

契約論的アプローチとコーポレート・ガバナンス インセンティブ契約の設計とモニタリングの強化

崔 学 林

要 旨

최근 각국에서 기업지배구조에 관한 논의가 활발히 진행되고 있다. 이는 기업지배구조가 한나라의 경제시스템에 있어 중요한 위치에 있을 뿐만 아니라 결과적으로 기업경영의 효율화나 경쟁력에 커다란 영향을 미치기 때문이다.

각국의기업지배구조는 경제적·정치적·사회적요인이 다양한 시대배경하의 상호작용함으로 역사적으로 형성되어 왔다. 따라서 글로벌 스탠다드의 기업지배구조는 실존하지 않는다고 말할수 있다. 그러나 경제와 기업활동의 글로벌화에 따라, 시장지향적 움직임을 강화하고 있는 각국에서 기업지배구조의 개혁이 요구되어, 기업지배구조는 법률학자 및 경영학자 뿐만 아니라 경제학자에 의해 연구되어왔다.

기업지배구조란 경영자에 대한 임면과 견제에 관한 제도이고, 그 본질은 경영자에 대한 인센티브(incentive)계약의 설계와 모니터링(monitoring)의 강화라고 말할수 있다. 따라서 본고에서는 기업지배구조문제를 계약이론에서 중요한 역할을 하고 있는 인센티브계약과 모니터링을 중심으로 고찰하고자 한다.

키워드.....契約 情報の非対称性 모랄·ハザード インセンティブ モニタリング

はじめに

近年、各国においてコーポレート・ガバナンス(corporate governance : 会社統治、あるいは企業統治)をめぐる議論が盛んに行われている。欧米諸国では、種々の背景¹⁾からコーポレート・ガバナンスに関する様々な報告書や声明などが相次ぎ発表された(表1)²⁾。これに対し、日本では、米国の機関投資家の活動の活性化(92年頃)や株主代表訴訟に関する議論(90年代半ば)、そして、とくに企業不祥事の頻発(表2)などを契機に、コーポレート・ガバナンスをめぐる議論が活発に行われるようになった³⁾。これは、コーポレート・ガバナンスが一国の経済システムにおいて重要な位置を占めるだけでなく、結果的にも企業経営の効率化や競争力に

大きな影響を与えるからである⁴⁾。

各国のコーポレート・ガバナンス構造は、経済的・政治的・社会的要因がそれぞれの時代背景のもとで複雑に絡み合いながら歴史的に形成されてきたものである⁵⁾。したがって、コーポレート・ガバナンスにはグローバル・スタンダードは事実上存在しないであろう。しかしながら、経済と企業活動のグローバル化に伴い、市場志向を強めつつある各国でコーポレート・ガバナンスの変革が求められるようになり、コーポレート・ガバナンスの問題について、法律学者や経営学者だけでなく、経済学者によっても研究されるようになった⁶⁾。

表1 コーポレート・ガバナンスに関する世界的な議論の高まり

国(年)	内容
アイルランド(92)	アイルランド・インベストメント・マネージャー協会による「企業取締役における役割と責任に関する声明」の発表。
英国(92~)	キャドベリー・レポート等の発表。
カナダ(94)	トロント証券取引所による「デイ・レポート(Dey Report)」の発表。
南アフリカ(94)	キング委員会による英キャドベリー・レポートを手本とした取締役会改革。
オーストラリア(95)	オーストラリア・インベストメント・マネージャー協会による「推薦されるべき企業となるための声明」の発表。
欧州政策研究所(95)	EU 企業の取締役会に独立取締役を入れるよう求めた。
フランス(95)	ヴィエノ委員会が、取締役会への報酬・監査委員会の設置及び「独立した」社外取締役の導入を提唱(ヴィエノ・レポート)。
オランダ(97)	アムステルダム証券取引所によるコーポレート・ガバナンスに関する報告書の製作。

出所：海老名誠・高宇知敏彦(1998)『欧米のコーポレート・ガバナンスに学ぶ』『富士総研論集』富士総合研究所、第3号、65ページ。

小論は、このような変革期のコーポレート・ガバナンス問題の本質と解決策を検討し、21世紀に求められるコーポレート・ガバナンス構造を展望するものである。そのためまず第1に、コーポレート・ガバナンス問題の本質を明確にし、第2に、こうした本質に対する、契約論的アプローチ⁷⁾のなかで近年大いに注目されつつあるエージェンシー理論の基本的な考え方を整理する。そして第3に、先行研究を契約論の見地から批判的に検討し、そこではエージェンシー理論で想定されている仕組みとその整合性が十分に認識され論じられていないことを明らかにする。最後にそうした仕組みとその整合性の視点から今後の課題を指摘する。

表2 商法(利益供与)違反事件一覧

年月	対象会社名	供与金額	検挙人数(人)	
			会社側	総会屋側
84.10	大阪変圧器	338万8000円	2	7
86.6	そごう	17万7000円	5	3
10	櫻護膜事件	1045万円	6	7
91.5	日興酸素	179万9382円	1	2
92.1	イトーヨーカ堂	2740万円	3	3
93.7	キリンビール	4635万円	4	45
96.6	高島屋	1億6000万円	5	2
97.3	味の素	1000万円	3	14
5	野村証券	3億7000万円	4	2
6	第一勧業銀行	117億円	11	2
9	山一証券	1億700万円	7	1
10	大和証券	2億300万円	7	1
10	日興証券	1400万円	6	1
10	三菱自動車工業	2700万円	4	7
11	三菱電機	1600万円	1	4
11	三菱地所	1800万円	1	3

出所：村上亨[ほか](1999)『コーポレート・ガバナンスの多角的研究』同文館出版、6ページより作成。

一、コーポレート・ガバナンス問題の本質

インセンティブ契約の設計とモニタリングの強化

「...、コーポレート・ガバナンス論は混乱している。あるいは、混乱とでもいうべきほどに多様な議論が、同じコーポレート・ガバナンスの名前のもとで行われている。...、コーポレート・ガバナンスの定義はかなり混乱しており、狭い定義、広い定義、広くて狭い定義などが乱立している。」⁸⁾これは、現在、盛んに行われている多様なコーポレート・ガバナンス論の現状を端的に表しているものといってよい。この節では、そうした様々なコーポレート・ガバナンス論を整理し、その本質に対する自分なりの理解を提示する。

コーポレート・ガバナンスをめぐる多様な議論は、その本質に対する理解の相違によって違ってくると考えられる。しかも、その本質に対する理解は、それについての定義にはっきり反映される。言い換えれば、コーポレート・ガバナンスをめぐる様々な定義から、その本質に対する理解が得られるであろう。したがって、以下では、コーポレート・ガバナンスに関するいくつかの典型的な定義から検討していく。

