

政策効果分析レポート No.18

企業の事業再構築、コーポレート・ガバナンスと 企業業績

近年の企業関連制度整備の効果

平成16年6月

内閣府

政策統括官室（経済財政分析担当）

目 次

要約	i
1. はじめに	1
2. 企業の事業再構築と企業業績	4
3. コーポレート・ガバナンスと企業業績	13
4. コーポレート・ガバナンスと事業再構築の意思決定	20
5. まとめ	26
付図表	29

図表目次

【1.はじめに】

図表 1-1 企業は売上高減少の中で事業再構築等により収益改善を実現 -----	2
図表 1-2 東証一部上場企業の損益分岐点売上高はピーク時より 50 兆円以上減少-----	3

【2.企業の事業再構築と企業業績】

図表 2-1 企業の事業・組織再編関連制度の整備状況 -----	4
図表 2-2 株式交換制度、会社分割制度の利用状況-----	5
図表 2-3 産業活力再生特別措置法の認定実績-----	5
図表 2-4 M & A 件数は近年大幅に増加 -----	6
図表 2-5 企業の事業再構築の取組み状況-----	6
図表 2-6 企業の事業再構築の取組みと企業業績-----	8
図表 2-7 M & A 等による事業再編を実施した企業は収益率や生産性が高い -----	8
図表 2-8 不採算事業の整理・縮小等を行った企業は収益率を回復 -----	9
図表 2-9 企業の事業再構築の取組みを市場も評価-----	11
図表 2-10 事業再構築と企業業績に関する回帰分析結果 -----	12

【3.コーポレート・ガバナンスと企業業績】

図表 3-1 コーポレート・ガバナンス関連制度の整備 -----	13
図表 3-2 ガバナンス上位企業と下位企業の業績比較 -----	15
図表 3-3 コーポレート・ガバナンス総合点の上位企業は良好な業績 -----	16
図表 3-4 「株主・資本構成」「取締役会（行動）」「情報開示」が業績に影響 -----	17
図表 3-5 ガバナンスと企業業績に関する回帰分析結果 -----	19

【4.コーポレート・ガバナンスと事業再構築の意思決定】

図表 4-1 ガバナンス上位企業と下位企業の事業再構築への取組み状況の比較 -----	20
図表 4-2 コーポレート・ガバナンス上位企業ほど事業再構築に積極的に取組む-----	21
図表 4-3 ガバナンスと事業再構築の取組みに関する回帰分析結果 -----	23

【付図表】

付図表 2-1 企業の事業再構築の取組みと企業業績（業種・企業規模を考慮） -----	29
付図表 2-2 企業の事業再構築と企業業績に関する回帰分析結果（詳細） -----	30
付図表 3-1 ガバナンス指標について -----	31
付図表 3-2 ガバナンス上位企業と下位企業の業績比較（業種・企業規模を考慮）-----	32
付図表 3-3 コーポレート・ガバナンスと企業業績に関する回帰分析結果（詳細）-----	33
付図表 4-1 ガバナンスと過去 5 年間の事業再構築の取組みに関する回帰分析結果-----	34
付図表 4-2 ガバナンスと今後 5 年間の事業再構築の取組みに関する回帰分析結果-----	36

企業の事業再構築、コーポレート・ガバナンスと企業業績¹ 近年の企業関連制度整備の効果

1. はじめに

2004年6月現在、景気は、企業部門の改善が進み、着実な回復を続けている。日本経済新聞によれば、04年3月期決算の上場企業の純利益は過去最高となった模様である²。

こうした企業収益の改善は、単に売上高の回復によってもたらされたものではない。その背後には、企業の事業再構築（リストラクチャリング）の取組みがある。今回の企業収益の改善を過去のそれと比較してみると、改善のパターンに相違が見られる。

図表 1-1 は、企業の経常利益の前年比伸び率を売上高要因、人件費要因、その他要因の3つに分解したものである。これを見ると、1995~96年や99~2000年の収益回復は、主として売上高の回復に支えられたものであったことがわかる。これに対し、02年度後半からの企業収益の改善は、売上高が減少する中で生じている。企業の事業再構築の取組みにより、人件費等の圧縮が進み、売上げが伸びない中でも利益が出せるように企業の収益構造が変わってきたわけである。図表 1-2 は、東証一部上場企業の損益分岐点売上高を集計したものであるが、過去のピーク時に比べ、02年度末には損益分岐点売上高³が50兆円以上減少している。すなわち、これら上場企業は、売上高が50兆円少なくとも利益が出せる体質になっているということである。このように企業体質の改善が進んだところに、03年後半からは売上高も増加に転じており、企業収益をさらに押し上げている。

こうした企業部門の改善の動きは基本的には民間企業の取組みによるものであるが、政府も、事業再編にかかる法制・税制の整備や、事業再構築を行う企業への支援措置などにより、民間企業の取組みを引き出す環境整備を進めてきた。また、企業の事業再構築への取組みや効率的な経営を促すと考えられるコーポレート・ガバナンスについても、関連諸制度の整備を進めてきた。これらの制度は活用が進んでおり、企業部門の活性化に一定の役割を果たしていると考えられる。

本レポートの目的は、企業のミクロ・データを用いて、企業の事業再構築の取組みやコーポレート・ガバナンスが企業業績に与えた影響を、実証的に明らかにすることである。第2節では、企業の事業再構築の取組みが企業業績に与えた影響を分析する。第3

¹ 本レポートの分析結果の一部は、先に「構造改革評価報告書」（2003年11月、内閣府）において提示されている。

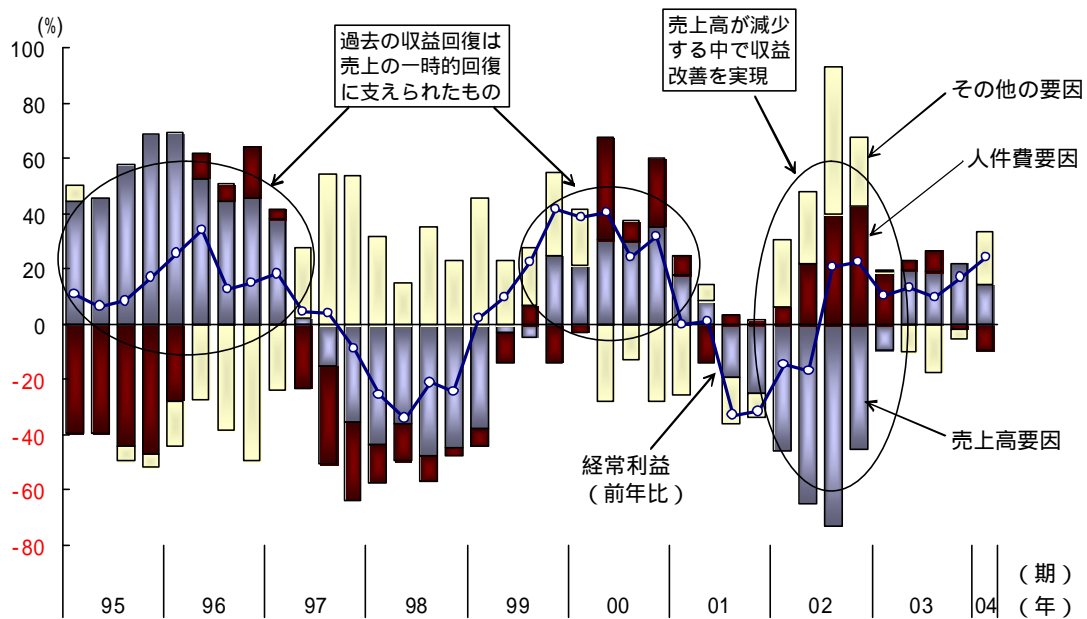
² 2004年5月8日の日本経済新聞記事より

³ 売上高と費用（固定費＋変動費）が等しくなる売上高。売上高がこれ以上であれば利益が生じ、以下であれば損失が生じる。売上高×{固定費/（売上高－変動費）}により求める。

節では、コーポレート・ガバナンスと企業業績の関係を見る。第4節では、コーポレート・ガバナンスが企業の事業再構築の意思決定にどのような影響を与えているかを調べる。これらの分析を通じて、

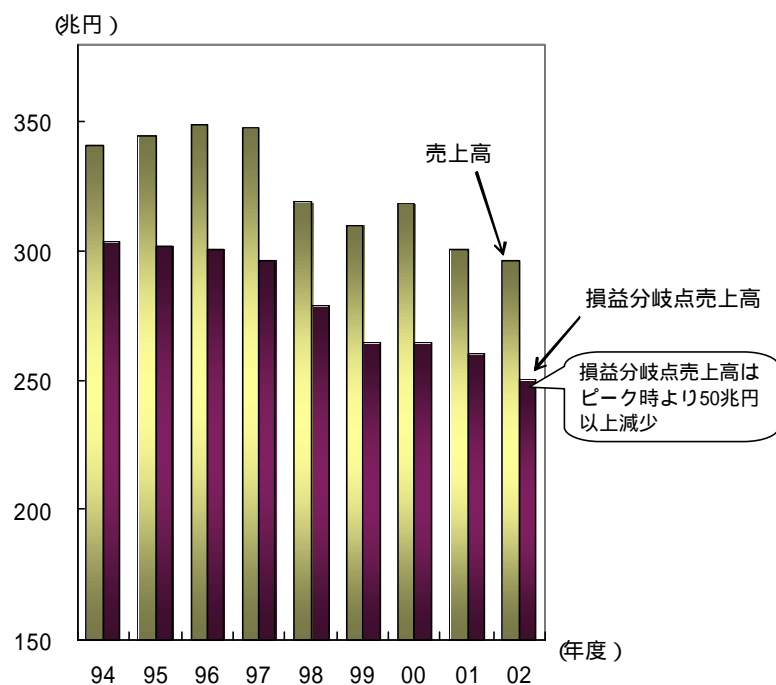
企業の事業再構築の取組みは、良好な企業業績をもたらしている
 コーポレート・ガバナンスの優れた企業ほど、高い業績を示す
 ガバナンスの優れた企業ほど、事業再構築の取組みに積極的である
 ことが示される。

