株比率 ^{*4}	・従業員一人当たりの研 究開発支出 ・多角化の程度 ・売上高の対数 ・資本構成 ・流動比率 ・インサイダーの持株比 率 ・産業(2桁分類でダ ミー変数化)	×機関投資家全体の持株比率と 新製品開発数との間には正の 関係があることが認められ た。 ×投資企業と事業上の関係を持 たない機関投資家の持株比率 の方がそうでない機関投資家 持株比率より、新製品開発数 に強い影響があることが認め られた。
Zahra (1996)	Fortune 500の企業 の中でアンケート調 査に回答した138サ ンプル	・イノベーションの選好 度 ・新規事業開発の選好度 ・戦略の変更の選好度 ^{*5}	・外部取締役の取締役に 占める比率 ・長期保有の機関投資家 の持株比率 ・短期保有の機関投資家 の持株比率 ^{*6}	・当該企業が直面してい る産業の技術の状況 ^{*7} ・CEOが取締役会の議 長を兼任しているかど うか(ダミー変数) ・資本構成 ・流動比率 ・総資産の対数 ・総資産利益率の産業平 均との差	○外部取締役の比率と企業の革 新的行動の選好度を意味する 各変数との間には負の関係が 認められた。 ○短期保有の機関投資家の持株 比率と企業の革新的行動の選 好度を意味する各変数との間 には負の関係が認められた。 ×長期保有の機関投資家の持株 比率と企業の革新的行動の選 好度を意味する各変数との間 には正の関係が認められた。

* 1、2 それぞれの実証研究について、本稿の問題意識からはずれる説明変数、被説明変数は除いてある。

* 3 本稿で取り上げた議論を支持する検証結果には○、支持しない検証結果には×をつけている。

* 4 機関投資家は以下のよう分類されている。

投資企業と事業上の関係を持たない機関投資家：公的年金基金、ミューチャル・ファンド、各種財団

投資企業と事業上の関係を持つ機関投資家：保険会社、銀行、仲買店

不明：企業の年金基金、投資顧問会社、その他不明の機関投資家

* 5 これらの数値はアンケート調査によって求められている。

* 6 機関投資家は以下のよう分類されている。

長期保有の機関投資家：ミューチャル・ファンド、年金基金、退職金基金

短期保有の機関投資家：投資銀行、個人基金

* 7 この数値はアンケート調査によって求められている。

Kochhar & David (1996) は、機関投資家の中で、投資企業との間で事業上のつながりがないタイプの機関投資家の持株比率の方がそうでない機関投資家の持株比率より、新製品の開発数により強い影響を及ぼしていることを発見したとし、その種の機関投資家が優れたモニターとして機能していると結論付けている。

一方、Zahra (1996) は、Kochhar & David (1996) とは違った形で機関投資家を分類して検証作業を行い、4.1節の議論を肯定する可能性を秘めた検証結果を出している。Zahra (1996) は、機関投資家を長期保有を行う機関投資家と短期保有しか行わない機関投資家に分類し、前者の持株比率が高いことは企業のイノベーションに好影響を与えている反面、後者は悪影響を与えているとの結果を得ている。このように、今後、この種の議論においては、機関投資家に関して、それを一括りに考えるのではなく、それぞれの性格に応じて分類して考える必要があるのかもしれない。

4.2で論じた、取締役会における外部取締役の比率の高さに関しては、本稿の問題意識を支持する結果が出ていると考えてよいようである。つまり、Hill & Snell (1988)、Baysinger, Kosnik & Turk (1991)、Zahra (1996) の3つの研究全てにおいて、外部取締役の比率が高いことと企業のイノベーションに対する積極性を含意する変数の間には、統計的に有意に負の関係があることが発見されている。また、4.3で論じた、M&Aの影響に関しては、Hitt, Hoskisson, Ireland & Turk (1991) において検証されており、M&A実行後であることが、売上高研究開発費率や取得特許件数といった、研究開発に対するインプットに対しても、アウトプットに対しても、負の関係が認められたとしている。

