

2006年度 三田祭論文

これからのコーポレート・ガバナンスのあり方

慶応義塾大学経済学部池尾和人研究会第13期

コーポレート・ガバナンス班

秋元隆光／加茂奈月／直江利樹／水井信輔

目次

問題意識	5
概要	5
序章 コーポレート・ガバナンスとは	6
0.1 コーポレート・ガバナンスの必要性	
0.2 所有と経営の分離	
0.3 善管注意義務	
0.4 シェアホルダー型ガバナンスとステークホルダー型ガバナンス	
0.5 コーポレート・ガバナンスのペースペーカーとしての株価	
第1章 コーポレート・ガバナンスの基礎理論	13
1.1 大株主	
1.1.1 株主の権限	
1.1.2 株主の種類、大株主の定義	
1.1.3 大株主の存在のメリット	
1.1.4 大株主が存在することによるコスト	
1.2 取締役会	
1.2.1 会社法から見る取締役と理論研究から見る取締役	
1.2.2 日本での取締役の現状、日本のこれから	
1.2.3 会社法で規定された委員会設置会社、監査役設置会社、非大会社	
1.2.4 社外取締役	
1.2.5 社外取締役と企業の相関	
1.2.6 社外取締役に内在する問題点	
1.2.7 モデル自体に内在する問題	
1.3 敵対的買収と委任状争奪戦	
1.3.1 敵対的買収	
1.3.2 委任状争奪戦	
1.4 業績連動型報酬	
1.4.1 株式報酬型連動制度の種類	

1.4.2	欧米・日本におけるストック・オプションと譲渡制限株式の利用状況	
1.4.3	ストック・オプションの考えられるメリット	
1.4.4	ストック・オプションの考えられるデメリット	
1.4.5	ストック・オプション付与に伴う理論的效果	
1.4.6	経営者の報酬とパフォーマンスの感応度	
1.4.7	ストック・オプションに関する日本の実証分析	
1.4.8	望ましい株式連動型報酬制度	
1.5	株主代表訴訟	
1.6	負債を通じたガバナンス	
1.6.1	社債と（銀行）借入	
1.6.2	負債による一般的なガバナンス（社債と銀行借入を区別しない場合）	
1.6.3	社債と銀行借入を区別した場合のガバナンス	
1.6.4	メインバンク制	
1.6.5	状態依存型ガバナンス	
1.7	従業員による内部規律付け	
1.7.1	日本企業における従業員の内部規律メカニズム	
1.7.2	内部規律付けの限界	
1.7.3	人的資本に関するホールドアップ問題の極端な例	
第2章	企業の分類とその最適ガバナンスについて	59
2.1	企業の分類とその最適ガバナンスについて	
2.1.1	企業分類の意義と基準	
2.1.2	人的資本を基準にした企業の分類	
第3章	企業分類に基づくガバナンスの分類	66
3.1	物的資本重視・汎用的人的資本中心企業	
3.1.1	アメリカ型コーポレート・ガバナンス	
3.2	物的資本重視・非汎用的人的資本中心企業	
3.2.1	日本型コーポレート・ガバナンス	
3.2.2	結論	

- 3. 3 人的資本重視・汎用的資本中心企業
 - 3.3.1 タイプ3型企業ガバナンスの特徴
 - 3.3.2 タイプ3型ガバナンスの問題点
 - 3.3.3 タイプ3型ガバナンスの結論と今後の課題
 - 3.3.4 結論

総括・あとがき・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・75

参考文献・・77

問題意識

情報革命・グローバル化・金融革命により世界の企業システムは相互に国境を超え無数に発散し、しかし同時にベストプラクティスへと収束している。コーポレート・ガバナンスの在り方もその例外ではない。

しかし近年のコーポレート・ガバナンスの議論は日本型か欧米型かといった時流にそぐわないものや株主主権か従業員主権かといった焦点がずれているもの、または研究自体の完成度は高くても一部分のみを扱っているため参考程度にしかならないものなど、満足のない議論がほとんどである。

本論文の目的は企業システムの抜本的な変化の潮流を踏まえた上で人的資本という概念に注目することで、今後の議論の指針となるような真に現代的なコーポレート・ガバナンスの全体像を明らかにすることである。

概要

序章では、コーポレート・ガバナンスの意義とその形成過程などについて言及し、この論文を進めるにあたっての前提知識を提供する。そして第一章では、コーポレート・ガバナンスの基礎理論と称して、コーポレート・ガバナンスの代表的な7つのメカニズムについて述べる。具体的には、この7つのメカニズムの持つメリット・デメリットを理解し、新たな企業分類に合致するガバナンスメカニズムを考えるための準備とする。第二章では、7つのメカニズムを当てはめるために、企業分類の方法やその方法に至った経緯などについて詳しく述べていく。最後に、第三章にて、第二章で提言した企業分類に基づいてそれぞれの最適ガバナンスについて言及したい。

序章 コーポレート・ガバナンスとは

～なぜコーポレート・ガバナンスが必要なのか？～

コーポレート・ガバナンスは、「企業統治」と訳され、Tirole (2006) によると、「様々な利害関係者の利害を経営に反映させる仕組み」と定義されている。というのも、現実の企業は、異なる利害関心を持つ様々な主体から構成されている組織だからである。様々な主体とは、株主、債権者、取引相手、従業員、地域社会などが考えられる。その様々な利害関係者の利害をうまく経営に反映させることによって、企業全体のパフォーマンスを上げていこうというものである。その際には、経営者が身勝手な行動をとらないように、様々な利害関係者が経営者を規律付けて、コントロールしていかなければならない。だが、そもそもなぜコーポレート・ガバナンスという仕組みが必要なのだろうか？

0.1 コーポレート・ガバナンスの必要性

ここでは、コーポレート・ガバナンスがなぜ必要なのかということについて述べていきたい。結論としては、通常の株式会社においては、プリンシパル・エージェント問題が発生するからである。プリンシパルとは、株主、債権者、取引相手、従業員、地域社会などの利害関係者であり、統治する側である。一方で、エージェントというのは、統治される者、すなわち経営者である。このプリンシパル・エージェント問題が発生する最も根本的な要因は、所有と経営の分離である。それ故、この論文で取り扱うのは、株主と経営者が分離しており、上場している株式会社を対象にすることとする。

法人とは？会社とは？

まず、「なぜコーポレート・ガバナンスが必要なのか」という議論の前に、株式会社の本質に迫ってみることにする。世の中には、会社といっても様々な形態のものが存在する。例えば、有限会社・個人商店・合弁会社・株式会社などである。この論文では、もっぱら株式会社について取り上げるということは、先にも述べたとおりである。そこで、この株式会社と異なった性質の個人商店と株式会社についての違いを考えてみたい。違いといっても様々なものがあるが、ここでは会社の所有権に焦点を当ててみたい。

株式会社と個人商店における所有権の違い

所有権の問題については、岩井 (2003) の議論が非常に面白い。この議論では、夫婦で営んでいる八百屋 (個人商店) と株式会社として設立されているスーパーマーケットの2

つがでてくる。そこで、夫婦で営んでいる八百屋の場合であるが、ここで八百屋のご主人はお腹が減って店先にあるリンゴをかじったとしても、何のお咎めも受けない(図1参照)。なぜなら、リンゴの所有権は、八百屋を営む夫婦にあるからである。では、逆に、お腹の減ったスーパーマーケットの株主が、店内のリンゴを食べた場合は、どうなるだろうか？この場合は、警察に突き出されてもおかしくない状況となる(図2参照)。なぜなら、株主は会社資産の所有者ではないからである。会社資産の所有者は法人としての会社である。

図1

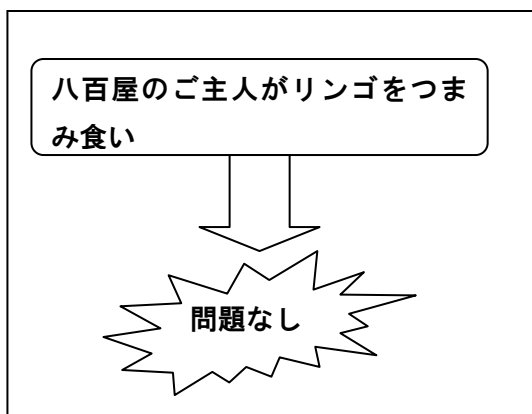
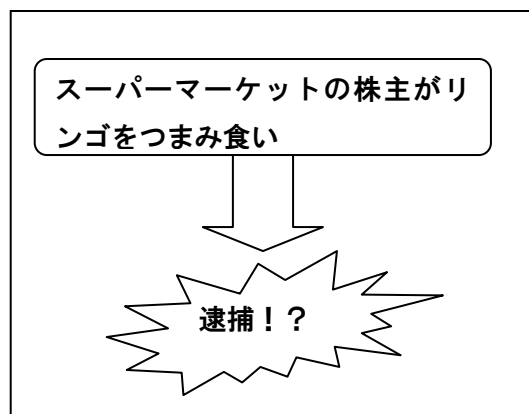


図2



法人が持つ2面性

ここで、「法人」という言葉が登場してきた。法人とは、一体、何のことだろうか？これをうまく定義しているのは、末広巖太郎氏で、「『法人』とは自然人にあらずして法律上<人>たる扱いを受くるものを言ふ」というように定義している。簡単に言うと、法人とは、本来ヒトではないが法律上あたかもヒトのように扱われるモノである。すなわち、法人とはヒトとモノの「2面性」を兼ね備えている。法人がモノとしてだけでなく、ヒトとしても機能するのは、ヒトのように自らあらゆる主体と契約できるからである。法人がモノとしてしか機能しない場合には、あらゆる主体と自ら契約を結ぶことは不可能となる。そして、会社資産を法律上所有しているのは、株主ではなく、法人としてのヒトとしての会社なのである。

株主が持つ権利

では、株主とは会社にとってどのような存在なのだろうか？株主とは、株式の持ち主である。そして、株式とは、総会議決権や配当請求権や残余資産請求権など会社に対するすべての権利を一括したものである。それはどういうことかといえば、株主は会社資産の所有者ではなく、モノとしての会社の所有者にすぎないのである。

株式会社が持つ2重の所有関係

そこで、もう一度、個人商店と株式会社の所有権の議論に戻すことにする。議論を分かりやすくするために、図を用いて説明したい。図3のように、夫婦で営む八百屋のような個人商店は、単純な所有関係を持っている。どういうことかといえば、八百屋を営む夫婦が、野菜や果物などの資産を直接所有しているということである。一方で、図4にあるように、スーパーマーケットのような株式会社の場合には、一つの所有関係ではなく、＜2重＞所有関係によって構成されている。すなわち、会社は、モノである資産に対しては所有権の主体としてのヒト、ヒトである株主に対しては所有権の客体であるモノであるという2重の役割を果たしているのである。

図3

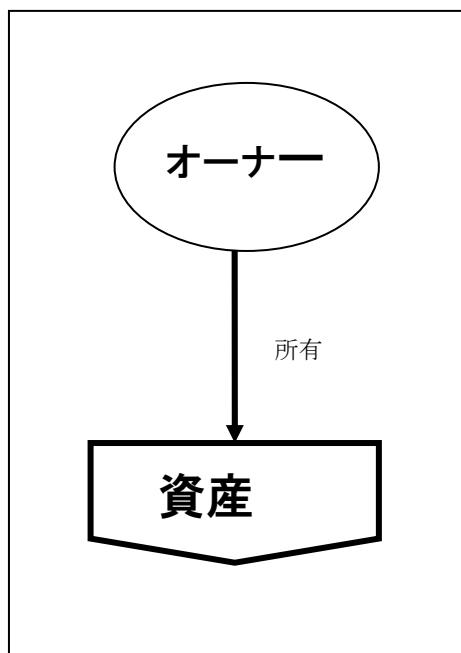
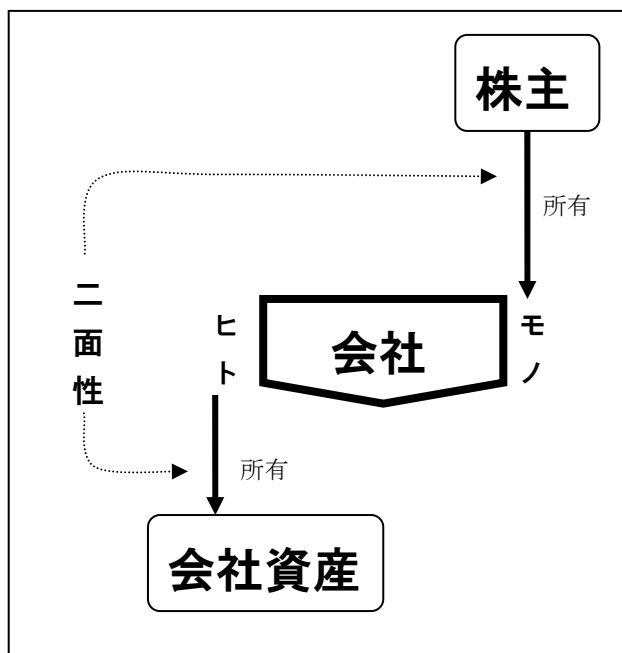


図4



法人格を与えられたヒトとしての会社は、様々な主体と契約を交わすことが可能であることは、先に述べた。会社は法人格を与えられ、資産を保有したり、契約の主体ともなりうる。しかし、ここで重大な問題が発生する。会社は言うまでもなく、観念的な存在でしかなく、それが資本主義社会の中で本物の人間と同じように活動することはできない。そこで、法人格は与えられているが、観念的な存在でしかない会社に魂を吹き込むためには、会社の代わりに資産を運営したり、契約を結んだりする生身の人間が必要不可欠である。すなわち、経営者と呼ばれる人たちである。実際の会社法でも、「すべての会社は会社代わって会社のために経営を行う代表取締役を定めなければならない」と規定している。

ただ、ひとえに経営者といっても、株式会社の経営者と個人商店の経営者は本質的に異

なっている。所有権の観点から見ると、個人商店の場合は、所有者自らが経営者である。しかし、株式会社の場合は、個人商店とは大きく異なる。株式会社は、株主が法人としての会社を所有し、その法人としての会社が会社資産を所有するという「2重の所有関係」によって構成されるというのは、先に述べた通りである。この「2重の所有関係」によって、所有と経営が分離されることとなる。要するに、所有者と経営者が一致しないということである。この所有と経営の分離こそが、コーポレート・ガバナンスを必要とする主要な理由である。そこで、次の節では、所有と経営について少し詳しく見ていきたい。

0.2 所有と経営の分離

この節では、所有と経営の分離について述べていくが、そもそもなぜ所有と経営が分離してしまったのかについて、まずは述べてみたい。その次に、所有と経営が分離することによって、どのようなメリット・デメリットが発生するのかを確認し、そこからコーポレート・ガバナンスがなぜ必要なのかという、この論文の大前提について述べていくこととする。

まず、この所有と経営の分離の概念は、バーリ・ミーンズによって1932年に発表された。企業の所有と経営がなぜ分離したのかを考えることは、なぜ株式会社という会社形態が誕生したのかを考えることに等しい。それは、産業革命の時代にまでさかのぼることとなる。それ以前の企業というのは、基本的に所有と経営が一致していた。すなわち、経営者自らがオーナーとなっている状態である。この場合、経営者と所有者（オーナー）が同じため、利益の相反が起こることは、あまり考えられない。この意味で、産業革命以前の企業形態においては、コーポレート・ガバナンスの必要性は低かったといえるだろう。では、なぜ、産業革命以降、所有と経営が分離した企業というものが、登場することになったのだろうか？所有と経営が一致した企業では、どこが不都合だったのだろうか？

莫大な資金調達必要性

産業革命によって、生産性が格段に上がり、大規模な産業が盛んになった。そうした際の資金調達は莫大な金額となる。その資本の規模が大きくなるにつれて、少数の人間でその資本を負担するというのが不可能になり、より多くの人からの資金調達が必要となった。それによって、企業の所有者は、分散され、所有と経営が分離せざる負えなくなってしまったのである。すなわち、所有と経営が分離したということは、株主と経営者も同一人物ではなくなってしまったということを表す。所有と経営が分離することの利点は、莫大な資金が必要であっても、それを分散した数多くの株主から集めることができることである。また、株式が数多くの株主に分散されているため、1人あたりの株主が負う事業リスクは、

所有と経営が一致している場合に比べて、低くなる。だが当然、メリットだけでなく、デメリットも生じる。それは、所有と経営が分離することによって、株主と経営者の間に利益の相反が発生することである。例えば、経営者が所有者である株主の利益を無視した身勝手な行動を取る可能性などが挙げられる。所有と経営が分離した際に、経営者が所有者である株主の利益を無視した行動を阻止するための手段として、コーポレート・ガバナンスが必要となるのである。利益の相反が発生したとしても、経営者が常に株主の利益に沿って経営を行っていけば問題ないのだが、そう簡単にはいかないものである。そこで、「善管注意義務」というものが必要になってくる。それに関しては、次の節で詳しく見ていくことにしよう。

0.3 善管注意義務

先ほど、会社が実際に契約などを結ぶ際に、生身の人間である経営者が必要であるといった。それ故に、善管注意義務というものが必要になってくる。善管注意義務とは善良なる管理者として要求される「**忠実義務**」と「**注意義務**」のことである。もしもの話であるが、会社を管理するのが感情を持たない機械であった場合には、このようなことは必要ない。しかし今のところ、的確な判断力を持った人工知能というものは存在していない。将来、会社の経営を行い、的確な判断力を持った人工知能が出てくれば、話が変わってくるかもしれないが、当分の間、会社を管理し経営するのは、感情を持った生身の人間である。生身の人間であるということは、理性を兼ね備えているが、欲も持っている。会社の管理を任された人間がすべて倫理感にあふれていれば、株主との信頼関係は健全に維持される。しかし、すべての経営者が倫理感にあふれているとは限らないし、危機的状況に陥ったときに、適切な倫理観に則って的確な判断がくだせる保証はない。

そこで、第1に、自己の利益でなく、信頼関係の相手の利益にのみ忠実に仕事を行うという「**忠実義務**」、そして第2に、その仕事はそれぞれの立場に要求される通常の注意を払って行わなければならないという「**注意義務**」が課されている。それぞれの信頼関係にもなう濫用の危険と怠惰の可能性を排除するために、倫理性を課しているのである。

このように、経営者には、株主の利益に反する行動を禁止する「善管注意義務」が課されているが、それだけでは経営者の規律を保つことができないために、コーポレート・ガバナンスというものが必要になってくるのである。コーポレート・ガバナンスの詳しいメカニズムに関しては、第1章で触れることとする。

0.4 シェアホルダー型ガバナンスとステークホルダー型ガバナンス

ただ、ここで注意しておかなければならないことがある。これまでは、専ら株主と経営者におけるプリンシパル・エージェント関係からコーポレート・ガバナンスの必要性を論

じてきた。すなわち、それは株主の利益に反しないように、経営者を規律付ける必要があるというものである。これを、シェアホルダー型コーポレート・ガバナンスと呼ぶことにしよう。しかし、日本などでは、従来から企業特殊的な人的資本を重視する経営がなされてきた。そのため、「株主は金銭的な資本を企業に提供しているが、従業員も人的資本を企業に提供している」という意味で、株主だけではなく、従業員の利益にも反することなく、経営者を規律付けるというステークホルダー型ガバナンスが主張されてきた。このステークホルダー型ガバナンスには、従業員だけではなく、取引先や地域住民など企業を取り巻く人たちの利益も含む場合がある。これら2つのガバナンスモデルを図5・6に示しておいたので、参照していただきたい。

図5 シェアホルダー型ガバナンス

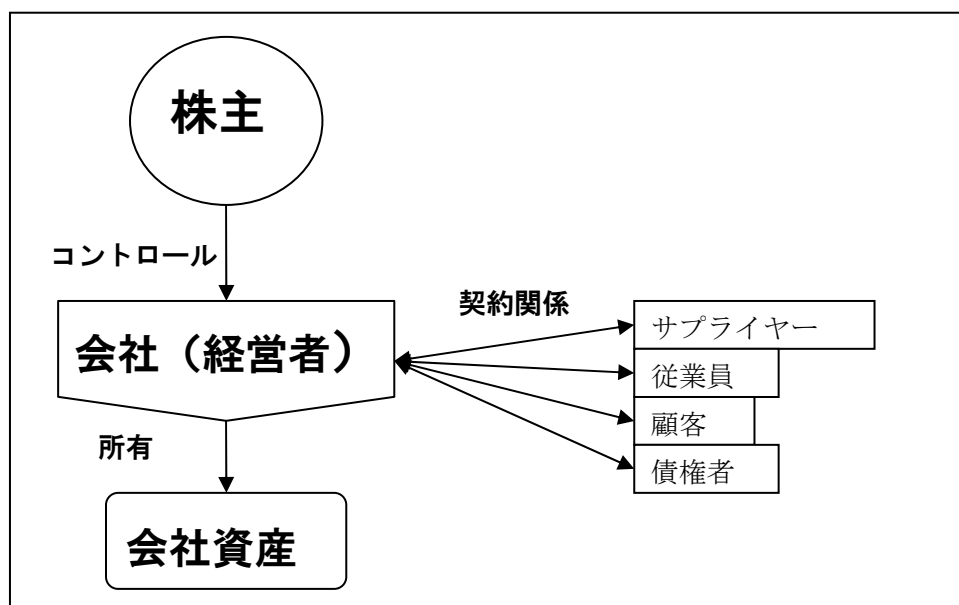
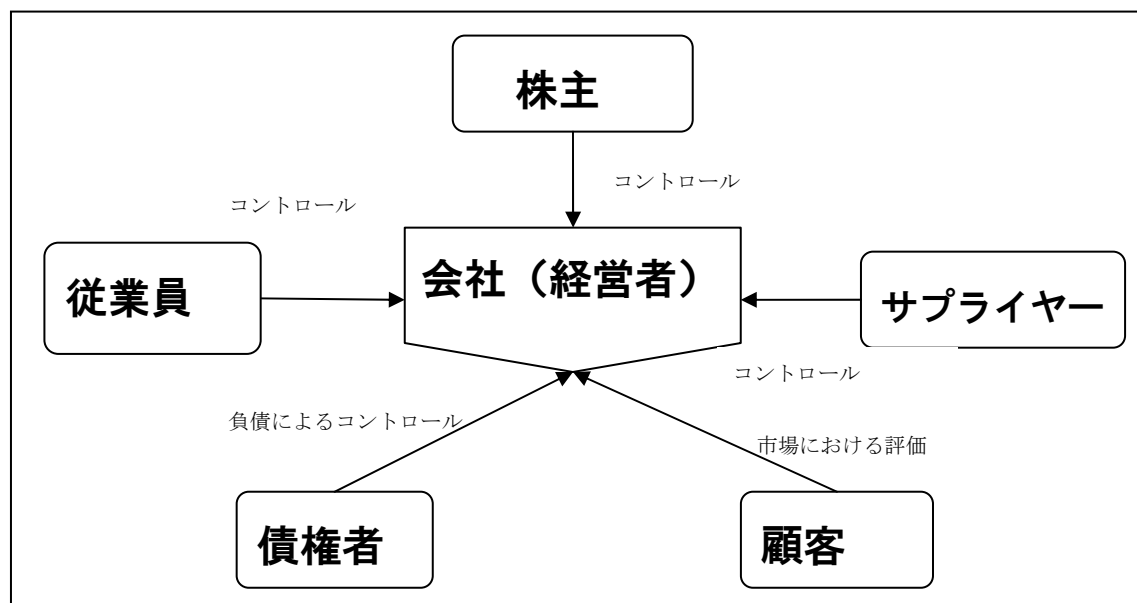