図表 1-1 企業は売上高減少の中で事業再構築等により収益改善を実現
 (経常利益伸び率の要因分解)



(備考) 1. 財務省「法人企業統計」より作成
 2. その他の要因には、売上原価要因、販売管理費要因、減価償却費要因等が含まれる

図表 1-2 東証一部上場企業の損益分岐点売上高はピーク時より 50 兆円以上減少



- (備考) 1. 日経 NEEDS より作成
 2. 連続してデータの取れる 1254 社の合計
 3. 03 年 9 月 5 日付日本経済新聞朝刊の記事を参考とした

2. 企業の事業再構築と企業業績

(1) 企業の事業再構築に関連する制度整備と事業再構築の動向

図表 2-1 は、近年における企業の事業再構築に関連する制度の整備状況を示したものである。会社法制度では、1997 年に合併手続が簡素化され、99 年には株式移転・交換制度が、01 年には会社分割制度が導入された。株式移転・交換制度は、会社の買収等にあって、子会社の株を現金で買うのではなく親会社の株式との交換や移転により完全子会社化することを可能とするものである。これにより、資金がなくとも子会社の買収が可能となった。会社分割制度は、会社分割（企業の事業部門を分離・独立させて別の会社に移すこと）にあって、従来必要だった裁判所の指定する検査役の検査や債権者の同意取り付けといった要件を緩和するものである。いずれも、企業の事業再編を行いやすくするために導入されたもので、株式交換は導入以来活用が増加し、会社分割制度も導入 3 年目の 03 年度には活用件数が年間約 850 件に達するなど、活発に活用されている（図表 2-2）。

税制面においても、以前は企業再編の際に資産の移転等への譲渡益課税が生じていたが、01 年に企業組織再編税制が整備され、一定の要件のもとで非課税となった。02 年には連結納税制度が導入されている。

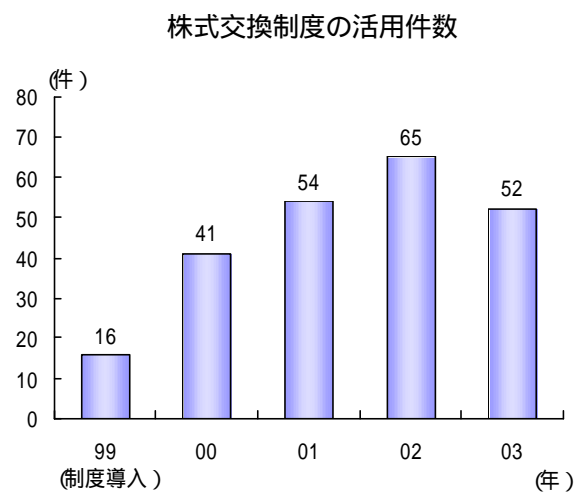
また、政府は、産業活力再生特別措置法に基づき、企業の事業再構築に対する税制・法制上の様々な支援措置を講じている。支援対象として認定された事業再構築等の計画は、99 年の旧法に基づくものが 204 件、03 年 4 月の改正後で 82 件⁴に達している（図表 2-3）。

図表 2-1 企業の事業・組織再編関連制度の整備状況

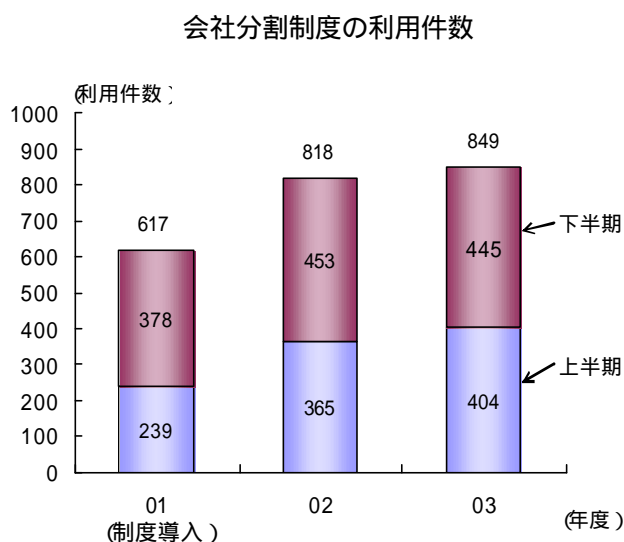
1997 年	純粹持株会社解禁〔独占禁止法改正〕 合併手続の簡素化（簡易合併等）〔商法改正〕
1999 年	株式移転・交換制度の導入〔商法改正〕 産業活力再生特別措置法（事業再構築への支援措置）
2001 年	会社分割制度の導入〔商法改正〕 企業組織再編税制の整備 金庫株解禁〔商法改正〕 ・ 自社株買いは 94 年に解禁（直ちに償却する場合）
2002 年	連結納税制度の導入
2003 年	産業活力再生特別措置法改正

⁴ 2004 年 6 月 18 日現在。

図表 2-2 株式交換制度、会社分割制度の利用状況



(備考) レコフ「M&A データブック」等により作成



(備考) 東京商工リサーチ「会社分割制度利用状況調査」より作成

図表 2-3 産業活力再生特別措置法の認定実績

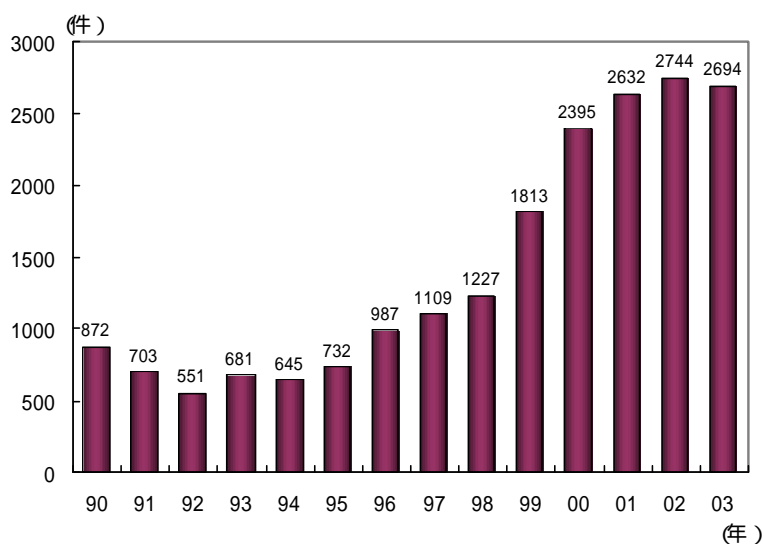
(2004年6月18日現在)

改正前の認定案件	204
改正後の認定計画	82
事業再構築計画	61
経営資源再活用計画	15
共同事業再編計画	5
事業革新設備導入計画	1

(備考) 経済産業省ホームページより作成

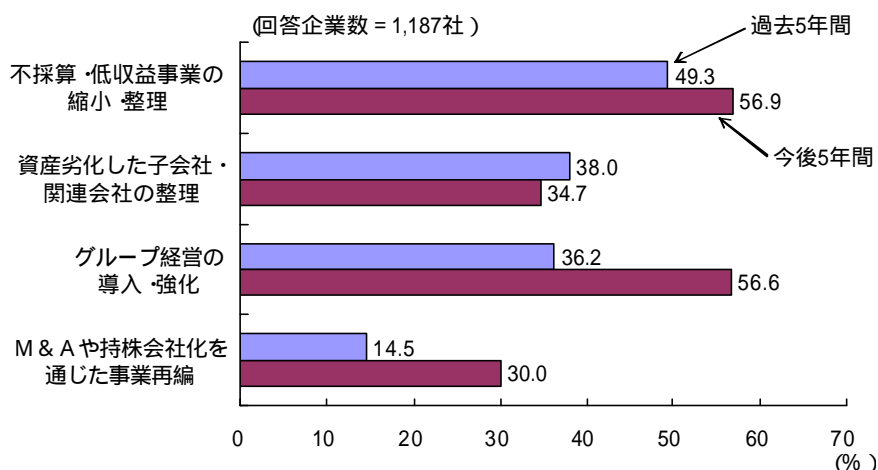
こうした法制・税制の整備や支援措置により、企業は以前に比べて組織再編などの事業再構築が行いやすくなっている。実際の企業の合併・買収等（M&A）の件数を見ても、1997年から2002年の5年間で約2.5倍と急速に活発化しており、03年も2,694件と高い水準が続いている（図表2-4）。また、企業の事業再構築をテーマとした2002年の「企業行動に関するアンケート調査」を見ると、02年1月の調査時点で、約半数の企業が不採算・低収益事業の縮小・整理を実施しており、資産劣化した子会社・関連会社の整理も4割近くが実施している。M&Aや持株会社化を通じた事業再編も約15%が既に実施しており、30%が今後実施するとしている（図表2-5）。

図表2-4 M & A件数は近年大幅に増加



（備考）レコフ「M&Aデータブック」等により作成

図表2-5 企業の事業再構築の取組み状況



（備考）内閣府経済社会総合研究所「平成14年企業行動に関するアンケート調査」により作成

(2) 企業の事業再構築の取組みと企業業績

それでは、このような企業の事業再構築の取組みは、実際に企業業績の改善に効果があったのだろうか。企業のミクロ・データを用いて分析してみよう。具体的には、先に述べた 2002 年の「企業行動に関するアンケート調査」の個票データと、企業の財務データなど企業業績に関するデータとをマッチングさせ、事業再構築の取組みを行った企業と行っていない企業とで、業績に差がないかどうかを統計的に検証する。

企業行動アンケート調査からは、「不採算・低収益事業の縮小・整理」「資産劣化した子会社・関連会社の整理」「グループ経営の導入・強化」「M&A や持株会社化を通じた事業再編」の 4 類型の事業再構築の取組みについて、過去 5 年間に実施したか否かについて見ることにする。これらの取組みの実施状況については 1,187 社から回答が得られており、これが以下の分析の基本的なサンプルとなる⁵。

