

取締役と監査役のインセンティブ：株主総会、取締役会及び監査役会に関する法と経済学の分析

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)

64

(号 / Number)

4

(開始ページ / Start Page)

309

(終了ページ / End Page)

335

(発行年 / Year)

1997-03-25

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00008627>

《研究ノート》

取締役と監査役のインセンティブ

——株主総会、取締役会及び監査役会に関する法と経済学の分析*——

胥 鵬

1. はじめに

商法二五四条三項によると、会社と取締役との関係は委任に関する規定に従う。小作関係で委任関係の経済理論（エージェンシー理論）を説明すると、収穫量をあげるための方法として、地主が小作農の耕し方を見回って監視することと、地租を徴収したり収穫量をシェアしたりする小作契約で小作農に動機づけるという二つのやり方が挙げられる。前者をモニタリングによるインセンティブ、後者を金銭的契約によるインセンティブと呼ぼう。取締役と株主との関係を委任契約と捉えれば、経営者インセンティブとして、取締役報酬による金銭的インセンティブ、株主代表訴訟によるモニタリング・インセンティブの2つが挙げられる。

現行の日本の商法は、株主代表訴訟によるインセンティブが中心となっており、金銭的契約によるインセンティブの設計をむしろ妨げるものである。この論文の目的は、取締役会と取締役⁽¹⁾との関係、会社と株主総会⁽²⁾

* この研究ノートは、TCER1997年度法と経済学の研究プロジェクト及び文部省平成8年度科学研究費補助金基盤研究（B）(1)「株式会社法の経済分析」の研究内容の一部である。また、法と経済学の研究会（世話人：東京大学三輪芳朗教授、神田秀樹教授）での三輪メモからもいろいろとご教示をいただき、TCER1996年夏ミニ・コンファレンスで出席者からいろいろと有益なコメントをいただいた。感謝の意を表わしたい。なお、文責はすべて筆者にある。

との関係を単純化して、株主総会と取締役会の委任関係に焦点を当て、内外の商法における取締役のインセンティブのありかたに経済学的にアプローチし、商法の立法理念とその有効性を分析する。

2. 株主のモニタリングによるインセンティブ

会社法は委任関係をベースにするが、株主代表訴訟をはじめとする取締役のインセンティブの設計は、前述した成功報酬による金銭的インセンティブのアプローチとは違って、直接経営者の行動に依存する株主のモニタリングである。まず、事後モニタリング（株主代表訴訟、商法二六七条）は、取締役の行動が会社に損害を与えたかどうかが争点となる。また、事前モニタリング（株主による取締役の違法行為の差し止め、商法二七二条）は、会社に不利益をもたらすと思われる取締役の行動をあらかじめ差し止めることである。このような取締役の行動に直接依存するモニタリング・アプローチは、日本の商法におけるインセンティブの設計の中心となっている。なお、株主が会社の残余利益請求者であるという観点から、以下の文章で必要がない限りは“株主”と“会社”を区別しない。

株式所有が零細に分散する所有構造の下で、株主のモニタリングにおけるフリー・ライダー問題が深刻である。株主代表訴訟は、フリー・ライダー問題を防ぐことを理念として設計された法制度である。その趣旨は、株主代表訴訟の費用と利益を株主全員がシェアすることによって、フリー・ライダー問題が解消する。ところが、弁護士利益⁽³⁾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)⁽⁴⁾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と

いう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⁽⁵⁾。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。

残念ながら、アメリカ法律協会による「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」では、これ以上の分析が行われなかった。以降の議論で度々触れるが、監査役または社外取締役の法制度の理念と同じ様に、株主代表訴訟は、単に委任関係に第三者を加えて、第三者と株主の委任関係、新しい委任関係におけるインセンティブ及び株主のモニタリングにおけるフリー・ライダー問題を分析せずに徒に屋上屋を架すことである。確かに、日本の商法では、取締役の免責は、株主全員一致の同意を要する。これによって、和解の道が事実上閉ざされ、弁護士の弁護士料目当てのインセンティブはやわらげられるかもしれないが、これは株主平等の原則に著しく反することに留意してほしい。

株主代表訴訟の非金銭的影響については、トップ経営者の更迭を除いて、Romano (1993) では、役員報酬の計画、取締役会の構成及びその構成の安定性等に統計的に有意な効果は観察されなかった。ガバナンス・ストラクチャーに変化をもたらした例外的な3社の代表訴訟については、アウトサイド大株主の存在が確認された。株主代表訴訟が大株主のモニタリングの代替策として働くことは立法の理念ではあるが、皮肉なことに、