図6 ステークホルダー型ガバナンス



しかし、ここで「会社は誰のものか」というよう神学論争的な議論をするのは不毛である。最近よく話題になっているように、「会社は株主のものか」、「従業員のものか」といった話である。これまでも、このような議論が散々なされてきたが、はっきりとした結論は出ていない。もちろん、会社法などの観点から言うと、会社の所有者は株主であり、会社は株主のものである。だからといって、株主の利益だけを追求してしまえば、会社全体のパフォーマンスを下げることになるだろう。というのも、従業員を犠牲にして、株主の利益を追求すれば、従業員のインセンティブや満足度が低下し、仕事の質が下がる恐れがあるからである。

もう一度、シェアホルダー型ガバナンスとステークホルダー型ガバナンスの話に戻すが、上で述べたことを考えると、「シェアホルダー型ガバナンスか、ステークホルダー型ガバナンスか」という二者択一的に解を求めることは懸命ではない。企業が置かれている環境や時代によって、どちらを重視するかは異なってくるだろう。すなわち、企業の特성에応じて、所有者である株主とその他のステークホルダーの利益をいかにバランスさせていくかということが、重要になってくる。

0.6 コーポレート・ガバナンスのペースメーカーとしての株価

株主の利益を明確に表している指標は、その企業の株価である。株価が上がれば、株主はキャピタルゲインを得ることができるが、株価が下がれば、株主は損失をこうむることとなる。このように、株主の利益というものは、非常に分かりやすい構造となっている。しかし、従業員などのステークホルダーの利益を表す指標は、存在せず、客観的にステー

クホルダーの利益を図ることは難しい。ただ、資本市場がしっかりと機能していれば、株価というものは企業全体のパフォーマンスを表すものとなる。企業のすべてが凝縮されているといっても過言ではなく、従業員などの満足度も反映している。従業員などの満足度が低い場合には、製品や仕事の質が低下し、企業のパフォーマンスが下がり、それが株価に反映され、株価が下がるといった具合である。このような理由から、株価をコーポレート・ガバナンスのペースメーカーとして使うことができるだろう。

第一章 コーポレート・ガバナンスの基礎理論

かつてのコーポレート・ガバナンスの議論は、アメリカ型ガバナンス・日本型ガバナンスといったように、国ごとにそれぞれの特徴を踏まえた上でのものであった。しかし、現在のようなグローバル化の流れの中では、国ごとに分けて議論をするのではなく、企業の特徴を踏まえた上で、企業ごとにどのようなガバナンスが有効かということを考えなければならない。ガバナンスの方法は1つではなく、多様である。しかし、ここで注意しなければならないのは、1つの方法だけで、完全なガバナンスを行うことは不可能ということである。この章では、図7にあるような7つのガバナンスメカニズムの特徴や仕組みについて説明し、それを踏まえてその仕組みのもたらすメリット・デメリットについても言及していく。実際には、これらのメカニズムのメリット・デメリットを考慮しながら、企業の特徴を踏まえた上で、7つのメカニズムをいかにうまく組み合わせるかということが重要になってくる。

図7 コーポレート・ガバナンスの7つのメカニズム

- ①大株主
- ②取締役会
- ③株主代表訴訟
- ④収益連動型の報酬制度
- ⑤敵対的買収と委任状争奪戦
- ⑥主要債権者による規律付け～借金による規律～
- ⑦従業員による内部規律付け

1. 1 大株主

1.1.1 株主の権限

株主は会社の所有者であり、そのため会社の意思決定を行うことができ、株主総会において意思決定を下す権限を持っている。株主の権限は主に 4 つで、①取締役・監査役などの機関の選任・解任②会社の基礎的変更に関する事項③株主の利益に関する事項④取締役によだねたのでは株主の利益が害されるおそれが高いと考えられる事項、となっている。経営効率を良くするため、所有と経営の分離を進められており、最低限の事項が株主総会で決められることになっている。大株主は上記の 4 つの権限から会社をコントロールし、企業をモニタリングすることとなる。(以下からは「モニタリング」と述べたときに、監視だけでなく、企業に規律づけを行うという意味を含んでいることとする。)

株主総会は取締役、委員会設置会社の場合では執行役が招集することになっている。株主は議決権の 100 分の 3 を有していれば、株主総会の招集要請をすることが可能である。もし取締役が招集を怠ることがあれば、株主自らが総会を開くことも可能である。株主総会は、通常六月に開催する定時総会と、必要に応じて開催される臨時総会がある。最近では株主が出席しやすいように、本来の会場以外の別会場を設ける企業も見受けられる。

1.1.2 株主の種類、大株主の定義

株主の種類

ここでは大株主の定義について考えていく。まず大株主の定義を考えるに至って、株主の種類を把握していきたい。主に株主の種類として出てくるものに、「大株主」「筆頭株主」「安定株主」「浮動株主」といったものが挙げられる。「筆頭株主」とは「持株比率が一番高い株主」のことであり、主に「親会社」「創業者一族」「主要取引先銀行」「機関投資家」などが筆頭株主になることが多い。よって筆頭株主は株主の中では最も影響力があると言える。これから先「大株主」表記した際には「筆頭株主」も含んでいることとする。「安定株主」とは「企業の業績や株価の変動などに左右されずに、長期的に株式を保有する株主」とされるが、厳密な定義はない。主に「親会社」「創業者一族」「金融機関の内のアクティビスト」「取引先」が安定株主に当たる。「浮動株主」とは「業績や株価に反応し、短期で株式を売却すると思われる株主」であり、ウォールストリートルールに従って行動する株主のことである。

大株主の定義

そのうち「大株主」の一般的な定義としては「持株比率の高い株主」とされており、特に厳密な定義はない。場所によって定義が変わってくるが、特に多いとされる定義が株主の上位 7 名から 10 名ほどである。ただ、この論文での大株主とは、影響力の強い筆頭株主か、筆頭株主以外でも上位の株主で、その企業に対する影響力が強い株主であることを前

提とする。

モニタリングの経路

大株主からのモニタリングを考えた際、そのモニタリングの活動をするには様々な形態をとり得る。大株主が行うモニタリング考えられるモニタリングでは、安定株主として、浮動株主として、という 2 つが主に挙げられる。まず安定株主は長期的に株を持つという性質上、その企業の業績が良好な時には特に口を出すことはしないが、業績が低迷するに連れてその大株主という権限を生かして、企業のモニタリングに努めることになる。次に浮動株主、言い方を変えればウォールストリートルールに従う株主であるが、そのような株主はその企業の業績が振るわない際にその株券を売ってしまうため、株券を売られないように経営していかなければならないといった規律づけが働くと思われる。

ここで挙げるモニタリングでは主に安定株主のモニタリングを扱いたい。浮動株主の件では主に企業価値の話になってしまうからである。以下からは分散所有型での問題点を大株主の存在がいかに解決するか、という観点から大株主のメリットを挙げていきたい

1.1.3 大株主の存在のメリット

分散所有型での株主

基本的には会社の経営陣にとって、株主が分散している場合には脅威となることは考えにくい。まず一つ目に言えるのが、そのような株主にとってのモニタリングするコストとベネフィットの面から考えられる。もし、株主側からの規律付けによって株主がそれぞれ利益を享受できる場合であっても、つながりの薄い、しかも多数の株主同士が連携を取りあって意思決定をするには多大なコストがかかるため、コストの大きさ、小口株主が得られる利益の小ささを考慮すると、そのような行動をとることはないと言える。株主総会において、議題で決定となるには出席者の過半数の票を必要とすることが多いからである。

(重要な決定事項である場合には 2/3 となる。) 二つ目に挙げられるのが、それぞれの株主がフリーライダーになってしまうことである。他の株主がモニタリングを行う際、他の株主がモニタリングを怠ることがあっても、その利益を享受することができるため、全体的にそのような流れが伝わると、一人もモニタリングを行わなくなる。以上の二つの理由から、株主が分散しているケースでは、株主は経営陣のモニタリングは行わない。ただ、分散所有型のケースにおいても、機関投資家などにアクティビストがいる場合、株主からのガバナンスが働くことがある。

アクティビズムとは、機関投資家などが株式保有先企業の経営問題に積極的に関与しようという行動をとることである。それまで、機関投資家はウォールストリートルールに従

うという暗黙のルールがあったため、アクティビズムがコーポレート・ガバナンスのひとつとして認識されていなかった。このようなアクティビズムは株式保有の分散化と主要株主不在の問題を克服するための有望な方法として認識されている。アクティビズムは秘密投票の維持など投票の仕方の問題、反テイクオーバー条項の撤廃、取締役会改革、過剰な経営者報酬の制限などを目的に、株主提案、質問状送付、その他私的交渉などの手段を通して行われる。また、アクティビズム発展の背景には確定拠出型年金プランを通じた個人貯蓄の増大とそれを運用する年金基金や投資家団体の増加がある。具体的にはカリフォルニア州公務員年金基金 (CalPERS)、ニューヨーク市ファンド (NYC)、大学教員退職株式基金 (CREF)、ウィスコンシン州投資評議会ファンド (SWIB) などの大型年金基金がアクティビズムに積極的であると言われている。

上記のように、コーポレート・ガバナンスの手段としてアクティビズムは有効である反面、その効果に対する否定的な議論もいくつか存在する。1つ目は重複モニタリングの問題である。もし企業に支配的な大株主がいる場合はその大株主がモニタリングを行えばよいが、複数の機関投資家がアクティビストとして行動した場合モニタリング費用が重複し無駄が生じる。2つ目はフリーライダー問題である。敵対的買収時のフリーライダー問題と同じようにその他の少数株主はコストをかけずに経営改善の恩恵に授かれる。またアクティビズムを行う機関投資家が支配的な大株主でないとすれば十分な株式を保有していないためコストの回収が困難になりアクティビズム自体が行われない可能性もありうる。3つ目は、その低い株式保有比率に起因する情報制約の問題である。アクティビズムの代表的な担い手である年金基金でさえ個別企業株式の保有比率は1~2%しかなく、支配的な株主なら獲得できたであろう内部情報もその程度の保有比率の株主では得られないと考えられる。これではその企業に関わる意思決定の場面でアクティビストは情報制約に直面し、アクティビズムが有効に働かないということになりかねない。4つ目はアクティビスト自身のエージェンシー問題である。アクティビストは投資先企業のエージェンシー問題を和らげるが、ではアクティビズム的な行動をとる年金ファンドや投資信託のファンドマネージャーは誰によって監視されるのか。一般に年金ファンドや投資信託は分散した受益者を持ち、一般企業の大株主に当たるような集中したコントロールをもつ存在はもたない。Coffee はアメリカのファンドマネージャーにはエージェンシー問題を和らげるようなメカニズムはほとんど存在しないことを議論している。ほとんどがプロキシファイトやテイクオーバーの脅威に晒されることはなく、また負債が無いため普通の企業より外部からの監視による制約がソフトである。また経営陣と共謀する可能性もある。アクティビストは自身のアクティビズム的な行動によって経営陣から報復されるリスクに常にさらされている(例えばプロキシファイトを頻繁に起こすような年金基金は企業年金プランを任せてもらえない)。このようなアクティビストのエージェンシー問題について Coffee, Porter, Bhidé は 'Long-term player(長期の投資家)' が良いアクティビストであるとしている。彼らの基本的なアイデアはもし適正な価格で簡単に株を売り抜けるなら

投資家は長期の企業価値向上について少しのインセンティブしか持たないということである。彼らはまた流動性不足、プライベートエクイティ（未上場株式）、キャピタルゲイン実効税率、譲渡制限株式がアクティビズムの質を向上させるとしている。

集中所有型での株主

ここで支配的な大株主が存在しているケースではどうなるであろうか。まず一つ目の問題である、コスト、ベネフィットの問題は概ね解決される。持ち株割合から考えて、その企業をモニタリングすることによって受けることができるベネフィットは増大する。そのため、大株主が企業をモニタリングするインセンティブは強まることになる。これをロックイン効果という。コストの面から考えても、他の株主との連携の必要性が低くなるため、ベネフィットがよりコストを上回りやすくなる。分散所有型の二つ目の問題で挙げられたフリーライダー問題であるが、企業に大株主がいるとはいえ、大株主ではない小口株主が存在しており、以前フリーライダーが生じることになる。それほど大きな大株主でないとすれば、そのモニタリングに要するコストを賄うに十分な株式を保有していないため、モニタリング自体が行われないことがあるかもしれない。ただ、「支配的な」大株主である場合、コストの回収は可能である。これは大株主の持ち株割合で変わってくるもので、十分にコストを賄えるだけの株式による利益が期待されれば、モニタリングは行われるということになる。

また、分散所有型でのアクティビズムの問題点のいくつかは、アクティビストが支配的な大株主であることによって解決される。まず一つ目の重複モニタリングの件については、一つの支配的な大株主が行うことにより、無駄は省かれる。二つ目のフリーライダー問題であるが、支配的な大株主がいることにより、フリーライダー問題は更に悪化すると思われるが、保有株が増える分そのベネフィットは増えるため、コストの回収が可能となる。3つ目の問題であるが、依然として情報制約の問題は存在すると思われるが、その保有株が増えることにより、その情報量の問題点は分散所有型の状態よりは幾分おさまると思われる。以上の3つの問題点は、大株主によって改善される。

大株主が存在する場合には、株主の権限において述べられたような権限を利用し、取締役会を経由して厳密に会社側を取り締まることが可能であるため、大株主が存在するケースではコーポレート・ガバナンスは機能すると言える。

1.1.4 大株主が存在することによるコスト

上記のように大株主の存在は、少数株主がのみ存在する時よりも格段に、株主からのモニタリングが機能しやすいといった意味で大きいメリットがあると言える。しかし、そういった利点とともに大株主の存在には様々なコストが付随する。ここで挙げる大株主の存

在によるコストでは、「流動性の低下」「経営陣との結託」「リスクの集中」「企業特殊的人的資本の損害」「経営者のインセンティブに与える影響」というものが挙げられる。

流動性の低下

まず一つに挙げられるものが流動性の低下がある。単体の株主が大量の株を持つことにより、他の株式保有者の保有割合を減らすことになるため、株式市場の流動性を低下させることになる。この流動性の低下は、大株主の経営介入による経営改善の期待から生じる利益増加の可能性を、株価により反映しやすくさせることになる。このことから、株価上昇により小口株主が大きな利益を得ることになり、フリーライダー問題を悪化させてしまうことになる。フリーライダー問題は、大株主のモニタリング意欲を下げる。このことは大株主が単純に大量の株を保有していればよいというわけではないことを示唆しており、先ほど集中所有型での株主で述べたロックイン効果とバランスをとる形で大株主の保有する株式割合が内生的に決められることになる。

大株主と経営陣の結託

前提として、その企業の株主には支配的な大株主とその他に小口株主が存在しているとする。今、企業の投資案件が二つあり、片方は企業価値を最大限に上げる可能性のある投資案件であり、もう一方、企業価値は最大にならないが、企業にとって他の好影響があるものとする。企業側としては後者を取りたいのだが、そこで問題となるのが、株主の存在である。そのため、企業側は後者の投資案件を取るためにその損失分、もしくはそれ以上のものを支配的大株主に送ることがある。また、その大株主が他に株を持っており、その投資案件がその方の株の価値を大幅に上げるものであるなら、企業が賄賂を送らないとしてもそちらの案件を選択する可能性が出てくる。個人投資家として、複数の株を多数所持しているという状況は稀であるが、機関投資家である場合を考えた際には、十分に起こりうる状況である。

そのような自体が度々起こるようなことがあれば、大株主としては同等かそれ以上のものが得られるが、小口株主としてはその利益を得られなくなってしまう。そのような問題が大株主と小口株主の利益相反である。

リスクの集中

通常、株主が株を大量に保持するのであれば、多数の企業とまではいかないが、ある程度リスクを分散させるため、その資産を複数の企業の株に分割することになる。一つの企業の株を大量に保持していた場合ではその企業の業績が思わしくない時に、その負担は大きなものになってしまう。それが問題点の一つである、リスクの集中という問題である。

経営者のインセンティブ

大株主からの影響力が強ければ強いほどモニタリングへのインセンティブが強く働くが、そのことが企業にとって必ずしもプラスの効果で働くとは限らない。経営者はその与えられた役割から自分の職務をこなしていくことになるが、大株主の株式保有比率が高ければ、事後的に大株主が経営者の活動に介入しそうな見込みが高くなる。経営者に裁量がありすぎることは当然株主の利益を損なう危険が増すことになるが、大株主の株式保有比率が著しく高く、更に大株主が事後的に経営者の活動に介入する見込みが強い場合、経営者の事前的な経営努力の意欲を激しく減退させてしまう可能性があるといったトレードオフが存在していることになる。これは **Burkart、Gromb、Panunzi(1997)**が考察しているもので、経営者がどれだけ経営努力をするかということは経営者が将来もコントロール権を確保できるかどうか依存するということを前提としており、これは、もし経営者が事後に追いつかれる可能性がある場合、経営者の経営努力は無駄になってしまうからである。しかし、経営者との暗黙的な契約が成り立っていれば、問題とはならない。

短期的志向

株主が実権を握っている場合、企業の経営者としては常に結果を出していかなければならない。なぜなら、株主の利益を踏みにじるような経営をしていると判断された時点で解雇される可能性があるからである。そのことは無論、経営者の規律づけとして働いているのだが、いい面ばかりであるとは言いがたい。考えられる問題としては、そのような状況の下での経営者は常に株主価値に気を配らなくてはならなくなり、そのため、短期的な志向となってしまう恐れがあるということである。この短期的志向となる恐れがあるというコストはその大株主に依存するものであり、即ち、その大株主が安定株主として存在しているのか、それとも浮動株主として存在しているのかで状況は変わってくる。安定株主であれば、長期的に企業を見るため、短期的な志向になることはない。もし、その大株主が浮動株主であった場合、短期的に利益が出なければ退出されるため、経営者は短期的に結果を出すことを目的としてしまう。実際株主から必要以上に働くことはこれが問題となっていることが多い。

アクティビズム

上記でアクティビズムの問題点が大株主存在によっていくつか解決されると述べたが、4つ目の問題点に関してはむしろ悪化すると思われる。その機関投資家の裁量権が大きいためである。

大株主が株主の権利を行使することにより、企業のガバナンスは大株主が存在しない場合よりも機能しやすい。しかし、上記のように、大株主にもコストは存在しており、また、企業の種類によっては株主の圧力が働くことが好ましくない場合も考えられるため、必ずしも大株主が存在した方がよいとも限らない。そのような企業の特性を考えた上で、大株主のメカニズムを考える必要がある。

1. 2 取締役

1.2.1 会社法から見る取締役と理論研究から見る取締役

会社法において、公開会社、株式会社には取締役会の設置が義務付けられている。取締役は、会社の所有者であり株式会社における最高の意思決定機関である株主総会により選定され、取締役が執行役である代表取締役を選出し、その代表取締役が実際にその意思に基づいた行動を取るように規律づける機関である。株主の総意によって会社の意思を決定する機関である株主総会が直接選定し、実際に代表取締役を監視するという意味で、取締役会はコーポレート・ガバナンスの根幹であると言える。

取締役の職務

職務については大まかに「業務執行に関する意思決定」、「取締役の業務執行の監督」、「代表取締役の選定および解散」の3つに分類できる。まず「業務執行に関する意思決定」であるが、法令や定款で株主総会の権限とされている事項に関しては決定することはできないが、法律で、取締役会で必ず決定しなければならないとされている重要な決定事項があり、それらについては定款に定めても代表取締役に委譲することはできない。取締役会は招集によって会合する機関であるため、一般の日常的事項は代表取締役に委譲されている。

「取締役の業務執行の監督」については、2002年に商法改正があり、誰に業務執行権限があるかを法文上に定めたが、会社法ではその内容を引き継いでいる。執行権限があるとされるのが「代表取締役」と「選定業務執行取締役」で、業務執行取締役とされている。「選定業務執行取締役」とは代表取締役以外の取締役で取締役会決議により取締役会設置会社の業務を執行する取締役として選定された取締役である。この取締役は社外取締役としてカウントされない。そのような「業務執行取締役」を監視するのが取締役会の業務の一つとされる。

「代表取締役の選定および解散」であるが、上記のように会社の業務執行に関する意思決定を行うのだが、それを執行するのが前に述べた業務執行取締役である。それを取締

役が監視するのであるが、その働きが芳しくない時に解職することも取締役の職務である。「代表取締役の選定および解散」で代表取締役と挙げたのは特に代表取締役が対象となることが多いからである。

また取締役などの役員は会社に対し、委任契約をとっているため、善官注意義務を負っており。そのため、義務を怠った場合、取締役はその責任を負う必要がある。

取締役の業務は以上のようにになっているが、一般の日常的事項は代表取締役に任されているところを見ると、取締役の主な業務はやはり代表取締役の監督であると言える。次に取締役によるコントロールメカニズムに関する理論研究を紹介したい。

理論研究から見る取締役

上記のまとめでは取締役の主な業務はやはり代表取締役の監督にあると理解できる。ここからは過去に行われた理論研究から見た取締役を見ていきたい。

ここで一つ目に紹介するのが、Warther(1988)によって行われた理論研究である。実際に取締役が上記の役割を果たし、取締役によって CEO が追い出されたという事例もあるが、有効に機能していないと思われる事例も多々存在している。なぜそのような事態が起こるのかを、取締役がきちんと経営者のモニタリングを行うタイプとそうでないタイプに分かれるのか、という観点から考察したものである。彼のモデルでは、経営者と取締役が選定された後に取締役が経営者の能力についての情報収集を行い、経営者の能力を判断し、契約維持か解雇かを決定し、とされており、反対者がいなければそのまま経営者が維持され、また来期に判断が行われるのだが、反対者がいた場合、契約維持か解雇かの投票が行われ、負けたものが退くことになる。取締役にとって、経営者に反対したとき、成功すれば自分の地位、報酬が高まるが、負ければ追放されるという危険がある。基本的にリスク回避的な人物が多いと仮定した場合、よほど経営者が目に余る行動をとっていない限り、取締役が反対するインセンティブは小さい。行動が目に余る場合は投票で勝てる見込みが強くなり、反対者が出ることとなる。即ち、経営者が目に余るほどの行動を取らなければ経営者が解雇されることがないという結論に達する。

二つ目に紹介する理論は Hermalin と Weisbach によるものである。取締役会のメンバーは通常、CEO によりある程度コントロールされたプロセスを通じて選出されるが、それを前提とした場合に、取締役会のメンバーがどのような構成になり、かつ CEO により選出された取締役がモニタリングを行うことができるのかを分析した。彼らのモデルでは、まず企業の CEO は事前に選ばれており、その正確な能力は把握できていない状態にある。企業の収益が確定した段階で期待値ではあるが、その CEO の能力はある程度把握でき、その上で取締役が維持か解雇を判断することとなる。維持、解雇の場合も取締役の入れ替え、自分自身の報酬について交渉し、その結果、新たに取締役が発足する。そして、企業の収益が出た後で取締役が判断するというサイクルが続いていく。他にも取締役はその経営者をモニ

