

中国国有企業の株式会社化に関する法と経済学分析

XU, Peng / 胥, 鹏

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

経済志林 / The Hosei University Economic Review

(巻 / Volume)

65

(号 / Number)

4

(開始ページ / Start Page)

127

(終了ページ / End Page)

155

(発行年 / Year)

1998-03-30

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00002557>

中国国有企業の 株式会社化に関する法と経済学分析

胥 鵬*

1. はじめに

中国国有企業の赤字問題は、長い間中国の経済当局を悩ませてきた。最近、この問題を解決するために国有企業の株式会社化政策が打ち出された。この政策は、国有企業を行政から完全に独立させることという点が大きく評価されるべきである。この論文の主な目的は、コーポレート・ファイナンスとコーポレート・ガバナンスの両側面から、国有企業の株式会社化を分析し、売り出される国有企業の最適自己資本比率について法と経済学のアプローチで分析を行うことである。

伝統のコーポレート・ファイナンス理論では、株式が企業価値に対するオプションまたは会社の残余利益請求権として定義される。この考え方は、貿易船が航海ごとに清算され、またはインサイド株主が自動的に残余利益を受け取るといったモデルに基づいたものである。株式に付与された残余利益請求権が有効に行使される前提条件は、株主総会は十分に機能し、経営者の行動を直接コントロールできることである。

Jensen and Meckling (1976) では、公開企業におけるアウトサイド株主が所有する株式が、残余利益請求権ではなく、オーナー経営者の自由裁

* 日本、アメリカおよびイギリスのコーポレート・ガバナンスの部分については、胥 (1995a), (1995b), (1996), (1997a) と (1997d) による部分が大きい。

量配当を受け取る権利に過ぎないというアイデアを提示し、オーナー経営者の持株比率こそが配当を支払うインセンティブ装置であると分析された。また、Eastbrook (1984) では、持続的増配とエージェンシー・コストが大きく関連するという仮説は提示された。その後、Jensen (1986) では、使途が経営者の自由裁量下にあるフリー・キャッシュであるため、自己資本収益こそエージェンシー・コストの主な原因であると挙げられた。上記の論文は、いずれも株主総会が機能しないことを意識したものである。

では、なぜ株主総会が機能しないのか。この論文は、コーポレート・ガバナンスから公開大企業の株主総会が機能しない理由について分析し、株主総会が機能しない公開大企業における有効な経営者インセンティブのあり方を分析する。株主総会が機能しなければ、株式は経営者にとってソフトな制約に過ぎない。一方、債務不履行に陥った企業の経営者は、企業倒産で現在の地位、将来の信用を一斉に失い、再就職先すら確保できなくなってしまう。したがって、株式と比べて負債はハードな制約であり、経営者に規律を与える意味で有効である。最終的に、経営者のインセンティブ報酬と負債比率をデザインすることによって、最適な経営者インセンティブ、すなわち、企業価値の最大化、国営企業の売り出しから得られる財政収入の最大化が実現されるのである。

2. 会社法によるインセンティブの限界

先進国の会社法に共通するものは、株主総会と取締役制度である。若干異なる点があっても、株主は株主総会で投票を通じて取締役を任免し、場合によっては取締役の報酬と利益処分を承認する。また、一定の条件の下で株主は代表訴訟で取締役の違法行為を追及することができる。さらに、社内取締役の行動を監査したり、利益相反取引をチェックしたりする監査役または社外取締役制度も設けられている。以下は、このような会社法によるインセンティブが機能するかどうかを分析したい。

2.1 株主のフリー・ライダー問題

まず、ある株主が個人の費用負担で取締役をモニタリングするときに、株主全員は利益を得ることになるため、深刻なフリー・ライダー問題が生じてしまう。例えば、株主代表訴訟の場合は、株主が広く分散した場合のモニターにおけるフリー・ライダー問題も無視できない。株主として経営者の行動をモニターしたり、株主代表訴訟で経営者を訴えたりすることには膨大なコストが伴う。すると、仮にこのような行動が株価を高めるとしても、高々数千株のためにすべてのコストを負担して、経営者の行動を正す株主はどこにもいないはずである。したがって、株主代表訴訟は、経営者の違法行為を抑止する意味でインセンティブ装置として有効に機能しないのである。

Schleifer & Vishny (1988) では、以下のように株主のフリー・ライダー問題が分析された。まず、無能な経営者を解任したり、経営者の行動が株主利益重視の経営方針から逸脱しないように経営者に脅威を与えたりすることのためにコストがかかるでしょう。例えば、ある株主 L はモニタリング費用 $C(I)$ を負担して、 I の確率で株式総価値を Z だけ増加させる機会を発見することができる。ここで、 $C'(I) > 0$, $C''(I) > 0$, Z は 3 分の 1 の確率でそれぞれ 10, 20 と 30 になるとする。また、株主 L が公開買付けで過半数の株式を取得し、すなわち企業経営コントロール権（既存の経営陣を解任するには過半数の株主の同意が必要）を手に入れてから株式価値の増大がはじめて実現される。さらに、現在の株式時価総額は 0、株主 L は確実に乗っ取りが成功すれば経営効率の改善で株式時価総額が Z になることを知っているが、ほかの株主は L の公開買付け価格 ν から条件つき確率で乗っ取りが成功した後の株式時価総額を推定する。なお、情報が対称的なケースについては Grossman & Hart [1980] を参照されるとよい。

L の持株比率を 0.2 とすると、他の株主が公開買付けに応じるインセン

タイプを与えるために、公開買付け価格 ν は他の株主の条件つき期待株式価値 $E(Z | 0.5Z - (0.5 - 0.2)\nu \geq 0)$ 間には

$$\nu - E(Z | 0.5Z - (0.5 - 0.2)\nu \geq 0) \geq 0$$

が成立しなければならない。でなければ、公開買付けに応じるより乗っ取りの成功にフリー・ライダーしたほうは利益が多い。ただし、すべての株主はリスク中立的であるとす。均衡において、 Z が20以上のとき L は公開買付け価格25で3割りの株式を購入し、 $0.5Z - (0.5 - 0.2)25 (> 0)$ だけの利益を手に入れる。他方、 Z が10の時には、公開買付け価格20では利益を得られないので、公開買付けを行わない。

L の持株比率が0.4に増加すれば、まず、公開買付け費用 $(0.5 - 0.4)20$ に減少する。 Z が10の時には、 L は乗っ取りを仕掛けて利益を得ることができる。これは2つの効果によるものである。まず、買付け価格が一定でも持株比率が増加すれば買付け費用は減少する。もう1つは、持株比率の増加が他の株主の期待株式価値を低下させる。その結果、 L の持株比率が増加すると、 L のモニターリング I が増加する。このように、株式が少数の株主に集中的に所有されるより零細に分散する場合には、経営者をモニターリングしたり、買付けで経営者に脅威を与えたりすることは一種の公共財になり、経営に対するモニターリングは過小供給されてしまう。なお、詳しい分析についてはオリジナルな論文を参照されたい。

