

Waseda University
Institute of Finance



Working Paper Series

WIF-03-007

日本企業の取締役改革

-執行役員制度の導入要因と効果の分析-

青木 英孝

早稲田大学
ファイナンス総合研究所

<http://www.waseda.jp/wnfs/nif/index.html>

日本企業の取締役会改革 執行役員制度の導入要因と効果の分析

青木英孝

千葉商科大学商経学部

〒272-8512

千葉県市川市国府台 1-3-1

電話：047-373-9767

E-mail：hidetaka@cuc.ac.jp

2003年5月27日

【要旨】

本稿では、1990年代後半に日本企業で活発になったトップ・マネジメント改革のうち特に執行役員制度に焦点を当てて、導入要因の分析とその効果の検討を行った。日本企業の典型的な取締役会は、意思決定の質と規律づけ・監督機能の面で問題を抱えており、これを緩和する手段として、経営と執行を分離する執行役員制度に期待が寄せられている。執行役員制度の導入要因を分析した結果、初期においては企業パフォーマンスの低下や、取締役会の過剰規模が改革圧力となったが、その後の普及が進む過程でこれらの影響は弱まった。また、執行役員制度導入の効果を検討したが、企業パフォーマンスに対する積極的な影響は確認できなかった。そこで、企業特性と執行役員制度の整合性に注目しつつ、成功企業と失敗企業の比較を行った結果、高い資本市場の圧力や事業構造の多角化などの特徴を持つ企業群では執行役員制度を採用することの合理性が高い可能性が示唆された。また、思うような成果を上げられていない原因として、実際の運営方法に問題がある可能性も検討した結果、経営と執行の分離を掲げながらも、取締役と執行役員の実質的な兼任度合いが高く、これが徹底されていないことが示された。

キーワード：執行役員制度，取締役会改革，コーポレート・ガバナンス

1. はじめに コーポレート・ガバナンス議論の活発化と本稿の課題

バブル経済崩壊後の景気低迷の長期化や、企業不祥事の続発などを契機として、1990年代以降、日本においてもコーポレート・ガバナンスの議論が活発化した。従来、日本企業のガバナンス・メカニズムは、アングロ・アメリカ型のテイクオーバーによる市場の規律に代替するメインバンクの役割が強調されてきたが（Aoki, 1990; Sheard, 1989, 1994;）

青木，1995）1980年代後半からのエクイティファイナンスの増加によって、企業の資金調達パターンが間接金融から直接金融にシフトしたことに伴い、メインバンクによる規律の弱体化、すなわち経営者に対するモニタリング・メカニズムに空白が生じたとも議論された。企業不祥事の続発が経営倫理やコンプライアンス経営の議論を活発化させる一方、経済的側面からも、企業の取締役会を中心とする経営システムの効率性やモニタリングの実効性に疑問が持たれるようになった。

このようなコーポレート・ガバナンス議論の活発化を背景に、日本企業では1990年代後半からトップ・マネジメント改革が盛んに行われている。具体的な経営組織改革のメニューとしては、執行役員制度の導入や社外取締役制度、あるいは「委員会等設置会社」の選択制¹、経営者のインセンティブ強化策としてのストック・オプション制度の導入などが挙げられる。そこで本稿では、これらのメニューのうち、主に改革の先導役となった執行役員制度に焦点を当てる。本稿の主な課題は次の2点にある。第一点は、執行役員制度の導入がどのような企業群で進展したのかを把握することである。執行役員制度の導入に関する先行研究のほとんどは、アンケート調査等による定性的な分析であったため、企業パフォーマンスなどの定量的な要因を明示的に扱った研究の蓄積は必ずしも十分ではない。そこで本稿では、この点を補うために、執行役員制度の導入要因のうち特に企業パフォーマンスなどの定量的な要因の影響を検討する。第二の課題は、執行役員制度の導入が改革としての成果を上げているのか否かを検討することである。執行役員制度の導入が比較的最近の出来事であったため、これまでその効果、特に企業パフォーマンスへの影響に関しては十分な検討がなされてこなかった。しかしながら、いくら最近の出来事であるとは言え、1997年6月にソニーが日本企業で初めて執行役員制度を導入して以来、すでに6年の月日が経過している。ここで執行役員制度の効果に一定の評価を試みることは、日本企業が今後、望ましいトップ・マネジメント構造を模索する上での課題を明確化させてくれるであろう。執行役員制度に関する以上の2つの課題を検討することを通じて、近年の日本企業で発生している経営組織改革に対する理解を深めることが本稿の目的である。

本稿は以下、次のように構成される。第2節では、日本型取締役会の特徴を挙げながら、なぜ執行役員制度が注目されるのか、狙いはどこにあるのかを整理する。第3節では、執行役員制度の導入要因を、早期に導入した企業群と追隨して導入した企業群ごとに、時期別に分析し、改革の背後にある条件の時系列的变化を確認する。第4節では、執行役員制度を早期に導入し、その後一定期間を経過した企業群、つまり改革に対する事後的な評価が可能な企業群を対象として、その効果を検討する。あらかじめ分析の結果を述べておけば、執行役員制度は企業パフォーマンスの低下が圧力となって導入が進展したが、現在のところ思うような成果を上げられていない。そこで第5節では、なぜ思うような結果が残せていないのか、その可能性を議論し、問題意識の明確化に努める。最終節は、まとめと今後の課題に充てられる。

2. 日本型取締役会の特徴と執行役員制度の意味

本節では、日本企業の従来型の取締役会に関する特徴を整理し、執行役員制度の持つ意味や狙いを確認しておく。典型的な取締役会構造の特徴としては、次のような点が指摘できよう(経済同友会, 1996; 深尾・森田, 1997)。取締役会は規模が大きく、内部には会長・社長・副社長・専務・常務・取締役といった階層が存在する。また、社外取締役は通常、銀行・親会社・官公庁などから派遣されることが一般的であるが、取締役会における外部者の比率は低く、内部昇進者が多数を占める。さらに機能面では、取締役は特定の担当部署のトップを兼任する機会が多いため、経営と執行の一致が見られる。ここで、これらの特徴の貢献を整理すれば、次のようになろう。日本企業が高い成長志向を持つことは良く知られているが(Abegglen and Stalk, 1986)、企業規模の拡大とともに昇進のゴールとしての取締役ポストも潤沢に供給され、その結果大規模で内部昇進者優位という特徴が形成された。この特徴は、従業員に対して昇進可能性を拡大させるという意味でインセンティブ効果を持ったが、さらに、日本企業の制度特性の一つである長期雇用・ランクを通じた競争と補完的に、企業特殊的技能を蓄積するインセンティブも提供してきた。一方、しばしば日本企業の意味決定がボトムアップ型と称されることと関連して、内部昇進者優位と取締役と部門長との兼任という特徴は、従来の日本企業の強みとして認識されてきた現場情報に基づいた意思決定を可能にするというベネフィットをもたらしてきた。

しかしながら、健全で効率的な企業経営の達成を目指して、望ましいコーポレート・ガバナンスのあり方が模索される中で、日本型取締役会の持つ各特性に関連した様々な問題点が指摘されるようになった(社会経済生産性本部生産性研究所, 1998)。ポイントは主に次の2点に集約できよう。第一は、経営の意思決定の質に関する問題である。これは取締役会が実質的な意思決定機能を果たしていないという問題であり、大規模な取締役会、取締役と部門長との兼任、内部昇進者優位の構造などが主な原因である。肥大化した取締役会では活発な議論が行われにくく、会議体として機能不全である。事実上の意思決定は、常務会や一部の上席役員で構成される経営戦略会議などで行われており、取締役会はこの決定を追認するだけの存在になっている。また、各部門の長を兼任する取締役は、自分の担当部署の利益を優先しがちになり、全社的な視点に立った意思決定が困難である。さらに、内部昇進者が多数を占めることには、視野が限定的になるというリスクや、社内のしがらみに縛られ大胆な戦略の策定が困難になるというリスクもある(田中, 1999)。第二点目は、経営者に対する規律づけ・モニタリングの実効性に関する問題であり、取締役と部門長の兼任、取締役会内部のヒエラルキー構造などが主な原因である。監督者と執行者が同一ではセルフモニタリングになるため、自分の結果責任に対する客観的な評価は困難になる。また、取締役会が人事権を持つ社長ないし会長を頂点としたヒエラルキー構造になっている点が、トップに対する牽制力を弱めていると批判されている(近藤他, 1999)。1980年代には、日本的経営が賞賛される中で、日本企業の取締役会にも積極的な評価が与えられてきたものの、バブル崩壊以降の長期不況の過程で、コスト面が次第に強調されるよう