タリングすることによっても期待値を得ることができる。各取締役がモニタリングの強度を上げると、その期待値を得る確率が高くなるが、モニタリングの努力を強いられることとなる。取締役の独立性が高いとき、より多くのモニタリング努力を払っても CEO の能力に関する期待値を得ようとするインセンティブが働く。また CEO 側も取締役の構成を変化させることにより、取締役会からのモニタリング水準に影響を及ぼすことが可能となる。このモデル設定のもとで、Hermalin と Weisbach はさまざまな実証結果と整合的な①～⑧の 8 つの結果を得ている。

- ①パフォーマンスが悪い CEO は、良い CEO よりも置き換えられやすい。
- ②取締役の独立性が高いほど、CEO の異動のパフォーマンスに対する感応度が高くなる。
- ③企業のパフォーマンスが悪くなるにつれ、取締役に独立性の高い取締役が付け加わる。
- ④取締役の独立性は CEO の在任期間が長いほど低下する。
- ⑤経営者の異動に関して、会計基準に関するパフォーマンスは、株価パフォーマンスより説明力が強い。
- ⑥取締役の独立を強めたり弱めたりする変化は、CEO に対する取締役の長期的な交渉力を変えるという点で恒久的なものである。
- ⑦経営変化に対する株価の反応は、取締役会の内部情報に基づいて CEO が罷免されるならば、マイナスの反応を示す。また、取締役会の独立性に関する情報が投資家によく知られていないときには、CEO が公開情報に基づいて罷免されるならば、プラスの反応になる。
- ⑧CEO 報酬は、過去のパフォーマンスが相対的に低いレベルでは、過去のパフォーマンスにあまり反応せず、その一方、過去のパフォーマンスが相対的に高いレベルでは、過去のパフォーマンスに大きく反応する。
- ⑨大きな取締役会では取締役同士の間で十分な議論ができないため、企業の効率は下がってしまう。

9 つ目に関しては、Yermack(1996)が通俗的に言われていたものを、企業のパフォーマンスと取締役会の規模の関係について分析することによって実証した。その結果、企業の市場価値は、取締役会の大きさの減少関数になることが示されたが、その逡減度は取締役会の規模が大きくなるとともに減少する。

理論研究により、以上のような考察が得られている。上記の結果から見てとれるが、取締役に関して最も鍵になるのが取締役の独立性であると言える。

1.2.2 日本での取締役の現状、日本のこれから

以上のように会社法から見る取締役、理論研究から見る取締役、両方を観察した。では実際日本では、この取締役という制度は有効的なガバナンス手段であるのか、検討していきたい。

日本の取締役会の現状

取締役会は会社の利益を擁護するために株主に代わって会社の代表取締役の仕事ぶりを監督する機関である。株主により選出され、選出された取締役は取締役会で自分の責務を果たす。日本でも会社法に規定されており、このシステムは所有と経営の分離の間を取締役会が取り持っており、間接的ではあるが株主から代表取締役に対するモニタリングが行われているように思える。しかし、日本においてはその実態はまったく違った様相を呈している。規定では、取締役員は株主総会において承認されなければならないが、日本では特に審査をすることなく、代表取締役の要望を受けてしまっている。そのため、取締役は本来代表取締役を監視するのだが、その取締役は代表取締役の支配下にあると言える状態である。よって、それでは取締役がモニタリングの機能を果たせているとは言いがたい。また、長期雇用という制度もその監督機能をつぶしてしまっていると言える。日本は終身雇用制をとっており、それは企業特殊的人的資本を蓄積していくものである。先ほどの理論でも説明したが、もし、取締役会で一人の取締役が経営者のやり方に異議があっても、そこで逆らい取締役をはずされるようなことがあった場合、これまでの積み重ねが台無しになってしまうであろう。そのようなリスクも存在しているため、これもモニタリング機能をつぶしている要因の一つと言える。ただ、ここで補足しておく、日本で取締役という制度がまったく無駄であったと言うつもりはない。なぜそのようなことが言えるのかと言うと、取締役はインセンティブ装置の役割を果たしていたからである。日本の企業の雇用制度の特徴として年功序列制度、終身雇用制というものが代表的であるが、その制度は企業特殊的人的資本を養うといった意味で重要な意味合いを持っていたが、その反面、給料に差をつけづらく、インセンティブ装置において業績連動型の給料を導入するには厳しいという問題が存在していた。そこでインセンティブ装置としての役割として、取締役という役職を利用していた。確かに本来の取締役という役割は果たしているとは言い難いが、それと同等、もしくはそれ以上の効果を発揮していたのかもしれない。

日本における取締役の展望

日本はそれぞれの企業に、その監督としての役割を果たすために、経営者から「独立的な」取締役を導入する必要があるとし、アメリカで用いられている、「社外取締役」の制度に注目した。「社外取締役」とは「現在も過去もその会社・子会社の業務執行取締役や執行役、使用人となることがない取締役」のことを指し、即ち、その会社と直接の利害関係を持たない人物である。ここからはまず、この社外取締役を中心として大会社向けに新たに設計された「委員会設置会社」と、従来型のものに社外監査役を新たに取入れた「監査役設置会社」について説明し、また、大会社以外の非大会社の事項も少し説明する。

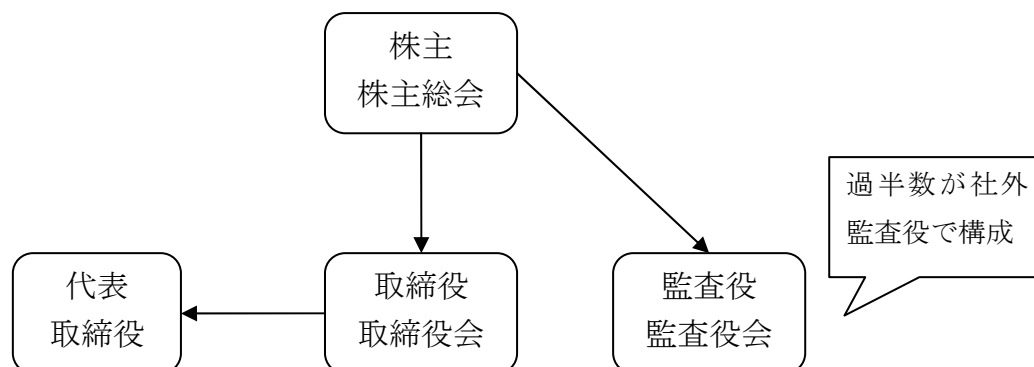
1.2.3 会社法で規定された委員会設置会社、監査役設置会社、非大会社

ここでは株式会社のうち、大会社以外で公開会社の場合と大会社で公開会社の場合での構成上の規定を述べる。大会社かつ公開会社の場合、「委員会設置会社」と「監査役設置会社」のどちらかの選択性となっている。大まかに言えば「委員会設置会社」は従来のアメリカ型、「監査役設置会社」は日本型の取締役会の形であると言える。

監査役設置会社

「監査役設置会社」とは従来の日本のように、取締役の他に監査役会を置き取締役の仕事の監査を行う株式会社のことである。監査とは業務執行の法令、定款違反の有無をチェックし指摘することである。ここで、問題となるのが、法令、定款に適合しているかという「適法性監査」だけを行うのか、それとも妥当性についてはどうかという「妥当性監査」までに及ぶのかという事項であるが、一般的には妥当性監査は監査役の特権に属しないと解されているものの、監査役は取締役の善管注意義務の違反の有無を監査するという役目があるため、実際は妥当性に関する事項についても監査権限を有することは変わらない。監査役は必要な時は事業の報告を求め、調査する権限を持ち、法務省令で定める内容の監査報告を作成する。その独立性を保障するため任期は4年である。監査役会設置会社では、監査役は会社、子会社の取締役、支配人、執行役を兼任してはならず、その構成は3人以上で「社外監査役」が過半数を占めなくてはならない。「社外監査役」とは「現在も過去もその会社・子会社の業務執行取締役や執行役、使用人となつたことがない監査役」である。下記で社外取締役を考察していくが、社外取締役として挙げられた場合、同じ「社外」として社外監査役も入るとする。

以上をまとめると次の図8のようになる。



委員会設置会社

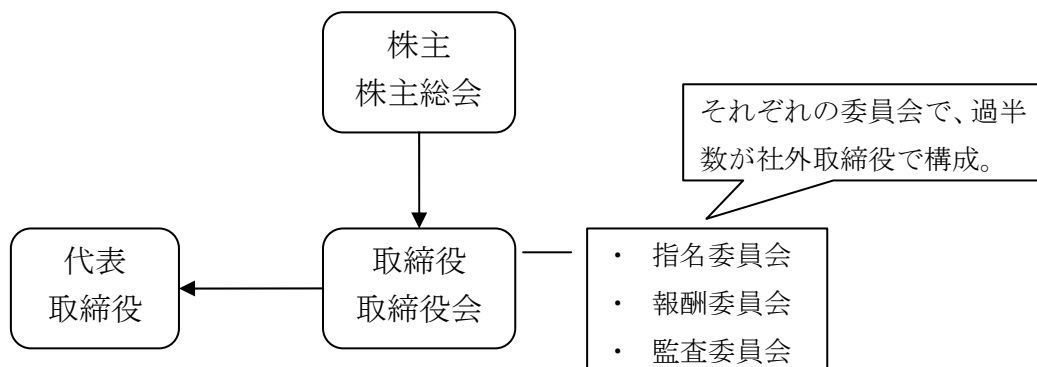
「委員会設置会社」とは、取締役会の内部に「監査委員会」「指名委員会」「報酬委員会」を設置する会社である。会社法によりそれぞれの委員会の構成は 3 名以上、その過半数は「社外取締役」でなければならないとされている。「社外取締役」とは「現在も過去もその会社・子会社の業務執行取締役や執行役、使用人となつたことがない取締役」のことを指す。これについては後に詳しく述べる。

「指名委員会」とは「株主総会に提出する取締役の選任および解任に関する議案の内容を決定する権限を有する機関」である。委員会設置会社では社外取締役 2 名以上の選任が義務付けられるが、過半数を占めることは義務付けられていない。そして取締役と執行役の兼務も禁止されていない。このような状況の下で取締役の選解任の議案を取締役に任せると執行役兼取締役が過半数を占めてしまう際、業務執行を監督する取締役を支配する、即ち、職務の一つである、「業務執行の監督」という役目が果たせなくなってしまう。そのため、過半数を社外取締役が占める指名委員会が業務執行を監督する権限を有することが望ましいと言える。

「監査委員会」とは「取締役および執行役の職務の執行の監査および監査報告の作成、株主総会に提出する会計監査人の選任および解任ならびに会計監査人を再任しないことに関する議案の内容の決定する機関」である。監査役会設置会社における監査役と同等の権限を与えられていると言える。ただ、監査委員会の監査は適法性のみならず、妥当性にまで及ぶと解すべきである。

「報酬委員会」は「取締役および執行役が受ける個人別の報酬の内容を決定する権限を有する機関」である。具体的に述べると、まず、取締役および執行役が個人別に受ける報酬の内容を決定する方針を決定し、報酬額を確定額とするならば個人別の額、不確定額とする場合は個人別の具体的な具体的な算定方法を定める。金銭的なもの以外の報酬については個人別の具体的な内容を定める。この報酬委員会の存在意義は、従来型の会社で行われてきたように、取締役や、執行役の報酬の枠だけ決め個人別の報酬額は取締役会や代表執行役が定めるとすると、執行役または代表執行役を兼務する取締役が実際上の報酬決定権を握る形となってしまう、取締役会による業務監督の実効性が減殺されてしまうという従来型取締役会の欠点を払拭するためのものである。よって社外取締役が過半数を占める報酬委員会が取締役や執行役の個別の報酬を決定することによって取締役の業務監督が実効性を持つということになる。

以上をまとめると次の図 9 のようになる。



公開会社の非大会社

会社法では以前とそれほど大きな違いがあるということはない。公開会社であるため、取締役会が必須となっており、改正前における有限会社や中小企業の株式会社での機関設計ルールをほぼ引き継いでおり、変化したことは、会計監査人、取締役会を設置することを認めたということがある。

1.2.4 社外取締役

監査役会設置会社、委員会設置会社、それぞれを説明してきたが、ここで注目したいのが、監査役会、取締役会の根幹となっている社外監査役、社外取締役の存在である。上記の構成上の規定を観察すると、会社法で、特に新たに設けられた三委員会について、重要な決定事項の権限をあえて三委員会に渡し、過半数を占める社外取締役がその権限を担っているように思われる。ここからはなぜ「社外」にそのような権限を与える必要があるのか、構成比による影響などを実際の現場、理論的なものから考察していきたい。

なぜ、「社外」が注目されているのか

ここからは抽象的で、理論的な説明がなされていないものだが、経験者から聞いた話で挙げられるものに、①大所高所からの意見か聞ける②新しい視点③緊張感が生まれる④説明責任を果たす場が生まれる⑤透明性の向上という意見がある。①「大所高所からの意見か聞ける」とは、取締役会で何かの議論が行われているときに、多くの経験をし、成功を収めた他社の経営者などの社外取締役の意見から、経済社会の中での位置づけや経営者としての姿勢、経済全体のトレンド、国際的な動向などの情報が得られるということである。ただ、これらの意見は経営者のベーシックな知見の向上には有意義なもので非常に大事なものはあるが、具体的な業績向上や監督効果を望むようなものではない。②「新しい視

点」とは、社外取締役がその会社にとらわれない視点からその会社を見ることができるということである。取締役とはある程度同じ会社に勤めてようやく昇進するものである。同じ会社に長いこと勤めていると、その会社の常識や慣行、価値観というものが身に染みており、同じ会社にいると気づかないことが自然と多くなっている。各社それぞれでの常識というものは実はかなり異なっているのである。そこでその会社の常識にとらわれない新しい視点を持ち込むという意味で社外取締役が取締役会に携わる意味はあるはずである。

③「緊張感が生まれる」、この意味は比較的捉えやすいものである。その取締役会に外部の人間がいることで、いい加減なことはできなくなり、その会議で使う資料に関しても恥ずかしくないものを必要が出てくる。また、質問の受け答えができるようにしっかり理解しておくことも重要になる。以上のように非常に抽象的ではあるが取締役会に社外取締役という形で外部者が加わることによってそこに緊張感が生まれることは言える。上記の二つとは違い、これは監督効果である。

④「説明責任を果たす場が生まれる」とは、社外取締役がいないときは社内だけで取締役会を行っていたが、その会社について何も知らない「社外」が会議に加わることにより、会社の事情について、株主、その他のステークホルダーからの立場からの質問が出てくるようになり、それについて社内陣営のものは答えなくてはならない、ということである。議案の内容自体に各方面からの視点、合理性の観点からも説明できることが大事になる。また、社外がいない時は説明が不要とまでは言わないが、それほど込んだ説明は必要でなかったはずであるが、説明責任が出てくると理論整然と説得力をもって説明ができる必要が出てくる。そうすると社長、担当役員も自分たちがどういった経緯で経営判断をしたかを考える場を設けることとなる。人に説明をするには十分な準備が必要で、それは自分が認識不足であったポイントが明確になる、隠れていたリスクを発見する、などの自分の新しい勉強の場になりうる。実際、社長が自分の経営判断を他人に説明する機会は少ない。これも監督機能と言えるが、そういった観点から考えても社外取締役が存在する意味は大きい。

⑤「透明性の向上」とは外部の人間が存在することで、会社の詳細な情報、内部告発や不祥事などのような外部に流したくない情報などの様々な情報が外部に漏れるということである。これも監督機能にあたるもので、情報開示などの面で非常にプラスの影響を与える。①②はアドバイザーとしての機能、③④⑤は監督機能の向上につながるものと取れる。ただ、コーポレート・ガバナンスのことを考える上では③④⑤の監督機能が重要であると言える。

学説から見る社外取締役の存在意義

以上のように抽象的ではあるが、経験者の話で社外取締役が存在することによる効果は監督、アドバイザーの両面から納得できるものがある。一方、社外取締役を支持する学説ではその必要性を「監督」に見出している。

序章での説明の繰り返しとなるが、コーポレート・ガバナンスの根源には所有と経営の

分離にあるとされている。所有と経営の分離が進んでいくと、株が大勢の手に渡り、分散化した株主は経営に関心を持たず、経営者に対する監督を怠るようになる。多数の株主が共になり経営者を観察することは難しいため、株主と経営者の間に取締役を置き、株主が取締役を選出し、取締役が経営者の監督を行うという方法は理論的には正しく、一見、取締役会を経由して株主が間接的に経営者の監視を行わっていると思われる。しかし、実際には経営者側が都合いいように取締役のリストを株主総会に提出し、株主総会はそのリストをただ承諾する形になっており、監督されるものが監督するものを選出するという状況となっており、監督機能が機能していないのが現状である。そのような状況を打開するために、経営者から独立した社外取締役が注目されているのである。また、経営者の人事や報酬などのように経営者の独断で決められてはならない事項もあり、そのような事項を決定するという役割としても社外取締役は必要となる。これが社外取締役を支持する学説である。

経験談から見る構成比の影響

次に、社外取締役が取締役会に加わるとどのような効果が期待されるかを取締役会の構成比から考察していきたい。これはまた現場から見た視点であるため、抽象的なものとなっている。まず構成比というのはその内部から昇進していった取締役と、社外取締役の比率のことである。その構成比率により、その取締役会の会議の雰囲気、内容自体も変わっていくことが考えられる。その構成比は大まかに 3 つほどに分けることができる。①まずひとつは社外取締役が圧倒的少数で、大多数を内部出身取締役が占めているケースである。そのようなケースでは基本的な審議は社内役員で行われる雰囲気となる。社外取締役が自主的に発言を求めたりしない限り、社外取締役の出番はなく、存在意義は薄いものとなる。②二つ目に社外取締役が内部取締役を同等に近い数を占めている場合で、その議論の内容が一変することになる。社内の役員が議案を提案し、それを社外の役員に説明し、その承認を求める形で会議が進むことになる。社内陣営と社外陣営の対話という形である。最初のケースと違い、社外取締役と内部取締役が相対しているため、社外取締役は黙っているわけにはいなくなる。当事者としての意識を持ち、議案を検討、質問、意見を述べることもするであろう。そうすると必然、社内役員での会議は取締役会の前に終わっていることとなる。このような社外取締役と内部取締役が均衡している形では監督効果は前のケースよりも格段に高くなることが伺える。③最後に一つ目と逆のケースで、内部取締役が少数派であるケースで、この場合内部取締役側は CEO のみかもしくはプラス一人ほどで、それ以外は社外取締役という形である。アメリカでは見られる形態であるが、日本ではほとんど存在しないと言っていい。このような構成であれば、取締役会では社長のテストが行われるといった内容になると思われる。また、社内対社外という構図ではないため、社外取締役は各自質問、意見があれば発言するという形態になる。このように、社外取締役と

内部取締役の比率は会議のあり方に非常に大きな影響を与えるものであると言える。会社側がどのような審議を望むのかによって取締役会の制度設計を行うかが大事である。

実証研究から見る社外取締役が与える影響

上記は経験談から社外取締役を観察したが、ここからは実証研究から社外取締役を見ていきたい。

まず一つ目に社外取締役が CEO の報酬の決定に及ぼす影響をその構成比から考察していった実証研究がある。Core、Holthausen、Larcker (1999) によって行われたものである。報酬データは、アメリカの大企業での報酬データが扱われている。どのような取締役会の構成がガバナンス機能として有効なものかを判断する。具体的には CEO が取締役会の会長を兼ねている、取締役の規模が大きい、企業からの独立性が低い社外取締役が多い、社外取締役が CEO により任命される、社外取締役の年齢が高い、社外取締役が 3 つ以上の取締役会に参加しているなどの事項が挙げられる。上記の経験談と合わせて考える場合は独立性の低い社外取締役が内部取締役に当たると考えられる。この実証研究からは取締役会全体の独立性が低いと企業のガバナンス構造が弱くなり、そのため厄介なエージェンシー問題を抱えることとなる。それ故に CEO の報酬が上がる一方で企業のパフォーマンスは下がっていることが示唆されている。

二つ目に挙げる実証研究は Byrd と Hickman により研究されたもので、他の企業のテイクオーバーを試みた企業において社外取締役が存在することが、テイクオーバーを試みた企業の収益性にどのような影響をもたらすのかを検証したものである。これは社外取締役が独立的でテイクオーバーが有益でないと判断した場合には、テイクオーバーはその社外取締役によって反対されるであろうという考えが前提にある。実証結果では社外取締役が多くなるに連れて、テイクオーバーがプラスになっている傾向があるが、多すぎると却って下がってしまうことが分かった。

多すぎるとマイナスの影響が出ることの根拠は Adams(2001)が述べている。取締役会によるモニタリングの強度が社外取締役の割合により決定される一方、経営者のモニタリングの強度が強いと、経営者が経営介入を恐れて取締役会に十分な情報を提供しなくなるという理論を挙げている。このことは社外取締役が多すぎるのもモニタリングのためにならないことを示唆している。

以上のような実証研究により、社外取締役の割合がうまく調整されることにより、企業のガバナンスが働くことが実証されている。

1.2.5 社外取締役と企業の相関

取締役会のガバナンス効果に関する実証分析

上記の社外取締役の経験談、構成面から見る影響を観察すると社外取締役の導入は取締役会に非常に有用であると取ることができる。しかし、上記以外に様々な検証が行われた結果、社外取締役の導入はその企業のパフォーマンスとは無相関であるというものが少なからず存在することが分かっており、社外取締役の効果に関してははっきりとした結論が出せていない。

Rosenstein と Wyatt (1990) と Byrd と Hickman (1992) はそれぞれ、企業価値・パフォーマンスと取締役会内部の社外取締役比率の高さに正の相関があることは示せたものの、Yermack(1996)や Agrawal と Knoeber(1996)は企業パフォーマンスの代表的指標の一つであるトービンの q と取締役会内部の独立的な取締役の比率の高さには相関関係が見られないという結果を得ている。

トービンの q 理論 (Tobin's q theory) とは、アメリカの経済学者ジェームズ・トービンが提唱した投資理論であり、トービンの q は株式市場で評価された企業の価値を資本の再取得価格で割った値として定義される。

株式市場で評価された企業の価値とは、株式市場が評価する企業の株価総額と、債務の総額との和である。これは、いまこの企業が解散して所有者がすべて入れ替わると仮定したとき、そのときの株主と債権者が受け取ることのできる金額を表している。他方、資本の再取得価格とは、現存する資本をすべて買い換えるために必要となる費用の総額のことである。

q が 1 より小さい場合、市場が評価している企業の価値は現存の資本ストックの価値よりも小さい。すなわち、現在の資本ストックの価値は過大であり、企業は資本ストックを使って財を再生産するよりも、資本ストックを市場で売却したほうが利益が上がることを意味している。市場はこの企業の価値が既存設備の価値よりも低いと評価しているため、企業は投資を控えるべきであり、場合によっては既存設備の縮小(マイナスの投資)を求められる。

一方、 q が 1 より大きい場合、市場が評価している企業の価値は現存の資本ストックの価値よりも大きい。すなわち、企業は資本ストックを使って財を再生産するほうが大きな価値を生み出すので、資本ストックを増やして財を増産したほうが有利となることを意味している。市場はこの企業の価値が既存設備の価値よりも高いと評価しているため、企業の将来の収益力は現在の企業規模から算出される収益力よりも大きくなることが期待され、場合によっては投資の拡大を求められる。

トービンの q は上の抜粋から見られるように投資理論であり、本来規律付けと相関があるはずなのだが、それが見られない。

まずここからはこの原因を探るべく、二つのアプローチからその原因を見ていくことと

する。この原因を探る一つ目のアプローチとして、社外取締役に内在している問題点を考察していく。具体的に、社外取締役の独立性、企業の特異性、代表取締役からの独立性、インセンティブに関する問題点を挙げていきたい。二つ目のアプローチとしてはモデル自体に内在する問題点を挙げていく。これについては詳しく後述する。