実際に、株主が事前に経営者の行動をモニターし、その不正を立証して株主代表訴訟を起したケースはほとんど見当たらない。むしろ、GEのスキャンダルが警察または検察に告発された後の株主代表訴訟、最近日本での証券会社の損失補填、ゼネコンの贈収賄が露呈した後に起された株主代表訴訟に見られたように、司法当局の調査が有力な証拠が簡単に利用できるケースが多い⁽⁴⁾。また、GEの場合は、株主が利益を得たというよりも、弁護士が連邦政府の調査に便乗し、漁夫の利を得たのである。

株主のフリー・ライダー問題を解決するために、弁護士に損害賠償請求

額に比例する弁護士費用を支払うことが提案されているが、これによって「株主代表訴訟屋」による株主代表訴訟の濫用が懸念される。まず、弁護士の利益⁽²⁾が必ずしも株主の利益に一致しないため、株主代表訴訟制度は、弁護士のインセンティブ及び弁護士の行動をモニタリングすることにおける株主のフリー・ライダー問題を無視したまま、弁護士と株主との委任関係を新たに株主と取締役の委任関係に持ち込み、委任関係をさらに複雑化する。Romano (1993)⁽³⁾の研究によると、弁護士はリスクを侵して勝訴して株主に金銭的な救済をもたらすことに関心が薄く、むしろいかに和解をして確実に弁護士料を稼ぐかのインセンティブが強い。最近のカリフォルニア州の弁護士による法律提案からもわかるように、弁護士は誰よりも株主代表訴訟の旨味をちゃんと理解しているのである。

このような弁護士のモラル・ハザードを防ぐために、確かにアメリカでは株主による和解に対する不服申し立てを含めて、いろいろな手段が講じられている⁽⁴⁾。ところが、ここでフリー・ライダー問題がもう一度生じることになる。たかだか数千株しか所有しない株主が、和解の内容、その妥当性及び新しい代理人の弁護士の行動をモニタリングするインセンティブを持つのだろうか。結局、株主代表訴訟制度は弁護士のインセンティブを無視したため、株主のフリー・ライダー問題をすり替えただけで終わり、決してモニタリングにおけるフリー・ライダー問題を解決する有効手段ではない。最適なモニター費用と便益の分配方法は非常に複雑な問題であるだけに、慎重かつ綿密な分析が不可欠である。また、経営判断の原則は株主代表訴訟の濫用に対する反省ともいえよう。

以上のように、零細株主が経営者の行動をモニターするインセンティブに欠けることに対して、機関投資家などの大株主は、経営者の行動を正すインセンティブを持つことが知られる⁽⁵⁾。ただし、大株主は株主総会で投票して自分の意見を表明するより、経営者との直接交渉で問題の解決を図る。大株主が有効に経営者に圧力をかけられる拠り所は株主議決権であり、株主議決権の本質は零細株主の運命を株主総会ではなく経営者の行動を有

効に正す大株主に託すのである。他方、零細な株主は、自腹で経営者の行動をモニターしたり、株主総会に出席して経営者の行動を正したりするインセンティブを持たないのである。

株主代表訴訟に限らず、株主の権利を行使する際に費用が伴う場合には、このフリー・ライダー問題が無視できない。これこそ株主総会形骸化の最大の原因である。株主総会の形骸化は、日本だけでなくイギリスでも見られる (Sherindan and Kendall (1992) を参照)。したがって、会社法で想定されている株主総会の役割は単なる神話に過ぎず、形骸化はむしろ当然であり、騒ぐに値する問題ではない。また、国有企業の株式社会化過程においては、株主のモニタリングによるインセンティブを期待することに慎重が期される。

2.2 監査役または社外取締役制度は機能しない

アメリカでは、州によって株主総会の権限が大幅に取締役会に委譲されているケースが多い。たとえば、日本の商法上株主総会の承認事項として規定されている利益処分と役員報酬の決定などが挙げられる。そのために、利益相反取引の手続きとして、社外取締役の役割が重視されるようになってきた。竹下 (1993) によると、アメリカでは、ニューヨーク証券取引所は、1956年に新規上場会社について、独立の取締役を少なくとも2名を有するように求め、1978年からすべての上場会社が社外取締役のみからなる監査委員会を有すべき旨を求めてきた。社外取締役は、業務執行を除いて取締役の職務権限を与えられる。義務づけられた監査委員会は会社の財務資料、その内部ガバナンス制度及び会社会計監査人の独立性を定期的に監査する。

イギリスでは、キャドベリー・レポート⁶⁾が、経営から独立した立場にある業務執行を担当しない取締役 (non-executive) は業務担当役員 (executive) の業務執行を監督する役割を担うと提言し、大会社では監査委員会、指名委員会と報酬委員会を設置すべき⁷⁾とを提案する。これらの提

案は、アメリカのコーポレート・ガバナンスから強い影響を受けた。日本では、(社内)取締役の適法監査を行う監査役性制度が設けられている。

すると、インセンティブ装置として、前述した株主のモニタリングのほかに、監査役又は社外取締役のチェック機能が加えられる。監査役または社外取締役が有効に社内取締役の行動をモニタリングするインセンティブを与えるために、内外の商法で監査役または社外取締役の中立性が要求される。例えば、日本の商法における監査役は、取締役からの中立性(独立性)が求められる。商法特例法一八条一項では、大会社の監査役は、三人以上でそのうち一人は、その就任前の五年間会社またはその子会社の取締役、または支配人、その他の使用人でなかったものでなければならない。

アメリカでは、アメリカの法律協会が、コーポレート・ガバナンスの原理で、大公開会社⁽⁸⁾の取締役会は、その構成員の過半数を会社の上級執行役員と重要な関係を持たない取締役によって構成されなければならない、と勧告⁽⁹⁾している。重要な関係とは、現在または最近2年間当該会社と雇用関係があるまたはあった、役員又は最近2年間に雇用された元役員の近親者、当該会社と取引などの利害関係を持っており又は最近2年間に持ったことである⁽¹⁰⁾。監査委員会については、構成員は少なくとも3人以上の会社と雇用関係を有せず、かつ直近の過去2年間においても会社と雇用関係を有しなかった取締役でなければならない、さらに構成員の過半数は会社の上級役員と重要な関係を有しないものでなければならないと勧告されている。また、指名委員会と報酬委員会は、会社の役員または従業員を兼任していない、かつ会社の上級執行役員と重要な関係を有しない者が過半数を占める構成員によって構成されなければならない。

イギリスのキャドベリー・レポートは、公開会社で取締役会が最低3人の業務を担当しない取締役によって構成されなければならない、その過半数が取締役としての報酬や株式の所有を除いて、経営から独立しており、その公平な判断を阻害しない程度の営業上の関係を持たないものでなければならないと提案する。