6. 結びに代えて

以上、本稿ではアメリカ型コーポレート・ガバナンスが企業のイノベーション

ョンに悪影響を及ぼすとする諸議論をレビューしてきた。1節でも述べたように、本稿の目的は、1980年代の後半から1990年代のはじめにかけて、アメリカにおいてかなり有力な議論として論じられていたこの種の研究を整理し、その存在そのものを紹介することを目的としたものであり、この議論のわが国企業のコーポレート・ガバナンス論議に対する含意についてふれることは、本稿の守備範囲を超えたものとなる。しかしながら、このような議論が存在していたことを紹介することにより、わが国企業のコーポレート・ガバナンスを考えるにあたって、この議論に対する諾否はともかく、少なくともこのことが念頭に置かれる必要があることが認識されるべきであると考えたのが本稿の執筆の主たる動機付けであった。ここでは最後に、本稿で取り上げた議論の背景や最近の状況について簡単に論及し、結びに代えることとする。

本稿で取り上げた議論が出てきた背景は、3節でも述べているように、1980年代後半にアメリカ経済が極端に不調であったことにある。この時期には、アメリカ企業の多くが、それぞれの市場において日本やヨーロッパの企業との競争に敗れ、苦境に陥っており、そして、その競争力の悪化の原因として、コーポレート・ガバナンスの問題点が注目されたものであった。つまり、本稿で取り上げた議論は、従来は2節で取り上げたタイプのアメリカ型コーポレート・ガバナンスが経営者を効果的にモニタリングすることに関しては優れた制度であるとする見解が通説的な見解であったのに対して、この時期のアメリカ企業の競争力の低下を説明する、それに対する有力な反論として主張された議論なのである。

ところが、周知のとおり、ここ数年のアメリカ経済の好調ぶりは目を見張るものがあり、本稿で取り上げた議論が盛んに論じられていた1980年代後半から90年代のはじめとは、まったく異なった状況になっている。このように、アメリカ経済が反省するべき状況ではなくなった結果、喉元過ぎればなんと

やらで、最近ではこの種の議論はやや下火となったようである。

しかしながら、Porter が、このような状況の変化を踏まえつつも、Porter (1992) を採録している1998年刊行の論文集の序文の中で、次のように警告しているのは注目に値しよう。つまり、アメリカ経済の好調を支えている新しい産業を育てたとされる「米国ならではともいえるベンチャーキャピタルの仕組みは、本流である資本市場の仕組みとは大きくことなっており、「現在、欧州やアジアを苦しめている問題を見ていると、米国のシステムが最高だと宣言したい誘惑にかられる」が、本稿の議論が指摘する問題そのものはなんら解決していないため、「米国経済の成長率の危うさは、不平等の拡大という問題と合わせて、米国のシステムを真剣に検分する必要がある」と、本稿で取り上げた議論がまだ論じられるべき価値があると主張している。⁽¹²⁾

[参考文献]

- 馬場大治, 1994, 「エージェンシー問題と企業組織」経済情報学論集, 第6号, 23-45頁。
- 馬場大治, 2000, 「企業の事業集中に関する若干の考察：アメリカにおける理論的研究のレビュー」甲南経営研究, 40巻, 第3・4号, 237-266頁。
- Baysinger, Barry and Robert E. Hoskisson, 1990, The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy, *Academy of Management Review*, Vol. 15, pp. 72-87.
- Baysinger, Barry, Rita D. Kosnik and Thomas A. Turk, 1991, Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy, *Academy of Management Journal*, Vol. 34, pp. 205-214.
- Chandler, Jr., Alfred D., 1990, *Scale and scope: The dynamics of industrial capitalism*, Harvard University Press. (安部悦生他訳『スケール・アンド・スコープ：経営力発展の国際比較』, 有斐閣, 1993年)
- Drucker, Peter F., 1986, To end the rading roulette game, *Across the Board*, Vol. 23(4), pp. 30-39.
- Fama, Eugne F. and Michael C. Jensen, 1983, Separation of ownership and control,