になった。

そこでこれらの問題点を緩和する試みとして期待されたのが、執行役員制度である。従来型の取締役会構造では、戦略的意思決定機能²、監督機能、執行機能の全てを事実上単一の組織体が担当してきたために問題が発生したとの問題意識から、経営と執行の分離の必要性が認識されるようになった。執行役員制度は、戦略的意思決定・監督機能を取締役に集中させ、日常的な業務執行の権限と責任を執行役員に与えることによって、双方の機能強化を狙ったものである。実際、東京証券取引所（2003）が行ったアンケート調査（上場企業 2103 社対象，回答 1363 社，調査時期 2002 年 11 月）によると、取締役会機能強化のための具体的施策の実施状況では、取締役人数の削減（36.2%）、執行役員制度の導入（34.2%）、社外取締役の選任（28.5%）が上位を占めている³。日本企業では 1990 年代を通じて取締役会規模の見直しが徐々に進展し、役員数は縮小傾向にあったが、執行役員制度の導入は、取締役会規模の見直しを大幅に加速させただけでなく、取締役会内部の役割分担に関する議論をも活発化させたという意味で、日本企業の経営組織改革にとっての一つの重要な契機であった。

3．執行役員制度の導入要因 時期別比較

3-1．執行役員制度の導入状況

執行役員制度導入の目的を調査した東京弁護士会会社法部（2001）のアンケート（上場企業 2445 社対象，回答 951 社，調査時期 2000 年 2 月）では、意思決定のスピードアップ（導入済みの企業が母集団 79.5%）と意思決定と業務執行の分離（同 70.5%）が上位を占めることが明らかにされており、定性的な分析からは、上述のような取締役会の持つコスト面を企業側も認識していることが示唆される。一方、このコスト面の影響が結果として現れる定量的な要因に着目した青木（2002）の分析では、資本効率性や成長性でみた企業のパフォーマンスが、同業他社と比較して低いことが執行役員制度導入の圧力となったことが示されている。しかし、この分析は 1999 年度までの時期が対象でありであり、その後執行役員制度が一般化していく過程での導入要因は明らかにされていない。そこで本節では、分析の対象時期を直近の 2001 年度まで拡大し、導入要因の時系列的变化を確認する。

本稿で使用するサンプルは、東京証券取引所上場企業のうち、1995 年時点で売上高・総資産・従業員数のいずれかが上位 300 社に含まれる製造業企業であり、1995 年から 2001 年まで連続してデータの採れる 337 社である。執行役員制度の導入に関して、取締役会規模の縮小が意識されていることを考慮し、取締役人数が相対的に多い大企業をサンプルとした。はじめに、執行役員制度の導入が現状でどの程度進展しているのかを確認しておこう。

---表 1 about here---

表 1 は、サンプル企業における執行役員制度の導入状況を示している。年度別の導入企業数をみると、1997 年の 1 社、98 年のわずか 8 社から、99 年に最多の 44 社で採用された

後は、2000 年が 23 社、2001 年が 26 社と安定的に推移した。ピークを迎えた 99 年時点までには、337 社中 53 社（15.73%）で導入されているが、これとほぼ同時期に、全国証券取引所上場会社（マザーズ、大証新市場部を除く）を対象に調査を行った商事法務研究会（2000）によると、1999 年 12 月 31 日現在、2461 社中 226 社（9.2%）で導入済みであった。本稿のサンプルが大企業中心であるため、この結果の比較からは、執行役員制度の導入が大企業で先行したことが示唆される⁴。なお、2001 年現在では、337 社中 102 社（30.27%）で導入されている⁵。

3-2 . 推計モデル

ところで、本節の課題は、執行役員制度の導入要因の時系列的变化を確認することである。この問題にアプローチするために、サンプルを 1997 年から 99 年（早期導入企業；以下前半サンプルと表記）と 2000 年から 2001 年（追隨導入企業；以下後半サンプルと表記）に分割し、ロジットと呼ばれる質的変量モデル（二値選択モデル）を用いて推計を行った。推計式は次式で与えられる。

$$P_t(EOS) = f[PEF_{t-1}, NOD_{t-1}, DIV_{t-1}, SH(FORE, INST)_{t-1}, INV_{t-1}, GOV(MB, SUB)_{t-1}] \dots (1)$$

$$P_t(EOS) = f[PEF_{t-1}, NOD_{t-1}, SH(FORE, INST)_{t-1}, INV_{t-1}, GOV(MB, SUB)_{t-1}] \dots (2)$$

ここで、被説明変数の $P_t(EOS)$ は、執行役員制度の導入確率を表し、企業が執行役員制度を導入した場合に 1、導入していない場合に 0 の離散量が与えられる。なお、添え字 t は時間（年度）を表す。したがって、この推計モデルは、 t 期の執行役員制度の導入を、前期（ $t-1$ ）の企業パフォーマンス（PEF）、取締役会規模（NOD）、多角化の程度（DIV）、株主構成（SH；外国株主持株比率 FORE、機関投資家持株比率 INST）、投資水準（INV）および企業のガバナンス特性（GOV；メインバンク関係 MB、子会社関係 SUB）で説明するというものである。なお、各企業ごとに一時点の基準年度 t を設定し、前半と後半それぞれのサンプルごとにデータをプールして推計を行った。そのため、企業によって基準となる年度 t が異なる。前半サンプルの構成は、 $t=1997$ が 1 社（97 年度導入）、 $t=1998$ が 8 社（98 年度導入）、 $t=1999$ が 328 社（99 年度導入 44 社と 99 年度時点で未導入の 284 社）の合計 337 社である。一方、後半サンプルの構成は、1999 年までに執行役員制度を導入済みの 53 社を除く 284 社であり、 $t=2000$ が 23 社（2000 年度導入）、 $t=2001$ が 261 社（2001 年度導入 26 社と同時点で未導入の 235 社）である。各企業ごとに一時点の基準年度 t を設定して推計を行った主な理由は、企業が執行役員制度を導入するという意思決定が基本的には 1 回限りのものであること、および執行役員制度の導入が通常、取締役数の削減を伴うことにある。つまり、パネル分析を行うと、 t 期の執行役員制度導入によって縮小された取締役会規模（ t 期の NOD）で次期以降（ $t+1$ 期）の執行役員制度導入を説明するという問題が発生してしまうからである⁶。以下では、各説明変数を背後にあるアイデアとともに簡単に説明する。

企業パフォーマンス

冒頭で述べたように、そもそも取締役会改革の必要性が認識されるようになった一因は、バブル崩壊以降の長期的な企業パフォーマンスの低迷にある。コーポレート・ガバナンスの観点からは、企業経営の効率性が低下した場合に、何らかのイベントが発生することが重要な意味を持つ。例えば Kaplan and Minton (1994) や Morck and Nakamura (1999) は、企業のパフォーマンス低下が銀行からの役員派遣の確率を上昇させることを実証し⁷、Kaplan (1994) や Kang and Shivdasani (1995) は、企業パフォーマンスの低下が経営者の「強制された交代」の確率を上昇させることを実証している⁸。これらの研究における重要なポイントは、企業パフォーマンスの低下がシステムティックに規律づけイベントの発生確率を上昇させることが、ガバナンス・メカニズムが有効に機能しているか否かを判断する材料になるということである。したがって、ここでの焦点は、企業パフォーマンスの低下が経営組織改革への圧力を増加させ、執行役員制度の導入確率を上昇させるか否かにある。企業パフォーマンス変数には、企業の効率性を測る指標として総資本経常利益率 (OPR) を、企業の成長性を示す指標として売上高成長率 (DS) を採用した。なお、推計では、異なる年度がサンプルに混在するため、年次の影響をコントロールする必要がある。そこで、各パフォーマンス変数を、各年度の産業平均⁹との差分をとって標準化した¹⁰。この操作によって、同業他社と比較した場合の企業パフォーマンス水準が執行役員制度の導入確率に与える影響をテストすることになる。