よくわからないのは、要求される独立性が監査役又は社外取締役インセンティブを与えるかどうかということである。監査役または社外取締役が事前に経営から独立性を持つことは、積極的に役員と結託して株主の利益を害するインセンティブを持たないことに過ぎず、自主的に株主の利益を代表して自分の役割を果たすインセンティブを与えるものではない。既に説明したように、監査役または社外取締役の場合も株主のモニタリングによるインセンティブが機能しないため、唯一考えられるインセンティブ装置は、インセンティブ報酬である。ただし、中立性が要求されるため、非常勤である社外取締役のインセンティブ報酬は極めて限られたものである。

監査役または社外取締役の理念は巷で語られているが、その実態は案外に知られていない。また、実態に目を向けようとするものも多い。では、監査役または社外取締役は理念ではなく実態でどのような役割を果たしているのか。久保利（1995）で指摘されたように、取締役会自体が形骸化しているため、監査役が一人も常務会などの重要会議に出席していない会社は半分以上にも達する。最近、野村証券と第一勧業銀行の利益供与事件においては、社外監査役も監査役も監査役の業務監査権、調査権を楯に取締役の不正行為を自ら調査したことは一切見られなかった。蟹江（1997）に指摘されているように、野村証券と第一勧銀の監査役会が監査報告書に利益供与という取締役の職務遂行に関する不正の行為があった事実を報告するかどうかは、監査役存在意義を問う試金石になる。情報の入手可能性などの制約で事前に取締役の不正行為を差し止めることはできないかもしれないが、重大な疑惑が持たれている時点は、監査役にとって唯一の自分の責任を果たすことができる場であるにもかかわらず、ほとんどの監査役は何もせず静観していた。こんな監査役に何を期待することができるというのか。

米国の社外取締役については、メイス（1986）のケース・スタディーを嚆矢に分析が行われてきた。メイス（1986）の分析によると、実質的にトップ経営者に選任される社外取締役は、よほどの危機的状況ではない限り、

取締役会で役員の実任を追及したり、最高責任者を解任したりしないのである。また、日本の株式の持合いと同様に、米国では社外取締役の“座り会い”現象も興味深い⁽¹¹⁾。イギリスでは、91年に起こった一連の企業スキャンダルは、イギリスでも社外取締役がトップ経営者の不正をチェックする機能が完全に働かなかったことを示唆する⁽¹²⁾。

霍見(1993)によると、1992年のIBM、GMなどのトップ経営者が解任されたり勇退させられた造反劇においては、社外取締役が自ら進んで自分の責任を果たすよりも、大株主に尻を叩かれてようやく重い腰を上げるのである。Jensen(1993)は前述した取締役会による解任が遅すぎて、むしろアメリカ企業の内部ガバナンスの失敗例として捉えるべきと主張する。このようなアメリカのマスコミでニュースとして取り上げられる記事を読んで、社外取締役を導入すべきとの主張は、三越の元社長岡田茂が解任された記事から日本の取締役会制度に見習えと主張することと同様である。

これらのケース・スタディーの結果は、現行の監査役または社外取締役の制度は、コストがベネフィットを上回るにもかかわらず、無理に押し付けられた形式的なものにすぎず、取締役を監査することについては何も役割を果たさないことを示唆する。さらに、念頭において欲しいのは、アメリカの社外取締役制度の普及は、株主代表訴訟の防波堤として使われている点である。これは、中立的な社外取締役が多数を占める委員会が承認した経営政策及びその執行が経営判断の原則に固く守られるからである。アメリカにおける社外取締役の普及は、法規制が作り出した需要という一面を無視してはならないのである。

少しでもこのような社外取締役または監査役の実態に目を向ければ、監査役又は社外取締役の理念に対して、疑念を呈さざる得なくなる。実際にも、内外の法学者、経済学者と経営学者から、内外の社外取締役または監査役制度に共通する以下の問題点が指摘される。まず、監査役又は社外取締役が善良たる管理者の注意をもって職務を遂行するインセンティブはどこにあるのか。第二に、取締役が監査役又は社外取締役に情報を提供する

インセンティブはどこにあるのか。

監査役または社外取締役に十分なインセンティブが与えられていないことについては、アメリカで社外取締役の持株比率が低くて報酬も少ないことも指摘されている。すると、仮に違法行為に対する罰金が強化され、違法行為による外部性が内部化されても、取締役の不正行為を正すインセンティブがないのである。アメリカでは、この問題を解決するために、いくつかの会社は現金給与を社外取締役に渡す代わりに、自社株を渡すように給与システムを切り替えた⁽¹³⁾。日本では、仮に監査役の金銭的インセンティブが強化されても、会社に対する罰則、とりわけ、罰金刑が軽すぎる現状が続くかぎり、問題は何も解決できないであろう。

第二点については、取締役が意図的に不正の行為を行おう、また組織ぐるみで不正な行為を行おうとする時に、監査役にその情報を伝えるインセンティブは全くないのである。英米の社外取締役は、年数回しか取締役会に出席しないため、業務執行役員の業務執行に関する情報をなかなか把握できない。

ケース・スタディーのほかに、80年代以降、計量分析を中心にアメリカ企業における社外取締役の役割に関する実証分析が綿密に行われてきた。目的は、社外取締役が優勢を占める企業におけるCEOの更迭と企業業績との相関及びCEOの報酬と企業業績との相関は、その他の企業より強いかどうか、また、社外取締役が優勢を占める企業の経営業績もその他の企業より優れるかどうかをテストすることである。

まず、社外取締役の役割を評価するために、MacAvoy, etc. (1983) は取締役会の構成がアメリカ法律協会 (ALI) の勧告基準を満たすサンプル企業と、その基準を満たさないサンプル企業の会計利益、売上高及び株式投資収益率などの経営パフォーマンスを比較した。両者の間に統計的に有意の差が見当らなかつた。彼らの結論に対して、業績不振の企業が外部取締役を迎えて助言を求めるインセンティブが強いという傾向があるため、バイヤスを除外しなければならない、と Hermalin and Weisbach (1987)

は反論した。

Weisbach (1988) が企業の取締役会の構成がトップ経営者⁽¹⁴⁾の更迭及び報酬の企業業績との関連に与える影響を計測した。結論は、外部取締役が多数となる企業におけるトップ経営者の更迭と経営業績との関連が、他のタイプの企業より強いということである。よって、社外取締役が優勢を占める企業では、内部ガバナンスが働く、と主張されている。また、取締役会メンバーの持株とモニタリング・インセンティブとの関連⁽¹⁵⁾に関する分析も行われた。取締役会メンバーの持株比率が高ければ高いほどトップ経営者の更迭と経営業績との関連がより強くなる事実は見当らなかった。Weisbach (1988) の結論と正反対に、Denis and Denis (1995) は、経営不振に陥った企業のトップ経営者の解任は、取締役会の圧力よりも、大株主の圧力と買収の圧力で行われたものが圧倒的に多いと主張した。この結果は、メイス (1986) で報告された取締役はトップ経営者を選任・解任しないという事実と整合的である。