日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム、コーポレート・ガバナンス原則策定委員会⁹⁾によると、コーポレート・ガバナンスとは、株主の代理人として選ばれた取締役からなる取締役会が委任された権限に基づき、経営方針・戦略について意思決定し、執行にあたる企業経営者の経営効率向上と株主に対する説明責任の履行を監視監督する行為である。明らかに、このような定義は、会社の実質的な所有者あるいは主権者を株主と見なし、したがって、コーポレート・ガバナンスの本質は株主による一元的企業統治にあるとよいであろう。このように、コーポレート・ガバナンスを企業と株主との関係として捉えるものが他に、**自由民主党法務部会「商法に関する小委員会」**¹⁰⁾[株式会社は株主のものであって、株式会社の主権者は株主とする。また、株式会社は、株主の利益を最大にするよう統治しなければならない。]、**アメリカ法律協会(ALI)の『コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告』**¹¹⁾[企業統治の関係者(Associate)は取締役、上級執行役員若しくは株主の配偶者(又はその親若しくは兄弟姉妹)とされており、また、会社の目的は会社の利潤及び株主の利益を増進させるために事業活動を行うことにあるとされている。]、**奥島**¹²⁾[コーポレート・ガバナンスとは、会社を健全に運営するために会社法の基本的なシステムはどうあるべきかという意味で用いられる。]、**加護野**¹³⁾[コーポレート・ガバナンスとは、企業統治、つまり会社企業の経営を実際に行う経営者(トップ・マネジメント)の任命と牽制に関わる制度である。]などが挙げられる。

一方、**青木**¹⁴⁾によると、コーポレート・ガバナンスとは、株主、貸手、従業員、関連企業、顧客などの企業のステークホルダー間の経営にかかわる権利と責任の構造を意味するものであり、この問題を単に株主と経営者の間の法的関係としてのみみるのではなく、企業の内部構造やそれを取り巻く金融制度や労働市場の制度との総体的な関連においてみる必要がある。

このような定義は、会社の実質的な所有者あるいは主権者を株主に限定しておらず、したがって、コーポレート・ガバナンスの本質は利害関係者による多元的企業統治にあると見てよいであろう¹⁵⁾。このように、コーポレート・ガバナンスを企業と利害関係者との関係として捉えるものがその他に、**伊藤**¹⁶⁾ [コーポレート・ガバナンスとは、企業が効率よく運営されるためには、株主、債権者、従業員などの企業のさまざまな利害関係者の間で、どのように権限と責任が配分されることが必要かを議論する命題である。]、**伊丹**¹⁷⁾ [企業が望ましいパフォーマンスを発揮し続けるための、企業の市民権者による経営に対する影響力の行使というものである。また、市民権者とは企業の内部者としての株主と従業員に限定する。]、**深尾・森田**¹⁸⁾ [コーポレート・ガバナンスとは、企業が効率よく運営されるためには、株主、経営陣、従業員、債権者、取引先等の企業の様々な利害関係者(ステークホルダー)の間で、どのように権限や責任を分担し、また企業が生み出す付加価値を配分していけばよいかというものである]、**OECD**¹⁹⁾ [コーポレート・ガバナンスとは、企業を効率的に運営し、会社の経済的繁栄を最大にするための企業の規律と支配に関するものである。]、**鶴光**²⁰⁾ [コーポレート・ガバナンスとは、企業を取り巻くさまざまな利害関係者の利害を調整しつつ、企業(経営者)が効率的な経営を行うように、企業に対し規律づけ、コントロールを行うことを意味している。]などが挙げられる。

このように、コーポレート・ガバナンスの多様な定義は、誰が主権者として適切かという点において大きく分けられることが分かる。実際に、アメリカにおいては、企業の主権者は株主であるという基本的な考え方が確立している²¹⁾。したがって、アメリカではコーポレート・ガバナンスという主題の下で株主が企業の意思決定に影響を与えるための手段、すなわち企業の経営活動の結果を株主の利益と合致させるための方法又は制度を検討することになる²²⁾。これに対し、日本では「従業員主権論」や「人本主義」に代表されるように、株主だけではなく、従業員をはじめとする様々な利害関係者が企業の余剰に対して請求権をもっているという考え方が強く²³⁾、したがって、企業の主権者を株主のみではなく、様々な利害関係者(とくに従業員)にまで拡張して考えるようになったのである。

小論においては、企業の主権者は株主との考え方にに基づき、「**コーポレート・ガバナンスとは、委託人である株主が代理人である経営者をその代理人としての責任を有効に遂行させるために行うインセンティブ契約の設計とモニタリングの強化である**」と定義する。コーポレート・ガバナンスについて検討する際に、上記の定義に基づき、インセンティブとモニタリングといった二つの要素に分けて検討する必要があり、したがって、コーポレート・ガバナンス問題の本質は、株主による一元的統治下でのインセンティブ契約の設計とモニタリングの強化にあると見てよい。

現代の株式会社において、余剰請求者であると同時に債務などのリスクに対して有限責任を負う株主は、経営の効率化と自己の効用最大化を図るために、経営者に経営上の権限を委託す

る。これは会社法によって正当化される。経営者は、株主の代理人として企業を代表して雇用契約、販売契約等の様々な契約を結び、企業の経営を任されている。しかし、経営者は一つの経済主体である以上、独自の選好と目的をもつ。株主からの権限委託は、経営者に自己裁量の余地を広め、私利を優先して行動するインセンティブを与え、彼らの恣意的な行動の余地を広げる。その結果、経営者は、経営努力を怠ったり、自己利益の最大化を図ったりして、**モラル・ハザード**²⁴⁾を引起こす可能性があり、必ずしも株主の利益になかった経営を行うとは限らない。これをコントロールすべく株主が、経営者に対してどのようなインセンティブ契約を設計したまたはモニタリングを強化することによって経営者を規律づけるか、を考察することがコーポレート・ガバナンスの問題である²⁵⁾。次節では、株主と経営者との関係に限って、インセンティブとモニタリングを中心に、アングロ・アメリカ系の理論経済学者の間で強い支持を受けているエージェンシー理論(agency theory)について見ていく。

二、エージェンシー理論

(新古典派的企業理論²⁶⁾などの)企業の理論は、利潤関数と生産関数(ないしは費用関数)を対象に、最適化方法を機械的に適用するテクニックの叙述にすぎなかった²⁷⁾。しかし、現実の世界は、不確実性や**情報の非対称性**を抜きにして語ることはできない。現実には、エージェントである経営者は一つの独立の経済主体でありながら株主に対してつねに情報優位の立場にあり、したがって、プリンシパルである株主が経営者の利己的な行動を完全に監視監督することはほぼ不可能である。また、不確実性の環境下に置かれている企業経営者は、企業の長期発展のために、必ずしも近視眼的な株主に一方的に従属し意思決定するとは限らない。したがって、現代の株式会社では、最終リスクの負担と意思決定が分離されるようになったため、意思決定の管理と支配が分離されたシステムができてしまい、生産に関わる諸要素間の契約を管理するコスト(**エージェンシー・コスト**)が生じるのである²⁸⁾。こうした問題にどう対応して行くかという問題は、主にエージェンシー理論の枠組み内において分析される。

エージェンシー理論とは、エージェンシー関係(代理人関係)²⁹⁾において、プリンシパル(principal)とエージェント(agent)との間に目的のコンフリクトが存在し、エージェントの実際の行動をプリンシパルが監視監督することが困難または費用がかかる場合に生ずる問題を扱うものという³⁰⁾。青木によれば、この理論は次のような特徴をもっている³¹⁾。

- (1) 企業内組織のコーディネーションは基本的にはヒエラルキー的である。
- (2) 企業には唯一の余剰権者 = 株主が存在し、企業活動に関する他の主体の報酬は市場において外生的に定まる。
- (3) 企業活動の方向は、不可避な代理人損失の制約のもので株価の最大化基準に基づいて決定される。