1.2.6 社外取締役に内在する問題点

トービンの q と取締役の独立性に相関が見られないことの原因を探るべく、社外取締役に内在する問題点を考察していく。以下からはその問題点として社外取締役の独立性、企業の特異性、代表取締役からの独立性、社外取締役のインセンティブについて述べていきたい。

社外取締役の多忙さ

まずひとつの問題点として挙げられているのが「多忙さ」である。社外取締役は「現在も過去もその会社・子会社の業務執行取締役や執行役、使用人となることがない取締役」と規定されており、自身が CEO、もしくは他社の社外取締役を兼ねていることが多く、多忙な人物が社外取締役に就任していることが多い。また、(モデルを見ると) 外部の人間であるため、その会社の情報は収集困難で、CEO からの情報提供に頼るところもあり、社外取締役の情報劣位は否めない。社外取締役のモニタリングが厳しいと判断した経営者が情報提供を怠るといった事態も考えうる。そのため、社外取締役は前準備の面に関して問題があると言えるであろう。

企業の特異性

数多に存在する企業は、企業ごとにさまざまな特異性を帯びている。そのことは社外取締役に非常に問題となることである。会社の決定事項を考えるに際して、その企業に関する専門知識は不可欠なものである。また、ただでさえ同じ業種の企業それぞれでも会社間で全く異なるのだが、社外取締役に關しては業種さえ異なることが多い。問題点の一つである多忙さから、社外取締役がその企業に關して学んでくることも不可能である。そのような社外取締役が企業の決定事項に最適な決定を下すことは可能なのであろうか。

代表取締役からの独立性

三つ目に考えられるのが、「代表取締役からの独立性」である。社外取締役の有効性はこ

の問題が無いことが前提として議論されているところが多い。この問題に関しては様々な面から起こる。まずは座り合い現象である。座り合い現象とは二人の CEO が互いの会社の社外取締役を兼ねるといふ現象である。このような現象が起こると、互いに執行役員に対する監督・報酬の決定などの面で馴れ合いが生じる可能性が出てくる。また他に考えられるものに単純に友達が選出されることがある。経営者の友達が選出される場合も、馴れ合いが起こることが予想される。取引関係先の人物が取締役になった場合も、取引がふいになることを考慮して、反論を避けることもある。委員会設置会社での指名委員会にしても、その内の社外取締役の幾人かが代表取締役とつながっていた場合、代表取締役からの独立性を完全に保持することは難しい。このような状況が大多数の社外取締役に及んでしまった場合、当初の目的である、取締役が他の点で最高経営責任者に依存しないため、としていた社外取締役を主とする取締役会の形成の意味がなくなると言える。

インセンティブ

最後に、「インセンティブ」に関する問題を挙げたい。社外取締役を取締役会の主な構成要素とする場合に特に問題となるのが、その企業にそれほど関わりの無い社外取締役が監視を適切に行うためにどうインセンティブ装置を設計したらよいかということである。インセンティブ装置の設計が問題点となるには主に 4 つ考えられる。①社外取締役を監督する機関として株主総会は期待できない。株主総会は基本的に効果を持つものではないからである。②社内取締役に権限を与えてしまうと監督されるものが監督するという状況に陥ってしまう。これでは社外取締役を導入する意味自体がなくなってしまう。③新たな監督機関を設計しても、その監督機関の監督は誰がするのか。④業績連動報酬を与えるにしても、株主との利益相反の問題が生じる。社外取締役のインセンティブに関しての議論で、従来まではその社外取締役への評判がインセンティブ装置であるとされていた。この議論では経営コントロールに関するエキスパートとしての企業の内外における自分の評判を重視して社外取締役が行動するという前提の上に成り立っていた。企業の内外におけるエキスパートとしての社外取締役の評判は社外取締役に対する報酬が低い場合でも信頼の置けるシグナルになるという議論である。企業の内部コントロールがいったん崩壊した場合、その社外取締役の評判に大きな傷をつくる。そういった評判のメカニズムが社外取締役へのインセンティブ装置として機能していたというものが従来の議論であった。これに対して違った見方として、直接的なインセンティブ装置の効果を示したものがある。社外取締役に対して与えられた直接的な現金報酬、株式やストックオプション、他企業の取締役会における取締役の地位の獲得、取締役会からの辞職や異動といった直接的なインセンティブ装置の効果を観察してデータ解析した結果、そのようなインセンティブ装置は企業のパフォーマンスに好影響を与えるという結果が統計的に有意であることが示された。株主の訴訟も、法廷側がその判断を下すのが困難であるため、有効ではないため、インセンティブ

ブとして直接的なインセンティブ装置を用いるのは可能であるが、見方を変えれば、経営陣に責任を与えず、株主に余計な出資をさせているに過ぎない。このような観点から、社外取締役のインセンティブ装置に関しては問題点が残っている。

1.2.7 モデル自体に内在する問題

上記のように、社外取締役という制度には問題点が多々存在することが分かっている。ただ、それが影響したために、社外取締役が企業価値に一切影響を及ぼさないとするには、社外取締役の制度のメリットには納得できる面が見られることから、それほど整合的な見方とは言えない。ここからはモデル自体に内在する問題点を探っていく。

企業のパフォーマンスへの取締役会の活動の効果を短期的に測定するのは困難であること

取締役による監督というものは非常に抽象的なもので、それらを測定、ましてや短期的に測定するのは難しい。実際、監督を行えていると考えていても具体的な指針が無いため、その効果を立証することは不可能に近い。それが第一に挙げられる問題点である。

取締役会の独立性の定義や指標に問題

モデルを使って独立性とパフォーマンスの検証を試みた際、パフォーマンスの指針に関しては、上の実証研究でも用いられたような企業価値、トービンのqなど、指標にするものは存在する。しかし、取締役の独立性については具体てきな指標は存在しない。データで検証する際、そのつながりをそれぞれの取締役ごとに、しかも大量に調べてくるのは不可能であり、その度合いを測ることも至難である。そのため、独立性や指標の定義は難しいものとなっている。

これらのような問題点から、すべてとまではいかないが、少なくともモデル自体に信用性が欠けてしまっていることになる。このように社外取締役に関しては実際の効果は計りきれていない。社外取締役に問題があるのか、モデル自体に問題があるのかは、どちらでもとれる問題であるため、どれが整合的であるのかの判断がつかない。

このように、社外取締役自体に様々な問題が存在するため、その実際の効能については皆目見当がつかない状態であり、これから日本ではその社外取締役を中心とした取締役会が機能するのかは分からない。

ただ、大株主が存在している場合、取締役の選定でモニタリングが働くため、取締役も機能することになる。

1.3 敵対的買収と委任状争奪戦

ここではコーポレート・ガバナンスメカニズムとしての敵対的買収・委任状争奪戦とアクティビズムについて考察する。1.3.1 から 1.3.2 ではそれぞれ敵対的買収と委任状争奪戦の理論を紹介し、コーポレート・ガバナンスメカニズムとして有効なのか、どのように有効に働くか、また有効に働くための条件は何かを考察する。

1.3.1 敵対的買収

敵対的買収とは

敵対的買収とは、買収に同意しない対象会社の現経営陣と敵対する買収の事を指す。なお敵対的である（現経営陣の同意を得ない）ということはすなわち株式取得でしか対象企業を取得する方法はなく、経営陣の同意を必要とする合併や営業譲渡が敵対的であることはありえない。経営陣は自己保身目的で買収に反対すると善管注意義務・忠実義務に違反する事になるので、一般にその買収が企業価値や株主利益を毀損することを理由に買収に反対するが、敵対的買収者としては企業価値が上がると見込んで投資しており、最終的にはどちらの主張が株主に受け入れられるかが敵対的買収の成否を決める。

敵対的買収の3類型

敵対的買収には①事業型敵対的買収②裁定取引型敵対的買収③グリーンメールの3類型が存在する。①事業型敵対的買収とは、事業上のシナジーや規模、範囲の経済の追求を目的とする敵対的買収を指し、このような目的の買収者をストラテジックバイヤーという。②裁定取引型敵対的買収は、会社資産と株価の乖離に注目し、会社資産を切り売りすることで利鞘を稼ぐ事を目的とする敵対的買収を指し、このような目的の買収者をフィナンシャルバイヤーという。③グリーンメール型敵対的買収とは、高値で対象企業に株式買収を要求することを目的とした敵対的買収であり、このような目的の買収者をグリーンメーラーという。

敵対的買収の手法

前述したように、敵対的買収では株式取得でしか対象企業の支配権を獲得することは出来ない。

株式取得には①市場取引②時間外・立会外取引③株式公開買付け（Take Over Bid）の方法がある。買収後の議決権実質所有割合が 1/3（株主総会特別決議を否決できる最低限の割

合) を超える市場外・立会外での株式取得では公開買付けが強制される。公開買付け制度は市場取引の場合と比べ、買収者の買収コスト・買収リスクの低減につながる。

敵対的買収の脅威の効能

一般的に敵対的買収の脅威は取締役会などの企業内機関を使った直接的なコントロールや報酬契約などの間接的な内部コントロールの補完的コントロール手段として使用される。現経営陣により効率的な経営が行われておらず、取締役会などの機関も監督メカニズムを果たしていないような企業の株主は敵対的買収によって大株主となり、自らが経営に乗り出すか新たに経営者を見つけることにより将来の期待収益を高め保有株式の株価上昇によるキャピタルゲインを得ようとするインセンティブが働く。一方現経営陣にとって見れば上記のような敵対的買収のメカニズムが怠業を戒め、株主価値（企業価値）を重視した経営を行うようなインセンティブが働くことになる。

また Scharfstein(1988)は①既存の経営者による情報独占を減少させる②非効率な経営者の置き換えの道を作るという点で敵対的買収は有用な手段であるとしている。

しかし敵対的買収の脅威の効能についてはいくつか否定的な議論が存在することも確かである。

ひとつの議論は**情報の非対称性に起因する理論**である。Stein(1988)は、経営者と株主の間の情報の非対称性を仮定すると、情報優位である経営者が採択した投資が長期的には高い収益を生むが一時的には損失をもたらすような投資であった場合、情報劣位である株主は企業利益の回復に懐疑的になり株式売却という形で反応する。その結果株価が過小評価され敵対的買収の可能性が高まるため、経営者は長期的に高い収益を上げられる投資よりもより短期的にそこそこの収益が得られるような投資を行ってしまうインセンティブが働くことになる。これは企業価値にとってはマイナスの効果をもたらす。

もうひとつの議論は**敵対的買収防衛策の多様化について**である。ポイズンピルやスーパーマジョリティー条項などを事前に定款に導入しておくことによって買収コストを引き上げ敵対的買収そのものを困難にするものや、焦土化作戦、ゴールデンパラシュート、レバレッジド・リ・キャピタライゼーション (Recap) などで買収の魅力を引き下げることにより敵対的買収を行うインセンティブ自体を低下させるものなど、特に米国において敵対的買収防衛策は発展と多様化を遂げている。もしも既存の経営者が過度な、そして不適切な買収防衛策を導入すると、敵対的買収が行われなくなるだけでなく既存の株主に不利益が生じる恐れもある。日本においてはこの問題に対し経済産業省・法務省によるガイドラインや数少ない判例が存在するだけであり、今後の適切な買収防衛策についての研究の発展や法制度面での整備が待たれる。なお買収防衛策導入の是非については再度後述する。

敵対的買収自体の効率性

敵対的買収自体の効率性に関する研究は数多く存在する。初めに敵対的買収自体の効率性に対し懐疑的な立場をとる代表的な2つの理論を紹介する。

1つ目は**少数株主によるフリーライダー問題**である。Grossman&Hart(1980)は、敵対的買収者が一株当たりの株主価値を $v=0$ から $v=1$ に増加させることができ、この企業には無数の株主が存在すると仮定する。さらにこのとき敵対的買収者は一株当たり価格 $p=1$ で条件付公開買い付けを行うとする。このような仮定のもとでは既存株主の支配戦略は $p=1$ なら売却応募に応じ、 $p<1$ なら継続保有するということになる。よって敵対的買収者が企業を買収できる一株の最低価格は $p=1$ であり、つまり敵対的買収者は自分が経営することによって創造可能な価値の全額を既存株主に渡さなければならない。この理論は言い換えれば、少数株主は個々に見れば買収の成否について影響を与えることは出来ない一方、株式を保有し続ければ買収による（将来期待利益の上昇による）株価上昇によりキャピタルゲインを得ることが出来るため株価が将来期待利益の上昇を織り込む水準に上昇しない限り少数株主はテイクオーバーの申し出に応じない。しかしながら、もし少数株主の多くがこのような態度に出ると敵対的買収者が買収にかかるコストを回収することが困難になり、ひいては買収自体が行われなくなる恐れがあるということである。

この Grossman&Hart(1980)のフリーライダー問題の理論には同時にその改善策も提示されている。例えば少数株主に対するスクイズアウト（少数株主に公開買い付け価格での、またはそれ以下での保有株式の売却を強制する）を認めることや、敵対的買収者に保有株式の公開前のより大きな当初取得株式（公開買い付け実施前に敵対的買収者によって保有される株式を言う。日本においては「5%ルール」として存在するが、この部分は買収により常に利益を上げることが出来るので、敵対的買収のコスト回収が容易になる）の形成を認めることなどがある。またこの理論は株主が相互に独立していないケースや情報の非対称性があるケースでは成立しないことが指摘されているが、Jensen&Ruback(1983)による実証研究においては平均して敵対的買収による収益のすべては買収対象企業の株主によって獲得されているという Grossman&Hart を支持するような結果が得られている。

2つ目は**トランスファー理論**と呼ばれる理論である。Shleifer&Summers(1988)は、敵対的買収の目的は経営の非効率を改善し株価を上げることによってキャピタルゲインを得ることではなく、現在ステークホルダーと企業が結んでいる暗黙契約（将来的な昇給や利得の支払い、継続的な取引など）を犠牲にして買収者や現在の株主に対し富の再配分を行うことであるということを議論している。もしこのような理論が成り立つとすれば、従業員や取引先にとって企業（関係）特殊の投資を行うインセンティブが大幅に低下する恐れがあることは容易に想像できる。

このトランスファー理論によれば、少なくとも特定の人的・物的資本が重要な企業においては何らかの買収防衛策を導入することが正当化されるとしている。 Shnitzer(1995)によればポイズンピルとゴールデンパラシュートの組み合わせが企業特殊の投資に対する

十分な保護になりうるとしている。また Osano によれば、従業員報酬を株価と連動するような報酬制度にすることによって従業員にも株価上昇による買収の利得の恩恵を受けさせるようにすることが企業特殊的投資の保護になりうるとしている。

買収防衛策の是非

一般に買収防衛策の利点は敵対的買収の際に経営陣の交渉力を高めることによってより高い買収プレミアムを敵対的買収者から引き出せることである。しかし同時にそれは経営者のエンtrenchメント行動（地位安定化のための非効率的な行動や投資）を容易にさせる事にもつながりかねない。また過度でかつ不適切な買収防衛策は買収コストを過度に高め、敵対的買収者にコストの回収を困難にする、または買収自体を不可能にすることによって市場からの規律付け効果自体を無効化することにつながりかねない。事実日本においては長い間**株式の持合**という形で株主からの規律付けの無力化行動が行われていたとされている。この買収防衛策導入の正と負の効果についての研究にはさまざまなものがある。Comment&Schwert(1995)によれば買収防衛策の導入は買収プレミアムを増大させているという。これは交渉力の増大という正の効果を支持するものである。一方エンtrenchメント効果が交渉力の増大効果を上回るという説を支持する実証研究もいくつか存在するが、どのような行動や投資がエンtrenchメント行動で、またそうではないのかに関する研究はほとんど存在せず、よって最終的には買収防衛策の導入について正確にその是非を求めることは現時点では不可能であるといわざるをえない。

1.3.2 委任状争奪戦

委任状争奪戦（プロキシーファイト）とは

委任状争奪戦（プロキシーファイト）とは、現経営陣に対して敵対する株主が株主総会において他の株主から委任状を集めて株主提案権を行使することを指す。株主総会では議決権の代理行使が認められているため、代理権を証する委任状を他の株主から集める必要があるため委任状争奪戦と呼ばれる。委任状争奪戦では敵対する株主が現経営陣の怠業（内部留保が過剰である、バランスシートが過大で ROE を軽視しているなど企業価値向上につながらない経営）を指摘し、他の株主の賛同を得ることで取締役会に新たな取締役を送り込むことで企業の実質的なコントロールを握ることを目的とすることが一般的である。新しい会社法下では取締役の解任の決議要件が特別決議から普通決議へと緩和されたため、実質委任状の過半数取得で現取締役の解任が可能となった。

委任状争奪戦に関する研究

委任状争奪戦は頻繁に失敗する。その理論的な説明は、例えば経営者は会社の金庫に敵対的買収者より容易にアクセスできるのと同様に株主名簿にもアクセスできる。これによって経営者は敵対的買収者よりも株主に対し働きかける状況において不公平な強みを有している。また付き合いのある企業や機関投資家に対し将来の利得を暗に提示することによって働きかけることも容易である。などいくつかの理論が存在する。

また委任状争奪戦は敵対的買収と組み合わせることによって効果を発揮するという理論も存在する。Bebchuk&Hart(2001)は、ポイズンピルをその企業が導入している場合、現職の経営陣を追放するためには、委任状争奪戦と公開買い付け（敵対的買収）の組み合わせ戦略をとることが委任状争奪戦のみの戦略や敵対的買収のみの戦略をとることに対して支配戦略になるようなモデルを提示した。組み合わせ戦略とは具体的にはまず委任状争奪戦により新しい取締役送り込み買収防衛策を解除させてから公開買い付けを行うことなどが考えられる。組み合わせ戦略が委任状争奪戦のみの戦略を支配するのは、株主が（株主にとって見れば現経営者以上に情報がなく信頼の置けない）敵対的買収者に対し懐疑的な傾向を持つためである。この問題に対し、敵対的買収者が委任状争奪戦に加え公開買い付けを行うことによって、私的利益を求めているのではなく自分の意見を実行する覚悟を株主にアピールでき、疑念を和らげることが出来る組み合わせ戦略が委任状争奪戦のみの戦略を支配する。

一方組み合わせ戦略が公開買い付けのみの戦略を支配するのは、公開買い付けのみを行う場合敵対的買収の項で前述したように、少数株主のフリーライダー問題が生じる可能性があるためである。この問題に対し組み合わせ戦略をとれば委任状争奪戦は平均的投資家（株主価値増大を目的とする）に委ねられるため、少数株主のフリーライダー問題を解決し、敵対的買収者は目的を達成させることができる。

この理論から分かることは、ポイズンピルを導入している企業に対し反対株主が経営陣を解雇できる手段であるという点で委任状争奪戦はきわめて有効であるということである。また Mulherin&Poulsen(1998)によれば、株主価値の増大は委任状争奪戦と関係した敵対的買収および新経営陣のもとでのリストラクチャリングによってもたらされ、委任状争奪戦はある程度の経営陣の規律付け効果と株主価値の増大効果を有しているとしている。

1.4 収益連動型の報酬制度

会社の主権者である株主は直接経営を行わず、より合理的な経営を期待して、経営者に会社運営を委託する。ここで、会社運営に関して、経営者と株主の利害が対立することとなる。

経営者と株主の利害が対立する原因は第一に、経営者が私的利益を追求し、ときには株主の利益を阻害するという点である。例えば、経営者が自身の経営ポジションの維持

を目標としたり、収益性は余り見込めないにも関わらず経営者の好む事業を選択したりする場合である。第二に、株主と経営者のリスクに対する態度の違いが挙げられる。株主は間接有限責任であり、ほかの会社の株主や金融資産や不動産を持つことでリスク分散を図ることができる。それに対し、経営者はその収入の多くを当該企業からの報酬に依存していることが少なくない。従って、そのような経営者は、経営の失敗により直接責任を受ける立場にあるので、ハイリスクハイリターン of 事業計画を選択したがる。

そうした、経営者と株主との間の利益背反の可能性を排除するメカニズムが、ストックオプションに代表されるような収益連動型の報酬制度である。つまり、株価と強く連動するような報酬制度を導入することによって、過大な経費支出と利益にならない支配権拡大の行動を経営者に対して抑制することが出来るのである。

取締役会とは別に、近年重要性を増している重要な内部ガバナンスのメカニズムとして、取締役や中核的従業員などに対する業績連動型報酬体系の導入がある。

1.4.1 株式報酬型連動制度の種類

株式連動型報酬制度としてはストックオプション制度が有名ではあるが、必ずしもそれだけに限定されるわけではない。ここでは、比較的良く使用される株式連動型報酬制度をいくつか説明する。

ストックオプション制度

ある一定期間の権利行使期間にあらかじめ定められた権利行使価格で所定の株式を取得できる権利を、経営者や従業員に付与するものである会社役員や従業員等があらかじめ定めた価格で自社株式を購入できる権利のことで、株価が行使価格を上回れば、その差額がそのまま報酬となる。権利行使期間においてストックオプションを付与した企業の株価が権利行使価格を超過している状態であればインザマネーと呼ばれ、逆の状態はアウトオブザマネーと呼ばれる。

株価がインザマネーの状態であれば、ストックオプションの保有者は権利を行使することにより、その企業の株価を取得することが出来る。離職したり退職したりした従業員によるストックオプションの権利行使のための要件や権利行使の状態は、企業によってかなり異なるが、ストックオプションの行使期間が早まったり、放棄させられたりする取り決めになっている企業が多いようである。

譲渡制限株式

ある一定期間の在職などを条件として、その間に譲渡制限をつけた株式を付与する。授与権付与の要件が満たされれば、株式売買が従業員に許される。株式の付与を受けた従業

員の権利が制限される期間を授与権付与期間と呼び、授与権付与の要件が満たされれば、株式の売買が従業員に許されるタイプの株式連動報酬型制度である。従業員が企業を離職した場合には、譲渡制限株式の権利は失効するのが典型的であるが、従業員が企業を離職した場合には、授与権付与の要件は企業によってかなり異なる。ストックオプションとの大きな違いは、行使価格がなく授与権が付与されるという点と、授与権付与期間中であっても配当金がもらえるということである。

パフォーマンス・ストック

数年間にわたる目標を設定し、達成した場合に一定数の株式を付与するものである。

従業員株式購入制度

税引き後の所得を使って自社の株式を購入することを従業員に許す制度。

従業員特殊制度

国によって異なるが、アメリカの場合には株式購入資金の原始が勤務先企業の拠出金であり、それを使って購入された自社株が各従業員に対して配分されることになる。これに対して日本の場合には、上述の従業員株式購入制度と同じく、給与とボーナスから一定額を拠出して株式取得にあてる形をとる。

1.4.2 欧米・日本におけるストックオプションと譲渡制限株式の利用状況

欧米におけるストックオプションと譲渡制限株式の利用状況

アメリカにおけるストックオプションの発行は州ごとの会社法で定められており、多くの場合、取締役会での発行が可能である。実際には株式総会で承認ないし追認されることが多いとされる。