取締役会の規模

執行役員制度の導入目的を調査したアンケートで、役員数を削減して取締役会の会議体としての機能を回復し、意思決定機能を強化するという回答が多く見られることから明らかのように、経営効率低下の一因は取締役会の規模が肥大化したことにあると考えられる。取締役会規模と企業パフォーマンスとの関係を検討した研究としては中山 (1999)、鈴木・胥 (2000) などがあるが、いずれも両者間に負の相関があることを報告している。したがって、役員数の増加は、取締役会規模縮小に対する圧力を増加させ、その結果執行役員制度の導入確率を上昇させることが予想される。取締役会規模を表す変数としては、取締役数 (NOD) を採用した。

多角化の程度

ソニーが執行役員制度を導入した際には、グループ事業の多角化とグローバル化への対応が念頭におかれていた (橋本, 1997)。多角化企業では、多くの事業部門を抱える事業構造という特性から、各部門の代表者が取締役会を構成しても利害対立の可能性が高くなり、全社的な視点からの意思決定が困難になると思われる。また、事業の多角化が進展すれば、当然内部組織もより複雑になるだろう。そこで、部門間の対立を緩和し、複雑な組織を管

理するためには、経営機能と執行機能を分離することによってそれぞれの役割分担を明確にし、自分の担当に専念したほうがより効率的であろう。したがって、多角化が進展している企業ほど、執行役員制度を導入することのメリットは大きいと思われる。多角化の程度を表す変数(DIV)としては、定量的尺度として代表的なエントロピー指数を採用した¹¹。なお、多角化の程度(DIV)は、前半サンプルのみ推計に含めた(1式)¹²。

株主構成の影響と投資水準

1990年代の株価低迷は、株式相互持ち合いのコストを次第に意識させるようになった。株式持ち合い比率が徐々に低下し、安定株主の持株比率が低下傾向を示したのとは対照的に、影響力を増加させたのが外国人株主である¹³。近年では、株主重視経営の必要性が活発に議論されるようになったことを背景に、投資収益率の最大化を目指す株主が企業経営に与える影響が注目されるようになった。特に、執行役員制度の導入などの改革に対しては、Exitする株主よりもVoiceを行使し、積極的に経営陣に対する規律づけを行う株主の影響を検討することが重要であろう。そこで、変数として外国株主持株比率(FORE)と機関投資家持株比率(INV)を推計に含めた。

一方、執行役員制度の採用を、企業側から投資家側へのアピールと考えることもできよう。執行役員制度の導入に伴う取締役と執行役員の役割分担は、アメリカにおけるディレクターとオフィサーの関係に類似しているため、外国人投資家にとっては日本企業のトップ・マネジメント構造が理解しやすいというメリットにもなる(澤口, 1998)。ビジネス・チャンスが豊富であり、投資資金の需要が大きい企業ほど、資金調達コスト削減のために、投資家に対して自社が優れた経営構造を持っていることを示すインセンティブが強くなるだろう。つまり、このアピールの必要性は、投資水準が高い企業ほど高くなると考えられる。そこで、設備投資額を前期の有形固定資産で除した投資比率(INV)を採用し、執行役員制の導入に与える影響を検討した。

メインバンクと親会社の影響

日本型企业システムの特徴である株式の相互持ち合いや内部昇進者優位のトップ・マネジメント構造は、経営者のモラル・ハザードの可能性を高めるため、アングロ・アメリカ型の市場の規律に代替する何らかの規律メカニズムが必要となる。日本企業のガバナンスにおいて、この重要な役割を果たしてきたのがメインバンクと親会社である(Sheard, 1997)。したがって、企業の取締役会に何らかの問題があれば、メインバンクや親会社が経営改革の圧力を強める可能性がある。メインバンクや親会社は、融資・持株関係というカネの側面と役員派遣というヒトの側面から企業にコミットしているため、変数の作成に当たっては、この両面に配慮する必要があるだろう。メインバンク関係に関しては、東洋経済新報社『会社四季報』掲載の筆頭取引銀行を企業側が公表するメインバンクと特定した上で¹⁴、持株順位が3位以内かつ役員派遣(派遣後10年未満のケースのみ)がある場合に1をとるダミー変

数（MB）を作成した。一方、子会社関係に関しては、筆頭株主が10%以上保有の事業法人で、役員派遣（同）がある場合に1をとるダミー変数（SUB）を作成した¹⁵。

---表2 about here---

各変数の一覧と基本統計量は表2に示されている。なお、執行役員と取締役会関連のデータは、東洋経済新報社『役員四季報』と各社の『有価証券報告書』を利用し、不十分な場合は新聞記事や各社のホームページで補足した。また、企業の財務・株主構成関連のデータは日本政策投資銀行『企業財務データ』、東洋経済新報社『大株主総覧』を利用した。

3-3. 推計結果

---表3 about here---

表3パネル1は、1997-99年（前半サンプル）を対象とした推計結果を示している。第一に、企業のパフォーマンスを示す総資本経常利益率（OPR）と売上高成長率（DS）は、全てのモデルで執行役員制度の導入確率に対して1%水準で有意な負の相関を示した。なお、表掲していないが、OPRは現数値でも、また、他の資本効率性指標として、総資本営業利益率（標準化）、ROA（現数値・標準化）を用いた推計でも統計的に有意な負の相関が確認された。一方、成長性に関しても、売上高成長率（DS）の代わりに当期純利益成長率（現数値・標準化）を用いた推計でも有意な負の相関が確認されている。したがって、同業他社と比較して資本効率性や成長性などのパフォーマンスが低いことが、改革への圧力を増加させる関係にあることが確認された。

一方、取締役会規模（NOD）は、すべてのモデルにおいて5%水準で有意な正の相関を示している。なお、取締役会の規模を表す変数として、常務以上の人数、取締役会内部における副社長・専務・常務といったランク数を用いた場合にも、同様に有意な正の相関が確認された。この推計結果は、取締役会規模が大きいほど、執行役員制の導入確率が上昇することを意味し、先行研究のアンケート調査で明らかにされた導入目的の一つに「取締役数の削減」が挙げられていることと整合的である。

また、企業の多角化の程度（DIV）も、全てのモデルにおいて5%水準で有意な正の相関を示しており、より多角化している企業ほど執行役員制度の導入確率が上昇することが確認された。ソニーが執行役員制度を導入した際にも、多角化した事業への対応として意思決定・監督と業務執行の分担を明確化する必要性が認識されていたが、この推計結果も多角化企業ほど執行役員制導入の要請が強い可能性を示唆する。なお、企業のガバナンス構造に関しては、子会社ダミーが執行役員制度の導入と負の相関を持つことが確認でき、比較的独立色の強い企業群で導入が進展した可能性が示唆されるが、結果は十分にロバストではない。

---表4 about here---

一方、表4パネル1は2000-2001年（後半サンプル）を対象とした推計結果を示している。早期に導入した企業と比較した場合の特徴としては、次の点を指摘できよう。第一に、

執行役員制度の導入に対する企業パフォーマンスの影響力が低下することである。執行役員制度の導入と総資本経常利益率（OPR）の負の相関は一部で維持されるものの有意水準は10%に低下し（モデル1）、売上高成長率（DS）に関しては、統計的有意性は確認されなくなる。また、この有意水準の低下とともに、その効果も低下した。表3と表4のパネル2はそれぞれ、各変数の限界効果を表しているが、前半サンプルにおいては、総資本経常利益率（OPR）が2標準偏差（7.4%）低い場合、執行役員制度の導入確率はおよそ13%上昇するが、後半サンプルでは、総資本経常利益率（OPR）が同じ1標準偏差（7.4%）低い場合でも、導入確率はおよそ8%しか上昇しない。