引き続き、Hermalin and Weisbach (1991) は取締役の持株比率などの要素をコントロールしながら、企業業績と取締役会の構成との関連を分析した。有意の相関は発見されなかった。また、社外取締役の割合とインサイダー持株比率の間に、負の相関が発見された。社外取締役によるモニタリングと持株によるインセンティブの間に、トレード・オフが存在するのではないか、と推論されている。

残念ながら、大株主の有無をコントロールしながら、取締役会の構成の影響を分析した実証研究はまだ少ない。現在の段階で社外取締役の機能を期待することは時機尚早である。また、上述したサーベイからわかるように、取締役会の構成の効果について、実証分析の評価がまちまちである。とくに、取締役会の構成が経営業績に対する影響を確認した肝心な実証分析は見当らない。したがって、社外取締役の機能を過大に期待することは禁物である。でなければ、既に説明したように砂の楼閣を増築することになりかねない。

今後、中国の公司法改定に関しては、監査役または社外取締役を任意の機関として勧告し、制度の採用を取締役に委ねることが望ましい。監査役または社外取締役の制度は、ベネフィットがコストを上回れば、法律スタンダードさえを与えれば、自ずと普及するであろう。

2.3 経営判断の原則

株主が取締役の違法行為を事前に差し止めたり、代表訴訟で取締役の違法行為による賠償責任を追及したりすることができるからと言って、株価が下がった、経營業績が悪化した、大型投資が失敗したなどの経営者の経営判断が裏目に出た場合、全部一々取締役が善管注意義務を怠って会社に損害を与えたとして経営者の責任を追及することができるのだろうか。

アメリカでは注意義務違反について、経営判断の原則が適用され、取締役の責任が否定されることが多い⁽¹⁶⁾。経営判断の原則とは、アメリカの判例法上発展してきた法理であり、アメリカ法律協会のコーポレート・ガバナンスの原理第4.01条の(c)は「取締役または役員は、誠実に経営判断をなす場合、当該取締役または役員が、(1)経営判断の対象に利害関係を有せず、(2)経営判断の対象に関し、当該取締役または役員が当該状況の下で適当であると合理的に信ずる程度に知識を有し、かつ、(3)当該経営判断が会社の最善の利益に合致すると相当信じたときは、同条(a)で規定される「会社に対し、誠実に、会社の最善の利益に合致すると信ずる方法で、かつ、通常の慎重な者が同様の地位において類似の状況の下で尽くすことを合理的に期待される注意をもって、その職務を遂行する義務」を履行するものとされると規定する。ただし、取締役または役員的不作為とその他の法令違反の場合は、経営判断の原則は適用されない⁽¹⁷⁾。さらに、同条(d)で取締役または役員の行為を注意義務に関して問題とする者は、「注意義務の違反を証明する責任を負い、損害賠償訴訟では、当該違反が会社の蒙った損害の法的原因であることを証明する責任を負う」と原告に立証の義務を課す。

経営判断の原則が適用される条件からわかるように、単なる抽象的な善管注意義務違反ではなく、利益相反取引などの忠実義務違反、一切の経営判断を下さない不作為及び善管注意義務以外の法令違反などの立証が比較的容易である場合においては、経営判断の原則は適用されない。残りの2つ条件のうち、客観的に判断できるのは、「経営判断の対象に関し、当該取締役または役員が当該状況の下で適当であると合理的に信ずる程度に知識」を有する条件である。たとえば、トランスユニオン事件⁽¹⁸⁾で、デラウェア州最高裁判所は、取締役会で取締役が意思決定を行うため必要な情報を得ないまま合併案を承認したため、取締役の注意義務違反の責任を認めた⁽¹⁹⁾。

アメリカでは代表訴訟の濫用から経営者を守るために、上述した条件が満たされれば、経営判断の原則が厳格に適用され、裁判所は経営者の経営判断を最大に尊重し、裁判官の判断をもって経営者の経営判断に代えさせることをしない。近藤（1994）によると、20世紀になってから取締役の注意義務違反の責任が認められた判例は、わずか40件に過ぎない。

経済学の角度から考えれば、競業避止義務、利益相反取引などの忠実義務および特別背任罪は、会社の財産権を規定するものである。今後、中国の公司法は、忠実義務違反行為に対する罰則を強化すべきである。一方、注意義務は業務執行に際して取締役が用いべき努力水準（注意）である。結果的に会社に赤字が生じたからといって、それを全部取締役の注意義務違反の責任として追及することを許すと、取締役に過大なリスクを押し付けることになり、株主と取締役の間の効率的なリスク・シェアリングに反する。経営判断の原則の適用によって、経営者は会社の利益のために大胆にリスクを取り、革新的な経営に取り組むことがはじめてできるようになる。また、経営判断の原則は優秀な経営者を確保するための必要条件でもある。

さて、取締役が自分の立場を利用して、直接・間接的に会社の利益を犠牲にして私腹を肥やさないことを法律で禁止することは、公開会社が存続

するための必要条件である。違法的に会社の財産を取締役の個人財産に移転することはできないが、豪華な役員室、海外視察、接待ゴルフなどの役得を消費することは、あくまでも取締役の経営判断事項であり、経営者の自由裁量下にある。そのため、深刻なエージェンシー・コストが生じてしまう。エージェンシー・コストを削減するために、取締役の違法行為を追及するほかに、取締役の任免、報酬契約の設定および市場競争圧力によるインセンティブも不可欠である。以下は、広義的な市場メカニズムについて説明していきたい。

2.4 インセンティブ報酬

インセンティブ報酬は、広義的な経営者市場の一環として最も重要な部分である。制度上、日本では取締役及び監査役の報酬は定款にその額を定めるか株主総会の決議を以て定める（商法二六九条、二七九条）。ただし、実際には定款の変更が株主総会の特別決議を要し、不便なので、株主の普通決議で定められる（前田（1995））。そして、会計報告で開示しなければならない（計算規第四七条十一の①）。通常の場合は、取締役と監査役に対する報酬総額と賞与総額しか開示されない。会計上、取締役報酬と監査役報酬は販売費及び一般管理費として計上されるが、役員賞与は利益処分として計上される。役員賞与が役員に対する“能率給”であるという意味で報酬（定期給与）とは性質が異なる。また、使用人（普通の従業員）の賞与とも性質が異なるものである。具体的相違は第3節で取上げる。

米国では、最高経営責任者に対する報酬は、多くの場合取締役で構成される給与委員会（Compensation Committee）によって決定され、株主総会の承認は要らない⁽²⁰⁾。つまり、米国企業の経営者はより大きな裁量権が与えられているのである。70年代以降、多くの米国企業でストック・オプションが導入され、これによって経営者の報酬が企業の株価にリンクさせられるようになった。ちなみに、自社株買い戻しは米国企業の経営者の経営裁量権を大きくさせるだけでなく、敵対的買収に対抗する手段⁽²¹⁾

としても用いられる。

最近米国では、経営者への過大報酬を防ぐために役員報酬及びストック・オプションは株主総会の議決で決定されるべきであると議論されている。特に、いくつかの年金ファンドなどの機関投資家は、役員報酬が密接に企業パフォーマンスとリンクするように、報酬算出システムの改正を求めて、企業の人事、役員給与決定に介入している。上述したように株主総会の議決事項ではないため、カリフォルニア公職員退職基金は、1991年ITTの株主総会で取締役の再任に反対票を投じる形で役員報酬の決定に反対の意志を表明したのである⁽²²⁾。