Romano の発見は、株主代表訴訟が大株主不在の代替策ではなく、大株主のモニタリングを補強するものにすぎないことを示唆する。

実際に株主代表訴訟は株主に利益をもたらすのか。もし株主代表訴訟が株主に金銭的・非金銭的救済をもたらすならば、取締役が訴えられた会社の株価は株主代表訴訟に有意に反応するはずである。しかし、Fischel and Michael (1986) のイベント・スタディー (event study) によると、代表訴訟は企業の株価に統計的に有意な影響を与えない。これは、Romano の代表訴訟が株主に何等かの金銭的救済をもたらすものが少ないという研究結果と整合的である。また、代表訴訟に関する法律の改正の影響もまちまちである。これらの事実は、株主代表訴訟制度が法律の理念を実現する有効手段ではないことを示唆する。

また、リスク・シェアリングの角度から見ると、経営者は株主訴訟で生じた費用を負担する金銭的能力を有しない。アメリカでは、株主代表訴訟費用は代表訴訟保険で賄われる。実際の株主代表訴訟は、株主に金銭的な救済をもたらさないどころか、その濫用が保険料を押し上げ、最終的に株主に余分な負担を押し付ける⁶⁾。したがって、アメリカの株主代表訴訟は、株主にとっては火中の栗に過ぎず、弁護士に漁夫の利をもたらすのみである。

日本の株主代表訴訟は、三井鉱山事件などの訴えを除いて、ほとんど不正が露呈した後の二番煎じが多い。であれば、贈収賄、独禁法違反などの取締役の法令違反行為に罰金を課すことも、株主代表訴訟と同じ効果を達成することが考えられる。93年以降、株主代表訴訟の手数料の引き下げで、日本の株主代表訴訟は活発になった。その効果については、経過が短いため、研究は十分に行われていないが、今後の商法改正は、内外の株主代表訴訟に関する実証分析の結果に基づいて、株主代表訴訟が本当に株主に利益をもたらすかどうかを確認した上で行われなければならない。

3. 監査役または社外取締役のインセンティブ

商法第二八〇条では、監査役の会社との関係は委任関係にあり、監査役の選任は取締役に関する規定を準用し、すなわち、株主総会において通常決議で選任する（商法二五四条一項）。監査役は、取締役の職務の執行（大、中会社では会計監査を含む）を監査する。そのために、監査役は、取締役会出席権、招集権（商法二六〇の三）、業務監査権、調査権（商法二七四条）、子会社調査権（商法二七四条の三）、差止め権（商法二七五条の二）を有する。法律的解釈によると、監査役は、取締役の業務執行の違法性及び著しい不当の有無という意味での妥当性を監査する⁽⁷⁾。監査役の義務は、取締役と同様に善良な管理者の注意をもって、その職務を遂行しなければならない（商法二五四条）。監査役はその任務を怠ったとき、取締役と同様に会社に対して損害賠償の責任を負う。監査役の責任追求について株主代表訴訟が認められ、免責が総株主の同意を得なければならない。監査役の報酬は、株主総会の普通決議事項である。

アメリカ及びイギリスの単層取締役会では、業務執行役員（executive officer、以下役員と略す）の役割と業務執行役員から中立的な非業務執行取締役（以下社外取締役と略す）の役割が分けて議論される。たとえば、最近の米国では、大会社は、日本の商法における監査役会の会計監査権限を有する取締役の監督機能を補充かつ補助するための監査委員会を設置するように勧告されている⁽⁸⁾。そのほかに、取締役候補者を推薦、検討する指名委員会、上級役員の給与、ストック・オプション等の報酬計画を取締役に提案又は決定し、計画の調整、執行及び役得の政策を審査する報酬委員会の設置も勧告されている⁽⁹⁾。

イギリスでは、キャドベリー・レポート⁽¹⁰⁾が、経営から一定範囲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）の業務執行の監督の役割を担うと提言する。ま

た、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ことを提案する。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。実際に、大会社では任意の機関として、監査委員会、指名委員会と報酬委員会が存在する。

監査役又は社外取締役の理念に対して、次の疑念が呈される。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2に、監査役又は社外取締役は業務執行の適法性を監査することが要求されるにもかかわらず、専門知識を有するものが任命されることがまったく要求されていない。第3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。これから、われわれは監査役又は社外取締役のインセンティブを中心に議論を進めていきたい。