つまり、「・・・インセンティブ契約のネクサスは、基本的にヒエラルキー的に秩序づけられている。ヒエラルキーの頂点には究極の余剰権者 residual claimant としての株主が位置し、取締役会という会社の統治機構を通じて外部市場ないしは内部市場から選択された経営者にインセンティブ契約を提供し、経営者をコントロールするが、具体的な経営決定は経営者に委託される。経営者は、経営決定を実施に移すための行動決定 operating decision を下位の経営者や供給業者に分解・委託する。ヒエラルキーの底辺にはインセンティブ契約の枠内で自己の努力支出水準をコントロールする従業員が位置する。このようなヒエラルキー的連鎖を通じて株主は、情報の非対称性の故に不可避免的に生ずる代理人損失の制約のもとで企業活動の全体を余剰の現在価値とすなわち、株価の最大化に向けて、有効にコントロールしうる・・・」³²⁾。しかし、ここで指摘しておきたいのは、ヒエラルキー的連鎖、つまり契約のネクサスが効率的でなければならないという前提を必要とするということである。契約のネクサス、とくに、株主と経営者の間の契約が効率的でなければ、株主は企業経営の活動を株価の最大化に向けて行われるようにコントロールすることができないからである。

情報の非対称性などの故に株主と経営者との間の契約が非効率的である場合、モラル・ハザードという問題がしばしば起きる。こうした問題に対して、基本的には留保効用の制約条件下でのインセンティブ契約の設計と、モラル・ハザードの基本要因である情報の非対称性問題を軽減するモニタリングの二つの対応策が考えられる³³⁾。

1、インセンティブ契約の設計

モラル・ハザード問題の対策として、まず挙げられるのが、エージェントがプリンシパルの目的に沿った行動を自主的に行うように動機づけるメカニズムを契約に入れることなど、留保効用(reservation utility、ある水準が保証されないと契約に入らないということ)の制約条件下で効率的なインセンティブ契約を事前に設計するという方法である³⁴⁾。

「インセンティブ契約」という概念は、エージェンシーの理論のなかで中心的な役割を果たしている³⁵⁾。エージェンシー理論は、留保効用の制約条件下のインセンティブ契約を企業の本質をなすとし、株主と経営者あるいは経営者と従業員との間の諸契約のネクサス(nexus)ないしは連鎖が企業を構成すると見なすのである³⁶⁾。したがって、株主と経営者との関係を例としてみる場合、いかにして最適なインセンティブ契約、つまり、効率的なインセンティブ契約を設計するかが株主の課題となっている。

エージェンシー理論(agency theory)によれば、モラル・ハザード問題の本質は、「リスクとインセンティブのトレードオフ」にある³⁷⁾。したがって、効率的な契約とは、リスク負担のコストとインセンティブを与えることから生じる便益との間にちょうどバランスがとられている契約をいう³⁸⁾。効率的なインセンティブ契約は、相互に関連する二つの部分、すなわち、経営者

の経営業績への評価メカニズムと経営者へのインセンティブの提供のメカニズムからなっている。評価のメカニズムとは、所有者が観測可能な経営結果に基づいて経営者の行動を推測することであり、提供のメカニズムとは、所有者が経営目標の実現に基づいて経営者に対して支払いを行うことである。インセンティブ契約の効率性は、評価メカニズムに依存しており、評価メカニズムが正しければ正しいほど、インセンティブ契約が効率的である³⁹⁾。

もっと具体的に言うと、効率的なインセンティブ契約、あるいは、最適なインセンティブの強度は、相互に関連し合う次の4つの要因によって決まる(いわゆるインセンティブ強度原理 The Incentive Intensity Principle)⁴⁰⁾。第1に、追加的な努力がもたらす利潤の増分である。インセンティブ強度原理によると、第2、第3、第4の要因を一定とした場合、最適な強度は努力増による利潤の増加率に比例する。

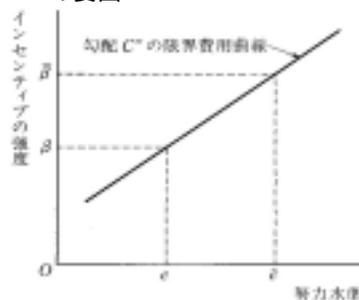
第2に、エージェントのリスク許容度である。同原理によると、よりリスク回避的なエージェントには、より弱いインセンティブを与えなければならない。

第3に、期待されている行動に対する評価の正確さである。業績の測定が著しく不正確な場合に、賃金格差をインセンティブにしようとしても無駄である。逆に、業績が容易に観測できる場合は、より強いインセンティブが最適となる。

第4に、エージェントのインセンティブに対する反応の強さである。同原理は、エージェントにとってインセンティブへの対応が十分可能な場合に、インセンティブを最大に与えるよう主張している。一般的には、このような状況は、エージェントに自由裁量が広く認められている場合である。図1に示されたように(雇用契約の場合)、従業員が選択するであろう努力水準を e から e' に引き上げるためには、インセンティブ強度を β から β' へ増やさねばならない。努力増に要するインセンティブ強度の増分は、目標とする2つの努力水準間の差と努力の限界費用関数の勾配、すなわち C'' との積として表すことができる。

このように、モラル・ハザード問題の発生は、「異なる利害をもつ各個人を動かすだけの、利益をめざした個人間の交換取引その他の協同作業が行われる余地 同意し取引する理由 がなければならない」⁴¹⁾という条件の成立を必要とすることから、最適なインセンティブ契約は、正しい評価メカニズムを確立することによって、こうした「余地」の発生を未然に防ぐことができる。したがって、効率的なインセンティブ契約の利用は、モラル・ハザード問題をコントロールするのに効果的である。

図1 インセンティブ強度原理の第4の要因



出所：ポール・ミルグロム、ジョン・ロバーツ著、奥野正寛ほか訳(1997)『組織の経済学』(NTT出版) 241 ページ

2、モニタリングの強化

モラル・ハザード問題の発生には、その他に実際に合意事項が守られたかどうかを判断し、契約事項の実施を強制することが難しいという決定的な条件の成立が必要である⁴²⁾。このような困難が生じた理由が、通常は情報の非対称性問題、すなわち、行動の監視や報告された情報の証明が不可能であるかコストをとまなうためであることから、モニタリングや検証に注ぎ込む資源を増やすことによって、こうしたモラル・ハザード問題に対処することができる⁴³⁾。これがいわゆるモニタリング強度原理と呼ばれ、より正確な業績情報が最適なインセンティブ強度の上昇をもたらすというインセンティブ強度原理の主張と対をなす鏡像の関係にある⁴⁴⁾。

Famaによれば⁴⁵⁾、情報の非対称性により経営者には、制約される前に義務を怠る時間的余裕が大いにあるため、経営者の企業管理が株主の利益を最大化するようにするには、経営者を直接モニターしなければならないことになる。

モニタリングは、投資にかかわる情報の非対称性や不完全性を克服する目的で資金供給者やその代理人が企業(経営者)に対するモニタリング活動がどの時点で行われるかによって次のような三段階に分類することができる(表3)⁴⁶⁾。

表3 モニタリングの三段階

モニタリングの段階	機能	関連する問題
事前	プロジェクトの評価 信用調査	逆選択 調整の失敗
中間 事後	企業経営の観察 財務状態の特定 状態に応じた処罰的・匡正的活動	モラル・ハザード コミットメント