日本企業と大きく異なるのは、SECの規制の下で役員報酬の情報開示が厳しく求められている点である。公開企業は、取締役と業務執行役員(directors and executives)との報酬総額を開示しなければならない。上位5人の最高所得者については、給与、会議出席手当、役職手当などの現金報酬金額、株式、医療保険、年金などの役職利得、ストック・オプションなどの、将来事象に依存する権利の付与の総額を開示しなければならない。さらに、SECは取締役に対する報酬の金額だけでなく、その算定基準も明記するように求めようとしている。明らかにこれは、エージェンシー理論に基づいて報酬契約で経営者にインセンティブを与えることが強く意識されていることを示している。

イギリスでも、会計法によって取締役、役員への報酬をディスクロージャーしなければならない。最近、The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (The Cadbury committee) は、給与の金額のみならず算定基準も公開するように提案している(Prentice and Holland ed. (1993) Chapter 3を参照)。これもエージェンシー契約を強く意識した提案である。先程説明した役員賞与、ストック・オプションはエージェンシー契約と見なすことができる。

1997年まで、日本では自社株式買戻しが禁止されていたため、ストック・オプションはほとんど実施されていなかった。ほとんどの日本企業は、

配当と連動する役員賞与制度を実施してきた。Xu (1997) と胥 (1996) によると、日本企業における役員賞与は、一種の配当ユニットであり、配当が5円未満のときに全額カットされ、その金額は役員現金報酬の30%を占める。このことから、役員賞与は、経営者が株主に配当を支払うことにコミットする不完備契約であると理解することもできる。

このように、英米型と日独型を問わずに、株価と配当などの株主利益と連動したインセンティブ報酬が導入されている。公開大企業では、このような制度は、株主総会または社外取締役が中心となる給与委員会が設計したものというよりも、経営者が自ら配当を支払うことにコミットするものだと考えるべきである。情報開示が十分に行われることを前提に、大公開企業の零細株主は、株式市場で配当受け取り権利を売買するのである。これに鑑み、今後中国の公司法改定は、役員報酬の決定を株主総会から取締役会に委譲すると同時に、アメリカのSEC並に情報開示を要求すべきである。

2.5 機関投資家の役割

フリー・ライダー問題が深刻であるため、零細に分散する株主は経営者をモニタリングするインセンティブがないが、大株主は経営コンサルタントを利用して企業経営を診断し、株主総会で議決権を行使して経営者の行動を正したり、企業を乗っ取って株価を高めることが大いに考えられる。したがって、大株主の存在で経営に対するモニターリングは増加し、企業経営は改善される。

最近、米国企業のコーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割が研究者の注目を集めている。ポートフォリオのファンド・マネージャーは収益性の高い株式を購入し、収益性が落ちた株式を売却するという消極的な運用方法より、取締役会で株主の権限を行使して経営陣に経営パフォーマンスを改善するよう圧力を加えるように運用方針を転換している。特に、証券取引委員会 (SEC) が、92年と93年にかけて年金などの大株主が投

資先の企業の取締役選任に影響力を行使できるように、新しい株主慣行が確立してから、年金ファンドなどの機関投資家は企業の人事、役員の報酬及びストック・オプションの決定に圧力をかけやすくなっている（これについては、霍見 [1992] を参照）。

ところが、ファンド・マネージャーが積極的な干渉でファンドの投資収益率を改善できないところか、かえってポートフォリオの短期投資収益率に目を奪われるあまりに経営陣に短期的経営を要求する機関投資家の圧力に屈して経営陣は短期的な株価上昇を追求するようになり、株主の長期的利益を放棄せざるを得ないとも指摘されている（なお、米国の機関投資家に関する具体的な議論については Baums, et al. (1993) を参照されたい）。

国有企業の株式会社化過程に大株主が形成されるかどうかは、株式会社化された企業の政府持ち株比率と資本の自由化に多くの影響される。政府が企業の51%の株式を保有する基幹企業については、従来の国営企業と大きく異ならない。株式の大部分が民間に売却されれば、大株主、とりわけ、年金、生保、損保と銀行などの機関投資家が形成される可能性は強い。また、外国投資家も投資できれば、外国企業の買収などのよって大株主もあらわれるであろう。ただし、大型企業については、楽観的な見通しが許されない。

3. M & A と株式市場

企業経営者は金銭的インセンティブに直面しているほかに、自分の企業を買収されて解任される危険にも晒されている。M & A の役割についてのシナリオは非常に単純である。経営者の行動が株主利益を重視する経営方針から逸脱した場合には株価が低いため、企業はこのような潜在機会を求める強力な M & A グループの格好の目標となってしまう。

コーポレート・ガバナンスと関連して、英米の敵対買収のインセンティブ機能について次のような実証分析が行われた。敵対買収が効率の悪い経

営陣を淘汰させるならば、業績不振の企業は敵対買収のターゲットになりやすく、買収後旧経営陣は更迭される。まず、Morck, etc. (1988) の研究によると、敵対買収のターゲットになりやすい企業の特徴として、規模が小さく、歴史が古く、成長率が低く、投資が少なく、トービンの q が低い等のことが挙げられる。しかも、役員持株比率が低く、創業者一族の色が薄い。他方、友好買収の目標企業は、規模が小さく、若くて、トービンの q と成長率がそれ程低くない。とりわけ、創業者一族に運営されるものが多く、役員持株比率も高い。トービンの q を経營業績の指標とすれば、この研究結果は業績不振の企業が敵対買収のターゲットになりやすいことを示唆する。

Martin and Macconell (1991) は 1958 年 10 月から 1984 年 12 月の間にアメリカで行われた公開買付けによる 720 件の企業買収を分析した。ターゲット企業の公開買付けが行われた前の経営パフォーマンスは、同業他社の平均より悪い。買収後、買収前の経営パフォーマンスが悪いほど、既存経営者は更迭される可能性が高い。彼らの研究結果は、敵対買収が経営者に規律を与え、企業価値を高めるという主張を支持するものである。

Franks and Mayer (1996) は 85 年～86 年の間にイギリスで行われた 80 件の敵対買収⁽²³⁾ について分析を行った。彼らの結論は、敵対買収のターゲット企業の株式投資収益率、総資産キャッシュ・フロー収益率のいずれも同産業、同規模の企業と比べて劣らないので、敵対買収が企業経営に規律つけることは期待できない。また、経営者の解任理由として、買収前の業績不振よりも買収に抵抗したことが大きいことが挙げられる。

乗っ取られた企業は買収された後に経営が本当に改善されるのか。これに関しては、具体分析で株式投資収益率が評価基準として用いられ、テイクオーバーのプレミアムが存在することが多くの実証分析で明らかにされている。他方、Ravenscraft & Scherer (1987) のように、吸収合併の企業の会計収益性に対する効果を分析した研究では、吸収合併が経営効率を改善するという主張に反する結論もある。その結果は、最近の Litenberg