これと組み合わせる企業業績の指標としては、資産収益率 (ROA⁶)、収益率 (ROA) の改善幅、生産性 (TFP⁷)、企業の市場価値 (トービンの Q) の 4 つを用いる。ROA は、02 年度連結決算の値である。ROA の改善幅については、98 年度決算と 02 年度決算の差をとり、その間に収益率がどれだけ改善したかを見ている。TFP およびトービンの Q については、早稲田大学ファイナンス研究所他「コーポレート・ガバナンス評価システム (プロトタイプ 2003 年 6 月版)」より、上場企業を 5 分位に分け、最上位 5 分の 1 に位置する企業に 5 点、次のランクに位置する企業に 4 点というように、上位から 5~1 点の点数で評価されたものを用いる。TFP については単体決算による過去 3 年間の平均による評価、トービンの Q は 02 年度末時点の評価である。なお、データのマッチングは個別の企業名が識別されない形で行っている。

事業再構築の取組みを行った企業と行っていない企業とで業績を比較した結果は、図表 2-6 に示す通りである。

まず、M&A 等による事業再編を行った企業について見ると、その資産収益率は平均 4.45% であり、行っていない企業の平均 3.94% と比べて高くなっている⁸。また、M&A 等による事業再編を行った企業は、行っていない企業と比べて生産性も高い (図表 2-7)。上で見たとおり、近年 M&A の件数は急増しているが、そうした M&A 等による事業再

⁵ ただし、この中には収益率 (ROA) や生産性 (TFP) のデータが欠損している企業が含まれているので、企業業績との関係の検定を行う際のサンプル企業数は、1,187 社より若干少なくなる (具体的なサンプル数は図表 2-6 の備考を参照)。

⁶ Return on Asset (総資産利益率) = 事業利益 / 総資産。企業資産の収益性・効率性を示す指標。

⁷ Total Factor Productivity (全要素生産性)。労働や資本といった生産要素の投入量の増加では説明できない生産量の増加を、全生産要素の生産性の上昇として捉えたもの。

⁸ 図表 2-6 に見るとおり、ROA については必ずしも有意な差とはなっていないが、M&A 等による事業再編を行った企業の ROA が行っていない企業と比べて高いという結果は、ここで示した 02 年度連結決算の場合だけでなく、単体決算で見た場合でも、また 01 年度決算で見た場合でも同様であり、かなりの程度頑健で信頼できる結果であると考えられる。実際、01 年度決算と 02 年度決算とをプールして検定を行うと、5%水準で有意との結論が得られる。

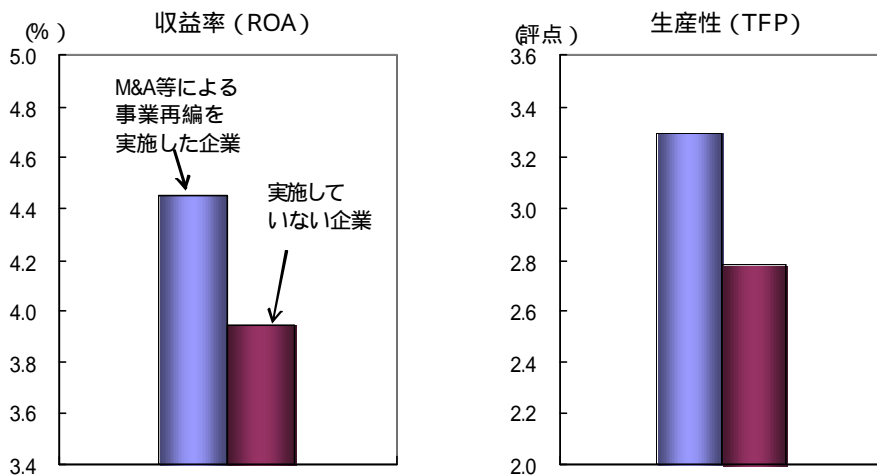
図表 2-6 企業の事業再構築の取組みと企業業績

		資産収益率 (ROA)		収益率改善幅 (ROA変化)		生産性 (TFP)		市場評価 (トービンのQ)	
		Yes	No	Yes	No	Yes	No	Yes	No
不採算・低収益事業の 縮小・整理	Yes	3.84		0.83	+++	2.76	--	2.91	+++
	No	4.19	(-1.44)	-0.16	(3.88)	2.94	(-2.29)	2.64	(3.20)
資産劣化した子会社・ 関連会社の整理	Yes	3.78		1.11	+++	2.75	-	3.08	+++
	No	4.18	(-1.60)	-0.26	(5.37)	2.91	(-1.91)	2.59	(5.64)
グループ経営の導入・ 強化	Yes	3.85		0.14		2.90		2.91	++
	No	4.12	(-1.09)	0.47	(-1.27)	2.83	(0.84)	2.69	(2.57)
M & A や持株会社化を 通じた事業再編	Yes	4.45		0.26		3.29	+++	3.16	+++
	No	3.94	(1.45)	0.35	(-0.26)	2.78	(4.51)	2.70	(3.80)

(備考)

1. 内閣府「平成 14 年企業行動に関するアンケート調査」、日経NEEDS、早稲田大学ファイナンス研究所・ニッセイ基礎研究所・日本経済新聞社「コーポレート・ガバナンス評価システム(プロトタイプ 6 月版)」より作成
2. 「平成 14 年企業行動に関するアンケート調査」において過去 5 年間に当該事業再構築の取組みを行ったと答えた企業(Yes)と行っていないと答えた企業(No)の平均値の比較(分析は個別企業が識別されない形で実施)
3. ROA は日経NEEDS による 02 年度決算連結ベースの値(%)、ROA 改善幅は、98 年度決算から 02 年度決算の変化(%ポイント)。TFP およびトービンの Q は「コーポレート・ガバナンス評価システム」による評点(東証 1 部上場企業を値の大きい順に 5 分位により 5 点~1 点の点をつけたもの、TFP は過去 3 年の平均・単独ベース)。
4. カッコ内は t 値。+++、++、+ (---、--、-) はそれぞれ、1%、5%、10%水準で、実施した企業の平均値が実施していない企業の平均よりも有意に高い(低い)ことを示す。
5. サンプル企業数は、資産収益率は 990 社、収益率改善幅は 826 社、生産性は 1127 社、市場評価は 1138 社。

図表 2-7 M & A 等による事業再編を実施した企業は収益率や生産性が高い



(備考)

1. 内閣府「平成 14 年企業行動に関するアンケート調査」、日経NEEDS、早稲田大学ファイナンス研究所・ニッセイ基礎研究所・日本経済新聞社「コーポレート・ガバナンス評価システム(プロトタイプ 6 月版)」より作成
2. 「平成 14 年企業行動に関するアンケート調査」において過去 5 年間に M&A や持株会社化を通じた事業再編を行ったと答えた企業と行っていないと答えた企業の平均値の比較(分析は個別企業が識別されない形で実施)
3. ROA は日経NEEDS による 02 年度決算連結ベースの値。TFP は「コーポレート・ガバナンス評価システム」による評点(東証 1 部上場企業を値の大きい企業から 5 分位により 5 点~1 点の点をつけたもの、過去 3 年の平均・単独ベース)。

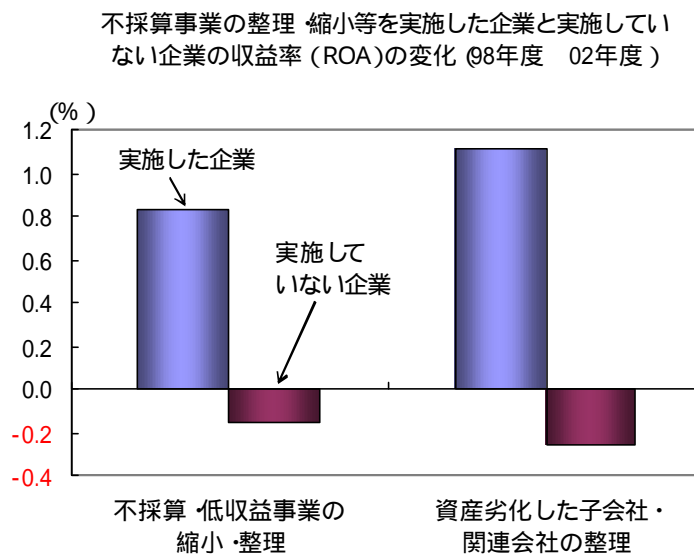
編は、高い収益率や生産性などの良好なパフォーマンスに結びついていると言える。

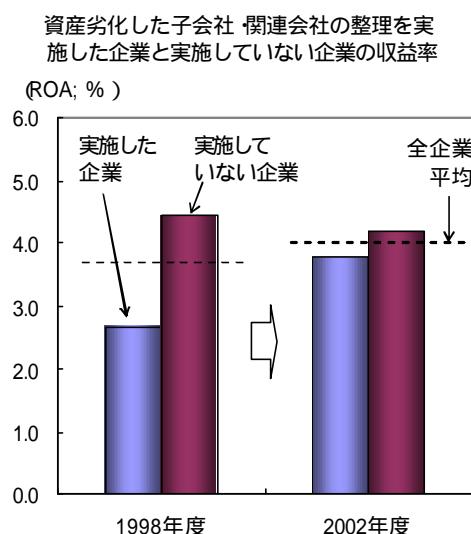
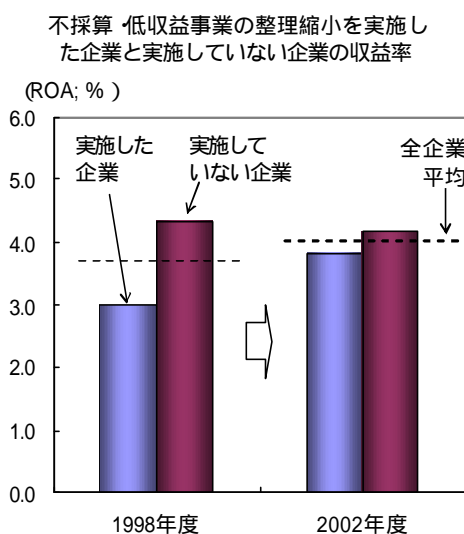
次いで、不採算事業等の縮小・整理や、資産劣化した子会社等の整理について見ると、こうした取組みは企業収益の顕著な改善をもたらしていることがわかる。98～02年度間の収益率の改善状況を比較すると、これらの取組みを実施していない企業の収益率はほぼ横ばいから若干の低下となっているのに対して、実施した企業は顕著な収益率の改善を示している（図表 2-8）。