まず、取締役の規定が準用されるため、日本の商法における監査役の主なインセンティブは、株主のモニタリングによるものである。既に分析したように、株主代表訴訟が株主と取締役との委任関係を、株主と弁護士の委任関係にすり替え、新たな委任関係における株主モニタリングのフリー・ライダー問題が解決されないままである。監査役又は社外取締役にインセンティブを与えるために、株主代表訴訟を中心とする株主のモニタリングというアプローチを援用することは、株主代表訴訟という2層の委任関係にさらに監査役を持ち込む。株主と監査役又は社外取締役、役員と監査役又は社外取締役、役員と株主、監査役又は社外取締役と弁護士の関係が錯綜するため、分析は益々複雑になる。下手をすると、監査役又は社外取締役制度は、徒に会社組織を肥大化させ、株主に無駄な費用負担を押し付け、株主代表訴訟という2階建の砂の楼閣をもう1階増築することになりかねない。

役員報酬の部分の分析からわかるように、現行の日本の商法の下では、事前に報酬計画で監査役に金銭的なインセンティブを与えることが妨げられている。アメリカでも、持株比率が低く、報酬も企業の経營業績とリン

くしないため、社外取締役は株主の利益を代表して役員業務執行を監査するインセンティブを持たないと指摘されている。株主のモニタリングによるインセンティブのほかに、内外の法制度で監査役又は社外取締役の経営からの独立性も要求されている。これから、監査役または社外取締役の中立性とインセンティブとの関係を分析したい。

3.1 監査役または社外取締役の中立性

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、その就任の前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、大公開会社の取締役会は、会社の議決権証券の過半数が単一のもの、単一の同族グループまたは単一の支配グループによって所有されていない限り、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⁽⁴⁾されている。重要な関係とは、当該会社の従業員又は最近2年間に当該会社の元従業員、又は当該会社の役員又は最近2年間の元役員の近親者、当該会社と取引利害関係を持っており又は最近2年に持ったものである。

イギリスのキャドベリー・レポートは、公開会社では取締役会は最低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、その過半数は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。

問題は、要求される独立性が監査役又は社外取締役の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。メイス（1986）

の分析からわかるように、実質的にトップ経営者に選任される社外取締役は、取締役会で役員の実質的な責任を追求するインセンティブを持たないものである。

“監査役は株主の利益を代表して”という表現はやや違和感を感じさせる恐れがある。なぜなら、監査役の適法監査と社外取締役が公正に監査することは、会社の利益のためであって、必ずしも株主の利益を代表するものではない。すると、現行の日本の商法における監査役の役割とインセンティブの設計は、必ずしも首尾一貫していない。日本の商法では、監査役を選任・解任は株主総会の普通決議で行い、監査役の報酬は定款または総会決議で定め、監査役の実質的な責任は株主代表訴訟で追及する。にもかかわらず、監査役監査は、株主の利益のため、取締役会が取締役の業務執行の妥当性を監査するのと異なり、著しい不当を除いて、取締役の業務執行の合法性に限られる。すなわち、監査役は、法律の番人のように行動することが要求される。ならば、株主は監査役が取締役の業務執行の適法監査を遂行するように監査役の選任、監査役の報酬の算定を行うインセンティブを持つのか。

たとえば、監査役が取締役会で報告されていないが、談合、カルテル結成、粉飾配当などの事前株主に利益をもたらす行為を仮に知りうるとしても、株主は監査役がこのような行為を積極的に正すようにインセンティブを設計するインセンティブを持たない。まず、監査役が知らないと主張して免責される。成功すれば、株主が利益を得る。失敗すれば、場合によっては、株主は株主代表訴訟で罰金を取締役に移すことができる。事前に利益が期待できれば、株主はむしろ会社に利益をもたらす取締役の法令違反行為を見ぬふりをするように監査役のインセンティブを設計するであろう。山陽特殊鋼の粉飾配当事件は、まさにこのケースにあたる。

このように、監査役が株主の完全な受任者ではないにもかかわらず、そのインセンティブの設定はほぼ完全に株主総会に委ねられる。適法監査に関しては、誰が委任者で誰が受任者かは非常に曖昧であり、極めて難解である⁽¹²⁾。これと比べて、ドイツの二層構造は遥かにわかりやすい。株主の代表と従業員の代表からなる監査役会は役員の実質的な行動を監視し、監査役会の

監査役が代表すべき利益は一目瞭然⁽¹³⁾である。

3.2 監査役又は社外取締役の実態

日本における監査役の“閑散役”ぶりについては、恐らく異論がないだろう。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。筆者が知る限り、監査役が積極的に取締役の行為を正した報告は見当たらない。