(1992)の工場のTFP(total factor productivity)と工場の所有者の交替との関係に関する分析の結果に合致している。

膨大な研究の蓄積があるにもかかわらず、ターゲット企業と買収企業の株主、従業員、債権者、顧客及び関連企業の損得を計算することが至難のわざであるため、その影響を厳密に計測した文献は見当たらない。ただし、敵対買収の比率が低く、敵対買収に対抗するためにアメリカ企業の経営陣が多く抵抗手段が許されたため、敵対買収の機能は限定的だと考えるべきであろう。

M&Aが効率を促進するかどうかについては、賛否両論がある。Jensen(1988)などのM&A擁護派の経済学者は、買収される企業のプレミアムを引用して、M&Aがいかに株主の利益を高めるかを力説し、また、敵対買収の比率が低いことから(3300件の中の40件にすぎず)M&Aが経営者の脅威になることを否定する。Jensenは主にM&Aが企業の負債を増やすことに着目し、内部資金が豊富な衰退産業におけるleverage buyoutが経営者からフリー・キャッシュを取り上げ、経営効率を改善すると主張する。他方、Schleiferなどの論客は、彼らの試算によると、買収プレミアムが従業員に帰属すべき利益を株主にトランスファーしたものにすぎないと反論する。むしろ、企業買収は労使の間の暗黙的契約を破り、従業員の信頼を裏切ることになる。強調しておきたいのは、敵対買収⁽²⁴⁾がM&Aに占めるウェイトが非常に低いいため、効率的経営を促進するM&Aの効果が疑問視されることである。したがって、楽観的に株式会社化された国有企業がM&Aを通じて規律つけされることを期待することは、簡単にできないのである。

4. 負債とコーポレート・ガバナンス

会社法および株式市場によるインセンティブが機能する可能性が薄いことについて説明した。既に説明したように、自己資本収益は、使途が経営

者の自由裁量下にあるフリー・キャッシュであるため、エージェンシー・コストの主な原因であると挙げられた。すると、株主総会が機能しなければ、株式は経営者にとってソフト予算に過ぎない。一方、債務不履行に陥った企業の経営者は、企業倒産で現在の地位、将来の信用を一斉に失い、再就職先すら確保できなくなってしまう。この意味で、株式と比べて負債はハード予算であり、経営者に規律を与える意味で有効である。

近年、多くの金融契約理論で、不完備契約として負債とインサイド株式のみが内生的に導出された。たとえば、Townsend (1979), Diamond (1984), Gale and Hellwig (1985), Hart and Moore (1994) および Chang (1990) などのモデルでは、負債は企業収入が立証できないときに強制的に経営者から元本と利息を支払わせる不完備契約として捉えられた。これらのモデルは、非公開会社の資金調達の実態をよく説明できるが、公開会社のアウトサイド株式による資金調達の実態にそぐわない。

Chang (1993) では、経営者と投資家間の最適不完備契約として、負債と公開株式がはじめて内生的に導かれた。具体的に、役員賞与と倒産によるペナルティーは、経営者にアウトサイド投資家に収益を支払わせるインセンティブ装置である。配当を支払わせるためには、役員賞与は、開示された会社収益ではなく、配当とリンクされる。したがって、株主が取締役会を有効にコントロールできない公開会社における株式は、役員賞与に織り込まれたインセンティブに基づく経営者の裁量配当を受け取る権利に過ぎない。

倒産した企業の経営者が市場で厳しく罰されることは既の実証済みである。例えば、最近倒産した山一証券については、求人者がほとんど 34 歳未満の若手社員に限定されている。また、米国のバンキング産業で、経営責任が問われて解任された取締役は、再就職の際に著しく不利になる。たとえば、Cannella and Lee (1995) は、テキサス州の倒産した銀行の経営者の再就職に関するケース・スタディーを行った。規制などの業績以外の理由によって営業が停止させられた銀行の経営者と比べて、経営失敗で倒

産した銀行の経営者は再就職の時に著しく不利であった。上述した事実から、倒産は重要なインセンティブ装置として働くことを示唆する。80年代以降、英米と日独を問わず、倒産によるインセンティブの有効性は、理論と実証から解明されるようになってきた。日本の主力銀行制度も倒産法の具体的運用の一例である。

コーポレート・ファイナンスの観点から、効率的なコーポレート・ガバナンスは、負債の役割を考慮した上で企業価値、すなわち、外部投資家に支払われるキャッシュ・フローの割引現在価値が最大化される最適負債比率の決定と同義である。役員持株が低く、成熟産業に属する巨大企業については、負債によるハードな制約は極めて有効である。株式化された国有企業の経営者に有効なインセンティブを与えるために、近年に大きな発展を遂げたコーポレート・ガバナンスに関する理論分析と、市場経済諸国のコーポレート・ガバナンスの実態は、重要な参考を提供するに違いない。

企業破産がなかったことこそ、長年国有企業が巨額の赤字を蓄積してきた原因である。確かに、1986年に企業倒産法（公司破産法試行条例）が制定されたが、債務不履行に陥った企業の処理は、破産法をベースに市場に委ねてこなかった。特に、中央政府と地方政府の介入で、銀行は取引停止できないどころか、労働者の給与を支払うことができるようにするために事実上倒産状態にある国有企業を融資し続けることが強いられることが多い。その結果、国有企業の経営がますます悪化する一方と同時に、銀行も巨額の不良債権を抱えることになってしまう。

株式会社化された企業の経営者に有効なインセンティブを与えるための前提条件は、企業倒産の処理を破産法ベースに市場、すなわち、債権者と債務者に委ねるべきである。これこそ、国有企業の株式会社化が成功するための必要条件である。でなければ、株式化されても、政府が従来通りに経営悪化した企業に融資を続けるように介入できれば、国有企業問題の解決は望めない。

5. 終わりに

上述した分析からわかるように市場経済のコーポレート・ガバナンスの共通点は、債務不履行に陥った企業の従業員、とりわけ、管理職が労働市場で厳しく罰されることである。このことから、倒産は経営者に規律を与える最も有効な手段である。一方、もろもろの原因で株主代表訴訟、社外取締役制度および M&A などの制度と市場によるインセンティブは、不十分である。とりわけ、株式に支払われる配当は、経営者の自由裁量下にあるため、ソフトな制約に過ぎない。

国有企業の株式化を順調に進めるためには、株式化された後の企業のコーポレート・ガバナンスを綿密に設計しなければならない。この論文の提案は以下のように要約される。まず、取締役の忠実義務違反行為に対する罰則を強化する、すなわち、会社の財産権を明確に規定することは、国有企業の株式化が成功する必要かつ十分条件である。配当を支払うインセンティブについては、株主に配当を支払うインセンティブが織り込まれた取締役のインセンティブ報酬に関する情報開示をアメリカ SEC 並に要求すべきである。