第二に、執行役員制度の導入に対する取締役会規模の影響力も低下した。1997-99年の推計では、取締役人数（NOD）は5%水準で有意な正の相関を示していたが、2000-2001年の推計では、統計的有意性が完全に喪失する。その一方で、わずかではあるが、執行役員制度の導入に対する機関投資家の影響力が増大している。機関投資家の持株比率（INST）は、前半の推計では十分な有意性を示さないものの、後半の推計では10%水準ながら統計的に有意な正の相関を示した。

したがって、執行役員制度の導入要因を時系列的に比較した場合、初期においては企業パフォーマンスの低迷や取締役会の肥大化などが改革の圧力となり、導入確率を上昇させるという関係が明確であるが、執行役員制度が一般化していく過程で、その影響が弱くなっていったことが確認された。そして、これとは対照的に、機関投資家など、企業外部のモノ言う株主の影響力が強まりつつある可能性もわずかながら示唆された。

4. 執行役員制度の効果 早期導入企業の分析

前節では、執行役員制度導入の要因を時期別に比較し、初期においては企業パフォーマンスの低下が改革の圧力となったことが確認されが、この執行役員制度の導入は、企業パフォーマンスの改善に寄与したのだろうか。本節では、早期導入企業のサンプル、したがって導入後一定期間を経て効果の検証が可能なサンプルを対象に、以下の簡単なモデル（OLS）を推計することによって、この問題に接近する。

$$PEF_{t+1} = g [PEF_{t-1}, NOD_t, DIV_{t-1}, FORE_t, INV_t, GOV(MB, SUB)_t, EOS_t] \dots (3)$$

この推計モデルは、前節と同様に企業ごとに基準年度tを設定し、t+1期の企業パフォーマンス水準（被説明変数）を、t期以前の企業パフォーマンス水準をコントロールした上で、t期の執行役員制度導入ダミーに回帰するものであり、制度導入がその後の企業パフォーマンスに与える効果をテストするものである。ここで、コントロール変数の企業パフォーマンスには、t-1、t-2、t-1とt-2の平均、の3通りを使用した。また、取締役会規模（NOD）、外国株主持株比率（FORE）、投資水準（INV）、ガバナンス構造（MB, SUB）のコントロール変数はt期、多角化の程度（DIV）に関してはt-1期の値を用いた。

取締役会規模は大きいほど経営の非効率を発生させる可能性が高く、多角化は通常関連多角化と非関連多角化に分けて企業パフォーマンスへの影響が議論される。また、投資が

企業パフォーマンスに影響を与える可能性があることは常識であろう。さらに、近年外国株主が企業経営に対する影響力を強めてきたこと、メインバンクや親会社が企業のガバナンスにおいて一定の役割を持つことも既述の通りである。したがって、いずれも企業パフォーマンスに影響を与える可能性があるため、コントロール変数として推計式に加えた。なお、ここでの焦点は、執行役員制度の導入ダミー（EOS）にある。これが有意に正であれば、 t 期以前から $t+1$ 期への企業パフォーマンスの時系列的变化（差分）に対して、執行役員制度の導入が取締役会の機能強化に貢献し、企業パフォーマンスを押し上げる効果を持つと判断される。他方、これが有意に負であれば、執行役員制度の導入が何らかのコストを伴い、企業パフォーマンスを押し下げる効果を持つと判断される。

---表 5 about here---

表 5 パネル 1 は $t+1$ 期の企業パフォーマンスに対する t 期の執行役員制度導入の効果を示している。被説明変数の企業パフォーマンスとして総資本経常利益率（OPR）を用いた場合（左 3 式）執行役員制度の導入ダミー（EOS）は、 $t-1$ 期の総資本経常利益率をコントロールした場合（モデル 1）5%水準で、 $t-2$ 期および $t-1 \cdot t-2$ 期平均の総資本経常利益率をコントロールした場合（モデル 2 と 3）それぞれ 1%水準で有意な負の相関を示した。他方、売上高成長率（DS）を被説明変数とした場合（右 3 式）でも、執行役員制度の導入ダミーは、統計的に有意ではないものの係数は負である。したがって、取締役会の改革を狙った執行役員制の導入は、短期的に企業パフォーマンスを改善させる効果は持たず、むしろこれを悪化させている傾向があることが確認された。

以上の分析は、執行役員制度の導入から 1 年後の企業パフォーマンスへの影響を検討したものであった。しかしながら、評価期間がわずか 1 年で良いものか、結果を残すにはもう少し長い期間が必要ではないかという疑問も残る。執行役員制度の導入により、当事者が新たな役割分担に慣れるために一定程度の時間が必要である可能性もある。しかし、より重要な視点は、執行役員制度の導入が、新たな経営戦略や組織変更を経た上で企業パフォーマンスへ影響を与える可能性である。推計では、多角化や投資水準などの要因はコントロールされているものの、評価には一定のタイムスパンが必要であろう。そこで、(3) 式の被説明変数 $t+1$ 期を、 $t+2$ 期に替えた次式をテストした。

$$PEF_{t+2} = g[PEF_{t-1}, NOD_t, DIV_{t-1}, FORE_t, INV_t, GOV(MB, SUB)_t, EOS_t] \dots (4)$$

表 5 パネル 2 は、 $t+2$ 期の企業パフォーマンスに対する t 期の執行役員制度導入の効果を示している。被説明変数の企業パフォーマンスに $t+1$ 期を用いた上の推計結果と比較すれば、執行役員制度導入ダミーの負の効果は、係数、有意水準ともに軽減されていることが主な特徴である¹⁶。したがって、執行役員制度の導入にともなうショックは短期的なものである可能性も示唆される。しかしながら、いずれにしても重要な点は、依然として企業パフォーマンスを改善させている明確な証拠が得られないことであり、執行役員制度が経営組織改革としての十分な成果を残せていないという事実にある。単なる取締役会規模の是正に比べて、形式的にせよ、役割分担の見直しを伴う執行役員制度の導入は、従来の経

営組織を大幅に変更するという点から、組織の継続性、新システムが順調に機能するまでの時間などの面で、短期的ではあるが相当のコストを伴う可能性が示唆される。

5. 議論 2つの可能性

早期導入企業のサンプルに関して前節までの議論を整理すれば、執行役員制度の導入は企業パフォーマンスの低下が改革の圧力となって導入されたものの、企業パフォーマンスを改善させたという積極的な証拠は得られず、むしろこれを悪化させる傾向にある。そこで本節では、執行役員制度が思うような成果を上げられていない原因を検討する。

5-1. 企業特性とのマッチング

従来の日本型取締役会の抱える問題点の改善を意図した執行役員制度は、すべて失敗に終わっているのだろうか。前節の推計結果からは否定的な傾向が強いものの、中には日産自動車や日立製作所のようにパフォーマンスを改善させている企業もある。それでは、成功企業と失敗企業の差はどこにあるのだろうか。第一の問題意識は、執行役員制度と企業特性とのマッチングにある。つまり、全ての企業にとって執行役員制度がトップ・マネジメント改革の特効薬となるのではなく、執行役員制度を採用することの合理性が高い企業と低い企業があるという可能性である。そこで本節では、執行役員制度を1999年度までに導入した53企業を分析の対象として、相対的に成果を上げているような企業群とそうではない企業群を比較することで、どのような企業特性と執行役員制度の整合性が高いかを検討する。分析の手順は以下の通りである。