ただし、こうした収益率の改善を見せた後の 02 年度でも、収益率の水準で見ると、統計的には有意な差ではないが、実施した企業の方が依然として若干低い。こうしたことからすると、不採算事業の縮小・整理などの取組みは、もともと相対的に収益率が低く問題を抱えていた企業が状況を改善させるために行い、取組みによって収益率格差が縮まってきたところと考えられる。実際、これらの企業の 98 年度時点の収益率を見ると、実施しなかった（する必要がなかった）企業に比べてかなり低かったが、取組みの結果、02 年度には全企業の平均的な水準にまで収益率が改善してきた様子が見てとれる。

なお、これらの取組みを実施した企業は、生産性が有意に低いとの結果となっているが、生産性については過去 3 年を平均したデータを用いていることから、取組みによって最近時点で生産性が改善していたとしても、それが十分に分析結果に反映されていない可能性がある（前掲図表 2-6）。

図表 2-8 不採算事業の整理・縮小等を行った企業は収益率を回復





(備考)

1. 内閣府「平成 14 年企業行動に関するアンケート調査」、日経 NEEDS より作成
2. 「平成 14 年企業行動に関するアンケート調査」において過去 5 年間に不採算部門の整理縮小等を行ったと答えた企業と行っていないと答えた企業の ROA (連結ベース) およびその改善幅の平均値の比較 (分析は個別企業が識別されない形で実施)

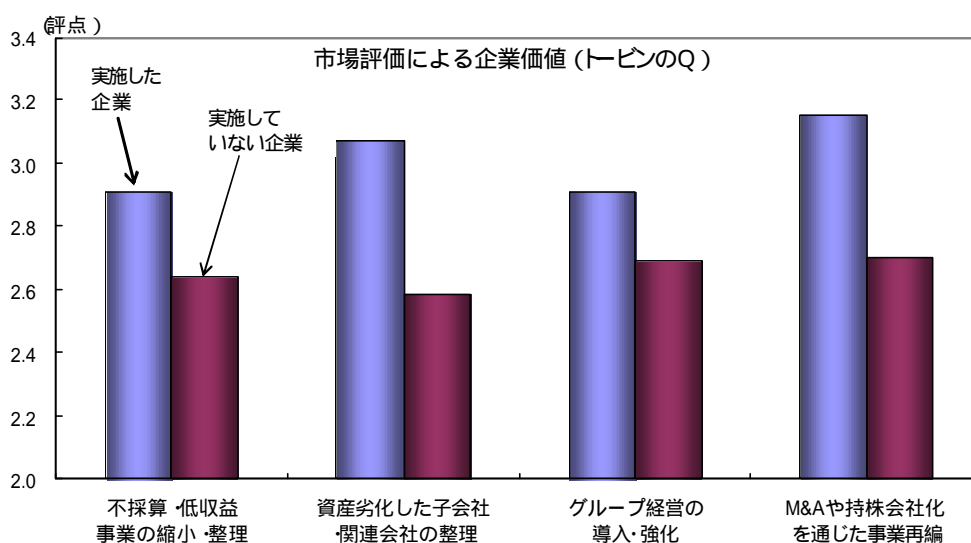
以上のような企業の事業再構築の取組みを、市場ではどう評価しているのだろうか。ここでは、トービンの Q により、市場の評価を見てみる。トービンの Q は以下の式で与えられる。

$$\text{トービンの Q} = \frac{\text{株式時価総額} + \text{負債総額}}{\text{資産総額}}$$

分母は、当該企業の保有する工場や設備などの資産総額である。しかし、企業の価値はそれら資産の価値だけで決まるものではない。それらに加えて、人材や経営ノウハウ、商品開発力、取引先のネットワーク、ブランド力といった企業固有の要素が企業の価値を決める。トービンの Q の分子は、こうした企業固有の要素も含めた企業価値の市場における評価額と考えることができる。市場がこうした当該企業に固有の要素を高く評価すれば、株価が上昇し、それによって分子も大きくなる。ある企業が、単なる工場や設備等の資産の集まりとして以上の価値を持っていると評価されれば、分子は分母よりも大きくなる。つまり、トービンの Q は、市場においてその企業が、単なる資産の集まりとしての価値 (= 分母) と比べて、どれだけ企業固有の価値があると評価されているかを示すことになる。

そこで、上で述べたような事業再構築の取組みを実施している企業と実施していない企業のトービンのQを比較してみよう。事業再構築の取組みにより企業の価値が高まると市場が評価していれば、実施した企業のトービンのQは相対的に高くなる。結果を見ると、4種類の事業再構築の取組みのいずれも、実施した企業の方がトービンのQが高くなっており、これらの事業再構築の取組みについて、市場が高く評価していることがわかる（図表2-9）。

図表2-9 企業の事業再構築の取組みを市場も評価



（備考）

1. 内閣府「平成14年企業行動に関するアンケート調査」、早稲田大学ファイナンス研究所・ニッセイ基礎研究所・日本経済新聞社「コーポレート・ガバナンス評価システム（プロトタイプ6月版）」より作成
2. トービンのQ = (株式時価総額 + 負債総額) / 企業の資産総額
3. 「平成14年企業行動に関するアンケート調査」において過去5年間に当該取組みを行ったと答えた企業と行っていないと答えた企業のトービンのQの評点（東証1部上場企業にトービンのQの大きい順に5分位により5点～1点の点を付与したもの、「コーポレート・ガバナンス評価システム」による）を比較（分析は個別企業が識別されない形で実施）

以上の分析は、企業の属性を考慮せずに、事業再構築の取組みを実施した企業と実施していない企業とを単純に比較したものである。しかし実際には、企業の業種や企業規模などの属性も、企業業績に影響している可能性がある。この場合、事業再構築の取組みと企業業績の関係を厳密に検証するためには、業種や企業規模による影響を除外して分析する必要がある。

このため、収益率や生産性などの業績指標から、業種や企業規模の影響を取り除いての分析も行った。具体的には、例えば収益率については、当該企業の収益率から当該企

業の業種の平均値を差し引いた上で分析した⁹。しかし結果を見ると、一部で有意性が多少低下するなどの変化が見られるものの、傾向としては大きな違いはなかった（付図表 2-1 参照）¹⁰。

また、4つの事業再構築の取組みを説明変数とし、収益率等の企業業績を被説明変数として回帰分析も行った。その際、業種や企業規模も同時に説明変数に加えているので、事業再構築の効果に関する推定結果は、これら企業属性の影響は除かれたものとなる。加えて、回帰分析では4種類の取組みを同時に説明変数に加えることができるので、他種類の取組みの影響を取り除いた上で、当該取組みの効果だけを純粋に取り出して見ることができる（例えば、「不採算事業等の整理・縮小」等が企業業績に与える影響を取り除いた上で、純粋に「M&A等による事業再編」による効果だけを取り出して見ることができる）。

推定結果を見ると、これまでの分析結果に概ね沿った結果となっている（図表 2-10，詳細は付図表 2-2）。すなわち、「不採算事業等の縮小・整理」「資産劣化した子会社等の整理」を行った企業ほど収益率の顕著な改善が見られること、「M&A等による事業再編」を行った企業ほど生産性が高いこと、「資産劣化した子会社等の整理」「M&A等による事業再編」の取組みを市場が評価し、トービンのQが高くなっていることなどは、上の分析で見たのと同様である。一方で、「不採算事業等の縮小・整理」を行った企業の収益率が低いことが10%水準ではあるが有意となること、「グループ経営の導入・強化」を行った企業の収益率がかえって悪化していることなど、一部に相違もあるが、基本的な結論は変わらないと見て良いであろう。

図表 2-10 事業再構築と企業業績に関する回帰分析結果

	収益率	収益率 改善幅	生産性	市場評価
不採算事業等の縮小・整理	-	++	---	
資産劣化した子会社等の整理		+++	--	+++
グループ経営の導入・強化		--		
M&A等による事業再編			+++	+

（備考）

1. 内閣府「平成14年企業行動に関するアンケート調査」、日経NEEDS、早稲田大学ファイナンス研究所・ニッセイ基礎研究所・日本経済新聞社「コーポレート・ガバナンス評価システム（プロトタイプ6月版）」より作成
2. 企業業績に関する諸変数を被説明変数とし、表中の4種類の事業再構築への取組みの有無を説明変数として回帰分析を行った結果。説明変数にはこのほか企業規模（資本金10億円以下、10～50億円、50～100億円、100億円以上の4区分）および業種（29業種）に関するダミー変数を含む。推定法は最小自乗法。
3. +++, ++, + (---, --, -)はそれぞれ、1%, 5%, 10%水準で企業業績に有意に正（負）の影響を与えていることを示す。推定結果の詳細は付図表 2-2を参照。

⁹ その他詳細は付図表 2-1 の備考 3 を参照。

¹⁰ なお、不採算・低収益事業の縮小・整理を実施した企業の収益率については、業種等を考慮しない分析では有意ではなかったが、業種等を考慮すると10%水準ではあるが有意に低いとの結果となった。

3．コーポレート・ガバナンスと企業業績

(1) コーポレート・ガバナンスと関連諸制度の整備

前節で見たような事業再構築の取組みを行うか否かは、結局のところ企業の意思決定による。しかし、同じような状況に置かれている企業でも、同じような意思決定を行うとは限らない。事業再構築に関する意思決定をはじめ、企業経営に関するさまざまな意思決定が、企業の業績を左右すると考えられる。