法律の整備のほかに、負債によるハードな制約も不可欠である。これを達成するためには、国家の所有権を必ずしも株式ではなく、最適負債比率を計算して、国有企業を負債と株式に分割して売り出すべきである。倒産処理を市場と司法に委ねるためには、国家が所有する債権を全額証券化して、民間に売却すべきである。すると、国有企業の株式化後のコーポレート・ガバナンスの効率性を反映して、株式化から得られる財政収入も最大される。

最後に、国有企業の株式化の際に、普通株式のほかに優先株も視野に入れるべきである。特に、政府持株比率が過半数を超える場合には、企業を政府行政から完全に独立させ、株式市場によるインセンティブを最大に引

き出すためには、政府持株を優先株式にする方法も検討に値すると言えよう。いずれにせよ、株式化後の企業の経営効率性、すなわち、コーポレート・ガバナンスを考慮した上で、最も実行可能性に優れるコーポレート・ファイナンスの構造を設計することは不可欠である。

《注》

- (1) 具体的訴訟内容については、大橋・クリストファー(1995)を参照されたい。
- (2) 弁護士の活動は営利活動ではないと反論する法律家が現われるかもしれない。
- (3) Romano(1993)と浜田(1994)を参照。
- (4) 前田雅弘(1994)が詳しい。
- (5) 詳しい分析については、Schleifer and Vishny(1986)を参照されたい。
- (6) 北村(1994)を参照。
- (7) 法的義務ではなく、いずれも任意の機関である。
- (8) 厳密には議決権証券の過半数を所有する大株主がない大会社。
- (9) 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」の第3a.03条。この勧告は、会社が自主採択するよう、会社自身に向けられたものであり、日本の商法における監査役会の強制と異なる。
- (10) 詳しいことについては、前掲アメリカ法律協会の「コーポレート・ガバナンスの原理」を参照
- (11) Alkhafaji(1989)のchapter 6 “The effectiveness of the Board”の部分を参照。
- (12) Sheridan and Kendall(1992), pp.104-106。
- (13) 胥(1995)を参照せよ。
- (14) サンプル企業は、1977-1980にニューヨーク証券取引所に上場していた495社の定年退職以外の要因による更迭と思われるケース。
- (15) Schleifer and Vishny(1988)は、持株比率が低いため、取締役会はトップ経営者を有効にモニタリングするインセンティブが欠如する、と主張した。
- (16) 近藤(1994),(1996)が詳しい。
- (17) 詳しい内容と判例については、落合・他(1997),河本(1994),前田(1995),森本(1996),近藤(1994),(1996)を参照せよ。
- (18) 近藤(1994),Easterbrook and Fischel(1991)が詳しい。
- (19) 近藤(1994),(1996)を参照せよ。
- (20) 州によって会社法の規定が異なるが、大企業が集中するデラウェア州会社

法では、取締役決議により取締役報酬を定める。具体的内容については、深尾・森田（1994）と園田（1995）を参照されたい。特に、深尾・森田（1994）は国際比較に詳しい。

- (21) 買収プレミアムを低めるために、低い行使価格でストック・オプションを役員、従業員に割り当てるゴールデン・パラシュート、ティン・パラシュート等の方法が挙げられる。
- (22) 具体のことについては、Brownstein and Panener（1992）が詳しい。
- (23) 最初のオファーがターゲット企業の既存経営陣に拒否されたケースとして定義されている。
- (24) 敵対買収とは、買収側は買収される側の経営陣との合意なしに直接公開買付で企業経営権を手に入れる買収を意味する。

参考文献

- Agion, Philippe and Patrick Bolton [1992], "An Incomplete Contract Approach to Financial Contracting", *Review of Economic Studies*, 59, 473-494.
- Alkhafaji, A. F. (1989). *A Stakeholder Approach to Corporate Governance*, Quorum Books.
- Alsbury, A. (1994). *Maw on Corporate Governance*, Dartmouth.
- Baums, Theodor, Buxbaum, Richard M. and Klaus J. Hopt ed. (1994), *Institutional Investors and Corporate Governance*, Walter de Gruyter.
- Bhagat, S., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1990). *Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization*, *Brookings Papers: Microeconomics* 1990.
- Bradley, C. and Schipani, Cindy A. (1989), "The Relevance of the Duty of Care Standard in Corporate Governance", 75, *Iowa L. Rev.*1.
- Cannella, A. A. Jr., Fraser, D. R. and Lee, D. S. (1995). *Firm failure and managerial labor markets: Evidence from Texas banking*, *Journal of Financial Economics* 38, 185-210.
- Chang, C. (1990). *Dynamic structure of optimal debt contracts*, *Journal of Economic Theory* 47, 1141-1158.
- Chang, C. (1993). *Payout policy, capital structure, and compensation contracts when managers value control*, *Review of Financial Study* 6, 911-933.
- Charkham, J. P. (1994). *Keeping Good Company*, Clarendon Press.

- Demsets (1983), "The Monitoring of Management", in: Statement of the Business Roundtable on the American Law Institute's Proposed Principles of Corporate Governance and Structure: Restatement and Recommendation (Business Roundtable, New York).
- Denis, D. J. and Denis, D. K. (1995), "Performance Changes Following Top Management Dismissals", *The Journal of Finance*, September, 1029-1057.
- Denis, D. J. and Serrano, J. M. (1996). Active investors and management turnover following unsuccessful control contests, *Journal of Financial Economics* 40, 239-266.
- Diamond, D. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring, *Review of Economic Studies* 51, 393-414.
- Eastbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanation of dividends, *The American Economic Review* 74, 650-659.
- Easterbrook, F. H. and Fischel, D. R. (1991). *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press.
- Fama, E. F. (1980), "Agency Problems and the Theory of Firm", *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
- Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
- Fischel D. R. and C. Michael (1986) "The Role of Liability Rules and the Derivative Suits in Corporate Law: A Theritical and Empirical Analysis", 71 *Cornell L. Rev.* 261.
- Franks, J. R. and Harris, R. S. (1989). Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers: The U. K. Experience 1955-1985, *Journal of Finaicial Economics* 23, 225-249.
- Gale, D. and M. Hellwig (1985). Incentive compatible debt contracts: the one period problem, *Review of Economic Studies* 52, 647-664.
- Grossman, S. and Hart, O. (1980), "Takeover Bids, the Free-rider Problem and the Theory of the corporation".
- Hart, O. (1983), "The market Mechanism as an Incentive Scheme", *Bell Journal of Economics*, 14, 366-382.
- Hart, O. and J. Moore (1995), Debt and seniority: An analysis of the role of hard claims in constraining management, *American Economic Review* 85.