前節の議論に従い、総資本経常利益率（OPR）と売上高成長率（DS）の2つの企業パフォーマンス指標それぞれについて、 $t-1$ 期から $t+1$ 期、 $t-2$ 期から $t+1$ 期、 $t-1$ 期と $t-2$ 期の平均から $t+1$ 期、 $t-1$ 期から $t+2$ 期、 $t-2$ 期から $t+2$ 期、 $t-1$ 期と $t-2$ 期の平均から $t+2$ 期、 $t-1$ 期から $t+1$ 期と $t+2$ 期の平均、 $t-2$ 期から $t+1$ 期と $t+2$ 期の平均、 $t-1$ 期と $t-2$ 期の平均から $t+1$ 期と $t+2$ 期の平均、の9つの差分を計算し、これらを合成したランキングを作成した。このランキングの上位をGグループ、下位をBグループに分類した上で、取締役人数（NOD）、多角化の程度（DIV）、外国株主持株比率（FORE）、機関投資家持株比率（INST）、投資水準（INV）、メインバンクダミー（MB）、子会社ダミー（SUB）の各変数について、平均値の差の検定を行った。

---表6 about here---

表6パネル1は、上位26社と下位26社の比較をまとめたものである。売上高成長率（DS）に関しては、両グループ間に有意な差は確認できないが、総資本経常利益率（OPR）に関しては、GグループのほうがBグループよりも外国株主持株比率が高いこと、および多角化の程度が高いことが確認できる。外国株主に関するこの傾向は、上位13社と下位13社を比較した場合、より顕著に確認できる（パネル2）。この結果は、高い資本市場の圧力にさらされている企業群、あるいは多角化が進展し、より複雑な事業構造を抱えるような企

業群で、執行役員制度を導入することの合理性が高い可能性を示唆する。日本に前例が無いという状態で執行役員制度の導入を決めたソニーは、経営組織のあるべき姿を真剣に検討したと推察されるが、その際に、グループ事業の多角化とグローバル化への対応が念頭に置かれていたことは（橋本，1997）、ここでの分析結果に鑑みて極めて興味深いと言えよう。

以上は、執行役員制度が思うような成果を残せていない原因を、企業特性の差異に求める見方であり、特に資本市場の圧力や事業構造の多角化といった観点から、同制度との整合性が低いような企業においては、組織変革による伴うコストが予想以上に大きいという可能性が示唆された。

5-2．執行役員制度の運用方法

執行役員制度が思うような成果をあげていない理由として、その運用方法に問題がある可能性も指摘できよう。執行役員制度が、本来の改革の意図どおりに運用され、取締役会の機能は実際に向上しているのだろうか。そもそも執行役員制度の運用においては、戦略的意思決定とモニタリング機能を取締役に、執行機能を執行役員に担当させ、双方の機能を強化することポイントであった。しかしながら、執行役員制度を導入したとしても、取締役と執行役員の兼任が多いために、経営と執行の分離が徹底されていないことが問題点としてしばしば指摘されている（畠田，1998）。そこで、早期導入の53社を対象に、この分離の程度を調査した。執行役員制度導入時点の平均像は、取締役10.32人、執行役員15.29人であり、取締役のうち執行役員を兼任する者は1.54人、兼任比率は16.7%である。この数値を見る限り、取締役と執行役員の兼任はそれほど多くはない。しかしながら、取締役名簿に執行役員を兼務している旨の記載がない場合でも、実際は特定の事業部長や工場長の職にある者がかなりの数存在する。また、そもそも社長は代表取締役であることが一般的であるが、この代表取締役は、法的には取締役会から業務執行権限を委譲された執行責任者であるため、実際は執行機能を担当していると判断される¹⁷。そこで、これらの、実際には執行機能を担当していると考えられるケースを修正し、実質的な兼任者数を推計してみると、7.92人になり、実質的な兼任比率は80.6%にもなる。

ここで、取締役と執行役員の兼任が、主に取締役が担当する戦略的意思決定機能と監督機能にどのような影響を与えるかを若干検討しておく。戦略的意思決定の能力に関して重要な視点は、全社的視野と担当部門のセクショナリズム、および現場情報の確保であろう。そもそも執行役員制度の利点として強調されたのが、取締役の役割から現場の執行責任を分離することで、担当部門の利害にとらわれず全社的な視点を確保できるというものであった。したがって、この点では取締役と執行役員が完全に分離したほうが望ましいと思われるが、両者が完全分離した場合、いかにして現場情報を基にした意思決定を可能にするかという問題も残る¹⁸。一方、監督機能に関しては、取締役と執行役員が完全に一致している場合、従来から指摘されてきたように、自分で自分を監督・評価することになるため、

客観的な視点の確保が困難であり、両者を完全に分離したほうが、責任の明確化の点で望ましい。しかし、監督される側の人間が、誰も評価の場に参加できないのでは、適切な情報に基づいた正当な判断がなされるかという点で問題もあろう。以上の考察からは、執行役員制度の導入後も、一定数の兼任者が必要な可能性が示唆されるが、実質的な兼任比率が高いという事実は動かし難いと思われる。

ここで再び、執行役員制度の導入目的を質問したアンケート調査に立ち返れば、「意思決定のスピードアップ」が79.5%、「意思決定と業務執行の分離」が70.5%、「業務執行機能の強化」が55.7%と過半数を占めるのに対して、「取締役会の監督機能の強化」は31.1%、「使用人兼務取締役等を廃止するため」に至っては、わずか1.6%に過ぎない（東京弁護士会会社法部，2001）。取締役会に関する意思決定の質と規律づけ・モニタリングの実効性に関する批判と対比して推察すれば、改革に対する企業側のウエイトは意思決定の質の向上、あるいは業務執行機能の充実に置かれていると判断されよう。しかし、この点に関して、執行役員制度の導入が戦略的意思決定能力の向上に寄与するか否かを検討した延岡・田中（2002）は、単なる制度の導入だけでは必ずしも効果が上がるわけではないことを指摘している。また、宮島・稲垣（2003）は、社内カンパニー制や事業部制組織を対象に、権限委譲の程度を報告しているが、特に財務面での権限委譲が進んでいない傾向を指摘している。つまり、企業側が改革として重視した戦略的意思決定機能や業務執行機能の強化に関して、今のところ積極的な証拠は得られていないのが現状である。他方、意思決定の質を高めるといふ課題はむしろ企業内部の経営的問題であり、コーポレート・ガバナンスの観点からは、規律づけ・モニタリングの実効性を確保することがより重要な課題であろう。企業側がこの点に十分なウエイトを置いているかには疑問が残る上、実質的な兼任比率の高さを考えれば依然としてお手盛り評価の可能性は高く、執行役員制度の導入によって監督機能が向上したと評価するのは困難であろう。したがって、戦略的意思決定機能と監督機能の充実という改革の目的に照らして考えれば、執行役員制度の運用には依然として課題が残り、実質的に取締役会の機能強化に貢献していない可能性が高いと判断せざるを得ない。

6. まとめ

本稿では、日本におけるコーポレート・ガバナンス議論の活発化を背景に、1990年代後半以降盛んになったトップ・マネジメント改革のうち、特に執行役員制度に焦点を当て、導入要因を分析するとともに、その効果を検討した。執行役員制度の導入要因を時系列的に分析した結果、初期においては企業パフォーマンスの低下や、取締役会の過剰規模が改革圧力を上昇させ導入が進展したが、同制度が一般化する過程でこれらの影響は弱まっていったことが確認された。他方、執行役員制度を導入してから一定期間が経過した企業を対象にしてその効果を検討した結果、パフォーマンスを改善させるよりもむしろ悪化させている傾向があることが確認され、経営組織改革には相当のコストを伴う可能性があるこ

とが示唆された。日本型取締役会の抱える意思決定の質と規律づけ・モニタリングの実効性に関する問題点を、経営と執行の分離によって緩和することを狙った執行役員制度ではあるが、現在のところ思うような成果は残せていない。一つの可能性は、企業特性と執行役員制度の整合性にある。本稿の考察からは、資本市場の圧力が高く、事業構造が多角化しているような企業ほど執行役員制度を導入することの合理性が高い可能性が示されたが、企業特性に合わない場合は、導入のベネフィットをコストが上回る可能性が高いと思われる。また本稿では、執行役員制度の運用に問題がある可能性も指摘した。経営と執行の分離を掲げながらも、取締役と執行役員の実質的な兼任比率は高く、戦略的意思決定機能や監督機能が実際に向上しているかには依然として疑問が残る。したがって、今後の課題としては、企業特性との整合性を十分検討したうえで、取締役会機能の実質的な向上を担保できるような運用方法の再検討が必要となろう。