出所：青木昌彦、ヒュー・パトリック編；東銀リサーチインターナショナル訳(1996)『日本のメインバンク・システム』東洋経済新報社、133ページ。

第1段階の事前的モニタリングとは、企業によって提案された投資計画の評価と選別であり、「隠された情報」の問題への対処や補完的投資計画の間の調整の失敗の防止に有用である。第2段階の「中間的モニタリング」とは、資金が提供された後も、経営者の行動や企業活動全般、特に資金の使途などを、投資家が不断にチェックすることであり、主に「モラル・ハザード」あるいは「隠された行動」という問題に対処するために必要となる。第3段階の事後的モニタリングとは、企業の投資行動の結果、すなわち財務状況を識別し、財務困難な状況においては企業の長期存続性についての判断を下して、匡正的ないしは懲罰的行動をとるということである。事後的な結果に応じて一定の行動をとることにコミットする(またはコミットしない)ということは、経営者の事前のインセンティブや中間段階の行動に影響を与えることになる。

通常、このような3段階のモニタリングは、多くの個人投資家から様々な金融機関(金融機関の制度的配置は経済システムごとに異なる)や代理人に委任される。これによって、一人ひとりの投資家がそれぞれモニタリングを行う場合の情報コスト及び重複コストが節約される⁴⁷⁾。

このように、インセンティブとモニタリングをキー概念とするエージェンシー理論は、情報

の非対称性や経済主体の相対的な独立性などを取り入れることによって、現実にある様々なエージェンシー関係を分析できる理論にまで発展してきている。新古典派的企業理論とは一線を画するこの理論は、コーポレート・ガバナンス問題の分析に大いに役立つものと考えられる。

三、コーポレート・ガバナンス問題の解決策とその問題点

前節で述べたように、エージェンシー理論におけるコーポレート・ガバナンス問題とは、プリンシパルである株主が、エージェントである経営者に自分の利益にかなった経営を行わせるように、どのようなインセンティブ契約を設計し、またはモニタリングを強化することによって経営者を規律づけるかを考察することである。とくに、企業が経営者の判断や経営手法の過ち、無能などの理由で経営困難に陥った場合にどのようにその経営者を罰するかがコーポレート・ガバナンス構造を考える上で重要な視点の1つとなっており、その場合、伝統的に重要な役割を果たしてきたのは、米国においては企業買収であり、日本では銀行による企業管理であった⁴⁸⁾。以下では、それぞれの役割と問題点について既存研究のレビューを通して検討する。

1. 企業買収

企業買収市場は、株主の利益に沿った外部ガバナンス・メカニズムとして⁴⁹⁾、取締役会、役員報酬制度などの内部ガバナンス(internal governance)の機能を補う役割を果たすとされる⁵⁰⁾。**Jensen and Ruback**によれば⁵¹⁾、企業の支配権を売買される M&A 市場は、フリー・キャッシュフロー(free cash flow)⁵²⁾に対する裁量権をもつ経営者への規律づけを通じて企業経営の健全化を向上させるという。とくに、所有と経営が分離した大規模の会社では、経営者の利己的な行動は企業買収による雇用機会の減少という脅威によって抑制されるなどと、企業買収は経営者に規律を与える一つの重要な要因であるとされている⁵³⁾。このように、エージェンシー理論の枠組みにおいては、企業買収は経営者に規律を与える機能をもつとされている⁵⁴⁾。

企業買収に関する実証研究として、まず挙げられるのは、**Martin and Macconell**である⁵⁵⁾。この研究では、1958年10月から1984年12月の間のデータに基づいてアメリカで行われた720件の企業買収案を考察し、その結果、ターゲット企業は、そのパフォーマンスが同業種の平均より低かったことと既存経営者が更迭される可能性も買収前のパフォーマンスのいかんによって左右されていたことが示された。したがって、この研究結果は、企業買収が企業の経営者を規律づけると主張するものである。**Griffin and Wiggins**は、敵対買収の脅威が財務リストラに関連するかどうかを、1979年から1980年までの間の30社の石油関連企業のデータに基づいて調査を行った⁵⁶⁾。彼らの研究結果によると、敵対買収の脅威は財務リストラやトップ経営者の交代などといった結果をもたらし、したがって、企業買収は経営者に対して規律を与える

ものとされる。さらに、Martin and McConnellの研究結果によると、企業買収の直後に経営者が交代される場合が多い。したがって、企業買収は経営者に規律を与えると主張する。表4に示されたように、企業買収の直後に経営者が交代される比率は41.9%と、買収前の5年間の平均の9.9%をはるかに上回ったことが分かる。

にもかかわらず、市場環境の変化などを背景に、企業買収という対応策には問題点が露呈されるようになった。まずは、企業買収の効果が株式市場の効率性に対する前提のいかんによって全く違うという点である。Schererは、株式市場の効率性という仮定に注目し、その仮定のいかんによって、企業買収の効率性も違ってくることを主張する⁵⁷⁾。株式市場の効率性という前提の下では、株価はどの時点においても、関連するすべての情報を反映する。株価は、長期的にはランダムウォーク(random walk、[数]一点から出発し、各一步ごとに勝手な方向へ進むこと。n歩後の到達距離を求めるのは確率論の典型的問題。物理現象の模型として応用)をたどるという観点に立てば、企業は、非効率であるだけでなく、株価がランダムに決定された結果からも、テイクオーバーの標的になりうる。もしそうならば、テイクオーバーは、効果的な経営者と、非効果的な経営者の双方を罰することにもなる。このことは、テイクオーバーの脅威には抑制効果があるものの、市場についての異なる前提のもとでは、最も適した標的を探すには、必ずしも効率的ではないことを示唆している⁵⁸⁾。

次は、企業買収の経営是正に関する理論的効果が様々な人為的な制限によって現実には実現されにくくなったことである。Shleifer and Summersにおいて、企業買収の多くは、経営手法の是正というよりも経営不振部門の整理に伴う多くの労働者の解雇による利益の向上につながっていると指摘され⁵⁹⁾、企業買収の経済効果に疑問が出はじめた。また、企業買収の脅威は、エージェンシー問題を軽減する一方、その活性化により、経営者による様々な高度の防衛策を増大させたこともわかった。Dann and Deangeloによれば、これらの防衛策の多くは、企業買収から経営者を効果的に守ってきた⁶⁰⁾。さらに、80年代後半以来、多くの州で成立した会社法の改正案によって経営者は、株主にのみではなく、従業員や地域住民など様々な利害関係者(ステーク・ホルダー)に責任を負うようになっており⁶¹⁾、株主から提案された企業買収案を必ずしも受入れるとは限らなくなった。その結果、企業買収の脅威は、企業の長期的な効率性を向上させるとはいえ、実際の買収自体の多くは、必ずしも理論通りに経営者を効果的に規律づけるとは限らなくなった。

表4 turnover とトップ経営者の交代

企業買収 前後	トップ経営者の交代	
	比率	件数
前5年	11.1	28
前4年	11.1	28
前3年	9.1	23
前2年	7.1	18
前1年	11.1	28
後1年	41.9	106
後2年	19	48

出所：Martin, K.J. and J.J.Mcconnell(1991),
 “Corporate Performance, Corporate Takeovers,
 and Management Turnover,” *Journal of Finance*, Vol.XIVI, 2, June ,674.