(12) Porter (1998) (邦訳書, p. 15-16)。

- Journal of Law and Economics*, Vol. 58, pp. 301-325.
- Fama, Eugne F. and Michael C. Jensen, 1983a, Agency problems and residual claims, *Journal of Law and Economics*, Vol. 58, pp. 327-349.
- Graves, B. Samuel, 1988, Institutional ownership and corporate R&D in the computer industry, *Academy of Management Journal*, Vol. 31, pp. 417-428.
- Graves, B. Samuel and Sabdra A. Waddock, 1990, Institutional ownership and control: Implication for long-term corporate strategy, *Academy of Management Executive*, Vol. 4(1), pp. 75-83.
- 濱村章, 1995, 「コーポレート・ファイナンスとエージェンシー理論」, 赤石雅弘, 小島博, 濱村章編『コーポレート・ファイナンス論の最前線』, 中央経済社, 13-26頁。
- Hansen, Gray S. and Charles W. L. Hill, 1991, Are institutional investors myopic?: A time-series study of four technology-driven industries, *Strategic Management Journal*, Vol. 12, pp. 1-16.
- Hill, Charles W. L., Michael A. Hitt and Robert E. Hoskisson, 1988, Declining U.S. competitiveness: Reflection on a crisis, *Academy of Management Executive*, Vol. 2(1), pp. 51-60.
- Hill, Charles W. L. and Scott A. Snell, 1988, External control, corporate strategy, and firm performance on research-intensive industries, *Strategic Management Journal*, Vol. 9, pp. 577-590.
- Hitt, Michel A., Robert E. Hoskisson, R. Dune Ireland and Jeffrey S. Harrison, 1990, Mergers and acquisitions and managerial commitment to innovation in M-form firms, *Strategic Management Journal*, Vol. 11(special issue), pp. 29-47.
- Hitt, Michel A., Robert E. Hoskisson, R. Dune Ireland and Jeffrey S. Harrison, 1991, Effects of acquisitions on R&D inputs and outputs, *Academy of Management Journal*, Vol. 34, pp. 693-706.
- Hoskisson, Robert E. and Michel A. Hitt, 1988, Strategic control and relative R&D investment in large multiproduct firms, *Strategic Management Journal*, Vol. 9, pp. 605-621.
- Hoskisson, Robert E. and Michael A. Hitt, 1994, *Downscoping: How to tame the diversified firm*, Oxford University Press.
- Hayes, Robert H. and William J. Abernathy, 1980, Managing our way to economic decline, *Harvard Business Review*, Vol. 58(4), pp. 67-77.
- Jones, Gareth R. and John E. Butler, 1992, Managing internal corporate entrepreneurship: An agency theory perspective, *Journal of Management*, Vol. 18, pp. 733-749.
- Kochhar, Rahul and Parthian David, 1996, Institutional investor and firm innovation: A test of competing hypotheses, *Strategic Management Journal*, Vol. 17, pp.

コーポレート・ガバナンスとイノベーション (馬場大治)

73-84.

Porter, Michael E., 1992, Capital disadvantage: America's failing capital investment system, *Harvard Business Review*, Vol. 70(5), pp. 65-82.

Porter, Michael E., 1998, *On competition*, Harvard Business School Press. (竹内弘高役『競争戦略論 I, II』, ダイヤモンド社, 1999年)

好川透, 1998, 『コーポレート・ガバナンスとIR活動』, 白桃書房。

Zahra, Shaker A., 1996, Governance, ownership, and corporate entrepreneurship: The moderating impact of industry technological opportunities, *Academy of Management Journal*, Vol. 39, pp. 1713-1735.