では、企業の意思決定の違いをもたらすのは何だろうか。

この点で近年注目されているのが、コーポレート・ガバナンス（企業統治）である。コーポレート・ガバナンスとは、企業の健全な経営のための意思決定の仕組みのことであり、株主や経営者、従業員、取引先、顧客、債権者などの利害関係者の利害がどのように調整され、経営に反映されるのか、健全な経営に向けて経営者がどのように規律づけられ、監視・監督されているのかといったことを表わす言葉である。

企業がどのようなガバナンス構造をとるかは、それ自体も企業の判断によるものであるが、一方で政府も、日本企業のコーポレート・ガバナンスを向上させるための制度整備を進めてきている。具体的には、国際的会計基準の導入による企業経営の透明性の向上、監査役機能強化や委員会等設置会社制度（社外取締役を中心とする企業統治システム）の導入による取締役会の経営監視機能の強化、株主が取締役等の責任を追求できる株主代表訴訟制度の見直しなどが行われてきている（図表 3-1）。

図表 3-1 コーポレート・ガバナンス関連制度の整備

1999年	財務諸表開示の連結ベースへの移行
2000年	金融商品に対する時価評価の導入
2001年	監査役制度の機能強化〔商法改正〕 株主代表訴訟制度の改正〔商法改正〕
2002年	委員会等設置会社制度（社外取締役を中心とする企業統治システム）の導入〔商法改正〕

(2) コーポレート・ガバナンスと企業業績の関係

それでは、コーポレート・ガバナンス構造を改革することは、実際に企業業績を改善することにつながっているのだろうか。ミクロ・データから分析してみよう。具体的には、企業のコーポレート・ガバナンス構造を点数化し、その評点が高い企業グループと低い企業グループとで、業績に違いがあるかどうかを検証する。

コーポレート・ガバナンスの指標としては、早稲田大学ファイナンス研究所他「コーポレート・ガバナンス評価システム（プロトタイプ 2003 年 6 月版）」による評価点を用いる。取り上げるのは、「株主・資本構成」「取締役会（組織）」「取締役会（行動）」「情報開示」の 4 部門である¹¹。「株主・資本構成」は、外国人持株比率や機関投資家持株比率が高いほど、それらの株主による経営者へのモニタリング圧力が高まるという考え方によるものである。「取締役会（組織）」は、取締役会の規模（小さいほど迅速な意思決定が可能でモニタリングも容易と考えられる）や社外取締役比率（社外取締役の存在は取締役会の透明性を高めると考えられる）などを見たものである。「取締役会（行動）」は、企業業績が悪化したときに経営トップの交代が行われるか、ストック・オプションの付与などにより取締役に効率的経営のインセンティブが与えられているか等を示している。「情報開示」は、情報開示を積極的に行い透明性の高い企業ほど、外部のモニタリングによる規律づけが働くとの考え方に基づく。これら 4 つのガバナンス指標はいずれも、外国人持株比率など複数の関連する指標を基礎に、各企業を 5～1 点の点数で評価したものである。ガバナンスが良いと考えられる企業ほど、高い点数が付けられている¹²。

企業業績に関する指標としては、前節と同様に、資産収益率（ROA）、収益率（ROE）の改善幅、生産性（TFP）、企業の市場価値（トービンの Q）を用いる。

まず、上記の 4 部門のガバナンス要素の効果を個々に見る前に、コーポレート・ガバナンスの効果を総合的に見ておこう。このため、上記 4 部門のガバナンスの評点を合計し、各企業のガバナンスの総合点を算出する。4 部門のガバナンス評点はそれぞれ 5 点満点なので、総合点は 20 点満点となる。総合点が付されたサンプル企業数は 1,091 社¹³あり、最高点は 15.50 点、最低点は 8.60 点となっている。この総合点の上位 25%に属する企業と、下位 25%に属する企業の業績を比較する。上位 25%に属する企業のガバナンス総合点の平均は 13.23 点であり、下位 25%の平均は 10.26 点である。

比較の結果は、図表 3-2 および 3-3 に示す通りである。これを見ると、コーポレート・ガバナンスが上位の企業は、収益率、生産性、市場評価といった企業業績において良いパフォーマンスを示している。まず、資産収益率については、ガバナンス上位企業の平

¹¹ 同評価システムは原則として 2002 年度時点で評価している。同評価システムでは、これら 4 部門のほか、「資本効率」「市場評価」「安定性」「株主還元」の各部門についても評価しているが、これらの多くは、ガバナンス構造というよりもその結果としてのパフォーマンスを示すと考えられるので、企業のガバナンス構造を示す指標としては取り上げない。（なお、これらの評価要素として含まれる内訳項目のうち、生産性（TFP）およびトービンの Q については、前節でも述べた通り、本レポートの分析において企業業績の指標として用いている。）

¹² 詳細は付図表 3-1 を参照

¹³ ただし、この中には収益率（ROA）や生産性（TFP）のデータが欠損している企業が含まれているので、企業業績との関係の検定の際のサンプル企業数は 1,091 社より若干少なくなる。また、以下において、4 部門のガバナンス要素それぞれについて見る際には、評点が付された企業数（基本サンプル）は、「株主・資本構成」「取締役会（組織）」「取締役会（行動）」が 1,138 社、「情報開示」が 1,091 社である。

均が 6.65%であるのに対して、下位企業は 2.15%であり、上位企業の方が 4.5%ポイントも高いとの結果となっている。これは、統計的にも 1%水準で有意である。また、生産性や市場評価についても、上位企業の方が 1%水準で有意に高くなっている。

98 年度からの収益率の改善幅については、ガバナンス上位企業の方が改善幅が大きいが、統計的に有意となる程ではない。これについては、ガバナンス上位企業の中には良好な経営により以前から高い収益率を維持している(したがって過去からの改善幅で見ればそれほど大きくない)企業がある一方で、下位企業の中には収益率低下等の困難に直面して事業再構築等に取り組み、(収益率の水準自体は低いながらも)過去からの改善幅で見れば顕著な改善に至った企業も存在するといったことが影響していると考えられる。

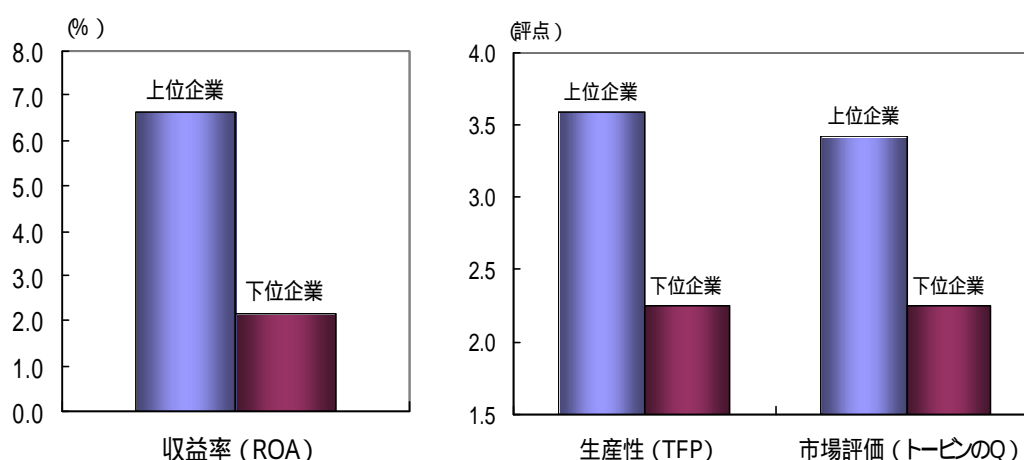
図表 3-2 ガバナンス上位企業と下位企業の業績比較

		資産収益率 (ROA)		収益率改善幅 (ROA変化)		生産性 (TFP)		市場評価 (トーパービンのQ)	
ガバナンス総合点	上位	6.65	+++	0.50		3.59	+++	3.42	+++
	下位	2.15	(14.31)	0.11	(1.11)	2.25	(12.42)	2.25	(10.28)
株主・資本構成	上位	5.44	+++	0.27		3.38	+++	3.28	+++
	下位	3.09	(7.19)	0.62	(-0.99)	2.53	(7.65)	2.42	(7.50)
取締役会(組織)	上位	4.07		0.53		2.82		2.97	
	下位	4.37	(-0.87)	0.63	(-0.30)	2.93	(-0.94)	2.88	(0.71)
取締役会(行動)	上位	7.13	+++	0.48	++	3.65	+++	3.44	+++
	下位	1.32	(18.33)	-0.41	(2.29)	2.17	(14.44)	2.20	(11.24)
情報開示	上位	4.98	+++	0.42		3.05	+++	3.02	+++
	下位	2.57	(6.63)	-0.05	(1.27)	2.51	(4.75)	2.64	(3.05)

(備考)

1. 日経 NEEDS、早稲田大学ファイナンス研究所・ニッセイ基礎研究所・日本経済新聞社「コーポレート・ガバナンス評価システム(プロトタイプ6月版)」より作成
2. 「コーポレート・ガバナンス評価システム」によるガバナンスの評点が上位 25%に位置する企業と下位 25%の企業との平均値の比較(各評点の算出方法については付図表 3-1 を参照)。ガバナンス総合点は、株主・資本構成、取締役会(組織)、取締役会(行動)、情報開示の合計点。
3. ROA は日経 NEEDS による 02 年度決算連結ベースの値(%)。ROA 改善幅は、98 年度決算から 02 年度決算の変化(%)ポイント)。TFP およびトーパービンの Q は「コーポレート・ガバナンス評価システム」による評点(東証 1 部上場企業を値の大きい順に 5 分位により 5 点~1 点の点をつけたもの、TFP は過去 3 年の平均・単独ベース)。
4. カッコ内は t 値。+++、++, +(-, -, -) はそれぞれ、1%、5%、10%水準で、上位企業の平均値が下位企業の平均よりも有意に高い(低い)ことを示す。
5. サンプル企業数は、株主・資本構成、取締役会(組織)、取締役会(行動)は 1138 社、ガバナンス総合点、情報開示は 1091 社(ROA や TFP のデータが欠損している企業を含む数。平均値の計算や平均差の検定の際にはこれらデータの欠損している企業は除いている)。