2、銀行による企業管理

多くの既存研究の結果によれば、日本のメインバンク⁶²⁾は、(1)エージェンシー・コストの削減効果、(2)企業(経営者)に対するモニタリング、(3)企業とのリスクシェアリングの三つの機能を果たすとされる⁶³⁾。以下では、(1)と(2)について検討する。

(1) エージェンシー・コストの削減効果

エージェンシー・コストは、金融取引において取引相手間に情報の非対称性が存在する場合に発生する。所有と経営の分離が一般化するとエージェンシー・コストは高くなる⁶⁴⁾。企業にとって、社債や新株発行を通じて市場の投資家から資金を調達するときに、エージェンシー・コストは資金調達者に転嫁されて資金調達コストを上昇させる⁶⁵⁾。すなわち、企業あるいは経営者と市場の投資家(株主)との間の様々な利害調整がすべて資本市場を介在として生ずるとすると、こうした資本市場の存在は、生じたエージェンシー・コストのすべてをエージェント(資金調達者あるいは企業あるいは経営者)に負担させることになる⁶⁶⁾。このような問題の解決に当たって、メインバンクは企業との長期継続的関係を通じて重要な役割を果たす。久武・大岩によると、資本市場に強い規制が存在するときに、メインバンクは借り手企業についての情報生産を行ってエージェンシー・コストを削減する役割を果たす⁶⁷⁾。このように、メインバンク制では、借り手と貸し手の間に存在する情報の非対称性問題が長期的な取引関係によって解決され、エージェンシー・コストが大幅に引き下げられるのである⁶⁸⁾。

メインバンクによるエージェンシー・コストの削減効果についての研究は、主に以下の二つのアプローチから実証されている⁶⁹⁾。第1のアプローチは、企業の設備投資額を内部資金の量を含めたいくつかの説明変数によって回帰し、メインバンクの有無(あるいは、メインバンク関係の強弱)が内部資金の係数に影響を及ぼしているかどうかを推計するものである。Hoshi and Kashyap and Scharfstein⁷⁰⁾、岡崎・堀内⁷¹⁾、森⁷²⁾が代表的なものである。第2のアプローチは、メインバンクを持つことが企業の負債・資本構成に影響を与えるかどうかを推計するものである。池田・広田⁷³⁾が代表的な研究の一つであろう。いずれのアプローチにしてもメインバンク・システムはエージェンシー・コストを削減する効果をもつと主張する(以上のほかに、Flath⁷⁴⁾、Grundfest⁷⁵⁾、Prowse⁷⁶⁾等)。

(2) 企業の経営者に対するモニタリング

企業に対するモニタリングは、メインバンクが果たしてきた本質的な機能である⁷⁷⁾。メインバンクは企業に対して二通りのモニタリングを行っている⁷⁸⁾。メインバンクは、借入を行う場合の資金提供者たる債権者と株式を発行する場合の資金提供者たる株主との二つの異なるプリンシパルから委託された、エージェントである企業経営者をモニタリングする監視者としての存在である⁷⁹⁾。まずは、他の債権者をプリンシパルとする場合、メインバンクの役割は複数の貸し手を代表して借り手企業についての情報生産を行うことである。メインバンクは、他の貸

し手より大きな融資シェアを有しているため、大きな損失を受けやすい状態にある。したがって、メインバンクにはモニタリングを行うインセンティブをもたらす。メインバンクが多くの貸し手を代表して情報生産を行うことはパレートの意味で効率的である。

第2に、株主をプリンシパルとする場合、メインバンクは企業内部の監視者として経営者の行動を監視する役割を果たしている。日本は欧米と違って、コーポレート・コントロール市場が未発達である故に、株式市場による経営者に対するモニタリング機能は不十分である。したがって、日本企業においては、メインバンクが融資先企業の株式の保有を通じて企業内部の監視者として重要な役割を果たすとされている。このように、メインバンクは、主要な債権者と大株主の委託者としてのパワーを使うことによって、顧客企業のモニタリングに重要な役割を果たす(Aoki⁸⁰、Sheard⁸¹、首藤・松浦・美澤⁸²)。

メインバンクのモニタリング機能に関するいくつかの典型的な実証研究をみてみよう。Kaplan は、トップ経営者の交代・報酬と、企業業績との関係を日米をベースとして比較分析した⁸³。研究の結果によると、企業のトップ経営者の交代と報酬は、企業業績と強く関連しており、日米間に大きな差がない。日本企業では、業績不振に陥ったときに、トップ経営者が解任されるというよりも、引責退任の場合が多く、取締役または相談役として企業内に留まるケースが多い。とはいうものの、業績不振でトップ経営者は更迭され、したがって、銀行にはモニタリング機能があるということを説明している。Kaplan and Minton⁸⁴によると、銀行による役員派遣あるいは大株主による社外取締役の任命は、企業の業績と関連している。経営者が交代される頻度は、日本はアメリカより5倍強と圧倒的に高い。さらに、銀行は企業が財務的状況が困難なときに役員を派遣するが、大株主は一時的な問題が起きたときに役員を送り込む。それぞれの役員は、両方ともモニタリング機能を果たすが、銀行から派遣された役員の方が重要な役割を果たすとされる。したがって、メインバンクは借り手企業の取締役会に役員を派遣することによってモニタリング機能を果たすとされる⁸⁵。銀行から派遣された取締役は、社内昇進者が支配する日本企業にとっては唯一の社外取締役である場合が多い⁸⁶。Sheardによれば、メインバンクを有する借り手企業の取締役会には銀行出身の役員が存在する確率が高く、したがって、メインバンクにはモニタリング機能があると主張する⁸⁷。さらに、例外的な経営者の交代と企業業績との関係を調査したKang and Shivdasaniの研究結果によると、メインバンクまたは大株主を有する企業はそうでない企業より、株価あるいは企業業績が悪化したとき、より頻繁に経営者を更迭する⁸⁸。

このように、メインバンクは、エージェンシー・コストの軽減と、銀行に派遣する役員を通じた企業経営者へのモニタリングという二つの機能を果たすとされる。しかし、現在の多くの日本企業では、実際に企業不祥事が後を絶たないのも現実である。このことは、メインバンクの機能には、限界があることを示唆していると考えられる。

メインバンクによる企業管理という対策には、主に次の二つの問題点が挙げられる。第1に、

市場環境の変化に伴うメインバンクのモニタリング機能の衰退である。青木によると、1970年代中葉以降、メインバンク・システムの全盛時代には有効であった二つの柱となる規制体制(金利規制と国内外で債券発行に関する規制)の整合性と統合性が損なわれてきていることがメインバンクのモニタリング能力の衰退につながっている⁸⁹⁾。すなわち、抵当権設定に頼る長い習慣と証券引受業務から銀行を排除するという規制は、銀行が投資銀行やベンチャー・キャピタルが有するような高度な事前的モニタリング能力を蓄積することを妨げてきた。メインバンクの中間的モニタリングのインセンティブと能力は、債券発行の規制緩和によって負の影響を受けている。そして、メインバンクのレント機会の低下は、費用のかかる処罰・救済活動へのコミットのインセンティブを弱らせ、その結果メインバンクの事後的モニタリング能力を低下させた。

第2に、メインバンクのモニタリング機能の不十分さである。代表的な研究としては、転換社債と企業の収益性との関係を分析した堀内がある⁹⁰⁾。彼によれば、メインバンクを有する企業であるか否かとは関係せず、その企業の収益性は転換社債が発行された以降から有意に低下している。転換社債の発行によって得た資金が経営者により無駄に使用された可能性がある。したがって、メインバンクは効果的なモニタリングを行っていないと思われる。さらに、好川透によると、メインバンクのモニタリングに関する多くの既存研究の結果には、メインバンクと借り手企業との関係、あるいは、エージェンシー・コストを軽減するメインバンクの役割との相関関係が示されたことに留まっており、因果関係が必ずしも明確にされていない⁹¹⁾。