最後に、残された課題について触れておく。第一に、本稿では、経営組織改革のうち特に執行役員制度に焦点を当てて分析を進めてきたが、トップ・マネジメント改革の全体像を把握するためには、社外取締役制やストック・オプション制度なども含めた、全般的な分析が必要になる。特にコーポレート・ガバナンスの点からは、執行機能と監督・評価機能を分離することの重要性が高いが、独立性が高く強いインセンティブを持つ社外取締役は、経営執行者に対するモニタリング機能の面で、執行役員制度とは補完的な関係にあるため、両者をセットにした分析が必要となろう。第二に、執行役員制度と企業パフォーマンスとの関係を扱ったが、本稿で用いた企業パフォーマンスは主に会計上のパフォーマンスである。したがって、執行役員制度が投資家に対するアピールの側面も持ち合わせることを考慮すれば、同制度と株価パフォーマンスとの関連も議論されるべきであろう。最後に、本稿では執行役員制度が思うような成果を上げていないことの原因として、企業特性との整合性と、運用方法に関する問題点を指摘したが、今後日本企業があるべきトップ・マネジメントの姿を追及していく上では、その他の要因に関しても更なる議論が必要であろう。

References

- Abegglen, J. C. and J. Stalk, Jr. (1986) *Kaisha, the Japanese corporation*, New York: Basic Books.
- 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* 8: 3-14.
- 青木昌彦 (1995) *経済システムの進化と多元性*, Tokyo: 東洋経済新報社.
- Aoki, M (1990) ‘Towards an economic model of the Japanese firm’, *Journal of Economic Literature* 28: 1-27.
- 深尾光洋・森田泰子 (1997) *企業ガバナンス構造の国際比較*, Tokyo: 日本経済新聞社.
- 橋本綱夫 (1997) ‘グループ経営のためのソニーの機構改革：真のグローバル企業を目指し

- た取締役会の改革及び執行役員制の導入', *取締役の法務* (9月号): 8-11 .
- 畠田公明 (1998) '執行役員の法的地位と責任', *商事法務* 1505 : 49-60 .
- 広田真一・堀内俊洋 (2001) '近年のメインバンク関係の実態と変化', *金融経済研究* 17 : 90-98 .
- Jacquemin , A. P. and C. H. Berry (1979) 'Entropy Measure of Diversification and Corporate Growth', *Journal of Industrial Economics* 27 : 359-369 .
- Kang ,J. and A. Shivdasani(1995) Firm Performance ,Corporate Governance ,and Top Executive Turnover in Japan', *Journal of Financial Economics* 38 : 29-58 .
- Kaplan ,S. N. (1994)' Top Executive Rewards and Firm Performance : A Comparison of Japan and the United States ', *Journal of Political Economy* 102 : 510-546 .
- Kaplan , S. N. and B. A. Minton (1994)' Appointments of Outsiders to Japanese Boards : Determinants and Implications for Managers ', *Journal of Financial Economics* 36 : 225-258 .
- 経済同友会 (1996) '日本企業の経営：コーポレート・ガバナンスの観点を踏まえた取締役会と監査役会のあり方', 第12回企業白書 .
- 近藤光男・牛丸與志夫・田村詩子・川口恭弘・黒沼悦郎・行澤一人 (1999) '執行役員制度に関する法的検討〔上〕〔下〕', *商事法務* 1542〔上〕: 4-13 .*商事法務* 1543〔下〕: 17-27 .
- 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 .
- Morck , R. and M. Nakamura (1999)' Banks and Corporate Control in Japan ', *The Journal of Finance* 54 : 319-339 .
- Morck , R. , A. Shleifer and R. W. Vishny (1989)' Alternative mechanism for corporate control ', *American Economic Review* 79 : 842-852 .
- 中山徳良 (1999) '日本企業の生産性と役員数', *日本経済研究* 38 : 48-61 .
- 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 (eds.) *日本企業 変革期の選択*, Tokyo : 東洋経済新報社 .
- 澤口実 (1998) '執行役員制度導入上の問題点', *商事法務* 1494 : 4-10 .
- Sheard , P. (1989)' The main bank system and corporate monitoring and control in Japan ', *Journal of Economic Behaviour and Organization* 11 : 399-422 .
- Sheard , P. (1994)' Main Banks and the Governance of Financial Distress ', Aoki , M. and H. Patrick (eds.) *The Japanese Main Bank System* ,Oxford University Press.
- Sheard , P. (1997) *メインバンク資本主義の危機*, Tokyo : 東洋経済新報社 .
- 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*(9月号): 47-65.
- 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：「トップマネジメント機能の革新とコーポレートガバナンスに関する調査報告」。

商事法務研究会（2000）『執行役員制度導入状況と営業報告書・各種議案における対応事例分析』，資料版商事法務 192。

田中一弘（1999）『日本企業のトップ・マネジメントと意思決定：企業統治の観点から』『国民経済雑誌 181（2）』：91-103。

東京弁護士会会社法部編（2001）『別冊商事法務（No.243）執行役員・社外取締役の実態：商法改正の方向を含めて』。

東京証券取引所（2003）『コーポレート・ガバナンスに関するアンケートの調査結果について』。

¹ 2002年5月に商法特例法が改正され（2003年4月施行）企業は従来型の監査役制度か、社外取締役をそれぞれ過半数とする指名・監査・報酬の各委員会を置く「委員会等設置会社」制度かを自由に選択できるようになった。

² 以下、特に断らない限り、部門レベルの意思決定とは区別される全社的な視点からの意思決定を意味する。

³ なお、コーポレート・ガバナンスの充実のために重要となる事項としては、法令違反行為の未然防止機能の強化（80.9%）、ディスクロージャー・株主への説明義務の充実（75.3%）、取締役会の機能強化（69.9%）が上位を占める。

⁴ 東京弁護士会会社法部（2001）でも、資本金規模で見た場合、大企業ほど導入割合が高くなっていることが示されている。

⁵ 本稿とは時期がやや異なるが、東証（一部、二部、マザーズ）上場企業を対象とした東京証券取引所のアンケート調査では、2002年11月現在、1363社中466社（34.2%）で導入されている。

⁶ 例えば、 $t-1$ 期の役員数が20人のある企業が t 期に執行役員制度を導入し、役員数が10名（ t 期）になったとする。すると今度は、 $t+1$ 期の制度導入（EOS=1）をこの10名の役員数で説明するという問題が発生してしまう。

⁷ Kaplan and Minton（1994）には、外部からの役員派遣がその後の経営者交代の確率を上昇させることも示されている。

⁸ ここでの「強制された交代」とは、退任する社長が会長に就任しなかったケースである。日本の大企業の場合、退任した社長は会長に就任するのが一般的な慣行となっているため、このような交代にこそ規律メカニズムが最も反映されるというのが基本的なアイデアである。

⁹ 標準化の際の産業に関しては、日本政策投資銀行『企業財務データ』の業種コードを基準とした。

¹⁰ パフォーマンス標準化のアイデアは、Morck, Shleifer and Vishny（1989）を参照。また、手順はKang and Shivdasani（1995）やMorck and Nakamura（1999）に従った。

¹¹ エントロピー指数は、1から n までの事業分野を持つ企業の第 i 番目の分野の売上構成比を P_i とした場合に、 $\sum_{i=1}^n [P_i \times \ln(1/P_i)]$ で与えられる。各事業分野の分類は、総務庁『日本標準産業分類』の3桁分類を基準とした。なお、エントロピー指数もパフォーマンス指