図表 3-3 コーポレート・ガバナンス総合点の上位企業は良好な業績



(備考)

1. 日経 NEEDS、早稲田大学ファイナンス研究所・ニッセイ基礎研究所・日本経済新聞社「コーポレート・ガバナンス評価システム (プロトタイプ 6 月版)」より作成
2. 「コーポレート・ガバナンス評価システム」による株主・資本構成、取締役会 (組織)、取締役会 (行動)、情報開示の合計点が上位 25% に位置する企業と下位 25% の企業との平均値の比較 (各評点の算出方法については付図表 3-1 を参照)
3. ROA は日経 NEEDS による 02 年度決算連結ベースの値 (%)。TFP およびトービの Q は「コーポレート・ガバナンス評価システム」による評点 (東証 1 部上場企業を値の大きい順に 5 分位により 5 点~1 点の点をつけたもの、TFP は過去 3 年の平均・単独ベース)。

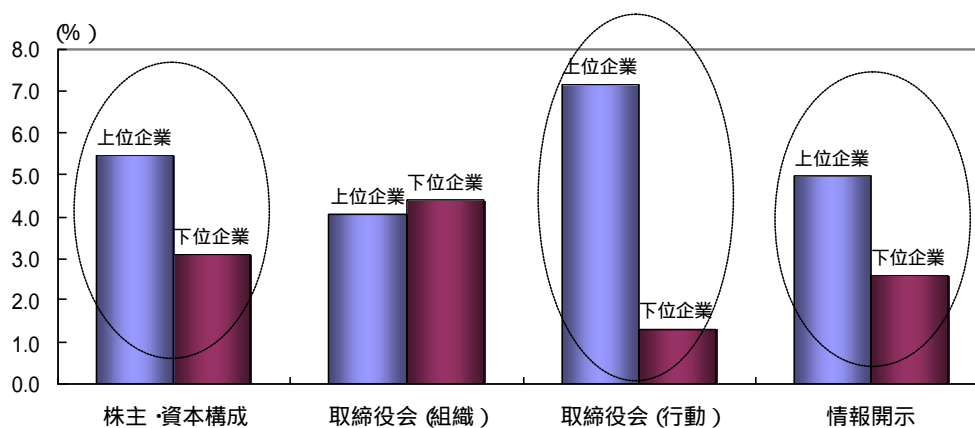
コーポレート・ガバナンスを総合的に見た場合には、ガバナンスが高い企業ほど業績も良いという関係が見られることがわかった。では、「株主・資本構成」「取締役会 (組織)」「取締役会 (行動)」「情報開示」の 4 部門のガバナンス要素のうち、良好な企業業績をもたらすのはどの要素なのだろうか。この点を把握するため、これら 4 部門それぞれについても上位 25% の企業と下位 25% の企業を取り出し、業績の比較を行った (前掲図表 3-2 および図表 3-4)。

結果を見ると、「株主・資本構成」「取締役会 (行動)」「情報開示」の 3 つについては、いずれも良好な企業業績に結びついている。特に、収益率、生産性、市場評価については、これら 3 部門いずれについても、上位企業のパフォーマンスが下位企業のそれを 1% 水準で有意に上回っている。収益率の改善幅については、「取締役会 (行動)」が 5% 水準で有意である。「株主・資本構成」「情報開示」と収益率の改善幅については有意な関係は見いだせないが、これについてはガバナンス総合点のところで述べたのと同じ要因が働いているものと考えられる。

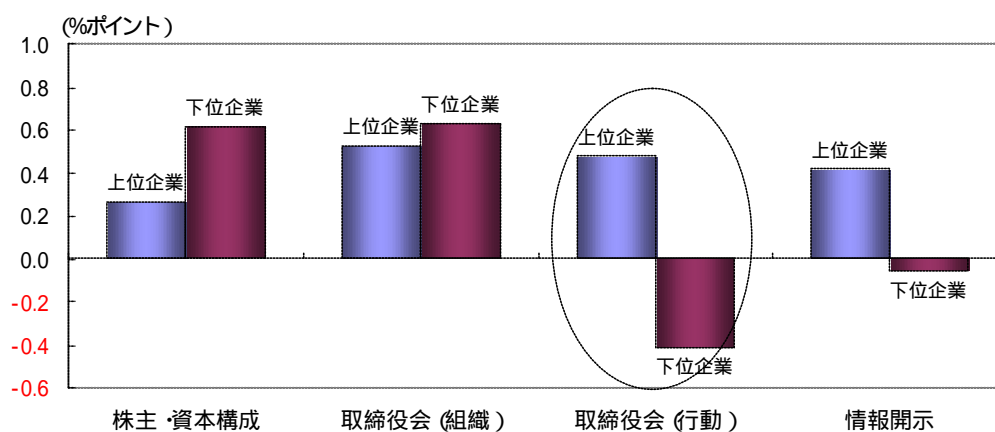
一方、「取締役会 (組織)」については必ずしも企業業績との間の明瞭な関係は見いだせなかった。社外取締役の設置などの取締役会の組織改革は、現在までのところ、顕著な企業業績の改善には結びついていない。ただし、次節で見るように、取締役会組織の改革は、事業再構築に向けた意思決定に対しては顕著な影響を与えているから、これが実際の業績改善に結びつくまでに時間を要しており、今後しばらくすれば、業績面でも効果が顕れてくるという可能性はあると考えられる。

図表 3-4 「株主・資本構成」「取締役会（行動）」「情報開示」が業績に影響

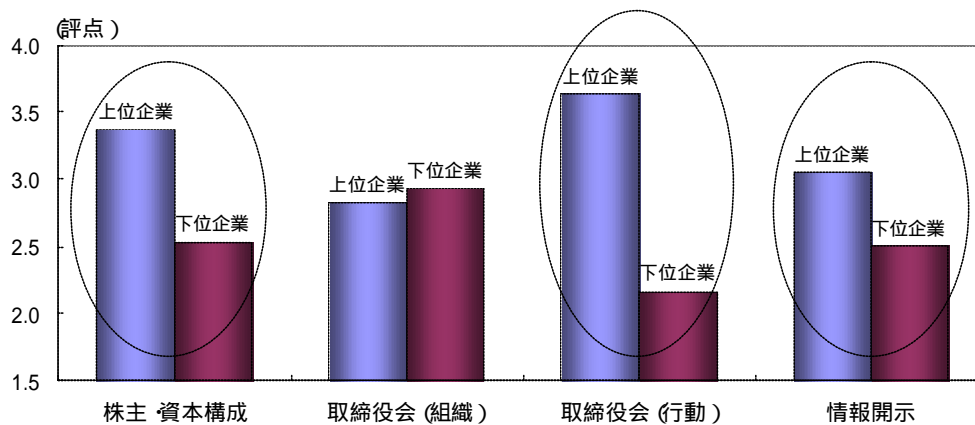
収益率（ROA）



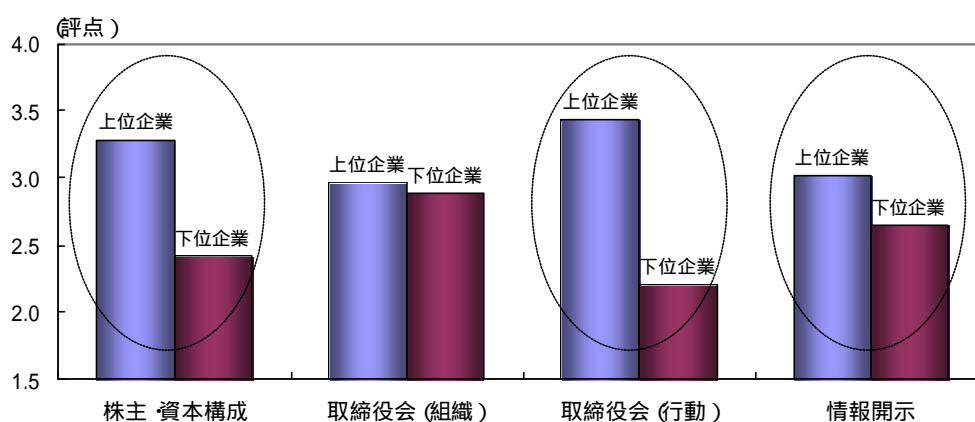
収益率改善幅



生産性（TFP）



市場評価（トービンのQ）



（備考）

1. 日経 NEEDS、早稲田大学ファイナンス研究所・ニッセイ基礎研究所・日本経済新聞社「コーポレート・ガバナンス評価システム（プロトタイプ6月版）」より作成
2. 「コーポレート・ガバナンス評価システム」によるガバナンスの評点が上位 25%に位置する企業と下位 25%の企業との平均値の比較（各評点の算出方法については付図表3-1を参照）
3. ROAは日経NEEDSによる02年度決算連結ベースの値（%）。ROA改善幅は、98年度決算から02年度決算の変化（%ポイント）。TFPおよびトービンのQは「コーポレート・ガバナンス評価システム」による評点（東証1部上場企業を値の大きい順に5分位により5点～1点の点をつけたもの、TFPは過去3年の平均・単独ベース）

コーポレート・ガバナンスと企業業績との関係についても、業種や企業規模などが影響を与えている可能性もある。そこで、前節と同様、これらの属性を考慮に入れた業績指標を用いて、上位企業と下位企業の比較を行ってみたが、基本的な結論は変わらなかった（付図表3-2参照）。

また、各業績指標を被説明変数とし、これを各企業のコーポレート・ガバナンスの点数で回帰する回帰分析も行った。業種・企業規模も説明変数に加え考慮に入れている。ガバナンスの変数については、4部門を合計した総合点を用いた場合と、4部門の各点数を同時に説明変数に入れて各部門の効果を見た場合の2種類の推計を行った。