このように、従来(少なくとも高度成長期)は、効果的なモニタリング機能を果たしてきたといわれるメインバンクは、企業環境の変化などによって効果的なモニタリング機能を果たさなくなり、したがって、メインバンクを代替できる新たなモニタリングが必要であると思われる。

四、今後の課題

以上では、所有と経営の分離に起因するいわばコーポレート・ガバナンス問題について検討してきた。コーポレート・ガバナンス問題の解決における企業買収と銀行による企業管理の積極的役割は、多くの実証研究によって立証されたといえよう。もちろん、企業経営が効率よくなされる場合、経営者は企業買収や銀行による管理を恐れる必要はないが、「潜在的にでも、企業買収や銀行管理によって自らの地位が脅かされる可能性があることが経営者に自己規律を与える」⁹²⁾。

しかしながら、コーポレート・ガバナンス問題に対する企業買収と銀行による企業管理の役割に関して、否定的な見解を示した先行研究からも分かるように、主に外部統治のモニタリング(企業買収とメインバンク)機能の強化だけに重点が置かれたこれらの解決策には、いくつかの問題点が見られる。まずは、企業買収の効果が株式市場の効率性に対する前提のいかんによ

って全く違うという点である。第2に、企業買収の経営是正に関する理論的效果が様々な人為的な制限によって現実には実現されにくくなったことである。第3に市場環境の変化に伴うメインバンクのモニタリング機能の衰退である。第4にメインバンクのモニタリング機能の不十分さである。そのため、以上の問題点を踏まえた、次のような対応策が望ましいのではないかと思われる。

第1に、内部統治機構のモニタリング機能を強化することである。取締役会あるいは監査役会の機能を正常化させ、これらの機構に事前・中間・事後的な3段階のモニタリング機能を統合させることである。たとえば、アメリカの場合は、いきすぎた経営者による企業買収の防衛策を是正し、機関投資家の役割を強調すべきである。これに対し、日本の場合は、積極的な社外取締役制度を導入するなどによって形骸化した取締役会や監査役会の本来の機能を回復させ、これらの機構に従来のメインバンクのモニタリング機能を徐々に代替させるべきであると思われる。

第2に、取締役会や監査役会といった組織そのものの内部において、効率的なインセンティブ契約を設計することである。取締役会には本来の取締役会の役割に沿ったインセンティブ契約を、監査役会には本来の監査役会の役割に沿ったインセンティブ契約をそれぞれに設計すべきである。企業組織の構造を細かく分類し、それぞれの構造にマッチしたインセンティブ契約を設計することが何よりも重要であり、そうすることによってはじめて実効性のある企業統治構造が形成されるであろう。

第3に、内部統治機構のモニタリング機能と同該組織そのもののインセンティブ構造を有機的に統合し、いずれの方にも偏らず整合性のあるコーポレート・ガバナンス構造を構築することである。組織の構造にマッチした、最適なインセンティブ契約の設計とモニタリングの強化が統合されるコーポレート・ガバナンス構造こそが21世紀において求められるものである。

<注>

- 1) 欧米諸国におけるコーポレート・ガバナンス議論が活発化するようになった背景として、1)企業不祥事の発生、2)外国人持株割合の上昇、3)機関投資家のプレゼンスの高まり、4)制限された議決権への抵抗、5)いきすぎたM&A防止策、6)コーポレート・ガバナンスが国際競争力に影響するのではないかという疑念、7)経営者の高給などが挙げられる(海老名誠・高宇知敏彦(1998)「欧米のコーポレート・ガバナンスに学ぶ」『富士総研論集』富士総合研究所、第3号、65-70ページ)。
- 2) 前掲、「欧米のコーポレート・ガバナンスに学ぶ」、65ページ。
- 3) 向山敦夫(1999)「わが国のコーポレート・ガバナンス構造と会計制度 「安心」と「信頼」のメカニズム」『経済科学研究所紀要』経済科学研究所、第28号、53ページ。
- 4) リヨンギ(1996)『グローバルな競争時代の韓国企業所有支配構造』韓国開発研究院。
- 5) 前掲、「わが国のコーポレート・ガバナンス構造と会計制度 「安心」と「信頼」のメカニズム」、54ページ。
- 6) 青木昌彦・奥野正寛編(1996)『経済システムの比較制度分析』東京大学出版会、183ページ。
- 7) 財、サービスの取引、契約について私的情報とインセンティブの視点からとらえるのが、企業分析への契約論的アプローチである(前掲、『経済システムの比較制度分析』、98ページを参照されたい)。

- また、Williamson(1989)によれば、契約論的見地には取引費用論(Williamson [1975, 1985]、Klein, Crawford and Alchian [1978]、Grossman and Hart [1986])、チーム組織論(コミュニケーション Marschak and Radner [1972]、及び技術的不分離性 Alchian and Demsetz [1972] に基づく)、契約のネクサス論(Jensen and Meckling [1976]、Fama [1980])、協調ゲーム論(Aoki [1984])などが含まれる(Williamson, O.E.(1989), "The Firm as a Nexus of Treaties : Introduction," in M.Aoki(1989), "Bo Gustafsson, and Oliver E.Williamson(eds), *The Firm as a Nexus of Treaties*, Sage Publications,2 ; (訳)青木昌彦(1989)「契約論的アプローチと日本企業」今井賢一・小宮隆太郎編『日本の企業』東京大学出版会、28 ページ)。
- 8) 伊丹敬之(2000)『日本型コーポレート・ガバナンス 従業員主権企業の論理と改革』日本経済新聞社、17 18 ページ。
 - 9) 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム、コーポレート・ガバナンス原則策定委員会(1997)「コーポレート・ガバナンス原則 新しい日本型企業統治を考える 中間報告」『日本金融新聞』11月22日。
 - 10) 「コーポレート・ガバナンスに関する商法等改正試案骨子」(自由民主党法務部会「商法に関する小委員会」)日本経済新聞、1997年9月9日。
 - 11) 証券取引法研究会国際部会訳編(1994)『コーポレート・ガバナンス：アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理:分析と勧告」の研究』日本証券経済研究所、3 16 ページ。
 - 12) 奥島孝康編(1996)『コーポレート・ガバナンス 新しい危機管理の研究』金融財政事情研究会。
 - 13) 加護野忠男(1996)「コーポレート・ガバナンス」伊藤元重[ほか]編『日本経済事典』日本経済新聞社、778 ページ。
 - 14) 青木昌彦(1995)『経済システムの進化と多元性：比較制度分析序説』東洋経済新報社、102 ページ；青木昌彦・奥野正寛編著(1996)『経済システムの比較制度分析』東京大学出版会、183 ページ。
 - 15) 実際に、利害関係者(ステークホルダー)の扱いについて、市場を通じて各ステークホルダーの利害を調整するのか、経営者の「利害調整機能」に委ねるといふ手法によるのか(経営者の最良権限が広がる)、あるいは利害関係者を企業経営に参加させるという途をとるのかに議論が分かれる(末永敏和(2000)『コーポレート・ガバナンスと会社法：日本型経営システムの法的変革』中央経済社、6 ページ)。
 - 16) 伊藤秀史編(1996)『日本の企業システム』東京大学出版会、3 ページ。
 - 17) 伊丹敬之(2000)『日本型コーポレート・ガバナンス 従業員主権企業の論理と改革』日本経済新聞社、17 27 ページ。伊丹氏は、企業の利害関係者を幅広くステークホルダーとしてコーポレート・ガバナンスの参加者として入れるべきという考えを、ステークホルダー論の落とし穴として指摘しているが、実際に彼自身が従業員をコーポレート・ガバナンスの参加者として入れることがすでにその落とし穴に陥られているといつてよいであろう。
 - 18) 深尾光洋・森田泰子(1997)『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社、9 ページ。
 - 19) OECD 事務局著、経済企画庁調整局訳(1997)『OECD による日本経済への提言：対日経済審査報告書』大蔵省印刷局。
 - 20) 鶴光太郎(1994)『日本の市場経済システム：強みと弱みの検証』講談社、24 ページ。
 - 21) 吉田和男(1993)『日本型経営システムの功罪』東洋経済新報社。榊原英資編(1995)『日米欧の経済・社会システム』東洋経済新報社。
 - 22) 経済企画庁経済研究所編(1998)『日本のコーポレート・ガバナンス：構造分析の観点から』大蔵省印刷局、5 ページ。
 - 23) 前掲、『日米欧の経済・社会システム』。
 - 24) モラル・ハザード(moral hazard)は、本来保険業界の用語である。つまり、保険加入後に、加入者が損害防止努力を怠るなど、保険会社のコストを増やすように自分たちの行動を変える傾向を指して用いられることから、一般的にはなんらかの契約や取決めの後に、意思決定者の利己的な行動と、契約が望ましいと想定する行動との間に相違が生じる状況を意味するものである(神戸大学大学院経営学研究室編(1999)『経営学大辞典』中央経済社、899 ページ)。経済学におけるモラル・ハザードとは、契約の下で当事者間の利害が異なるために発生し、相手が契約事項を遵守しているかどうか分からないために存続する非効率的な行動を指すものであり、とくに一方の当事者(エージェント)が他方の当事者(プリンシパル)に代わって行動するよう要請されるエージェント関係の中で、エージェントとプリンシパルとの利益の不一致やエージェントがどれだけよく働いたかあるいは正直であったかをプリンシパルが容易に評価できない場合に頻りに発生するものである(前掲、『組織の経済学』、214 ページ)。
 - 25) この問題への関心を最初に喚起したのはバーリとミーンズの実証研究の結果である(前掲、『経済システムの比較制度分析』、185 ページ)。
 - 26) 青木・伊丹(1985)によると、新古典派的企業理論をも含む伝統的な諸企業理論にはいくつかのバリ