- Healy, P (1985). The effect of bonus schemes on accounting choice, *Journal of Accounting Economics* 7, 85-107.
- Hermalin, K. L. and Weisbach, M. S. (1991), "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Journal of Financial Economics* 20, 101-112.
- Holmström, B. and Nalebuff, P. A. (1992), "To the Raider Goes the Surplus: A Examination of the Free-Rider Problem", *Journal of Economics & Management Strategy*, Vol.1, 38-62.
- Jensen, M. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *The American Economic Review* 76, 322-329.
- Jensen, M. C. (1988) "Takeovers: their causes and consequences", *Journal of Economic Perspectives*, Vol.2, 21-48.
- Jensen, M. C. (1993) "The modern industrial revolution, exits, and the failure of internal control systems", *Journal of Finance*, July, 831-880.
- Jensen, M., and Meckling, W. (1976). The theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and capital structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jensen, M. C. and K. Murphy (1990a), "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economies*, 98, pp.225-264.
- Jensen, M. C. and K. Murphy (1990b), "CEO incentives-It's not how much you pay but how", *Harvard Business Review*, 68(3), 138-153.
- Lichtenberg, Frank R. (1992), *Takeovers and Productivity*, The MIT Press.
- MacAvoy, P. W., S. Cantor, J. Dana and S. Perk (1983), "ALI proposals for increased control of the corporation by the board of directors: An economic analysis, in: Statement of the Business Roundtable on the American Law Institution's proposed principles of corporate governance and structure: Restatement and recommendation (Business Roundtable, New York).
- Mace, M. L. (1986), *DIRECTORS: Myth and Reality*, Harvard Business School Press, Boston 1971 & Revised 1986. (M. L. メイス (1986)・道明義弘訳『アメリカの取締役：神話と現実』, 文真堂, 1991年)。
- Martin, K. J. and McConnell, J. J. (1991). Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover, *The Journal of Finance* Vol.46, No.2.
- Morck, R., A. Schleifer, and R. W. Vishny (1988), "Characteristics of Targets

- of Hostile and Friendly Takeovers”, in Auerbach Alan J., ed. *Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago University Press.
- Mehran, H. T. (1995), “Executive Compensation Structure, Ownership Structure and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics* 38, 163-184.
- Prentice, D. D. and Holland, P. R. (1993). *Contemporary Issues in Corporate Governance*, Clarendon Press.
- Ravencraft, David J., and F. M. Scherer (1987), *Mergers, Sell-Offs and Economic Efficiency*. Washington: Brookings Institution.
- Romano, R. (1993). *Foundations of Corporate Law*, Oxford University Press.
- Sheridan, T. and Kendall, N. (1992). *Corporate Governance*, Pitman Publishing.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny (1986), “Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, 94: 461-488.
- Shleifer A. and Vishny, R. W. (1988) “Value maximization and the acquisition process”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.2, 7-20.
- Strickland, D., Wiles, K. W. and Zenner, M. (1996). “A requiem for the USA: Is small shareholder monitoring effective?”, *Journal of Financial Economics* 40, 319-338.
- Xu, P. (1997a). Executive salaries as prizes of tournaments, and executive bonuses as managerial incentives in Japan, *Journal of Japanese and International Economies* 11.
- Xu, P. (1997b). Executive bonuses and dividend policy in Japan, mimeo, Hosei University.
- Weisbach, M. S. (1988), “Outside Directors and CEO Turnover”, *Journal of Financial Economics* 20, 431-460.
- Weiss, E. J. and L. J. White (1987), “Of Econometrics and Indeterminacy: A Study of Investors’s Reaction to to ‘Changes’ of Corporate Law”, 75 *Calif. L. Rev.* 551.
- 阿部・他 (1995) 『役員報酬の現状と課題』, 別冊商事法務 No.192.
- 味村 治・品川芳宣 (1997), 『役員報酬の法律と実務』, 商事法務研究会.
- 大杉謙一 (1996), 「会社役員報酬規制」, 法学教室, No.194, 35-38.
- 落合誠一・神田秀樹・近藤光男 (1997), 『商法Ⅱ——会社』, 有斐閣.
- 大橋敬三・クリストファー・R・ヘルム (1995), 『株主代表訴訟』, 中公新書.

- 蟹江 章 (1997), 「監査役, 事件解明に責任」, 日本経済新聞, 1997年5月29日。
- 北村雅史 (1995), 「イギリスにおけるコーポレート・ガバナンス」, ジュリスト, No.1050, pp.76-81。
- 久保利英明 (1995), 「日本の会社組織の実態とコーポレート・ガバナンス」, ジュリスト, No.1050, pp.39-43。
- (1997), 「利益供与禁止規定の意味」, 商事法務 No.1454, 2-11。
- 河本一郎 (1994), 『現代会社法』, 商事法務研究会。
- 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』, 財団法人, 日本証券経済研究所。
- 近藤光男 (1994), 『経営判断と取締役の責任』, 中央経済社。
- (1996), 『取締役の損害賠償責任』, 中央経済社。
- 胥 鵬 (1995a), 「日本企業のコーポレート・ガバナンス」, 植草 益編『日本の産業組織』, 有斐閣。
- (1995b), 「会社法とインセンティブ」, 『商事法務』, No.1401。
- (1996), 「経営者インセンティブ」, 伊藤秀史編『日本の企業システム』, 東京大学出版会。
- (1997a), 「取締役と監査役のインセンティブ」, 『経済志林』, 第64巻第4号, 309-335。
- (1997b), 「ストック・オプションの経済分析」, 『商事法務』 No.1467, pp.2-7。
- (1997c), 「役員賞与と配当」, 研究ノート『経済志林』, 『経済志林』, 第65巻第3号, pp.20-24。
- (1997d), 「取締役および監査役のインセンティブの法と経済学分析」, TCER 報告論文。
- 園田成晃 (1995), 「米国の長期インセンティブ報酬制度上下」, 商事法務 No.1385, 1386。
- 竹下ちえこ (1993), 「アメリカにおける社外取締役の役割とコーポレート・ガバナンス」, 商事法務 No.1327, pp.2-6, No.1328, pp.16-20。
- 霍見芳浩 (1993), 「劣性遺伝方式では21世紀に生き残れない」, フォーブズ, 第2巻第9号, pp.28
- 深尾光洋・森田泰子 (1994), 「コーポレート・ガバナンスに関する論点整理及び制度の国際比較」, 日本銀行金融研究所「金融研究」, 第13巻第3号, pp.13-58。
- 浜田道代 (1994), 第2部 コーポレート・ガバナンスの原理: 分析と分析研究第

Ⅶ編救済第1章代表訴訟（序，第7.01条—第7.04条），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』，財団法人，日本証券経済研究所。

保岡興治（1997），「ストック・オプション制度に係る商法改正の経緯と意義」，商事法務 No.1458，pp.2-8。

前田雅弘（1994），第2部コーポレート・ガバナンスの原理：分析と分析研究第Ⅶ編救済第1章代表訴訟の和解と弁護士費用，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』，財団法人，日本証券経済研究所。

前田 庸（1995），『会社法入門』，有斐閣。

森本 滋（1996），『会社法』，有信堂。

———（1997），「議員立法によるストック・オプション制度」，商事法務 No.1459，2-9。

山田 威（1997），「取締役の報酬規制について」，金沢経済大学論集，第30巻第3号，pp.103-126。