アメリカにおける経営者や従業員に対するストックオプションは過去十年間の間に劇的に増大した。しかし、ITバブルの終焉とともに現在は減少傾向である。

会計制度とストックオプション

アメリカの会計原則審議会のAPB意見書によるとストックオプションの評価に関して本源的価値法が採用された。この会計方法によれば、ストックオプション付与後、最初に付

与株式数と株価が知られた計測時点において成立している減株式の時下よりも行使価格が高くない場合には、ストックオプション費用は費用項目として計上されないという原則になっていた。

実際のところ、ストックオプションの付与時点において、現株式の時価が権利行使価格を上回る、すなわち、本源的価値がプラスとなるようなストックオプションが発行されることは、ストックオプションのインセンティブ効果を阻害してしまうので、ほとんどあり得ないと考えてよい。従って、ストックオプションは人件費として費用計上されないというのが常態となった。

その後、株式連動型報酬制度が一般に広まるにつれ、財務会計基準審査会が研究を重ね、93年6月に業界基準などの作成に当たり、関係方面に対して意見を徴するための草案である提示草案を出した。

その草案の案の中で、付与された時点における先払いの報酬として、また株主の持つ株式として、ブラックショールズ式のようなオプション価格モデルを使ってストックオプションの価値を計測してそれをバランスシートへ計上すること、また、ストックオプションの有効期間にわたって認識される株式連動型報酬を報酬費用として減価償却することを要求した。

これに対して、ベンチャー企業を中心とした産業界から多くの反対意見が出た。その結果、1995年10月に財務会計基準審査会は株式連動型報酬を提示する企業は、オプション価格モデルを使った公正価格にもとづいた会計方法を取るか、もしくは本源的価値にもとづいた会計方法をとるかのどちらかを選択できることになった。

ただし、本源的価値にもとづいて会計基準を使う企業は、見積もりの純所得と一株当たり利益に関する数値を、企業の財務諸表に詳細な注記の形で開示しなければならないことになった。

実際には、2001年のエンロン事件までは、ほとんどのアメリカ企業は本源的価値に基づいた会計方法を採用し、オプション価値については脚注表示で対応していた。しかしながら、エンロン事件で経営陣へのストックオプションの付与が巨額であったことから、ストックオプションの会計上の費用計上化を求める動きが強まった。その結果、アメリカの有力企業の一部はストックオプションの費用計上化に踏み切ることとなった。

税制度とストックオプション

ストックオプションに影響を与えるアメリカの税制度として、企業もしくは従業員にとってストックオプションの付与が課税対象になるかどうかという問題がある。

この問題はストックオプションが適格要件を満たすもしくは ISO と呼ばれる適格インセンティブストックオプションなのかそれとも、NSO と呼ばれる非適格ストックオプションなのかに依存する。

非適格オプションの場合には、公開市場において、当該オプションが売買されてなければ、オプション権行使の際の市場価格を行使価格の差が課税対象個人所得となり、所得税。社会保険税、メディケア税の対象となる。適格インセンティブオプションの場合には、オプション権行使の際の市場価格行使価格の差に対して課税されるキャピタルゲイン税を払うだけである。

ただし、その場合には、企業は適格インセンティブオプションに関する費用を報酬費用の形で控除できない。適格インセンティブストックオプションは、内国歳入庁が定めた要件を満たしていることが条件で、かつオプション権保持者は、ストックオプションが付与された後、最低に年間ストックオプションを保持し続け、また、オプション権行使後、最低一年間株式を保有し続ける必要がある。

実際には、制約がゆるいという理由で、非適格ストックオプションのほうが圧倒的に多く使われている。非適格ストックオプションでは、従業員はストックオプション行使時に、行使時株価と行使価格の差に対する所得税などを支払い、株式売却時にキャピタルゲイン税を支払うことが普通である。また、企業側は、従業員のストックオプション行使時に、講師時株価と行使価格の差に相当する額の損金参入が認められる。

1994年に、制定された税法も米国におけるストックオプションに影響を与えている。すなわち、内国歳入庁では企業の俸給支払額上、上位5人までに支払われる100万ドルを超える報酬については、報酬費用としての控除を企業に認めていないのに対して、ストックオプションを行使することから生じる費用に関しては、報酬費用としての控除上限を定めていないという歪みがある。

日本におけるストックオプションと譲渡制限株式の利用状況

1997年の商法改正によって、自己株取得方式と新規発行による新株引受権方式という二つのストックオプション制度が導入されることとなった。そして新株有利発行方式、擬似ストックオプション方式も加わった。

しかし、2001年の商法改正によって、新株予約権の付与という新株予約権方式に統一された。そして、2007年3月期からストックオプションを会計上の人件費とするよう義務付けた。2002年度末時点において、東証・大証・名証の各証券取引所一部・二部に上場している非金融企業2316社中、621社がストックオプション制度を導入している。ストックオプションの付与対象者は、経営者だけでなく幹部従業員も含まれるが、全従業員というケースは少ない。

1.4.3 ストックオプションの考えられるメリット

従業員の人的資本形成や勤労意欲への動機付け(インセンティブ効果)

従業員に対してストックオプションを付与することは、従業員の関心を当該企業の株価に向ける

という意味で、従業員の利益と株主の利益を一致させる機能がある。ただし、経営者や中核的な従業員はその働きによって株価に影響を与えることができる一方、下位レベルの従業員が株価に与える影響力はほとんど無視できる。そのため、企業のパフォーマンスをよくしようとする十分な動機付けを下位レベルの従業員に与えるという目的のためには、みずからあまり働かなくても他の従業員がきちんと働いて株価が上昇すればストックオプションの果実を得られるということから生じるフリーライダー問題を解決する必要がある。

ベンチャー企業タイプの新興企業の経営者や従業員に企業意欲や労働意欲を与えるだけでなく、成熟企業や衰退企業の経営者や従業員に経営改革やM&Aをスムーズに受け入れさせる重要な誘因となりえる

さらに実際に、従業員に対するインセンティブ効果が生じるかどうかは、ストックオプションが持つ次のようないくつかの性質と関連している。

- ① スtockオプションからのペイオフが、株価パフォーマンスがよくなるよりも早いスピードで増加するという、数学的に言えば凸関数的な性質
- ② オプション権が付与されてから確定するまでにある程度の時間がかかる
- ③ 従業員はストックオプションを売却できない

という点である。

従業員の選別

これは、従業員のあるタイプは、他のタイプよりもストックオプション契約をより好ましいものとみなす傾向があるということと関連する。たとえば、従業員のあるタイプは、いったん報酬額が決定してしまうと、企業経営によほどのことがない限りリスクの入る余地がないキャッシュのような報酬体系よりも、報酬が株価に連動するという意味でストックオプションのようなリスクが非常に大きい報酬形態を望むとすれば、ストックオプションを使ってそのようなタイプの従業員を集めることが可能である。

このことは経済学的にいえば、危険回避選好が小さい従業員を集めることになる。

また、能力のある技能の高い従業員、もしくは自分の能力に自身がある従業員に対しても自分の力によって企業のパフォーマンスを良くすることができるという自信があるので、ストックオプションが内包しているリスクを気にする必要が少ない。そのため、ストックオプションの付与によって、そのようなタイプの従業員を集めることも可能になる。

従業員の確保

従業員へのストックオプションは、オプション権が付与されてから確定するまでにある程度の時間がかかるということである。さらに、それに加えて、オプションの権利が確定する前に従業員が離職する場合にはオプション権を放棄しなければならないという条件を課す場合には、これらの二重の機能によって、従業員の離職を抑制する機能を持つ。

しかしながら、この確保目的と同じ効果は、戸払い賃金や勤続年数と連動する企業年金を使っても達成される。また、ある期間、企業にとどまる従業員に対しては、そのために特別のボーナスを支払っても同様の効果が期待される。

経営者の恣意性の防止

単なる会計的な企業収益指標に対してではなく、株価に対して経営者の報酬を連動させる利点は株価が多く、もしくはすべての入手可能な公開情報を織り込め、また、経営者が過度に私的情報を利用して指標をゆがめることが難しいという点にある。

しかしながら、投機的な理由で株価が大きく変動したり、何らかのかたちで株価が操作されれば、企業の適正な価値と株価が連動しなくなるため、この利点は失われる。

企業の流動性確保

ストックオプションを使って、従業員に報酬を与えても、その時点では、支払いのためのキャッシュの支出を企業は必要としない。そのため、将来時点で十分なキャッシュフローの還流が期待できても、現時点で十分に流動性を持たない企業に関しては、キャッシュフロー節約という利点がある。

税節約効果

ストックオプション行使時点における株価と行使価格の差額が企業の収益から費用として控除され、法人税払いの節約になるという効果と関連している。後者の大きさの計測に関してはいくつかの実証研究がある。

1.4.4 ストックオプションの考えられるデメリット

ストックオプション付与がもたらす潜在的コストは、①既存株式持分の希薄化、②株主不在の場でストックオプションが付与される可能性、③費用と価値のギャップ、④リスクの高い経営判断を経営者に促す逆インセンティブ効果が上げられる。

既存株式持分の希薄化

ストックオプションを新たに従業員に対して付与することは、既存株主の持ち合い割合がその分だけ実質的に減少することを意味している。したがって、ストックオプション付与に対応して、生じる実質的な持ち合い割合の減少は、既存株主にとってはコストとみなされるべきである。

株主不在の場でストックオプションが付与される可能性

日本においてもアメリカにおいても、ストックオプションは取締役会の決議のみで従業員に付与されることが可能である。このことは、ストックオプションを従業員へ付与するという株主にとっては費用増加にあたる決定が、株主不在の場でなされるリスクが存在しているということが出来るであろう。

費用と価値のギャップ

ストックオプションの費用は、従業員と同一の行使条件のもとでそのストックオプションに対して支払っても良いと、外部投資家が考える額に等しい。この額は、ブラックショールズのような標準的なオプション価格モデルにより計算できる。

従業員はストックオプションを自由に売買できない上に、分散投資や空売りその他の手段を使うのも難しい。したがって、資本市場に対するアクセスが容易な資本家よりも従業員が危険回避的であれば、ストックオプションの行使価格は投資家が考えるよりも低いものにならざるを得ず、ストックオプションを付与する企業の費用はそれを受ける従業員に対してストックオプションの価値よりも大きくなる可能性がある。

リスクの高い経営判断を経営者に促す逆インセンティブ効果

ストックオプションの経営者への付与は、株価を引き上げることができれば、経営者の報酬が増大することを意味する。このことは、経営者の経営努力へのインセンティブを喚起することには役に立つが、同時に株価の引き上げを目的としたリスクの高い経営戦略を経営者に選択させるよう促す逆インセンティブ効果が生じる可能性がある。

リスクの高い経営戦略をとるほうが、リスクの低い経営戦略をとるよりも企業収益の変動が大きいので株価の変動も大きくなるのである。

ストックオプションが付与された場合には、高株価の場合には株価に応じて経営者の報酬は増加していくが、低株価の場合にはストックオプションを行使しないだけなので、経営者の報酬には影響がない。したがって、リスクの高い経営戦略をとったほうが、リスクの低い経営戦略をとるよりも経営者の着たい報酬は増加するため、リスクの高い経営戦略の選択を不必要に促すという意味でのモラルハザード行動を新たに引き起こす誘因を経営者に与える可能性がある。

この可能性を検証するために、Rajgopal and Shevlin(2002)は、1993年から97年の期間で、石油・ガス企業のCEOに関する160個の観察値を集めた。そして株式連動型報酬が危険度の高い投資を経営者に選択させる効果があるという結果が得られている。

また、従業員には付与せずに経営者にのみ付与する場合には、従業員と経営者との過度の報酬格差が生じ、従業員の士気の低下に繋がる恐れがある。ストックオプションを付与する範囲という

のはまた別の問題として浮上してくるイシューである。

他にも、経営者は金銭的報酬のみならず、他の動機(名声・評判、社会的地位、権力欲など)の充足を求めて行動していることがあげられ、その場合には、いくら金銭的に経営者を動機付けしたとしても、十分なインセンティブを与えることは難しい可能性がある。

また、効率的資本市場を想定しても、短期の収益が長期展望についての、株価についての市場の受け止め方に影響を与えると考えられるため、給与と株価の動向を結びつけることによって、経営者に過度に近視眼的な投資を選好させてしまう可能性がある。

ストックオプションの付与によって、経営者に過度にインセンティブを与えてしまうと、経営者は会計粉飾をしてまでも利益・株価を上昇させようとする危険性がある。それはエンロン等の事件によって明らかになった。つまり、株価を上げるために経営者が取りうる策として、企業価値自体の向上に努力することと、株価に最も影響を与える財務会計情報が投資家に交換されるようなものになるように努力するという二つが考えられるということである。

そして、株価と強く連動するような報酬制度の導入によって、会計操作的な活動に経営者の努力を傾注させるという望ましくない副作用を引き起こすことになった。その極端な例が、エンロンやワールドコム的事件である。

ストックオプションがうまく機能するには

ストックオプションが、本来求められている様な機能を果たすためには、ストックオプションを使用する際の環境が重要となってくる。これは例えば、会計制度や付与範囲などのことである。まず、アメリカにおける会計制度についてだが、本源的価値法が採用されていたため、ストックオプション付与後、最初に付与株式数と株価が知られた計測時点において成立している原株式の時価よりも行使価格が高くない場合には、ストックオプション費用は費用項目として計上されない原則になっていた。その後、オプション価格モデルを使った公正価格に基づく会計方法をとるか、本源的価値法のどちらかを選択できることになり、2004年12月にはアメリカ企業にストックオプションの費用計上を義務付ける新規定が発行された。この結果、ストックオプションを利用する企業に打撃を与えたのは言うまでも無い。

また、付与範囲の問題についてであるが、例えば経営陣にのみストックオプションを付与してしまうと、経営陣と従業員との給与格差が広がってしまい、従業員のモラルの低下に繋がるという側面も無視できない。例えば、近年、とくに大企業のCEOの報酬が、労働者の平均賃金よりもずっと急速に上昇してきた米国では、管理職の報酬が一般の関心と論議的となってきた。

以上のように、ストックオプションが、経営者のインセンティブとして正しく機能するためには、制度環境が重要な要因となってくることも忘れてはならない。

1.4.5 ストックオプション付与に伴う理論的效果

先ほどのべた付与のメリットのほかに、①M&A の促進、②従業員の転職の可能性がある状況下でチーム生産の効率性の増進という二つの効果を上げることができる。

M&A の促進

M&A によって、他企業に自社の一部門を売却するようなケースを考えてみよう。そして、企業の生産性上昇のためには、従業員が企業特殊的な技能水準を向上させる必要があり、かつ従業員がそのための努力を実際に支払っているかどうかは、ある程度の時間がたってからしか分からないものとする。

その企業に勤務しているときしか従業員にとっては役に立たないが、その企業の生産性を上昇させる効果がある企業特殊的な技能水準をこうじょうさせようと従業員を動機付けるために、企業は最低限の給与水準よりも余分にインセンティブ報酬を支払う必要がある。また、そのような動機付けのためには、企業特殊的な技能水準の向上のための努力が実際に行われたことがわかる前に従業員にインセンティブ報酬を支払うと、そのことが前もってわかれば、企業特殊的な技能水準の向上のための努力を従業員が行わないからである。

後払い形式の形で、そのインセンティブ報酬に対応する追加的報酬が従業員に支払われる前に、従業員の属する部門が他企業に売却されるものとしよう。もし他企業への売却後に職場の労働条件などが変化する可能性があるならば、他企業に売却される以前の段階で企業特殊的な技能水準向上への従業員の努力が阻害されてしまう可能性がある。というのは、従業員が企業特殊的な技能の蓄積を試みたとしても、職場の労働条件などが変化するとなれば、そのために従業員が支払ったコストに対する見返りが保証されない可能性が、他企業への売却後に生じてくるからである。

逆に、他企業に売却される以前の段階で、企業特殊的な技能水準向上への従業員努力が阻害されてしまうと予想されるときは、その部門が他企業へ売却されたとしても従業員の企業特殊的な技能水準向上への努力が抑制される結果として、十分な生産性の上昇が見込めない可能性が生じる。

そのため、買い手企業はその部門への M&A を差し控えるかもしれない。このような可能性のある場合でも、M&A を促進するのにストックオプションが十分に貢献する可能性を Osano のモデルが明らかにしている。

例えば、そのような状況で、他企業売却というイベントに対する条件付ストックオプションを従業員に付与したとする。その場合には、従業員の属する部門が他企業に売却されて職場の条件が大きく変わったとしても、それによる企業収益の上昇が非買収企業の株価に反映されていればストックオプションの行使によって、従業員の利益が確保される。

そのため、M&A による企業収益の上昇が被買収企業の株価に盛り込まれれば、ストックオプションの付与はそのような M&A に対する従業員尾抵抗を抑制することができるということである。

また、事前の企業特殊的な技能水準向上のために従業員が費やす努力が減少する場合には、

その部門が他企業に売却されても大きな企業収益の改善が見込めず、被買収企業の株価の下落を意味することになる場合が大きい。そうだとすると、他企業に売却される以前の段階で、企業特種的な技能水準向上に向けての従業員の努力を減少させる方向に作用する逆インセンティブ効果も、ストックオプションを付与することで抑制する。

つまり、事前に従業員が企業特種的な技能水準向上への努力を減少させれば、他企業にその部門が売却された後にストックオプションを行使することによって従業員が得ることが出来る利得を減少させてしまうことになるからである。したがって、ストックオプション制度は既存の労働システムにおける企業変革を促進する効果があると考えられる。

1.4.6 経営者の報酬とパフォーマンスの感応度

ここではアメリカの経営者における研究事例をもとに報酬とパフォーマンスの感応度について触れたい。

アメリカの経営者に対する報酬パッケージにおいて最も批判を受ける要素がストックオプションである。1990年代初頭において、この分野の研究における一致した意見は、米国における経営者報酬のパフォーマンスに対する感応度は低すぎるというものであった。経営者たちは会社の好パフォーマンスの後でも十分な現金報酬を受け取ってこなかったし、パフォーマンスが悪かった後でも解雇によって大きな損失をこうむることは無かった。

まったく同じ分析結果がほかの国でも得られており、Kaplan(1994)によるとその中でも特に顕著なのは日本であった。Hall and Libman(1998)によると、米国では経営者報酬のパフォーマンスに対する感応度は1994年までに1980年と比較して2～10倍に達しているとしている。

また、Murphy(1999)によると、会社価値の金額変化額で経営者の富の変化額を標準化すると、現金報酬の金額変化は小さく、会社規模とともに10%ずつだけ減少するが、最高経営責任者の株式持分の価値の変化は大きく、それは会社規模とともに増大している、また解雇される確率は1970～1995年の間で変化していないとしている。

Hall and Libman(1998)は、会社価値の変化に対する株式ベースの報酬の感度は、給与やボーナスの部分の感度の53倍も高くなっているとしている。しかしながら、1982～1994年の期間において中央地のパフォーマンスに対してさえも最高経営責任者の富は平均で年率11.5%増加しており最高経営責任者の保有株式価値の平均的な上昇に対して最高経営責任者の現金報酬の規模はそれほど大きくは無かった。

他の国々でも同様に、株式ベースの報酬のしよと報酬とパフォーマンスの感応度は増大しているが、米国に近い規準の国は他にはない。英国においては、オプションプランを持つ会社の比率は1979年の10%から1985年の90%以上にまで増加している。しかしながら、株式保有の水準と、報酬とパフォーマンスの間高度は米国におけるそれらに対して約六倍も低い。

1.4.7 ストック・オプションに関する日本の実証分析

日本では1997年に本格的にストック・オプションが解禁されたため、企業パフォーマンスにストック・オプションの導入がどのような影響を及ぼすかに関して明示的に分析した研究は非常に少ない。しかしながら、日本企業では取締役役に就任するにあたり、社内融資を受けて自社株を購入する慣行がある。そのような経営者による自社株保有は、ストック・オプションを付与するのと同様に、報酬契約の一部が業績連動型になる。したがって、企業パフォーマンス向上のための動機付けとして経営者による自社株保有が役立っているかどうかを調べることは、ストック・オプション制度を導入することが日本企業において経営努力を促す動機付けになるかどうかを示唆することにつながるといえる。

斎藤(1999)は、銀行経営者の自社株式保有比率と銀行のパフォーマンスとの間の関係を調べ、自社株式保有は銀行のパフォーマンス向上に寄与せず、したがって、経営者のインセンティブを引き出す機能を果たしていないことを明らかにした。斎藤がここで指摘しているように、自社株式保有比率は経営者自身が決定できる。そのため、自分のポートフォリオの危険分散をはかるために、自社株式投資収益率の変動が大きい場合にはリスク回避的な経営者はその持株比率を減らす一方で、自社株式投資収益率の変動が金融・保険業種インデックスの投資収益率によって説明される程度が小さく金融・保険業全体の利益変動を受けにくい場合には、その持株比率を上昇させる、といった傾向がみられる。それらの要因が推定バイアスを生じさせている可能性もある。

宮島・黒木(2004)は、一九九五年度から二〇〇二年度まで、東京・大阪・名古屋の三つの証券取引所の一部もしくは二部市場に株式を上場する非金融会社のうち、自己資本一〇億円以上、および、上場三年経過後という二つの条件を満たす企業に関するデータを集めて、企業の各種パフォーマンス変数〔連結総資産利益率(連結 ROA)、利払い前・税引き前・償却前利益、マージン、および、トービンしながら、明確な結果を得ることはできなかった。

だが、次章の分析の対象である従業員持株会の株式保有比率を株式連動型報酬の指標として使うと、一九九五年度から二〇〇二年度までのデータに対しては、多くのケースで従業員持株会の株式保有比率が企業のパフォーマンス変数に対してプラスで有意の影響を与えていることが示された。

その一方で、それ以前のデータでは、従業員持株会の株式保有比率が企業パフォーマンスに与える明確な結果は観察されなかった。

以上の結果から、宮島・黒木は、従業員持株会のインセンティブ効果が、九〇年代後半以降に上昇したと結論付けている。ただし、この結論は企業のパフォーマンス変数がいよるときに、従業員持株会への参加が増えるという効果を反映していると考えたほうがよいかもしれない。

それ以外の結果として、宮島・黒木は、一九九五年度から二〇〇二年度においては、小規模企業や製造業において従業員持株会のインセンティブ効果が強く推定される一方、ストック・オプション制度の導入に関しては、小規模企業においてある程度のインセンティブ効果、製造業において

有意にプラスのインセンティブ効果が推定されるという結果を得ている。

Kato et al(2005)は、一九九七年五月から二〇〇一年一月まで、日本企業三四四社において導入されたストック・オプション五六二例をサンプルとして、それがどのような効果を持っていたのかを調べている。彼らのデータでは、それらのストック・オプションは、権利失効まで五年間程度の期間を持つものが多く、権利行使価格も付与時点で五%程度ストック・オプションを付与した企業の株価を超過しているアウト・オブ・ザ・マネーの状態にあるものが多いという特徴がある。これらの特徴は、アメリカ企業で付与されるストック・オプションが権利失効まで一〇年間程度の期間を持つものが多く、権利行使価格も付与時点でストック・オプションを付与した企業の株価を下回るイン・ザ・マネーの状態にあるものが多いのと比べると、かなり相違があることがわかる。彼らは、ストック・オプション・プラン発表時点の前後での各企業の株式収益率を比較することにより、超過収益率に対する影響をみるイベント・スタディを行っていて、その結果、約二%程度の超過収益率があるという結果を得ている。また、この超過収益率は、トップ経営者に対してストック・オプションが付与されるときに、より大きくなるという結果も得られている。このことは、株主がストック・オプション・プランの導入に関して肯定的な捉え方をしていること、とりわけ、トップ経営者へのストック・オプションのほうを高く評価していることを示している。