エーションがあるが、(1) 企業は市場をとおして供給される様々な投入物を組み合わせ、市場で販売しうる産出物を生産する、いわば技術的なブラック・ボックス(black box)として扱われうる(この投入物の組み合わせと産出量の関係は与件として扱われる)、(2) この技術的關係において可變的とみなしうる投入物の価格はいずれも企業の外部にある市場において決定される、というような想定を共通の立脚点としており、いずれの場合にも、企業は、一つの管理組織の下にある生産的資源の集合体で、購入市場から入手する財やサービスにおもに技術的な変換をして市場で販売する経済主体であるとされている。(青木昌彦・伊丹敬之(1985)『企業の経済学』岩波書店、2-19ページ)。

新古典派的企業理論において、不確実性の存在を捨象すると、利潤最大化は株価の最大化を意味するものである。というのは、利潤は株主に帰属するとの仮定の下、また、不確実性の不存在的ないし不確実性が存在しても株主たちが理想的なリスク分散を金融市場において行いうるという条件の下で、利潤最大化仮説は、株価最大化仮説としてより具体的に再定式化されうるからである。(前掲、『企業の経済学』、153ページ)。

これは、所有と経営が統一された株式形態の企業においては明白であろうが、所有と経営が分離している株式会社においても同様のことがいえる。なぜなら、株主による企業統治は完全であるからである(小田切宏之(2000)『企業経済学』東洋経済新報社、58ページ)。

すなわち、完全市場と完全情報との前提下、プリンシパルである株主は、エージェントである経営者の経営手法やその行動を完全に監視監査できるばかりでなく、経営者への報酬をもその経営実績に直接に連動させることができる。経営者は株主の利益を最大化するように意思決定し、利潤最大化、ひいては株価最大化を図らなければならない。そうでなければ、株主総会で株主たちによって罷免される。したがって、エージェントである経営者の利己的な行動が完全に回避され、株主の利益になかった経営が行われる。いわゆる代理人問題は完全に解決されるのである。

27) 青木昌彦(1989)『日本企業の組織と情報』東洋経済新報社、11ページ。

28) Fama, E. and M.Jensen(1983), "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*," Vol.1.26, 301-325.

29) エージェンシー関係(代理人関係)とは、プリンシパルとよばれる経済主体が自己の目的を達成するための行為をエージェントとよばれる経済主体に委託することによって生ずる代理人関係という。この代理人関係は実は一種の契約である(ここでいう契約とは、会社法に基づいて法的な効力を持つ、完全に明文化されている契約を指す)。新古典派的企業理論では、この種の契約は完備契約(complete contract)にほかならない。完備契約の下では、あらゆる可能な状況それぞれについて各当事者 プリンシパルとエージェント が何をすべきかが正確に指定されており、また、それぞれの事態(契約違反が生じた事態も含む)において発生する費用と便益の配分方法が、各当事者にとって契約の遵守が最適となるように調整されており、したがって、株主と経営者との間の当初の計画が効率的であれば、完備契約によって計画が達成され、効率的な結果がもたらされる(前掲、『組織の経済学』、134ページ)。

30) Eisenhardt, K.M.(1989), "Agency Theory: An Assessment and Review," *Academy of Management Review*, Vol. 14, 57-74.

31) 前掲、『日本企業の組織と情報』、17ページ。

32) 同上、17ページ。

33) 前掲、『組織の経済学』、214ページ。

34) ただし、プリンシパルは生起する環境条件を事後的には確認しえないとはいえ、インセンティブ契約の設計にあたって、環境条件の確率分布についてはなんらかの事前(主観的)情報を有しているものとする(前掲、『日本企業の組織と情報』、15ページ)。