結果を見ると、先の分析で見た基本的な結論が改めて確認される（図表3-5、推定結果の詳細は付図表3-3参照）。まず、ガバナンスの総合点が高い企業ほど、収益率、生産性、市場評価においてパフォーマンスが高い。ただし、収益率の改善幅については明確な関係は見られない。「株主・資本構成」「取締役会（行動）」「情報開示」の3要素については企業業績とのはっきりした関係が見られる一方で、「取締役会（組織）」については必ずしもそうではない。なお、上の分析との相違点としては、「取締役会（組織）」は、市場評価についてはプラスの効果が確認されるようになる。また、収益率改善について、「情報開示」のプラスの効果が有意に確認されるようになる一方で、「株主・資本構成」との関係は有意に負となっている。

図表 3-5 ガバナンスと企業業績に関する回帰分析結果

	収益率	収益率 改善幅	生産性	市場評価
ガバナンス総合点	+++		+++	+++
株主・資本構成	+++	---	+++	
取締役会（組織）				+++
取締役会（行動）	+++	+++	+++	+++
情報開示	+++	+	+++	+

（備考）

1. 日経 NEEDS、早稲田大学ファイナンス研究所・ニッセイ基礎研究所・日本経済新聞社「コーポレート・ガバナンス評価システム（プロトタイプ6月版）」より作成
2. 企業業績に関する諸変数を被説明変数とし、「コーポレート・ガバナンス評価システム」によるガバナンスの評点を説明変数として回帰分析を行った結果（ガバナンス評点の算出方法は図表 3-1 を参照。ガバナンス総合点は株主・資本構成、取締役会（組織）、取締役会（行動）、情報開示の合計点）。説明変数にはこのほか企業規模および業種に関するダミー変数を含む。推定法は最小自乗法。
3. +++, ++, + (---, --, -) はそれぞれ、1%, 5%, 10%水準で企業業績に有意に正（負）の影響を与えていることを示す。推定結果の詳細は付図表 3-3 を参照。

4. コーポレート・ガバナンスと事業再構築の意思決定

(1) ガバナンス上位企業と下位企業の事業再構築への取組み状況の比較

前節まで、企業の事業再構築の取組みや、コーポレート・ガバナンス構造が、企業の業績にどのような影響を与えているかを見てきた。本節では最後に、企業のガバナンス構造が、事業再構築の意思決定にどの程度影響を与えているかを見る。コーポレート・ガバナンスの改革を行うことで、M&A による事業再編等に関する迅速な意思決定や、思い切った決断が可能になるのだろうか。

この点を調べるため、まず、前節で説明したガバナンスの総合点および第2節で使用した企業行動アンケート調査の回答を用いて、ガバナンス上位企業と下位企業とで、事業再構築への取組み状況に違いがあるかを比較してみた。具体的には、ガバナンス総合点が上位25%の企業と下位25%の企業とで、M&A 等による事業再編などの事業再構築に取り組んでいる割合に違いがあるかを比較してみた。企業行動アンケート調査では、過去5年間の事業再構築の取組み状況に加えて、今後5年間の事業再構築の検討状況も聞いているので、今後の取組みについても同様に、上位企業と下位企業とで違いがあるかを比較した。

図表 4-1 ガバナンス上位企業と下位企業の事業再構築への取組み状況の比較

		取り組んでいる企業の割合			有意水準
		ガバナンス 上位企業	ガバナンス 下位企業	(t 値)	
過去 5 年間	不採算事業等の縮小・整理	47.6%	46.1%	(0.34)	
	資産劣化した子会社等の整理	41.3%	34.7%	(1.58)	
	グループ経営の導入・強化	44.6%	30.6%	(3.38)	+++
	M & A 等による事業再編	23.0%	7.7%	(5.03)	+++
今後 5 年間	不採算事業等の縮小・整理	54.0%	59.2%	(-1.21)	
	資産劣化した子会社等の整理	36.4%	38.1%	(-0.41)	
	グループ経営の導入・強化	64.4%	49.1%	(3.58)	+++
	M & A 等による事業再編	38.7%	17.7%	(5.49)	+++

(備考)

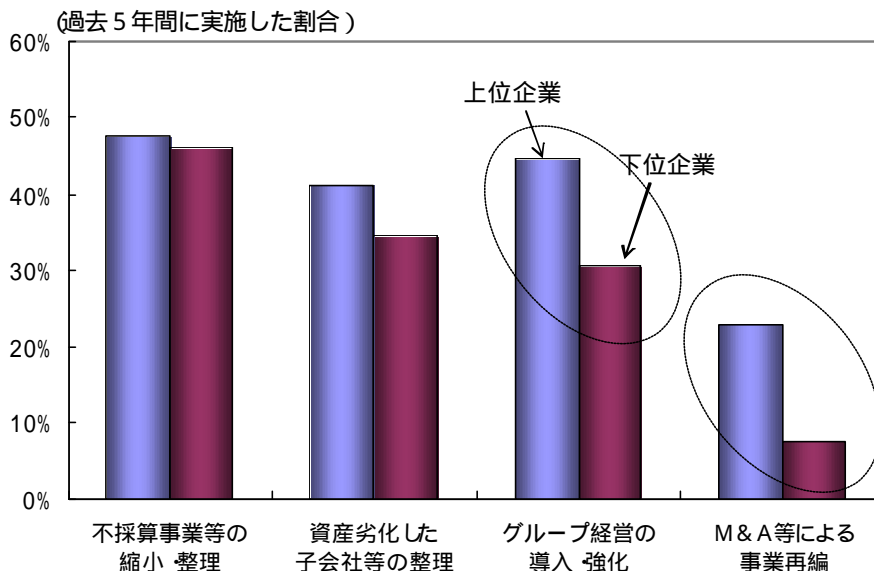
1. 内閣府「平成14年企業行動に関するアンケート調査」、早稲田大学ファイナンス研究所・ニッセイ基礎研究所・日本経済新聞社「コーポレート・ガバナンス評価システム(プロトタイプ6月版)」より作成
2. 「コーポレート・ガバナンス評価システム」による、株主・資本構成、取締役会(組織)、取締役会(行動)、情報開示の合計点が上位25%に位置する企業と下位25%の企業について、事業再構築の取組み(「今後5年間」については実施の検討)を行っているか答えた割合の比較(各ガバナンス評点の算出方法については付図表3-1参照)。
3. カッコ内はt値。+++、++, +(---, --, -)はそれぞれ、1%、5%、10%水準で、上位企業の取り組んでいる割合が下位企業よりも有意に高い(低い)ことを示す。
4. サンプル企業数は1091社。

結果は図表 4-1、4-2 に示す通りである。これを見ると、「グループ経営の導入・強化」「M&A 等による事業再編」の 2 つについては、ガバナンス上位企業の方が下位企業に比べて積極的に取り組んでいることが明確である。企業のコーポレート・ガバナンス構造の違いが、これらの事業再構築に関する意思決定に影響を与えていると考えられる。

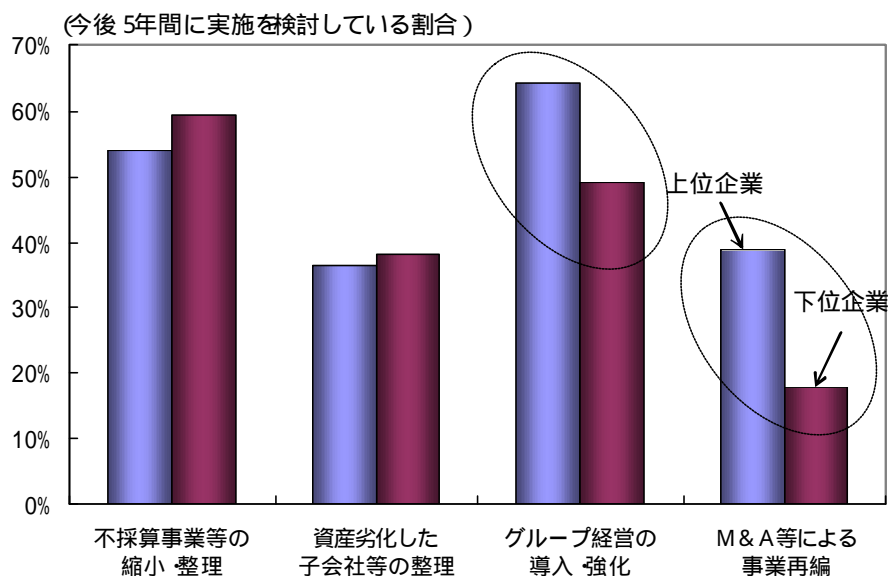
一方で、「不採算事業等の縮小・整理」「資産劣化した子会社等の整理」については上位企業と下位企業とではっきりとした違いは見られない。企業がこれらの事業再構築に取り組むか否かは、当該企業のガバナンス構造だけでなく、企業が事業再構築を必要とするような困難や問題に直面しているか否かにも大きく依存するためであると考えられる。良好なガバナンスによって優れた企業業績を維持している企業は、そもそも「不採算事業等の縮小・整理」等を行う必要がないということもあろう。したがって、コーポレート・ガバナンスが事業再構築の意思決定に与えている影響を正確に捉えるためには、企業の直面している収益状況による影響を取り除いた上で、純粋にコーポレート・ガバナンスによる影響だけを取り出して見る必要がある。

図表 4-2 コーポレート・ガバナンス上位企業ほど事業再構築に積極的に取り組む

過去 5 年間の事業再構築への取り組み状況



今後5年間の事業再構築の検討状況



(備考)

1. 内閣府「平成14年企業行動に関するアンケート調査」、早稲田大学ファイナンス研究所・ニッセイ基礎研究所・日本経済新聞社「コーポレート・ガバナンス評価システム(プロトタイプ6月版)」より作成
2. 「コーポレート・ガバナンス評価システム」による、株主・資本構成、取締役会(組織)、取締役会(行動)、情報開示の合計点が上位25%に位置する企業と下位25%の企業について、事業再構築の取組み(「今後5年間」については実施の検討)を行っている割合の比較(各ガバナンス評点の算出方法については付図表3-1参照)。