標と同様に、産業平均を用いて標準化した。理由は産業特性にある。例えば、自動車産業では、自動車と自動車部品が同一の3桁コードに分類されるが、電気機器産業の場合、同じ家電でもビデオとエアコンでは3桁コードが異なる。つまり多角化の程度は、企業の属する産業の影響を受ける。また、分類が困難な事業分野がある場合、企業のホームページから製品の内容を可能な限り補足したが、この基準も産業ごとに異なる。そこで、次善の策としてエントロピー指数を産業調整した。エントロピー指数に関して詳しくは、Jacquemin and Berry (1979)などを参照のこと。

¹² 1999年度から連結ベースでのセグメント情報が開示され、単体ベースでの多角化情報が得られなくなったためである。連結情報の場合、企業間関係や持株会社関係などの分析には適するが、本稿の対象は、企業単体での取締役と執行役員の役割分担などである。

¹³ 全国証券取引所協議会の「株式分布状況調査」(平成13年度)では、外国人株主の株式保有比率は18.3%である。

¹⁴ この方法は、現実の企業のメインバンクとおよそ97%の確率で一致し、従来の「融資順位1位」や『系列の研究』によるメインバンクの特定方法よりも精度が高いことが広田・堀内(2001)に示されている。

¹⁵ 親会社という場合、通常は過半数の持株比率を基準とするが、本稿では、企業に対するモニタリングを行い得る主体の存在という観点から解散請求権を持つ10%の保有比率を基準とした。

¹⁶ なお、被説明変数のパフォーマンスを $t+1$ 期と $t+2$ 期の平均に替えたテストも行ったが、執行役員制度導入ダミーの有意性はパネル1の推計結果と同様であった。

¹⁷ また、会長も代表取締役であるケースが一般的に確認できる。

¹⁸ ただし、内部昇進者が取締役に就任する場合、あるいは必要な情報にアクセスできる場合は、取締役が完全に現場情報を持たないというマイナスの側面は緩和される可能性がある。

表1 .執行役員制度の年度別導入企業数

Year	企業数 ()	累積 ()	/	/	/	/
1997	1	1	0.98%	0.98%	0.30%	0.30%
1998	8	9	7.84%	8.82%	2.37%	2.67%
1999	44	53	43.14%	51.96%	13.06%	15.73%
2000	23	76	22.55%	74.51%	6.82%	22.55%
2001	26	102	25.49%	100.00%	7.72%	30.27%
導入企業合計 ()				102		
サンプル数 ()				337		

表2 .変数と基本統計量

パネル1 .変数一覧

<i>EOS</i>	執行役員制度の導入ダミー (執行役員制度を導入している場合1)
<i>MB</i>	メインバンクダミー (メインバンクの持株順位が3位以内で、役員派遣がある場合1)
<i>SUB</i>	子会社ダミー (事業法人が10%以上の株式を保有し、役員派遣がある場合1)
<i>OPR</i>	総資本経常利益率 (産業調整済み)
<i>DS</i>	売上高伸び率 (産業調整済み)
<i>NOD</i>	取締役人数 (監査役を除く)
<i>INV</i>	投資比率 (設備投資額 / 前期有形固定資産)
<i>FORE</i>	外国株主持株比率
<i>INST</i>	機関投資家持株比率 (外国株主-主要外国企業+投資信託+年金信託+生保特別勘定)
<i>DIV</i>	多角化の程度 (産業調整済みエントロピー指数)

注)メインバンクと親会社の役員派遣は、派遣後10年未満のケースのみを特定した。

パネル2 .基本統計量

	1997-1999 (N=337)			2000-2001 (N=284)		
	Number	Mean	Std.dev.	Number	Mean	Std.dev.
<i>EOS</i>	53	-	-	49	-	-
<i>MB</i>	96	-	-	53	-	-
<i>SUB</i>	89	-	-	71	-	-
<i>OPR</i>	-	0.000	0.037	-	0.001	0.037
	-	0.026	0.042	-	0.040	0.040
<i>DS</i>	-	-0.001	0.079	-	0.007	0.135
	-	-0.070	0.088	-	0.040	0.144
<i>NOD</i>	-	20.418	7.230	-	17.673	6.703
<i>INV</i>	-	0.167	0.126	-	0.199	0.337
<i>FORE</i>	-	10.821	10.028	-	12.459	11.080
<i>INST</i>	-	16.629	10.053	-	14.744	7.203
<i>DIV</i>	-	0.001	0.188	-	-	-
	-	0.296	0.210	-	-	-

注1) OPR、DS、DIVの下段は産業調整前の現数値。

注2) FOREの2000-2001年はN=283、INSTの1997-1999年はN=328、2000-2001年はN=268。

表3 .執行役員制度の導入要因 (1997-1999年)

パネル1 .推計結果

Model	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>OPR</i>	-13.380 *** (-2.657)		-14.663 *** (-2.838)	
<i>DS</i>		-6.412 *** (-2.856)		-6.527 *** (-2.915)
<i>NOD</i>	0.051 ** (-2.454)	0.053 ** (2.515)	0.050 ** (2.420)	0.053 ** (2.535)
<i>DIV</i>	1.963 ** (2.318)	2.067 ** (2.416)	1.929 ** (2.288)	2.049 ** (2.403)
<i>FORE</i>	0.018 (1.179)	0.009 (0.577)		
<i>INST</i>			0.024 (1.322)	0.010 (0.579)
<i>INV</i>	0.275 (0.226)	0.859 (0.608)	-0.062 (-0.047)	0.625 (0.416)
<i>MB</i>	0.104 (0.303)	0.070 (0.204)	0.096 (0.278)	0.050 (0.145)
<i>SUB</i>	-0.770 * (-1.790)	-0.916 ** (-2.036)	-0.592 (-1.324)	-0.824 * (-1.764)
<i>Obs.</i>	337	337	328	328
<i>EOS=0</i>	284	284	275	275
<i>EOS=1</i>	53	53	53	53
<i>Scaled R-squared</i>	0.084	0.086	0.085	0.085
<i>Log likelihood</i>	-132.631	-132.238	-131.216	-131.179
<i>Fraction of Correct Predictions</i>	0.849	0.843	0.845	0.838

注1)係数下のカッコ内は t 値

注2)***は1%水準で、**は5%水準で、*は10%水準で、それぞれ有意であることを示す。

パネル2 .限界効果 (dP/dX)

<i>OPR</i>	-1.616		-1.806	
<i>DS</i>		-0.771		-0.803
<i>NOD</i>	0.006	0.006	0.006	0.006
<i>DIV</i>	0.237	0.249	0.238	0.252
<i>FORE</i>	0.002	0.001		
<i>INST</i>			0.003	0.001
<i>INV</i>	0.033	0.103	-0.008	0.077
<i>MB</i>	0.013	0.008	0.012	0.006
<i>SUB</i>	-0.093	-0.110	-0.073	-0.101

表4 .執行役員制度の導入要因 (2000-2001年)

パネル1 .推計結果

Model	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>OPR</i>	-8.753 * (-1.854)		-7.417 (-1.528)	
<i>DS</i>		-1.970 (-1.350)		-2.073 (-1.363)
<i>NOD</i>	0.004 (0.175)	0.006 (0.237)	-0.000 (-0.019)	-0.002 (-0.065)
<i>FORE</i>	0.009 (0.580)	0.003 (0.173)		
<i>INST</i>			0.044 * (1.859)	0.039 * (1.693)
<i>INV</i>	0.451 (1.161)	0.924 * (1.767)	0.197 (0.412)	0.728 (1.128)
<i>MB</i>	0.380 (0.951)	0.500 (1.279)	0.518 (1.278)	0.617 (1.557)
<i>SUB</i>	-0.489 (-1.175)	-0.458 (-1.100)	-0.232 (-0.519)	-0.220 (-0.491)
<i>Obs.</i>	283	283	268	268
<i>EOS=0</i>	234	234	221	221
<i>EOS=1</i>	49	49	47	47
<i>Scaled R-squared</i>	0.029	0.023	0.030	0.028
<i>Log likelihood</i>	-126.31	-127.217	-120.449	-120.713
<i>Fraction of Correct Predictions</i>	0.820	0.827	0.821	0.825