ストック・オプションを採用している企業のタイプとしては、成長率が高く無形資産を多く持つ、借入比率が低い、他の企業や金融機関の持株比率が低い、という特徴があることが明らかにされている。経営者株式保有比率、配当政策、総資産利益率(ROA)に対するストック・オプション導入効果も、非導入企業と比較するかたちで推計を行っていて、経営者株式保有比率と総資産利益率に関しては、ストック・オプションの導入はそれらを増加させる効果があることを明らかにしている。

1.4.8 望ましい株式連動型報酬制度

望ましい株式連動型報酬制度の要件

望ましい株式連動型報酬制度の要件としては、以下のようなものが考えられる。

- ① 経営者や中核的従業員に、人的資本形成・労働意欲促進のための動機付けを与え、また、それらの従業員の選別や確保にも役立つ必要がある。
- ② 企業変革とM&Aを円滑に進めるのに役立つ必要がある。
- ③ 経営者や中核的従業員の企業間移動にも対処できるようにする必要がある。
- ④ 一般従業員に対して株式連動型報酬を与える場合には、さきにも説明したようにフリーライダー問題が発生する可能性がある。そのため、本来は、一般従業員の経営参加とコーポレート・カルチャーが従業員の動機付けにどう関わってくるかが問題にされるべきである。この点に関しては、従業員持株制度のほうが、ストック・オプションや譲渡制限株式よりフリーライダー問題を解決するための適切な仕組みである可能性が高い。

最後の項目については、一般従業員に対してストック・オプションや譲渡制限株式を付与することがそれらの従業員の選別や確保に役立っているとする Schaefer(2004)の実証研究や、固定的な賃金報酬体系の硬直性に由来する企業リスクや企業の事業継続決定に関する歪みを正すのにストック・オプションが役立っているとする Oyer(ト。O 設)および Inderst and Muller(2004)の理論的研究のような見解ももちろん存在する。しかしながら、次章でみるように、一般従業員の経営参加とコーポレート・カルチャーを従業員の動機付けに関連させるほうが、一般従業員に対する株式連動報酬の効果を説明するためには、より直感的な議論であると考えられる。最初の三つの項目についての議論を簡単にまとめることにしたい。

経営者や中核的従業員に対する動機付けおよび選別

過度に利用されなければ、経営者や中核的従業員に対する人的資本形成・労働意欲促進のための動機付けという目的と、それらの従業員の選別機能という目的のために、株式連動型報酬制度は十分な効果をあげることができると考えられる。もともと、潜在的コストに関する議論や Hall and Murphey などの議論が指摘するように、ストック・オプション制度に関しては内在的に抱える問題や会計制度などから生じている歪みも大きい。企業の破産リスクに留意しながら、譲渡制限株式の付与とストック・オプションの付与のどちらがその企業にとってより適切かを見定め、経営者や従業員の利害と株主の利害の乖離をできるだけ小さくするような株式連動型報酬制度を整備することが重要であろう。会計基準の変更などが国際的に進展しているので、会計制度から生じる株式連動型報酬制度設計のゆがみも今後は是正されることになり、そのときには株式連動型報酬制度は、より株主の利害を反見定め、経営者や従業員の利害と株主の利害の乖離をできるだけ小さくするような株式連動型報酬制度を整備することが重要であろう。会計基準の変更などが国際的に進展しているので、会計制度から生じる株式連動型報酬制度設計の歪みも今後は是正されることになり、そのときには株式連動型報酬制度は、より株主の利害を反映したものになることが期待される。

企業変革と M&A への対応

ストック・オプション制度は、将来、急速に発展する可能性があるベンチャー企業のような新興企業の経営者および従業員に対して、起業意欲や労働意欲を与える重要なインセンティブ装置となるばかりではなく、成熟企業や衰退企業の経営者や従業員に対しても経営改革や M&A をスムーズに受け入れさせるための重要なインセンティブ装置となり得る。

経営者や中核的従業員の企業間移動への対応

同じく、中核的な従業員が転職する可能性が大きいときにチーム生産の効率性を保つ目的のためにも、株式連動型報酬の利用は奨励されてよい。また、実際のビジネス慣行では、従業員が他

の企業へ移動した場合に、ストック・オプションの早期行使、あるいは、放棄を迫るような付帯条項が付け加えられていることが多いが、この目的のためにはそのような条項は付けないほうがよい。もっとも、従業員が他企業へ転職するのを防ぐためにそのような付帯条項は効果があるかもしれないので、実際の運用ではそのような効果も考慮する必要がある。

1.5 株主代表訴訟

株主代表訴訟とは、取締役責任を前提として株主が会社に代わって取締役責任を追及することを認める制度である。株主代表訴訟の対象になる取締役が株主の利益と反する行動をとれば金銭的・刑事的責任をとらされるので、その意味では経営者のモラルハザードに対する抑制力になる。

取締役会の補助機能

株主代表訴訟は取締役会が機能しなかった際の、補助的手段である。取締役会が機能している場合であるなら、出番は無いと言える。

株主代表訴訟の問題点

まず一つ目にコストがかかることが挙げられる。個人でそのような訴訟を起こすのはメリットがよほどない限り行うことはない。また技術的な難しさも挙げられる。法的な立証が難しく、有罪判決にもっていくことが難しい。3つ目に、フリーライダー問題が挙げられる。この訴訟は誰か一単体が行えば他の株主はコストをかけずに利益を享受できる。そのため、最終的には誰も行動を起こすことはない。

以上のように株主代表訴訟は問題点が大きい面があり、日常的に有効な手段とはいえないものである。このメカニズムを日本がより取り入れていくためには、これからの制度的設計が不可欠である。

1.6 負債を通じたガバナンス～借金による規律～

この節では、負債を通じたガバナンスに関して述べていきたい。簡潔にいうと、負債を通じたガバナンスとは、借金を通じた規律付けのことである。まずは、簡単に、負債によるガバナンスというものを考えてみたい。その前に、株式会社の資金調達方法についてみておきたい。株式会社が資金を調達する方法には、大きく分けて2つある。それは、株式による資金調達と、借入（負債）による資金調達である。前者のほうは、自己資金となり株主に資金を返還する必要は基本的にない。しかし、後者のほうは、満期が来れば、債権

者に借入額+利子分を返済する義務がある。その際に、債務者である株式会社が、債権者に債務を返済できなければ、債務不履行（デフォルト）となり、最悪の場合には、倒産に追い込まれることとなる。この債務の「返済義務」への恐怖こそが、負債によるガバナンスの源泉である。債務の返済義務は、経営者に対して、常に圧力となるのである。

1.6.1 社債と（銀行）借入

負債を通じたガバナンスの詳細を述べる前に、負債の種類について少し述べておきたい。負債にも 2 種類のものがある。それは、社債などの**債券発行**と銀行などの金融機関からの**借入**である。ここで注意しなければならないことは、社債保有者や銀行などは、会社の所有者とはならない。会社の所有者ではないために、会社の業績が良かろうと悪かろうと基本的には、利益は変わらない。会社がデフォルトの状態にならない限り、一定の利子を得ることができる。また、債権者は株主よりも利益を受け取る優先度は高く、会社が株主に配当を支払えない場合でも、利益を受け取る権利がある。そのため債権者は、自ら利益を損なうような投資を経営者が行おうとした場合には、それを阻止するだろう。例えば、会社の倒産コストを上げるような投資などである。

1.6.2 負債による一般的なガバナンス（社債と銀行借入を区別しない場合）

次に、一般的な場合における負債のガバナンス機能について、見ていくことにする。先ほど、負債には、社債等の債券発行と銀行借入の 2 種類があると言った。ここでは、その 2 つを区別しない場合と、区別した場合に分けて、そのガバナンス機能を考えていきたい。

社債と銀行借入を区別しないで負債一般を考えた場合に、負債が企業にどのようなガバナンスを与えるかということ、まず考えてみたい。この問題に関しては、マイヤーズ、ジェンセン、スタルツなどが、理論的なモデルを提示している。

マイヤーズ[Myers(1977)]は、「株式価値の最大化を目指す経営者に対しては、過大な負債による資金調達、費用などを差し引いた将来収益の割引現在価値がプラスになるようなプロジェクトの実行を抑制するという意味で、過少投資の問題をもたらしかねない」とことを示唆している。というのは、利益を生む投資機会があったとしても、そのほとんどが既存の債権者に渡ってしまうので、新しい投資家は資金を提供するインセンティブは低下し、資金調達が難しくなるためである。この場合、負債は、企業のガバナンスにマイナスの影響を与える。

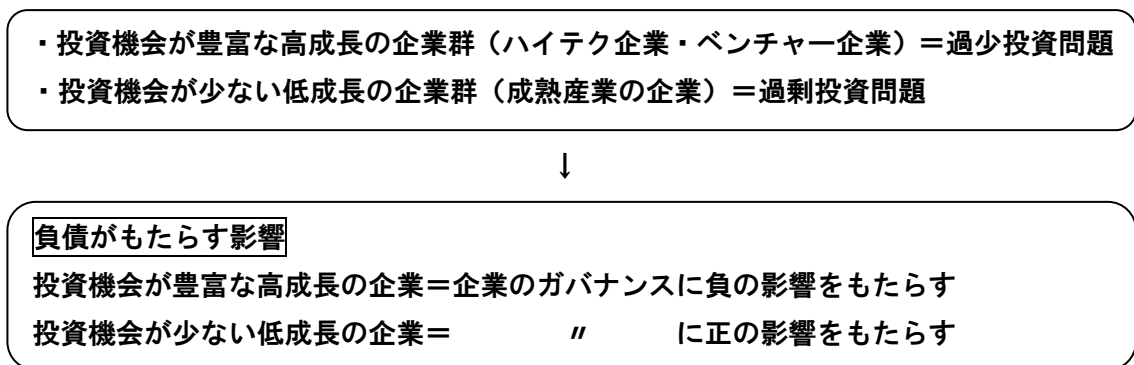
その一方で、ジェンセン(Jensen(1986))は、代理人問題として、「フリー・キャッシュフロー問題」を指摘した。これは、経営者が余分なフリー・キャッシュフローを経営者個人

の効用を高めるような投資に使ってしまうケースを考えている。また、企業が自分の投資機会を上回るフリー・キャッシュフローを持つと、企業最大化以外に目標を持つ経営者はNPV以上に過大な投資を行ってしまうという問題が発生する。例えば、自分の見栄のためだけの投資などである。

この過剰投資の可能性を防ぐために、負債による資金調達を企業に行わせれば、余分なフリー・キャッシュフローは将来の負債の償還・利払いなどにあてられるため、過剰投資をするキャッシュフローがなくなり、そのため、投資過剰は抑制される。この場合、負債は、過剰投資を抑制してくれるため、企業のガバナンスにプラスの影響を与える。これを過剰投資抑制効果という。

この2つの例では、企業が過少投資問題となるのか、過剰投資抑制になるのかという分岐を決めるのは、企業がどれだけ有望な投資機会を持っているかに依存すると考えてよい。一般に、過少投資問題が重要になるのは、投資機会が豊富な高成長な企業群（ベンチャー企業）で、過剰投資抑制効果が重要になるのは、過大投資問題が発生しやすい投資機会の少ない低成長の企業群（成熟産業）であると考えられる。これに関しては、図10を参照していただきたい。

図10 社債と銀行借入を区別しない場合の負債によるガバナンス効果



1.6.3 社債と銀行借入を区別した場合のガバナンス

これまでは、社債と銀行借入を区別せずに、負債によるガバナンスを考えてきた。実際には負債のガバナンス効果は、銀行から相対取引によって借り入れるのか、あるいは、資本市場で不特定多数の投資家に社債を販売することによって調達されるのかで異なってくる。ここでは、救済機能とモニタリング機能の観点から見て、社債と銀行借入の比較を行ってみたい。

救済機能から見た、社債と銀行借入の比較

まずは、救済機能から見た、社債と銀行借入の比較である。救済機能というのは、企業が債務不履行になった場合、企業を救済して再建することである。しかし、なぜそのようなことをするのだろうか？それは短期的に見て現時点で資金が不足し、債務不履行の状態に陥っていたとしても、長期的に考えれば、その清算価値よりも大きな利益を生み出すことができる場合があるからである。債務不履行に陥った企業が、将来にわたって、清算価値よりも大きな利益を生み出すことができなければ、当然清算されることになってしまう。債務不履行に陥った企業を清算するという可能性は、経営者の規律を保つのに役立つ。先にも述べたが、これこそが負債を通じたガバナンスの源泉なのである。

ここでのポイントは、銀行が長期にわたる債権者であって、正しい判断のもとに企業を清算しているかどうかに関する評判を気にするのに対して、社債保有者は短期的な市場への参加者で、そのような評判を気にしないというところにある。ということは、社債保有者は、すぐに企業資産の清算に向かう可能性が高い。なぜなら、社債保有者は、コストをかけて借り手企業の状況を評価して再交渉をするなどといったことはしないからである。ただ、これは将来的には採算の取れる企業でも清算に追い込んでしまうという、非効率な企業の清算を行ってしまう可能性があることを忘れてはならない。その代わり、モニタリングコストかけない分だけ、借入コストは銀行借入よりも社債のほうが低いといえる。

そこから何が分かるかといえば、このような状況では、破綻に陥る可能性が相対的に高い企業は銀行からの借入を好む一方、破綻に陥る可能性が相対的に低い企業は、公開市場での社債発行により資金を調達しようとする。というのは、後者の場合には、破綻に陥る可能性が相対的に低いので、銀行による企業資産の非効率的な清算があまり行われないうことから受ける利点よりも、借入コストが低い方を好むため、社債を選ぶことになるからである。また、破綻に陥る可能性が相対的に高い企業は、企業資産の非効率的な清算があまり行われないう銀行借入を選択するのである。

モニタリング機能から見た社債と銀行借入の比較

次に、モニタリング機能から見た社債と銀行借入の比較を行っていきいたい。ここでは、レピュロとスアレ[[Repullo and Suarez\(1998\)](#)]の議論が有効である。彼らは、債務不履行になる前の、事前的な経済厚生視点から、債権者による企業資産の清算が企業の経営者に経営規律を与えることができるという点に注目して、銀行借入と社債の機能的な優劣を比較している。

経営者の経営努力に関するモニタリングを行うのを情報ファイナンス、基本的にモニタリングを行わないのを非情報ファイナンスと定義している。このとき、情報ファイナンスは銀行借入、非情報ファイナンスは社債にあたる。そして、それぞれの利点を見ていきいたい。まず、情報ファイナンスであるが、2つの利点がある。それは、①モニタリングで得た情報に基づいて適切な状況の下で企業の清算を行うことができることと、②経営者のモラ

ルハザードを抑制できることである。ただし、②の利点に関しては、企業プロジェクトの清算価値があまり大きくないと、情報債権者による企業プロジェクトの清算が経営者への脅しとして機能しなくなる可能性もある。そして、非情報ファイナンスの利点であるが、モニタリング費用を節約できるため、銀行借入よりも借入コストが安くなるということである。先にも述べたように、相対型の取引である銀行借り入れには、モニタリングコストがかかる。それ故、借入コストとしては、銀行借入などの情報ファイナンスよりも社債などの非情報ファイナンスほうが低い。このことに関しては、以下の図にまとめてある。

そして、このことから次のようなことがいえる。成熟産業の企業・自己資金がかなり少ない企業（中小企業）は、銀行借入のほうが経営者に規律を与える上では優れている。一方で、ベンチャー企業・自己資金が十分にある企業（優良企業）は、社債発行のほうがモニタリング・コスト節約の面から有利になる。

1.6.4 メインバンク制

日本においては、このような負債による規律が長い間機能してきた。日本においては、負債による規律付けのほとんどが、銀行などによる金融機関によって担われていた。いわゆるメインバンク制というものである。ここでは簡単な定義づけを行い、それがどのようなガバナンスの役割を果たしていたのかということを見ていきたい。

銀行などの金融機関が、企業などに貸出を行う際には、様々な取引コストが生じる。1つが、融資する際に、その返済可能性に関する審査にかかる審査コストである。もう1つは、実際に融資した後、返済可能性保証する財務状態に関する監視にかかる監視（モニタリング）コストが存在する。この2つの取引コストを少なくするために、戦後の日本では、メインバンク制が、定着することとなった。つまり、当該企業に関して審査や監視のノウハウを備積した銀行、すなわち当該企業と長期の金融取引関係にある銀行をメインバンクとし、その他の銀行はメインバンクに審査と監視を委託するということを行ってきた。

次にメインバンクがどのように企業のガバナンスを行ってきたかに関して、見ていくことにしたい。メインバンクは、主に企業のモニタリングを通じてガバナンスを行っていた。実際に融資を行っているメインバンクなどが、企業の財務状態をモニターすることは、強烈なガバナンスとなる。というのも、例えば、あなた自身が、友人に10万円貸している場合を考えてほしい。そのとき、友人がどのようにそのお金を使っているのかを、電話や会うたびに逐一チェックしていたとしたら、その友人には大きいプレッシャーを与えることができる。それと同じで、銀行が企業の財務状態を随時モニターすることは、企業に対してかなりの圧力を与えることができる。それによって、企業の経営者が無駄な投資にお金を使う可能性というのは低くなる。また、無駄な投資や下手な経営をして、企業の財務内

容が悪くなった場合は、即座に融資した資金を回収することを、あらかじめ伝えておくことによって、経営者の暴走を未然に防ぐことができるだろう。

しかし、ここで注意しなければならないのは、債権者などによる負債を通じたガバナンスが強すぎるあまり、経営者が思い切った投資をできなくなる可能性が出てくることである。債権者は、基本的に、企業の成長などには関心を抱かず、企業の倒産リスクに関して大きな関心を持つことになる。それには2つの理由がある。1つは、債権者の利益は、企業の成長や状態などによって変化することがなく、常に一定レベルの収益を得るのみであるということだ。もう1つとしては、債権者の利益は、株主の利益よりも優先されていることである。そのため、たとえ企業の業績が悪くとも倒産しない限り、株主に利益が還元されていない場合でも、債権者は利益を得ることが可能である。このような理由から、債権者は企業の倒産コストのみを考慮するようになった。経営者が思い切った投資をしようとしても、それが企業の倒産コストを上昇させてしまうとすれば、経営者に対して大きな圧力をかけることになるだろう。ここで、重大な問題が発生することとなる。

この点に関して、メイン・バンクの場合には、債権者であると同時に株主でもあったことから、過少投資問題を引き起こす可能性が低かったということができる。一方で、債権者としての利害を優先していたように見られるという見解も見られる。

1.6.5 状態依存型ガバナンス

さらに、日本における銀行と企業の関係については、青木（1988）による状態依存型ガバナンスが機能していたと考えられている。それは、文字通り、企業の経営状態に依存して、ガバナンスの方法が変わるようなシステムである。企業の経営環境が良好なときは、経営者がコントロール権を持ち、外部の債権者などは企業経営に口出ししない。なぜなら、経営環境が良好な場合には、金銭的収益のレベルは高く、投資コストは回収されやすいだけでなく、経営者の努力による金銭的な収益の限界的増加は小さくなるため、むしろ、経営者がコントロール権を持ち自らの私的利益を最大化させるほうが効率的であるからである。ただし、メインバンクが企業の決済口座の動きや派遣した役員などを通じて企業経営をモニターする。

一方で、企業環境が悪く、財務危機に陥った場合、メインバンクがコントロール権を持ち、企業経営に関与して、その企業は銀行管理企業となり、メインバンクはその企業を再建すべく努力を行う。というのも、経営者の努力による限界的な金銭的収益増が大きいことに加えて、投資回収を確実にできるためである。これが、メインバンクによる状態依存型ガバナンスである。

以上が、負債を通じた規律付けであるが、これがコーポレート・ガバナンスの万能薬ではないことだけは、強調しておきたい。それぞれに長所・短所があり、すべてこの規律付けのみで解決することは不可能である。最後に、負債を通じた規律付けの長所と短所について、簡単に図 11 でまとめておきたい。

図 11 負債による規律付けの長所と短所

長所 過剰投資抑制効果

⇒負債を通じて、経営者に債務の「返済義務」という恐怖を与えることができ、経営者による過剰投資を抑制することができる。

短所 過少投資問題を引き起こす可能性

⇒債権者の利益は、基本的に企業の業績に左右されることはない。というのも、企業の収益が悪くとも、債権者は利子として一定の利益を得ることができるからである。こうなると債権者の関心は、企業の成長性ではなく、倒産のリスクに向くこととなる。そのため、たとえ企業にとって大きな収益を上げるような投資が存在していたとしても、それが倒産コストを上げるようなものであった場合には、債権者によって抑制される。債権者などによる負債を通じたガバナンスが、経営者が思い切った投資をできなくなる過少投資問題を引き起こす可能性がある。

1.7 従業員による内部規律付け

1.7.1 日本企業における従業員の内部規律メカニズム

日本企業においては、その従業員が株主に代わって経営者の行動をチェックする機能を果たしている。しかもその方法は、労働組合などのフォーマルな組織を通じてではなく、従業員自らのモチベーションを通じて、暗黙のうちに経営者の行動を切り続けているというものである。ただすべての日本企業においてこのような従業員による内部規律付けメカニズムが有効なのではなく、長期雇用の低い産業、労働市場が流動的な産業、規制産業、そして衰退産業などでは、内部規律付けメカニズムは機能不全に陥ることが示される。したがって、そうした産業で企業経営の効率性を確保するには、株主等による外部ガバナンスが必要である。しかし、企業特長的な技能を身につけることが必要な場合、事前の企業特長的な人的資本投資によるリターンが契約により保護されていないため、これを事後に奪

い取られる可能性があるといういわゆるホールドアップ問題が発生する。このため、従業員は内部から現在の経営者に対して、企業の発展に尽くすようにプレッシャーを掛けることになると考えられる。したがって、従業員による内部規律付けメカニズムは、従業員の転職可能性が限られているほど、市場での競争が激しいほど、有効に機能すると考えられる。

1.7.2 内部規律付けの限界

河村・広田（2002）のモデルによると、経営者が従業員のモチベーションの低下を恐れ、企業を存続させるプロジェクトを選び、そうした状況では企業の存続が従業員のみならず株主（企業価値）の観点からも望ましいと仮定されている。そのため、従業員のモチベーションを通じた経営者の規律付けは、社会的に好ましい結果を生むとされる。

しかし、もし株主にとって、企業が来期に存続するときの価値よりも、今期末に解散するときの生産価値のほうが大きい場合には、上記の内部規律付けメカニズムは、企業価値にマイナスに作用してしまう。すなわち、内部者によるガバナンスは、企業の解散・リストラクチャリングを先送りしてしまう可能性がある。このことは、企業の規模の縮小が必要な衰退産業で表面化しやすい問題であると考えられている。

だが、こうした限界はあるにしても、内部労働者による規律付けのメカニズムはプラスの方向で働く状況のほうが多いと考える。

1.7.3 人的資本に関するホールドアップ問題の極端な例

例としては、研究者や発明家のケースがある。なぜなら、彼らは自分たちの発明以前の時点ではその発明物の取引案件を特定することができないからである。機械なり製品なりが発明されてしまい、その成果物に対する顧客間の競争が限定的であることを仮想すると、その発明家は、自分の顧客にとっての発見物の価値の一部しか獲得することができない。さらに悪いことには、事後的な取引では、研究費用や開発費用は条件交渉時点ではすでに「埋没費用」となっているために、取引には考慮されないだろう。