(2) 回帰分析

そこで回帰分析により、企業の直面している収益状況による影響を取り除いた上で、企業のコーポレート・ガバナンス構造が事業再構築への取組みにどのような影響を与えているのかを見てみよう。被説明変数は、第2節で見た4種類の事業再構築の取組みを、それぞれ過去5年間に取り組んでいる場合には1、取り組んでいない場合には0を当てて数値化したものである。説明変数は、既述のガバナンス総合点のほか、企業の直面している収益状況による影響を取り除くために、過去3年間の収益状況¹⁴も説明変数に加えている。また、これまでの回帰分析と同様、企業の規模や業種も説明変数に加え、影響を取り除いている。推定方法については、被説明変数が0と1の値を取る変数であるので、プロビット・モデルを用いる。これは、被説明変数が1の値をとる確率、すなわちここではある企業が事業再構築に取り組む確率を、その企業の収益状況やガバナンス点数等の説明変数によって表わすモデルである。したがって、推定結果においてガバナンスの係数が有意に正であれば、ガバナンスの点数が高い企業ほど事業再構築に取り組

¹⁴ 「コーポレート・ガバナンス評価システム」より、過去3年間のROAの平均の高い企業から順に5~1点の点数が与えられた評点を用いた。

む確率が高いことを示す。また、収益状況の係数が負であれば、低い収益率に直面している企業ほど、事業再構築に取り組む確率が高いことを示す。

図表 4-3 ガバナンスと事業再構築の取組みに関する回帰分析結果

(1) ガバナンス総合

	収益状況	ガバナンス総合点
不採算・低収益事業の縮小・整理	- - -	
資産劣化した子会社・関連会社の整理	- - -	+++
グループ経営の導入・強化	- -	+++
M&A や持株会社化を通じた事業再編		+++

(2) ガバナンス要素別

	収益状況	ガバナンス			情報開示
		株主・ 資本構成	取締役会 (組織)	取締役会 (行動)	
不採算事業等の縮小・整理	- -				
資産劣化した子会社等の整理	- - -	+++	+++		
グループ経営の導入・強化		+++	+++		
M & A 等による事業再編		+++	+++	++	

(備考)

1. 内閣府「平成 14 年企業行動に関するアンケート調査」、早稲田大学ファイナンス研究所・ニッセイ基礎研究所・日本経済新聞社「コーポレート・ガバナンス評価システム（プロトタイプ 6 月版）」より作成
2. 事業再構築の取組みの実施の有無に関するプロビット・モデルによる回帰分析結果。説明変数には、表中の変数のほか、企業規模（資本金 10 億円以下、10～50 億円、50～100 億円、100 億円以上の 4 区分）および業種（29 業種）に関するダミー変数を含む。
3. +++, ++, + (---, --, -) はそれぞれ、1%, 5%, 10%水準で事業再構築の取組みに有意に正（負）の影響を与えていることを示す。推定結果の詳細は付図表 4-1 を参照。

推定結果は、図表 4-3(1)に示す通りである(詳細な推定結果は付図表 4-1(1)を参照)。

「資産劣化した子会社等の整理」については、先の分析ではガバナンス上位企業と下位企業とで取組み状況にはっきりした違いは見られなかったが、企業の収益状況の影響を考慮した上で見ると、ガバナンスが有意に正の影響を与えていることが示される。一方、「不採算事業等の整理・縮小」については、収益状況を考慮した回帰分析によっても、ガバナンス構造にはあまり影響を受けていないとの結果となっている。いずれについても、収益状況は有意に負となっているから、厳しい収益状況に直面している企業ほど、これらの取組みを実施する確率が高い。以上を考え合わせると、収益状況の悪化した企業は、ガバナンス構造いかににかかわらず何らかの形で事業の整理・縮小に取り組む確率が高まるが、さらに子会社等の整理にまで踏み込んだ取組みを行うか否かの段になると、ガバナンスの高い企業と低い企業とで対応に違いが生じてくると言える。

「グループ経営の導入・強化」や「M&A 等による事業再編」については、回帰分析においても、先の分析で見たのと同様に、ガバナンス総合点が高い企業ほど積極的に取り組んでいるとの結果となっている。M&A については、収益状況の影響はあまり見られず、ガバナンスが上位の企業は、収益率が高い状況であっても積極的に M&A 等を行っていることがわかる。

以上、ガバナンスの総合点で見た場合に、ガバナンスの点数が高い企業ほど事業再構築に積極的に取り組んでいることがわかった。それでは、ガバナンス総合点を構成する 4 部門のガバナンス要素のうち、どの要素が特に事業再構築の積極的な取組みをもたらしているのだろうか。この点を明らかにするため、4 部門のガバナンス変数を同時に説明変数に入れて回帰分析を行った結果が図表 4-3(2)である(詳細な推定結果は付図表 4-1(2)を参照)。

推定結果を見ると、4 部門のうち、特に「株主・資本構成」「取締役会(組織)」の 2 つが、事業再構築の意思決定に影響を与えていることがわかる。「取締役会(組織)」は、前節の分析では企業業績との明確な関係は見られなかったが、事業再構築の意思決定に関しては、企業の積極的な取組みをもたらしている。今後、時間とともに、事業再構築の効果が業績にも顕れてくる可能性はあると考えられる。

一方、「取締役会(行動)」「情報開示」は、事業再構築の意思決定に対する影響はあまり強くない。前節でこれらが高い企業業績と結びついていたことを考えると、この結果はややパズルである。1 つの解釈としては、「取締役会(行動)」や「情報開示」は、どちらかと言えば、企業の事業再構築への取組みのような比較的大きな意思決定を行う際よりも、日々の経営において常に効率的に会社運営を行っていく上で重要な役割を果たしているという可能性が考えられる。

なお、以上は「過去5年間」の取組み状況について回帰分析を行った結果であるが、「今後5年間」の取組みの検討状況についても同様に回帰分析を行った。過去について見た場合とほぼ同様の結果となるが、一部有意性が低下するものもある（付図表4-2参照）。企業行動アンケート調査では、今後5年間については「行うことを検討しているか否か」について聞いているため、「検討している」と答えた企業の中にも明確な意思決定にまで至っていない企業が含まれていると考えられ、こうしたことも分析結果に影響していると考えられる。

5. まとめ

本レポートでは、企業の事業再構築の取組みと、コーポレート・ガバナンス構造、および企業業績の関係を、企業のミクロ・データを用いて分析した。その結果、

企業の事業再構築の取組みは、良好な企業業績をもたらす

コーポレート・ガバナンスの優れた企業ほど、高い業績を示す

ガバナンスの優れた企業ほど、事業再構築の取組みに積極的である

ということが明らかとなった。

まず、企業の事業再構築の取組みと企業業績との関係を見ると、事業再構築を行った企業は行っていない企業に比べて良好な業績を見せている。「不採算事業等の整理・縮小」や「資産劣化した子会社等の整理」を行った企業は、行っていない企業と比べて顕著な収益率の改善を示している。これらの企業は 1998 年度の時点では平均に比べて低い収益率（ROA）となっており、そのためにこれらの事業再構築に取り組んだと考えられるが、その結果、2002 年度においては全企業平均と差がない水準まで収益率が改善している。また、「M&A 等による事業再編」を実施した企業は、実施していない企業と比べて、高い収益率や生産性（TFP）を示している。さらに、これらの事業再構築を実施した企業は、実施していない企業に比べて、市場評価による企業価値（トーピンの Q）が高く、市場も事業再構築の取組みを評価していることがわかる。

次に、企業のコーポレート・ガバナンス構造と企業業績の関係を見ると、優れたガバナンス構造を持っていると考えられる企業ほど、高いパフォーマンスを示している。企業のガバナンス構造を点数化した上で、その上位 25% に位置する企業と下位 25% の企業の業績を比較すると、上位企業の方が収益率、生産性、市場評価のいずれにおいても高くなっている。ガバナンス構造を構成する 4 つの要素（「株主・資本構成」「取締役会（組織）」「取締役会（行動）」「情報開示」）について見ると、このうち特に、「株主・資本構成」「取締役会（行動）」「情報開示」の 3 つが企業の良好な業績と結びついている。

最後に、企業のガバナンス構造と事業再構築への取組み状況の関係を見ると、優れたガバナンス構造を持っている企業ほど、事業再構築への取組みに積極的である。特に、「株主・資本構成」「取締役会（組織）」の点数が高い企業ほど、資産劣化した子会社等の整理や、グループ経営の導入・強化、M&A 等による事業再編に取り組む割合が高くなっている。「取締役会（組織）」については、業績との関係は明確には見られなかったが、事業再構築の意思決定において重要な役割を果たしていることから、今後、その効果が業績に顕れてくることも考えられる。「取締役会（行動）」「情報開示」については、事業再構築の取組み状況と強い関係は見られないが、既述の通り高い企業業績に結びついていることから、事業再構築の実施のような比較的大きな意思決定よりも、日々の経営における効率性向上において重要な役割を果たしている可能性が考えられる。

企業の事業再構築への取組みや、コーポレート・ガバナンス構造の改革は、基本的に

は企業部門の努力によるものであるが、政府も円滑な事業再編や良好なコーポレート・ガバナンスに向けて法制・税制などの制度整備を進めてきており、こうしたことが、最近の企業収益の改善と景気の回復にも一定の役割を果たしてきたと考えられる。今後も、会社法制の現代化に向けて総合的な見直しが進められているところであり、こうした環境整備により、民間企業の一層の取組みを引き出していくことが重要である。

(参考文献)

内閣府 (2003) 『構造改革評価報告書 企業・雇用への改革効果の検証と「次の一手」』

内閣府経済社会総合研究所 (2002) 『財務体質の改善と競争力向上に取り組む企業行動
平成 14 年企業行動に関するアンケート調査報告書』

財務省財務総合政策研究所 (2003) 『進展するコーポレート・ガバナンス改革と日本企業の
再生』