注1)係数下のカッコ内は t値

注2)***は1%水準で、**は5%水準で、*は10%水準で、それぞれ有意であることを示す。

パネル2 .限界効果 (dP/dX)

<i>OPR</i>	-1.214		-1.039	
<i>DS</i>		-0.275		-0.291
<i>NOD</i>	0.001	0.001	-0.000	-0.000
<i>FORE</i>	0.001	0.000		
<i>INST</i>			0.006	0.006
<i>INV</i>	0.063	0.129	0.028	0.102
<i>MB</i>	0.053	0.070	0.073	0.087
<i>SUB</i>	-0.068	-0.064	-0.033	-0.031

表5 .執行役員制導入の効果

パネル1 .t+1期のパフォーマンスへの影響							N=337
Model	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	
PEF	0.605 *** (14.093)	0.696 *** (14.708)	0.709 *** (15.516)	-0.462 *** (-5.034)	-0.003 (-0.037)	-0.330 *** (-2.952)	
NOD	-0.001 *** (-3.580)	-0.001 *** (-3.463)	-0.001 *** (-3.734)	-0.001 (-0.652)	-0.001 (-1.316)	-0.001 (-1.064)	
DIV	0.004 (0.490)	0.008 (0.996)	0.007 (0.915)	-0.026 (-0.669)	-0.015 (-0.391)	-0.026 (-0.658)	
FORE	0.000 ** (2.518)	0.000 ** (2.347)	0.000 ** (2.192)	0.002 *** (3.747)	0.002 *** (3.576)	0.003 *** (3.797)	
INV	-0.002 (-0.303)	-0.002 (-0.246)	-0.002 (-0.367)	-0.001 (-0.043)	-0.014 (-0.454)	-0.013 (-0.430)	
MB	-0.008 ** (-2.106)	-0.007 * (-1.845)	-0.007 * (-1.872)	-0.026 (-1.427)	-0.015 (-0.818)	-0.020 (-1.080)	
SUB	-0.004 (-1.128)	-0.007 * (-1.893)	-0.005 (-1.461)	0.005 (0.296)	0.017 (0.994)	0.014 (0.853)	
EOS	-0.012 ** (-2.545)	-0.018 *** (-3.829)	-0.014 *** (-3.145)	-0.036 (-1.616)	-0.028 (-1.228)	-0.030 (-1.317)	
Adj. R ²	0.438	0.456	0.479	0.095	0.025	0.050	

注1)被説明変数は、(1)(2)(3)がOPR_{t+1}、(4)(5)(6)がDS #1である。

注2)PEFは、(1)OPR_{t-1}、(2)OPR_{t-2}、(3)OPR_{t-1,t-2}、(4)DSt-1、(5)DSt-2、(6)DSt-1,t-2である。

パネル2 .t+2期のパフォーマンスへの影響							N=337
Model	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	
PEF	0.535 *** (11.311)	0.467 *** (8.206)	0.555 *** (10.361)	0.420 ** (2.384)	-0.091 (-0.647)	0.194 (0.920)	
NOD	-0.000 (-1.464)	-0.000 (-1.071)	-0.000 (-1.343)	0.001 (0.255)	0.001 (0.593)	0.001 (0.503)	
DIV	-0.008 (-0.854)	-0.008 (-0.779)	-0.006 (-0.695)	0.018 (0.242)	0.005 (0.065)	0.015 (0.198)	
FORE	0.000 (1.454)	0.000 * (1.797)	0.000 (1.420)	0.000 (0.237)	0.000 (0.295)	0.000 (0.194)	
INV	-0.009 (-1.239)	-0.007 (-0.965)	-0.008 (-1.168)	-0.046 (-0.809)	-0.037 (-0.639)	-0.035 (-0.615)	
MB	-0.003 (-0.737)	-0.004 (-0.816)	-0.003 (-0.658)	-0.010 (-0.273)	-0.020 (-0.564)	-0.016 (-0.468)	
SUB	-0.010 *** (-2.693)	-0.013 *** (-3.111)	-0.012 *** (-2.918)	-0.007 (-0.207)	-0.017 (-0.521)	-0.016 (-0.503)	
EOS	-0.007 (-1.404)	-0.013 ** (-2.266)	-0.010 * (-1.838)	-0.001 (-0.017)	-0.007 (-0.165)	-0.007 (-0.157)	
Adj. R ²	0.333	0.231	0.302	-0.001	-0.018	-0.016	

注1)被説明変数は、(1)(2)(3)がOPR_{t+2}、(4)(5)(6)がDS #2である。

注2)PEFは、(1)OPR_{t-1}、(2)OPR_{t-2}、(3)OPR_{t-1,t-2}、(4)DSt-1、(5)DSt-2、(6)DSt-1,t-2である。

表6 導入成功企業と失敗企業の比較

パネル1 .上位26社と下位26社

	OPR				DS			
	G 平均	B 平均	差分	t値	G 平均	B 平均	差分	t値
NOD	10.769 (4.092)	9.885 (2.747)	0.885	0.832	10.538 (4.052)	10.192 (2.829)	0.346	0.409
DIV	0.110 (0.197)	0.028 (0.189)	0.082	* 2.015	0.070 (0.228)	0.069 (0.163)	0.001	0.019
FORE	19.415 (16.157)	11.973 (8.415)	7.442	* 1.938	16.953 (15.787)	13.958 (10.729)	2.996	0.842
INST	22.117 (13.172)	17.637 (10.623)	4.480	1.218	19.987 (14.469)	19.077 (9.924)	0.910	0.295
INV	0.127 (0.086)	0.249 (0.436)	-0.121	-1.328	0.223 (0.430)	0.152 (0.133)	0.071	0.800
MB	0.231 (0.430)	0.077 (0.272)	0.154	1.690	0.115 (0.326)	0.192 (0.402)	-0.077	-0.811
SUB	0.154 (0.368)	0.192 (0.402)	-0.038	-0.440	0.231 (0.430)	0.115 (0.326)	0.115	1.140

パネル2 .上位13社と下位13社

	OPR				DS			
	G 平均	B 平均	差分	t値	G 平均	B 平均	差分	t値
NOD	11.692 (5.186)	10.923 (3.226)	0.769	0.438	11.308 (5.250)	9.462 (1.898)	1.846	1.029
DIV	0.134 (0.198)	0.033 (0.215)	0.101	1.271	0.062 (0.200)	0.051 (0.141)	0.011	0.199
FORE	19.869 (14.965)	10.738 (8.910)	9.132	** 2.260	20.031 (18.842)	12.374 (6.125)	7.657	1.333
INST	22.919 (12.978)	16.283 (9.859)	6.637	1.650	21.959 (15.677)	19.352 (9.177)	2.607	0.512
INV	0.125 (0.068)	0.360 (0.594)	-0.235	-1.381	0.160 (0.110)	0.158 (0.143)	0.002	0.041
MB	0.154 (0.376)	0.077 (0.277)	0.077	0.562	0.077 (0.277)	0.077 (0.277)	0.000	0.000
SUB	0.231 (0.439)	0.308 (0.480)	-0.077	-0.433	0.308 (0.480)	0.154 (0.376)	0.154	1.477

注1) OPR、DSそれぞれについて、

$$(\#1) - (\#1), (\#1) - (\#2), (\#1) - [(\#1) + (\#2)/2]$$

$$(\#2) - (\#1), (\#2) - (\#2), (\#2) - [(\#1) + (\#2)/2]$$

$$[(\#1) + (\#2)/2] - (\#1), [(\#1) + (\#2)/2] - (\#2), [(\#1) + (\#2)/2] - [(\#1) + (\#2)/2]$$

の9つの差分を計算し、これを合計したランキングを作成した。

このランキングの上位をGグループ、下位をBグループとした。

注2) 下段カッコ内は標準偏差。

注3) DIVのみ $t=1$ 期の値であり、他は $t=0$ 期の値である。

注4) ***は1%水準で、**は5%水準で、*は10%水準で、それぞれ有意であることを示す。