35) 前掲、『日本企業の組織と情報』、13ページ。

36) 前掲、『日本企業の組織と情報』、15ページ。

37) 前掲、『経営学大辞典』、900ページ。

38) 前掲、『組織の経済学』、227ページ。

39) 岡偉(1999)「国有企業經理道德風險程度の決定因素」『経済研究』(中国語) 第2期、4ページ。

40) 詳しくは、前掲、『組織の経済学』、244 - 245ページを参照されたい。

- 41) 前掲、『組織の経済学』_α、202 ページ。
- 42) 前掲、『組織の経済学』_α、202 ページ。
- 43) 前掲、『組織の経済学』_α、202 ページ。
- 44) 前掲、『組織の経済学』_α、265 ページ。
- 45) Fama, E.(1980), “Agency Problems and Theory of the Firm,” *Journal of Political Economy*, Vol.88, 2
- 46) 詳しくは、青木昌彦、ヒュー・パトリック編；東銀リサーチインターナショナル訳(1996)『日本のメインバンク・システム』東洋経済新報社、129 - 166 ページと前掲、『経済システムの比較制度分析』_α、221 - 245 ページを参照されたい。
- 47) 前掲、『日本のメインバンク・システム』_α、133 ページ。
- 48) 青木昌彦(1992)「企業経営者を律するのは何か」『日経ビジネス』第 635 号、121 ページ。
- 49) Jensen, M.(1984), “Takeovers: Folklore and Science,” *Harvard Business Review*, November-December, 109-121.
- 50) 胥鵬(1998)「日本企業のコーポレート・ガバナンス」『社会科学研究』東京大学社会科学研究所紀要、東京大学社会科学研究所、第 50 巻、第 1 号、73 ページ。
- 51) Jensen, M. and R. Ruback(1983), “The Market for Control : The Scientific Evidence,” *Journal of Financial Economics*, Vol.1.11, 5-50. また、フリー・キャッシュフローとは、企業の税引後営業利益に減価償却費を加え戻したもものから、運転資本の増減、資本的支出、経営権への投資、その他資産の純増を控除したものである(前掲、『経営学大辞典』_α、827 ページ)。
- 52) フリー・キャッシュフローとは、企業の税引後営業利益に減価償却費を加え戻したもものから、運転資本の増減、資本的支出、経営権への投資、その他資産の純増を控除したもものことである(前掲、『経営学大辞典』_α、827 ページ)。
- 53) Fama は、経営者の労働市場が経営者に規律を与える要因として、内的監視措置(internal monitoring devices)、外的監視措置(external monitoring devices)と企業買収(outside takeovers)の三つを取り上げている。詳しくは、前掲, “Agency Problems and Theory of the Firm,” *Journal of Political Economy*, Vol.88, 2、を参照されたい。
- 54) エージェンシー理論の枠組み内において企業買収問題を扱った研究について、Jensen, M.(1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers,” *American Economic Review*, Vol.76, May、などを参照されたい。
- 55) Martin, K.J. and J.J. Macconell(1991), “Corporate performance, corporate takeovers and management turnover,” *The Journal of Finance*, Vol.1.XIVI, 2, June, 671-688.
- 56) Griffin, J.M. and S.N. Wiggins(1992), “Takeovers : Managerial Incompetence or Managerial Shirking?” *Economic Inquiry*, Vol.1.30.
- 57) Scherer, F.M.(1988), “Corporate Takeovers : The Efficiency Arguments,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol.2, 1, 69-82.
- 58) 前掲、『コーポレート・ガバナンスと IR 活動』_α、45 ページ。ここは、Scherer(1988)に対する好川透の理解に基づいたものである。
- 59) Shleifer, A and L. Summers(1988), “Breach of Trust in Hostile Takeovers,” in Alan Auerbach(ed.), *Corporate Takeovers : Causes and Consequences*, University of Chicago Press
- 60) Dann, L. and H. Deangelo(1988), “Corporate Financial Policy and Corporate Control : A Study of Defensive Adjustments in Asset and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, Vol.1.20, 87-127.
- 61) 前掲, 「企業経営者を律するのは何か」_α、121 ページ。
- 62) メインバンク関係とは明示的な契約に立脚したのではなく、せいぜい当事者間の implicit な合意に基づいて成立しているに過ぎない。多くの場合、(1)最大の融資比率、(2)株式の保有、(3)役員への派遣、(4)経済サービスの提供や社債発行への関与等の総合的な取引関係にある、(5)取引関係が長期継続的である、といった stylized facts を充足する銀行を指してメインバンクであると見なす(久武昌人・大岩保宏(1999)『「メインバンク」の機能とその低下』通商産業研究所、34、6 ページ)。
- 63) 前掲、『「メインバンク」の機能とその低下』_α、7 ページ。
- 64) 中谷巖(1996)『日本経済の歴史的転換』東洋経済新報社、169 ページ。

- 65) 前掲、『「メインバンク」の機能とその低下』、7ページ。
- 66) 倉沢資成(1989)「証券：企業金融理論とエイジェンシー・アプローチ」伊藤元重・西村和雄編『応用ミクロ経済学』東京大学出版会、93ページ。
- 67) 前掲、『「メインバンク」の機能とその低下』、32ページ。
- 68) 前掲、『日本経済の歴史的転換』、167-172ページ。
- 69) 前掲、『「メインバンク」の機能とその低下』、11-14ページ。また、メインバンクによるエイジェンシー・コストの削減効果についての理論的研究は、以下を参照されたい。大庭竜子・堀内昭義(1990)「本邦企業のメインバンク関係と設備投資行動について 論理的整理」『金融研究』第9巻第4号；武田真弥彦・カーミット＝シェーンホルツ(1985)「情報活動とメインバンク制」『金融研究』第4巻第4号；前掲、「証券：企業金融理論とエイジェンシー・アプローチ」。
- 70) Hoshi, T. and A. Kashyap and D. Scharfstein(1991), "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence From Japanese Industrial Groups," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.106, 33-60.
- 71) 岡崎竜子・堀内昭義(1992)「企業の設備投資とメインバンク関係」『金融研究』第11巻第1号。
- 72) 森昭彦(1994)「企業の設備投資とメインバンクの役割 情報理論に基づく実証的考察」『フィナンシャル・レビュー』第33号。
- 73) 池尾和人・広田真一(1992)「企業の資本構成とメインバンク」堀内昭義・吉野直行編『現代日本の金融分析』東京大学出版会。
- 74) Flath, D.(1993), "Shareholding in the Keiretsu, Japan's Financial Groups," *Review of Economics and Statistics*, Vol.75, 2, 249-257.
- 75) Grundfest, J.A.(1990), "Subordination of American Capital," *Journal of Financial Economics*, Vol.27, 89-114.
- 76) Prowse, S.D.(1990), "Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behavior in the United States and Japan," *Journal of Financial Economics*, Vol.27, 43-66.
- 77) 前掲、『日本経済の歴史的転換』、167ページ。
- 78) 前掲、『「メインバンク」の機能とその低下』、8ページ。
- 79) 前掲、『「メインバンク」の機能とその低下』、8ページ。
- 80) Aoki, M.(1990), "Toward an Economic Model of the Japanese Firm," *Journal of Economic Literature*, Vol.28, 1-27.
- 81) Sheard, P.(1989), "The Main Bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan," *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol.11, 399-422.
- 82) 首藤恵・松浦克己・米沢康博(1996)『日本の企業金融 - 変化する銀行・証券の役割』東洋経済新報社。
- 83) KaPlan, S. (1994), "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States," *Journal of Political Economy*, Vol. 102, 510-546.
- 84) Kaplan, S. and B. Minton (1994), "Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers," *Journal of Financial Economics*, Vol. 36, 225-258.
- 85) 1993年の日本の上場企業2131社では、1556人の取締役と509人の監査役が銀行の元役員あるいは現職役員であった(岸田雅雄(1996)『ゼミナール会社法入門』日本経済新聞社)。
- 86) 前掲、『コーポレート・ガバナンスとIR活動』、53ページ。
- 87) Sheard, P.(1994), "Bank Executive on Japanese Boards," *Monetary and Economic Studies* (Bank of Japan), Vol. 12, 85-121.
- 88) Kang, J-K. and A. Shivdasani (1995), "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan," *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, 29-58.
- 89) 前掲、『日本のメインバンク・システム』、159-162ページ。
- 90) 堀内昭義(1994)「日本におけるコーポレート・ガバナンス そのメカニズムと有効性」『金融研究』第13巻第3号。
- 91) 前掲、『コーポレート・ガバナンスとIR活動』、58ページ。
- 92) 前掲、「企業経営者を律するのは何か」、121ページ。