このような事実は、従業員と支配を共有することの合理的根拠を示している。具体的に従業員と支配を共有するということは、会社の株式所有に従業員を参加させることや、従業員に従業員代表の取締役ポストを与えること、または従業員の組合組織化などを通じて従業員の交渉力を強化することで達成できる。

Roberts and Van den Steen によって強調された極端な結果の一つは、人的資本だけが重要な場合には、従業員が支配する取締役会をもつことさえも効率的であろうというものである。実際にこのような統治機構の事例は決して珍しいことではなく、会計、コンサルティング、法律などのパートナーシップ会社では、実質的に従業員支配の取締役会を持

っている。もう一つの例は大学で、研究者は終身職を獲得していれば、完全な雇用保障をもっているだけでなく、大きな支配権も保有している。

第二章 企業の分類とその最適ガバナンスについて

2.1 企業分類の意義と基準

なぜ企業を再分類するのか

この節では、今後のコーポレート・ガバナンスの在り方を議論する第3章への準備段階として、企業を3つの基本的な類型と1つの特殊な類型に分類する事を目的とする。何故企業を新たに再分類するのか、既存の産業分類ではいけないのか。

結論から言えば、既存のいかなる産業分類を使用したとしても今後より進展するであろうコーポレート・ガバナンスの世界的な収束と発散を正確に表現するのは困難であると考えている。よくコーポレート・ガバナンスを議論する上で登場する企業の分類方法は日本型、アメリカ型といってそれぞれの国を代表するような企業システムを挙げることである。このような分類方法で企業を分類する事には2つの問題点がある。1つはあまりに大雑把な分類であるということだ。日本型とは日本の企業の多くが採り入れている企業システムのことであると思われるが、日本の企業すべてがこのようなシステムに分類されるとはかぎらない。例えば日本で設立され日本の市場で活動している純粋日本企業が必ずしも日本型企业システムといわれるようなメインバンク主導ガバナンスや給与の年功制を採り入れているとは限らない。逆にアメリカ型やヨーロッパ型といわれるようなガバナンスシステム、人事システムを採り入れているかもしれない。日本型、アメリカ型というのはその国固有の、その国で特徴的な企業システムという意味で作られた概念だと思われるが、コーポレート・ガバナンスを議論する上ではあまりに大雑把な分類である。2つ目は時代の変遷とともに、純粋な日本型企业、アメリカ型企业といわれるような企業は実際にはかなり減少しているのではないかと推測されるという事である。例えば日本型企业の代表である組立加工業は、高度成長期が終わると国内需要の頭打ち、および安価な労働供給源の枯渇に直面し、主要先進国や新興国に生産機能や供給能力を大量にシフトさせざるをえなくなる。逆に外国企業も自国内での事業の成長の頭打ちや通信・輸送技術の発達によって続々と日本市場に進出している。またM&Aでもイギリスのボーダフォンがドイツのマンネスマンを買収したケースに代表されるように国境を越えた大型クロスボーダー案件が増加傾向にある。各国企業が世界中に進出し、また世界規模で組織の再編が起るような状況では

企業システムも結合・分離を繰り返しているはずであり、日本型、アメリカ型やヨーロッパ型企業システムという分類は現実を正確に描写しているとは考えにくい。

このように既存の企業分類はコーポレート・ガバナンスを議論するにはいくつか欠陥を抱えており適切であるとは言いがたい。そのため3章で今後のコーポレート・ガバナンスの在り方を議論する事に先駆けて、この節で企業を適切な分類に再分類し直すことが必要となる。

コーポレート・ガバナンスの収束と発散

ここでコーポレート・ガバナンスの収束と発散という現象について考えてみる。

前述したように近年グローバル化の進展は顕著であるが、企業の海外進出はもちろん今に始まったわけではない。起源を辿れば16世紀イギリスやドイツの銀行がローマ帝国やスペイン王など資金不足の君主に対する融資を行うことから始まり東インド会社を初めとする特許会社、イギリスの鉄道会社などがこれに続いた。日本でも財閥系会社から始まりソニーやトヨタなどグローバル企業と呼ばれるような企業は特に製造業で多数存在する。しかし、通信・輸送技術の飛躍的な発達や貿易障壁撤廃、世界的な規制緩和の動きを背景としたグローバル化の進展は近年特に顕著である。2001年には外国現地法人を持つ会社は約6万5千社で1975年の約5倍と急激な増加を見せている。また2000年には世界の海外直接投資額が1兆ドルの大台を突破した。

こうしたヒトとモノの移動に加え、カネの移動も情報技術、金融技術の発達により大きく進展した。その代表的な例としてしばしば挙げられるのが20世紀末にタイの経済危機を発端として世界規模でクレジットクランチ（信用縮小）が起こったアジア通貨危機である。

またこれらヒト・モノ・カネ動きがボーダレスに活発化した背景には情報通信技術の発展が大きく寄与している。

上述のようにグローバル化・金融革命・情報革命により世界はより狭くなり、かつてないほどヒト・モノ・カネ・情報がボーダレスに行き来するような時代になると、本来はその国固有のものであった文化や価値観、様々なシステムなどが他の国にもより行渡り、浸透し易くなりその国固有のものと混ざり合い新たな文化や価値観、様々なシステムなどが誕生する。それは企業システムも例外ではなく、むしろ世界中に収益機会を求め進出している企業などは他のどの主体よりもその影響を強く受けるはずである。前項で日本型、アメリカ型という分類は現代企業のコーポレート・ガバナンスを議論する上では適切でないと言ったのはこのように本来その国では割と均一的で、固有のシステムだったはずの企業システムも、もはや様々な国のシステムが複雑に混ざり合いはるかに多様化しているのではないかと考えられるからだ。これが**コーポレート・ガバナンスの発散**という現象である。

しかし今述べたことと一見矛盾するようだが、ヒト・モノ・カネ・情報がボーダレスに

世界を行き来するようになるとシステムが発散する力が働くと共に、実は収束する力も働くということを述べなければならない。その理由は、これらの変化はよりヒト・モノ・カネ・情報の交流をさらに促進させるために、共通の様式を促す作用を働かせるからである。分かりやすい例で言えば言語だろう。それぞれの地域では当然いまだその地域固有の言語が使われているが、他の国の人々と話す時は例えお互いが非英語圏の国の出身であろうと英語である。それは英語が国際言語としてもはや認知され、国際舞台では統一化された様式になっているからだ。他にも通貨のユーロはこの共通の様式を促す作用の代表的な例であるといえる。企業システムにおいても、それぞれの国のベストプラクティスであったり、国力によったりするが、最終的に少数の様式に共通化・統一化されるような力が働いている事は間違いない。企業システムがそうなら必然的にコーポレート・ガバナンスの在り方も少数になるはずであり、これが**コーポレート・ガバナンスの収束**という現象である。

コーポレート・ガバナンスの収束と発散を考慮した新たな基準

グローバル化・金融革命・情報革命により企業システムは多様化・統一化され、それにもなつてコーポレート・ガバナンスの在り方も発散し収束するはずである。ここで、コーポレート・ガバナンスの在り方が発散し収束するとは具体的にどのような現象が起こることを指しているのだろうか。

それは企業の経営資源の世界規模の活発な交流により、企業システムもそれまでの国という概念を超えた多様なハイブリット型へと発散するだろうが、前述のような共通化・統一化の作用が働き、究極的には**なにがしかの基準を元にいくつかの類型に分類できるようなかたち**に収束されるような事を指している。もちろん細かい部分ではその国固有の文化や歴史、慣習で違いは残るであろうし、企業の成長段階や株式保有構造で最適なガバナンスの在り方が異なるといったことはこれからも変わらないだろうが、これらを所与とした時、つまり上場企業に限るといった前提条件を付与して考えれば、国といった基準に代替される新たな基準をもとにいくつかの分類で網羅し、分けられるようになるだろうということである。

それでは国に代替されるような新たな基準とは何か。

それは人的資本（Human capital）であると考えている。

人的資本が分類の基準となりうる

人的資本(Human capital)とは従来は単なる労働用役として表現されていた人間に、知識や能力といった概念を付与した(というよりはよりそちらの概念に注目した)ものである。従来の資本(以降は人的資本との対比を考え物的資本と呼ぶ)との最大の相違は**人的資本は譲渡不可能性を持つ**ということである。知識や能力はその所有者である人間と不可分な

形で存在しており、もしそれらを分離する、つまり特許やマニュアルという形にした場合はそれはすでに物的資本（正確には無形資産などという）である。この譲渡不可能性という特徴が人的資本の最大の特徴である。ここで、何故人的資本が新たな分類基準になりうるのかを述べたい。そのためには、唐突だがまず資本主義の変化について理解しなければならない。

産業革命以後の資本主義の特徴というのは、簡単にいえば資本家が安価な労働力と有形の生産設備さえ手に入れることが出来れば簡単に収益があげられる事である。欧米先進国は植民地から、日本においては農村から無限に弾力的な労働供給を安価に手に入れることが出来た。そして資金を持った資本家は、旺盛な需要を持つ発展段階の市場に対し生産設備や労働力をフル稼働させる事で簡単に収益を上げることが出来たので、多大な利益を得られた。このような時代では事業の成功の鍵はそもそもお金を持っていることであり、お金が強い、もしくはお金が高い時代であったといえる。しかしどの国も、先進国と呼ばれるまで経済が発展すれば経済成長率は逡減していく。日本において高度成長期が終わった理由として有力であると考えられている林＝プレスコット仮説では、農村人口の枯渇があげられている（もう1つの要因である時短ショックについてはここでは省略する）。つまり生産コストが収益を逼迫し始めたことが原因であるというわけである。こうして高度成長モデルの資本主義は行き詰るが、前述のグローバル化・金融革命・情報革命によりまた新たなモデル資本主義が誕生する。それには知識資本主義、ポスト産業資本主義、第3の波と様々な呼称が存在するが、その本質は詰まるところ、新しさや差異性が利潤となる事である。このような時代では、大量の生産設備などは必ずしも必要としない。それよりも斬新なアイデアや画期的なビジネスモデルが利益の源泉となりうる。そうなるともはやどれだけお金を持っているかは収益とは直結しない。そういう意味でお金が弱い、またはお金が安くなったともとれるのである。世紀末に起こった世界的な金融危機などはまさに少ない収益機会を求めた大量の資金の存在があったからこそ起こった事件であったという意味で、これを証明していた。これが資本主義の変化と言われる現象である。資本主義の変化などというといかにも大袈裟な感じがするが、現在高い成長を誇っているグーグルやマイクロソフトといった企業がいずれも大量の設備を必要とする企業というよりはアイデアや戦略、ビジネスモデルをコアコンピタンスとする企業である事から、現代に生きる人間の実感として上記のような変化は直感的に感じとる事ができるのではないだろうか。そして、このような時代に価値、収益の源泉となるのが人間の能力や知識であり、つまり人的資本である。どんな優れたアイデアや戦略、ビジネスモデルも競争的な市場ではすぐに競合に模倣・改良され陳腐化してしまう。よって現代の企業は常に次のアイデア、戦略、ビジネスモデルを打ち出して競合との差異性を見出して行かなければ高い収益を上げ続けることはできない。それを可能にするのは機械設備などの物的資本ではない。優れた知識と能力をもつ人的資本である。

ここでは、現代的な資本主義の究極的な利益の源泉が人的資本であることを述べた。こ

ここで2つの企業分類が考えられる。それは人的資本を利益の厳選とする企業と物的資本を利益の源泉とする企業である。この分類ならば企業を漏れなく網羅することができる上に2種類に大別した収益の源泉によって分類しているので、現在存在する企業を意味のある形でおおよそ2分できる。これが人的資本を企業の分類の基準として使う理由である。

汎用と非汎用

利益の源泉を企業分類の基準とし、人的資本と物的資本に大別するという分類方法の他に、さらにもう一段階、人的資本を2つのタイプに分類することが出来る。

それは汎用的人的資本と非汎用的（企業特殊的）人的資本である。

汎用的人的資本とはどのような組織においても通用する知識や能力の事で、労働市場においてはその個人の労働力とセットで売買する事ができる。具体的には汎用的な機械の操作能力や会計・税務・マーケティングなどの基本的な知識などがある。

非汎用的人的資本とはその組織内部でしか評価されず、また効果も発揮できない知識や能力の事で、労働市場では評価されにくい。この非汎用的人的資本はこれらの特徴から一般に企業特殊的人的資本とも呼ばれる。具体的にはノウハウや熟練、チームワークや信頼関係などが挙げられる。

ここで人的資本をさらに2つに分類した理由というのは、結論から言えば、コーポレート・ガバナンスを人的資本を軸にした形で考える上で、その人的資本が汎用的か非汎用的かという違いが決定的に重要だからである。例えば、非汎用的な人的資本は労働市場では評価されにくく、他企業では効果を発揮できないことからモラルハザード問題や企業特殊的投資の過小投資問題などが起こる可能性がある。そのためこれらの問題が発生しないようにコーポレート・ガバナンスを設計しなければならない。この部分については3章以降で詳しく説明する。

2.2 人的資本を基準にした企業の分類

前項では企業を再分類する事の意義と、人的資本を基準に分類する理由について述べた。

ここではそれらを踏まえて具体的に企業分類し、分類されたそれぞれの企業の特徴や大まかなコーポレート・ガバナンスの在り方にまで簡単に言及しようと思う。

企業分類の3類型

① 物的資本重視・汎用的人的資本中心	③ 人的資本重視・汎用的人的資本中心
② 物的資本重視・非汎用的（企業特殊的）人的資本中心	

上の表は利益の源泉が物的資本か人的資本かで縦に二分し、その上でその企業の人的資本の在り方は汎用的か非汎用的かで横に二分したマトリクスである。以下で右下のマスを除いた3類型を具体的に紹介する。

① 物的資本重視・汎用的人的資本中心

物的資本を重視し、汎用的（一般的）技術をもつ人的資本が中心となるような企業とは、パソコン、（大量生産的な）自動車・家電、などがあげられる。例えば、工場労働者の熟練や技能は、職業ごとよりは産業事のほうが大きく共通していると考えられたことから、自動車産業で働いていれば、フォードで働いてもGMで働いてもクライスラーで働いても、同じ自動車労組に入り、自動車産業全体の雇用者に対抗していくことになった。

こうした特徴を持つ企業は、巨大な物的設備のための資金調達の必要性和、汎用的人的資本が生み出した流動的な雇用システムと相まって**アメリカ型企业システム**と言われるものを作り上げていたと言われている。

アメリカ型コーポレート・ガバナンスといわれる株主至上主義的な企業統治論は、経営者と株主との利益相反問題を解決することを目的としている。具体的にどのようなメカニズムでガバナンスを行っているのかを第一章で挙げた主要な7つのメカニズムを用いて説明すると、社外取締役やストックオプションや、主要債権者からの監視などが主要なガバナンスメカニズムとして機能してきた。

② 物的資本重視・非汎用的（企業特殊的）人的資本中心

物的資本を重視し、企業特殊の技術を持つが故に非汎用的な人的資本が中心となるような企業とは、自動車・家電・精密機械など、刷り合わせが必要な製造業を行う企業である。これらの製造業は、長年、日本が世界において、優位性を保ってきた分野である。しかし、2型の製造業を行う企業は、製造業という意味では同じでも、1型のような標準化された製品を大量に作り出すやり方とは、異なるものであった。すなわち、設備など物的資本を重視する点では同じだが、求められる人的資本の性質が異なっていたということである。

まず、物的資本から見ていきたい。製造業を行うためには、工場や製造ラインの建設など、物的資本に莫大な設備投資が必要となる。物的資本とは、工場や製造ラインのことで、これがなければ、製造業を行うことができない。すなわち、人的資本よりも設備などの物的資本がまず重視されるということである。ここで注意していただきたいのが、あくまでも物的資本が人的資本よりも優先するだけであって、人的資本がまったく必要でないと言っているのではないということである。当然のことだが、人的資本がない限り、製造を行うことはできない。この意味では、1型の企業と変わらない。

では、2型の企業はどのような面で、1型の企業とは異なるのだろうか。それは、汎用的な人的資本が中心になる点である。例えば、自動車のように有機体的な一体性を持った製品は、部品と部品との間の相互依存性が高い。それ故、モデルごとに特殊化された部品と部品との間の微妙な刷り合わせが大切である。それには、特定の道具や機会に関する慣れや、一緒に働いている他の従業員とのチームワークなど、ノウハウや熟練といった汎用的な能力が必要となる。企業特殊な能力とは、この組織の中でのみ価値を持つ知識や能力のことである。日本が国際的な競争で長い間優位性を持っていたのは、刷り合わせを必要とする2型の製造業であった。そのため、日本の製造業には、企業特殊なものが多く、独自の日本型企业システムというものを作り上げてきた。有名なのが、年功賃金・長期雇用・企業別組合などの雇用システムであり、これらの制度は、組織特殊な人的資本の蓄積を促すためのものであり、互いに制度的補完性を持っていた。

③ 人的資本重視・汎用的人的資本中心

人的資本を重視し、汎用的な技術をもつ人的資本が中心となるような企業とは、IT、ソフトウェア、コンテンツ、投資銀行、コンサルティング、商社など、巨大な設備投資が必要というよりは人的資本の質や無形資産がコアコンピタンスとなる（もしくはなるべき）ような産業内の企業が挙げられる。IT革命、グローバル化、金融革命の進展により差異性が価値となる資本主義へと変質したといわれるが、そのような資本主義の中では質の高い人的資本を重視し、絶えずイノベーションを起こしていけるような企業が勝者となりうる。また企業側の質の高い人的資本へのニーズの高まりから人材の移動も盛んになっている。これらの背景から、人的資本重視・汎用的人的資本中心に分類される企業は今後日本においても中心的な役割を担うといわれている。

第三章 企業分類に基づくガバナンスの分類

この章では、前節での企業分類に基づいて、それぞれの最適ガバナンスについて説明していく。

3.1 物的資本重視・汎用的人的資本中心企業

物的資本を重視し、汎用的人的資本中心という特徴を持つ企業は、巨大な物的設備のための資金調達の一時的な必要性と、汎用的人的資本が生み出した流動的な雇用システムと相まってアメリカ型企业システムと言われるものを作り上げていたといわれている。

アメリカ型コーポレート・ガバナンスといわれる株主至上主義的な企業統治論は、経営者と株主との利益相反問題を解決することを目的としている。具体的にどのようなメカニズムでガバナンスを行っているのかを第一章で挙げた主要な7つのメカニズムを用いて説明すると、社外取締役やストックオプションや、主要債権者からの監視などが主要なガバナンスメカニズムとして機能してきた。

3.1.1 アメリカ型コーポレート・ガバナンス

アメリカ型企業の企業統治システムを規定する経済、経営システムは、①企業＝資本の集合＝危険負担する株主の所有物であり、ゆえに企業の利益＝株主の利益である。②自由な市場メカニズムこそが効率的な資源配分を実現する、との思想の上に設計されており、企業統治については、ここからすべてが構想される。すなわち、経営者が株主の資本を、効率的に利用し、株主の利益を最優先するような経営上のインセンティブと、それを強制する仕組みの設計である。そこでは、経営者の行為の正当性は株主の受託者ということであり、それからの逸脱が企業統治の問題として論議される。資本は効率的に利用されているのか、株主の利益が優先されているのかがそれである。

所有と支配が分離した企業においてもこのような思想を貫徹させるために、①社外取締役の導入や、取締役会内への社外取締役から構成される諸委員会(執行委員会、監査委員会、指名委員会、報酬委員会など)の設置、投資家への積極的な経営情報の開示を含む IR(インベスターリレーションズ)活動、株主代表訴訟などにより経営の内部監視が行われ、他方では、経営者へのインセンティブとして、株主の利益とリンクさせた報酬制度(ストックオプションなど)が導入されている。②さらに、それらを補完する外部監視装置として、自由な財・サービス市場、株式市場の維持・整備、企業買収市場や格付機関の積極的な活用を図っている。厳しい独禁政策と罰則や SEC などの強力な監視機関の存在は、自由な市場を維持するための必要条件である、これらは初めから完備されていたわけではなく、歴史的なテストを受けるなかで徐々に整備されてきた。企業統治の問題は株式会社のある歴史的な発展段階に固有の問題であることが理解される。

アメリカ型の経済、経営システムの設計思想に規定された上記の企業統治システムのもとで、繰り返し議論されるガバナンス論議は次のような性質のものである。

第一に、取締役会あるいは社外取締役は CEO の監視役として、十分機能していないのではないかという議論である。例えば、90年代初めに噴出した業績と結びつかない CEO の高額報酬への批判、経営陣の保身を図り株主の利益を犠牲にする、取締役会の決議だけで採用できる買収防衛策への批判、社外取締役の経営陣からの独立性をめぐる議論、CEO と会長の分離をめぐる議論などがそうである。これらは経営陣に対する取締役会の監視能力の強化策の提言を生む。今日、それは「独立社外取締役」の増大に議論が集約されつつある。

他方、監視コストを抑えるためのインセンティブとしての、業績(株価)連動型の経営陣の報酬システムの導入は、株主の利益増進のために CEO の経営手腕への期待、有能な経営者のスカウト合戦を生み、有能な経営者の供給が希少であるほどインセンティブの拡大は不可避となる(ストック・オプションの巨人化)。その帰結は社会的な所得格差の不可避的な拡大である。

第二に、90年代に入ってからの特徴として、カルパース(カリフォルニア州退職年金基金 CalPERS)などの年金基金等を中心とする機関投資家の行動の変化、すなわち「株主行動主義」(shareholders'activism)が、企業統治システムに与える影響の議論である。機関投資家は株式市場にすでに巨大な運用資産を保有しているので、今日では、もはや以前のようにウォール・ストリート・ルール(業績の悪い会社の株は売る)に従うことは必ずしも利益とはならず、その行動が経営陣に対しフォーマル、インフォーマルに助言や圧力を加える方向へシフトしてきている。90年代に入って相次いだ GM などの大企業の CEO の辞任はその兆候である。

高齢社会を迎えていく先進国では、今後、年金基金を中心とする機関投資家の株式市場での比重の増大は不可避であり、機関投資家に経営の監視を促すような委託者の月.三.カが存在すれば、経営陣に対し規律を与えうるだろう。しかし、機関投資家の運用基準が投資利回りである限り、彼らは魅力的な買収提案が行われれば持ち株の売却に応じること、また、ますます経営のスピードが要求される傾向にあることから、経営陣は短期的な経営を強制されることになる。「米大企業の4分の3のCEOが、短期的な利益を追求する株主の圧力が経営陣に交代を迫る最大の要素と感じているという」(『日本経済新聞』199977.月26日)との調査結果もある。

3.2 物的資本重視・非汎用的人的資本中心企業

3.2.1 日本型コーポレート・ガバナンス

物的資本重視・非汎用的人的資本中心の企業というのは、まさに戦後の日本型企业であり、刷り合わせ型の製造業を行う企業のことである。これまでの日本においては、資本市場が発達していなかったため、主に銀行借入のような相対型の間接金融によって資金調達が行われていた。生産設備などの物的資本に対する資金調達は、銀行借入など間接金融によってファイナンスされていたといえる。いわゆる「メインバンク制」といわれるものが機能していた。

この制度は、非汎用的な人的資本中心の企業にマッチしていたと考えられる。というのも、株式を中心に資本市場から資金調達を行った場合、株主に議決権が与えられるため、企業特殊な投資をしている従業員に不利益な要求をする可能性がある。そのため、日本においては、メイン・バンクや系列企業などによって株式の持ち合いが行われてきた。経

営者に一定の裁量権を与え、従業員の企業特種的な技能への投資を促進し、そのような非汎用的な技能を持った従業員をある程度保護してきたといえる。また、株式の持ち合いや友好的な安定株主が存在することによって、外部からの企業買収の恐れも低かったと言える。株式の持ち合いが、戦後の日本型企業の強みである企業特種的な人的資本の形成に与えた影響は極めて大きい。

このように、戦後の日本型企業においては企業特種的な人的資本を形成するために、経営者に強い権限が与えられていた。だが、株式の持ち合いによって、経営者に一定の裁量権を与えてしまうだけであると、経営者は株主を無視した身勝手な行動を取る可能性が出てくる。戦後の日本型企業において、経営者が何のガバナンスも受けていなかったわけではなかった。株式の持ち合いなどを行う安定株主であると同時に企業に多くの資金を融資していた「メインバンク」が、モニタリングを通じて、経営者を規律付けていた。「株式の持ち合い」と「メインバンクによるガバナンス」がセットになることによって、企業特種的な人的資本の形成を促進するために、経営者に一定の裁量権を与えつつも、メインバンクによるモニタリングによって経営者は規律付けられていた。それ故、間接金融中心である戦後の日本型企業においては、⑥の「主要債権者による代表的監視」が強く機能していたと考えられる。また、非汎用的な技術を身につけた従業員にとっては、企業に存続してもらわなければ、そのような企業特種的な投資は無駄になってしまう。そのために、経営者がいい加減な経営をしないように、内部からプレッシャーをかけるのである。これは⑦の「内部規律付け」といわれるメカニズムである。

このように、物的資本・非汎用的人的資本重視の日本型の企業においては、「主要債権者による代表的監視」と「内部規律付け」といったメカニズムが機能していたと考えられる。それでは、それぞれのメカニズムについて見ていきたい。

主要債権者による代表的監視

日本型の企業では、銀行借入のような間接金融によって資金調達を行っていたため、主要債権者による規律が、最も重要なガバナンスメカニズムであったと考えられる。これの典型例が「メインバンク制」であった。メインバンクは、貸出だけでなく株式の持ち合いも行っていたため、貸付だけを行う場合に比べて、過少投資問題を引き起こす可能性が少なかったことは、先に述べた通りである。また、状態依存型ガバナンスが機能していたため、普段は経営者に一定の裁量権が与えられ、従業員の企業特種的な技能の形成を促進しやすい環境を作っていたといえる。しかし、企業が資金不足から資金余剰になるにつれて、銀行離れが進み、規制の緩和とともに資本市場が徐々に発達するにつれて、メインバンクによるガバナンスの機能は弱くなっていった。

内部規律付け

戦後の日本型の企業では、企業特殊的人的資本の果たした役割が大きいことは、先に述べたとおりである。この汎用的な人的資本は労働市場において、汎用的な人的資本に比べて、流動性が低いといえる。そこで、従業員にとって、自らが働く企業が存続しないと大きな被害をこうむることとなる。というのも、企業が存続できない場合、従業員がこれまで行ってきた企業特殊的な技能への投資が無駄になってしまうからである。そのため、経営者がいい加減な経営を行わないように、内部から圧力をかけていた。これが、日本型の企業において機能していた内部規律付けのメカニズムである。

3.2.2 結論

このように、日本型の企業においては、企業特殊的な人的資本をいかに形成するかというのが非常に重要であったといえる。そのため、株式の持ち合いによって、一定の裁量権を経営者に与え、企業特殊的な技能の形成を促進し、形成された汎用的な技能を守ってきたのである。また、それは株主の圧力から、企業特殊的な技能を持つ従業員を守ってきたといえる。ただ、それだけでは、経営者が株主の利益を無視した行動をとりかねないので、メインバンクがモニタリングを通じて、経営者に規律付けを行ってきた。このような日本型の企業においては、「主要債権者による代表的な監視」が、重要なガバナンス機能を果たしていたといえることができる。また、企業特殊的な投資を多く行う従業員自身も、その投資が無駄にならないように、内部から経営者に対してプレッシャーをかける「内部規律付け」のメカニズムも機能していた

3.3 人的資本重視・汎用的資本中心企業

3.3.1 タイプ3型企業ガバナンスの特徴

人的資本重視・汎用的人的資本中心のタイプ3型企業は、IT、ソフトウェア、コンテンツ、投資銀行、コンサルティング、商社など、巨大な設備投資が必要というよりは人的資本の質や無形資産がコアコンピタンスとなるような産業内の企業が考えられる。また弁護士や税理士などの資格業もここに分類される。資格は不可視的な人的資本を資格という形で可視化しその人材を汎用化するからである。タイプ3型企業分類はたえずイノベーションを起こしていく必要がある現代の企業においては最も目指すべき領域であると考えられる。

取締役会

人的資本中心の企業では取締役会は重要な役割を果たす。物的資本に比べ人的資本の情報は社外の主体には獲得しにくく、よってそこに企業の利益の源泉である人的資本に関する深刻な**情報の非対称性**が存在する。それを解決するためには株主や債権者より人的資本についての情報を有している取締役が自社の最も重要な資源である人的資本を最適活用するような意思決定をし、情報劣位にある株主や債権者に対して説明その意図を説明する必要がある。

収益連動型報酬

人的資本重視の企業では、会社にとって貴重な中核となる従業員に対しては例え経営者や役員でなくともストックオプションは付与すべきである。そのため物的資本重視の企業よりも収益連動型報酬の付与範囲が広いともいえる。

また Osano (2004) では、中核的な従業員が他の企業へ転職する可能性を持つ一方、何らかの努力もしくはチーム特殊な技能形成をしなければいけないような状況を考察している。結果としては従業員が他の企業に転職する可能性があり、かつチーム的生産が相対的に少ないような企業ではストックオプションを付与することが単なる金銭的ボーナスや退職金よりも優れているとしている。逆に転職する可能性が少なくチーム的な生産の割合が大きいような企業には金銭的な報酬が優れている。この考察からタイプ3型の企業では金銭的な報酬よりも、自分の転職前の働きが株価という形で反映されるストックオプションという報酬形態の方が適していると考えられる。

敵対的買収と委任状争奪戦

人的資本を重視するような企業は破産処理の際、処分できるような有形資産を保有していないことが多いと考えられる。このような企業の資産は人的資本や特許、ブランドなどの無形資産であるからである。その場合、破産するとこれら有形資産を保有する企業よりもその無形資産の大半を失う可能性が大きいことから、タイプ3型の企業は負債を出来るだけ増やさないほうが良い。

資金調達には主に株式で行うべきである。また資金の出し手側の論理としても有形の担保を保有する企業には貸し出しをしやすいが、無形資産しか保有しないような企業には回収のリスクが高く貸し出しはしにくいことからタイプ3型企業は株式の比率が多くなり、よって外部ガバナンスメカニズムとしても株式市場からの圧力である敵対的買収と委任状争奪戦がタイプ3型企業には該当する。

3.3.2 タイプ3型ガバナンスの問題点

タイプ3型企業には取締役・ストックオプション・敵対的買収と委任状争奪戦がガバナンスメカニズムとして有効であると述べたが、いくつか重要な問題点がある。

情報の非対称性

敵対的買収の項でも述べたが、人的資本中心の企業はその企業の強みが物ではなく人や無形の物であるため、外部の投資家からはその情報が分かりにくいという情報の非対称性の問題が存在する。そのためそもそもこのようなタイプの企業には外部からの資金調達は向かないのではないか、出来るだけ借り入れも株式公開や増資もしない方がよいのではないかという議論もあってよいはずである。

例えば伝統的に弁護士や会計士業、コンサルティング業や投資銀行業務のような仕事はパートナーシップの形態を取り株式会社の形態をとらない場合が多い。これは物的資本中心企業のように巨額の資金調達ニーズがそもそも無いという事もさる事ながら、企業と外部の資金提供者との情報格差が巨大なため余分なステークホルダーを作らず、情報優位にあるパートナーに意思決定の権限を集中させる事で情報の非対称性を解決することが出来る事が理由に考えられる。

しかし既に株式会社の形態を取っていたり、パートナーシップの形態には向かないような企業はどうこの問題に対処すれば良いのだろうか。

敵対的買収と汎用的人的資本

敵対的買収は既存経営者の怠業を正し、潜在的な企業価値の上昇を顕在化させるという意味で有効なメカニズムであるが、タイプ3型の企業でも本当に有効なのか。というのも、タイプ3型とは企業のコアコンピタンスが汎用的な人的資本であるような企業であるのだから、敵対的買収によって人材が逃げてしまい、買収できたのはコアコンピタンスを失った企業という殻だけという結果になりかねないという問題があるからだ。

もし実際にこのような問題が起こるならばもはや敵対的買収は有効ではなく、そもそも敵対的買収をしようというインセンティブがなくなり機能すらない可能性もある。

ストックオプションはモラルハザードを招くか

エンロンスキャンダルに代表されるように、ストックオプションは経営者と株主の利害を一致させる仕組みとして優れている半面経営者が自己の収入を高めるために短期的な業績のみを考慮して問題を先送りにしたり、会計操作をするようなモラルハザード行動に出してしまう可能性がある。タイプ3型企業では経営者のみならずコア従業員にもストックオプションを付与するため、モラルハザードがより広がる恐れがある。

株主の集団行動は起こるのか

1.3でも指摘したように、株式の所有構造が分散していると少数株主のフリーライダー問題が起こり、経営者の怠業を正すような敵対的買収が起こらなくなってしまう問題がある。このフリーライダー問題は委任状争奪戦でも同様に生じうる。そのため、敵対的買収と委任状争奪戦のメカニズムが有効だとしても、そもそも機能するのかということが問題になる。

3.3.3 タイプ3型ガバナンスの結論と今後の課題

経営者のみに敵対的か、コア従業員にも敵対的か

敵対的買収問題によるコア従業員の流出問題によって、敵対的買収のメカニズムは無効化してしまうのか。結論からいえば、それは経営陣に対してのみ敵対的であるかそれとも被買収企業のコア従業員に対しても敵対的な買収であるかによって結論が異なる事を意味する。

具体的にいえば、まず敵対的買収者の提案に対し被買収企業の経営者のみならずコア従業員までが反対しているような状況を考える。この場合最後まで買収者の提案がコア従業員に受け入れられないようならこの買収はたとえ買収自体が出来たとしても成功とは言えないだろう。何故ならそのような場合、汎用的な人的資本はその企業から離れ転職するからである。さらに人的資本重視の企業の場合、その資産の大半は有形資産ではなく人的資本や無形資産である事から、買収の結果これらが毀損する可能性があり、もし現実に毀損したとしたら買収の意味がなくなる。

次に経営者のみが反対して被買収企業の従業員は買収者による買収に少なくとも反対はしないようなケースを考える。このようなケースは例えば経営者とコア従業員が戦略や報酬など経営に関する事柄で対立しているような場合である。その場合、買収に成功すれば人的資本や無形資産はそのまま手に入る可能性が高い。またもし新たな経営者がコア従業員にとって前任の経営者より受け入れられるような場合は、コア従業員のモラルが向上し、敵対的買収によって企業価値が上昇する確率も大幅に上がるだろう。

つまりタイプ3型のように汎用的な人的資本が中心の企業では、敵対的買収に対する非買収企業の反応、つまり経営者のみ反対するのかコア従業員も反対するのかによってその効果は180度変わってしまうということである。この結論はまた、敵対的買収者が自分はいかに現在の経営者よりも企業価値を上げられるかをメディアなどを通じて行う**政策的キャンペーン**が、株主に対してのみではなくコア従業員に対しても受け入れられる事が重

要である事を示している。

しかし、敵対的買収者と既存の経営者のどちらが本当に企業価値をあげられるのかという事は、究極的には将来時点でしかわからない。そのため株主や従業員は現在の段階で判断を迫られることになる。つまりその企業の企業価値が今後上昇するかは多数による不確実な判断に決定的に依存しているということである。そのため敵対的買収が確実に機能するとはいえないことは、ひとつ重要な課題であるといえる。

資金調達と情報の非対称性の問題

タイプ3型企業は情報の非対称性が大きく外部からの資金調達は向かないのではないかという問題に触れた。この問題を解決する可能性があるのが**プライベートエクイティファンド (PE ファンド)**の存在である。PE ファンドは主にベンチャー企業に対して投資するベンチャーキャピタルと成熟企業などにレバレッジドファイナンスサービスを提供するバイアウトファンドに大別される。またプライベートエクイティとは言っても近年その業務は多様化しており、上場株式に対しても投資する。

株式会社形態の企業は情報の非対称性問題に対して、PE ファンドから私募形式の投資を受けたり、**MBO (マネジメント・バイアウト)**により株式を非公開化してしまうことによって、この問題を解決できる可能性がある。

また、上述のモラルハザード問題や少数株主のフリーライダー問題は、大株主の存在によって解決する余地があることは1章の大株主の項で触れた。モラルハザード問題は大株主が経営者を代表して監視することで、またフリーライダー問題は大株主が率先して買収等経営者へのガバナンスを担う事で解決できる。もしそうならば、PE ファンドは資金回収の観点から経営に積極的に関与するため、必然的に大株主になる程度の株数を保有するケースがほとんどである。よってこれらの問題もPE ファンドからの投資を受け入れる事によって解決する可能性が高い。

しかしここで新たに重大な問題が発生する。PE ファンドにとって投資先企業のコーポレート・ガバナンスを強化する事は手段であって、その真の目的は**IRR (内部収益率) を最大化させるような投資を行う**ということである。そのために、企業価値に上昇余地があるような企業に投資をし、積極的に経営に関与し、**IPO や M&A**によって資金を回収する。ここで特に問題なのは、PE ファンドはIRR 最大化のために保有株式により高い値段が付きやすい**IPO と M&A**によって資金を回収するという事だ。つまり、せっかくPE ファンドからの投資を受け入れて、コーポレート・ガバナンスの資金調達と情報の非対称性の問題を解決できたとしても、結局いつかは再び上場させられるか、どこか別会社に売却させられてしまうということである。これでは全く問題を解決した事にはならない。

これに対して、PE ファンドの保有自社株式を買い取るという事も考えられるが、現段階では実行可能性に疑問がある。PE ファンドにとっては、**IPO や M&A**で売却した方が客観

的な適正価格が付くし、場合によっては適正価格より大きな値段で売れる可能性もあるため、わざわざ売り戻すという方法は現在はほとんど採られていない。また企業にとっても、レバレッジドファイナンスによって既に大量の借入れをしている中で、さらに自社株を買い取るような資金余力はないだろうと考えられる。そのため、PE ファンドによる投資はタイプ3型企業のコーポレート・ガバナンスの問題を解決する可能性があるものの、現段階ではその実行可能性に疑問が残るということである。

3.3.4 結論

タイプ3型企業では取締役・ストックオプション・敵対的買収と委任状争奪戦が有効なメカニズムになるが、コアコンピタンスが汎用的な人的資本であることによって敵対的買収が機能しない可能性、モラルハザードの可能性が存在する。それらに対して、経営陣に対してのみ敵対的であるかそれとも被買収企業のコア従業員に対しても敵対的な買収であるかを区別すること、そしてPE ファンドから資金調達することによって解決する事ができる事を示したが、しかし前者には株主や従業員の判断に依存してしまうという課題、後者に対してはその実行可能性に対する課題が存在する。

総括

本論文では時代の潮流を踏まえた上で真に現代的なコーポレート・ガバナンスの議論がなされていないという問題意識のもと、今後の指針となるようなコーポレート・ガバナンスの全体像を提示する事を目的とした。

「現代の企業は常に次のアイデア、戦略、ビジネスモデルを打ち出して競合との差異性を見出して行かなければ高い収益を上げ続けることはできない。そして、それを可能にするのは機械設備などの物的資本ではなく、優れた知識と能力をもつ人的資本である。」という考えのもと、利益の源泉が物的資本か人的資本かで縦に二分し、その上でその企業の人的資本の在り方は汎用的か非汎用的かで横に二分したマトリクスに基づいて企業を再分類し、そしてそれぞれのタイプに対応する最適ガバナンスについて言及した。

具体的には、タイプ1である物的資本重視の汎用的人的資本中心企業はいわゆるアメリカ型コーポレート・ガバナンスが用いられ、タイプ2の物的資本重視の非汎用的人的資本中心企業では日本型コーポレート・ガバナンスが用いられてきた。そして、これからの企業の方向性であるタイプ3の人的資本重視の汎用的人的資本中心企業においては、取締役・ストックオプション・敵対的買収と委任状争奪戦が有効なメカニズムが有効であるという結論に至った。

これからの現代企業は、より人的資本を重視し、人的資本にも高度な技術や能力が要求されるであろう。これからのコーポレート・ガバナンスの議論において、この論文で示した企業分類とその最適ガバナンスが、新たな方向性を示すものであると期待してやまない。

あとがき

論文作成に燃えた大学3年の夏休みも終わり、あっという間に今年も人肌の恋しい季節になりました。論文作成の悪戦苦闘の毎日も今思い返せば楽しい思い出ばかりです。誰からともなく話し始める異性への興味についての話が熱い恋愛議論へと発展し、互いの本性を曝け出した価値観のぶつかり合いへとソフィステイクートされる。そんなプロセスを繰り返すうちに私たち4人は三田のすき屋から **Sex And The City** の世界に入り込んでしまったかのような感覚、それは束の間の幻だけれども、そんな素敵な感覚を何度も何度も味わいました。怒号と罵声と **TPO** をわきまえない発言が飛び交う中、ふっと、誰かが言います、「そろそろ帰る時間だ。よし、コーポレート・ガバナンスの話をしようじゃないか」と。そんな瞬間、若さとそれ故の暴走が露呈するその瞬間が私はたまらなく好きでした。さて、こんな本当の話はこの程度にしてそろそろ本題に入りましょう。

ここでどうしても述べたかったのは、この論文は先生や先輩の方々の御指導、御協力によってようやく完成したものだということです。我がコーポレート・ガバナンス班はコーポレート・ガバナンスの現状を再整理し、現代の経済環境を踏まえた適切なガバナンスシステムと今後の課題を提示する事を目標に論文作成作業をスタートさせました。しかし途中までは順調に進んだ作業も結論に近づくにつれてペースダウンを余儀なくされます。というのも私たちは全くのゼロから独自の方法でコーポレートガバナンスシステムを構築しようとしていたため、参考になる文献はあってもそのまま手本になるようなものはなく、いざ結論に向かおうとしても全く理論や意見が噛み合わないのです。これには既に期限が差し迫っていた事もあり大変困りましたが。

そんなとき、先生や先輩の方々がお忙しいにも関わらず、丁寧に私達の考えを抽出し、整理し、そして新たなアイデアを提供してくださったおかげで、なんとかこうして論文という型にまとめることができました。こうした先生や先輩の方々の多大な協力がなければ、この論文の結論は全く前半と整合性もなく、また陳腐なものになっていたでしょう。コーポレート・ガバナンス班一同心より御礼申し上げます。ありがとうございました

自己紹介を兼ねて最後に、この論文は、生態系が未だ解明されぬ **A** 元、ノリのいい大阪弁を話すもののちょっとうすっぺらな **K** 茂、人の食べ物をつまみ食いの **N** 江、そして少年の振りして懐疑心満載の **M** 井の4人の提供でお送りしました。「今度こそは計画的に！」と言い聞かせながら徹夜したことは今後の人生において忘れないでしょう。それでは、また。

<参考文献>

- ・青木昌彦・奥野正寛[1996]『経済システムの比較制度分析』東京大学出版会
- ・池尾和人[2006]『開発主義の暴走と保身』NTT出版
- ・池尾和人+財務省財務総合政策研究所編著[2006]『市場型間接金融の経済分析』日本評論社
- ・池尾和人[2006]「企業統治の多様性」
- ・伊丹敬之[2000]『日本型コーポレート・ガバナンス』日本経済新聞社
- ・岩村充[2005]『企業金融論講義』東洋経済新報社
- ・伊丹敬之・藤本隆弘・岡崎哲二・伊藤秀史・沼上幹編[2005]『リーディングス 日本の企業システム 第2巻 企業とガバナンス』有斐閣
- ・伊丹敬之・藤本隆弘・岡崎哲二・伊藤秀史・沼上幹編[2005]『リーディングス 日本の企業システム 第4巻 組織能力・知識・人材』有斐閣
- ・伊藤秀史[2002]『日本企業変革期の選択』東洋経済新報社
- ・今口忠政[2004]『事例で学ぶ経営学』白桃書房
- ・岩井克人[2003]『会社はこれからどうなるのか』平凡社
- ・岩井克人[2005]『会社は誰のものか』平凡社
- ・岩井克人[2006]『資本主義から市民主義へ』平凡社
- ・大村敬一・増子信[2003]『日本企業のガバナンス改革』日経文庫
- ・岡内幸策[2003]『証券化入門 第2版 資産価値に基づくファイナンス手法のすべて』日本経済新聞社
- ・小佐野広[2001]『コーポレート・ガバナンスの経済学』日本経済新聞社
- ・小佐野広[2005]『コーポレート・ガバナンスと人的資本』日本経済新聞社
- ・加藤英明監訳[2005]『金融経済学ハンドブック』丸善株式会社
- ・神田秀樹[2006]『会社法入門』岩波書店
- ・ジョンミクルスレイト&エイドリアンウールドリッジウッド[2006]『株式会社』ランダムハウス講談
- ・菊澤研宗編著[2006]『組織の経済学 新制度派経済学の応用』中央経済社
- ・菊池敏夫・平田光弘編[2000]『企業統治の国際比較』文献堂
- ・『週間金融財政事情(7/31)』きんざい
- ・小林秀之編著『新会社法とコーポレート・ガバナンス』中央経済社2006
- ・Jean Tirole[2005]『The Theory of Corporate Finance』Princeton Univ Pr
- ・ジョン・ロバーツ[2005]『現代企業の組織デザイン』NTT出版
- ・新谷勝[2005]『役員の権限と責任・株主代表訴訟』中央経済社
- ・田村達也[2002]『コーポレート・ガバナンス 日本の企業再生への道』中公新書
- ・鶴光太郎[2006]『日本の経済システム改革』日本経済新聞社
- ・寺西重郎[2003]『日本の経済システム』岩波書店
- ・中村直人[2004]『社外取締役』商事法務
- ・丹羽宇一郎・御手洗富士夫[2006]『会社は誰のために』文藝春秋
- ・野口悠紀雄[2002]『日本経済 企業からの革命』日本経済新聞社

- ・野口悠紀雄[2006]『日本経済は本当に復活したのか』ダイヤモンド社
- ・服部暢達[2005]『M&A 最強の選択』日経 BP 社
- ・花崎正晴・寺西重郎[2001]『コーポレート・ガバナンスの経済分析』日本経済新聞社
- ・東谷暁[2002]『アメリカ経営の罣』日刊工業新聞社
- ・深尾光洋[1999]『コーポレート・ガバナンス入門』筑摩書房
- ・藤本隆弘[2004]『日本のものづくり哲学』日本経済新聞社
- ・星岳雄+A・カシヤップ[2006]『日本金融システム進化論』日本経済新聞社
- ・ポール・ミルグロム+ジョン・ロバーツ[1997]『組織の経済学』NTT 出版
- ・宮本光晴[2004]『企業システムの経済学』新世社
- ・Richard A. Brealey、Stewart C. Myers、Franklin[2005]『Corporate Finance』
McGraw Hill Higher Education