米国の社外取締役の実態は、メイス（1986）で描かれたように、社外取締役の理念と程遠いのである。アメリカの社外取締役制度の普及は、社外取締役が役員を正し、企業経営パフォーマンスを貢献するからというよりも、株主代表訴訟の防波堤として使われている。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。つまり、社外取締役の普及は、法規制が作り出した需要に過ぎないのである。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⁽¹⁴⁾。91年にイギリスで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全然働かなかったことを示唆する⁽¹⁵⁾。

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。もし社外取締役制度が機能するならば、社外取締役が多数を占める企業のCEOの更迭と企業業績との関連は、内部取締役が優勢を占める企業のCEOの更迭と企業業績との関連より強い、と考えられる。同じ様に、社外取締役が多数となる企業のCEOの報酬に占める成功報酬のウェートが、内部取締役が優勢を占める企業のCEOの成功報酬のウェートよりも高いとも言えよう。

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) が反論した。

Weisbach (1988) が企業の取締役会の構成がトップ経営者⁽¹⁶⁾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、ほかの他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、取締役会の持株とモニタリング・インセンティブとの関連⁽¹⁷⁾に関する分析も行われた。取締役会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つた。

Weisbach (1988) の結論と反対に、Denis and Denis (1995) は、経営不振の企業のトップ経営者の解任が、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。

引き続いて、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、企業業績とボード構成との関連を分析した。有意の相関は発見されなかつた。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、と推論される。

役員報酬に対する取締役会の構成の効果を分析した Mehran (1995) の論文によると、社外取締役の割合が大きければ大きいほど、役員の報酬に占めるストック・オプションなどの株値に連動する部分の報酬のウェート

が高くなる。また、経営業績と報酬に占める株価と連動するペイのウェートと正の相関が発見された。この発見は、社外取締役は株主利益を重視するように役員報酬計画を提案して役員にインセンティブを提供する役割を果たすことが期待できることを示唆する。

以上の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、実証分析の評価はまちまちである。しかし、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たらない。外部取締役、外部監査役制度を導入する際に、監査役又は社外取締役の実態を慎重に検討しなければならない。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。

業務執行役員を見張る役として、監査役または外部取締役制度が考案された。しかし、業務執行役員が株主の利益のために働かないのに、監査役又は社外取締役が株主の利益のためにしっかり業務執行役員を見張るのはなぜか。有効な監査役制度を設計するために、この問題に答えなければならないであろう。

4. 役員報酬によるインセンティブ

70年代アメリカ株式市場における大きな改革の一つに、株式手数料の自由化が挙げられる。それと同時に、無視してはならないのは、ストック・オプション制度の導入である。株式売買手数料自由化が株式市場の活性化のための外部からの改革だとすれば、ストック・オプションの導入は企業の内部からの役員のインセンティブ革命である。80年代以降のアメリカ株式市場の活気は、この二つの改革によって支えられたものである。

近年、日本では監査役の権限の強化、社外取締役の導入などに熱心な論客は多いわりに、役員の金銭的なインセンティブに関する議論に関心を示す者は少ない。以下、取締役の行動に依存するものではなく、会計利益、配当及び株式投資収益率などの取締役の経営業績に依存する金銭的インセ

ンティブについて現行の商法規定を分析したい。

4.1 額か算定基準か

スタンダードなエージェンシー・モデルによると、契約は事前に結ばなければならない。当事者同士はあらかじめ、立証可能な変数に依存する金銭の支払いを定める。これによると、契約は株主総会で承認され、執行されることになる。日本の商法では、取締役の報酬は、定款でその額を定めるか株主総会の普通決議で決定する（商法二六九条）。注意深く読むと、成功報酬を含む取締役の報酬の算定基準ではなく、取締役の報酬の額を定款で定めるか株主総会の決議で決定するとなっている。したがって、取締役の報酬の算定基準で取締役にインセンティブを与えるというエージェンシー理論の発想は、現行の日本の商法では完全に無視されているのである。

確かに、定款優先の原則から、定款で定めたものが仮に株主総会で反対されても、株主総会の決議が無効になる⁽¹⁸⁾。ただし、株主総会の決議を無効にするための手続きは極めて繁雑⁽¹⁹⁾である。まず、株主総会の決議を無効にするために、株主・取締役・監査役のいずれかが3ヶ月以内に決議を取り消す訴訟を起こさなければならない（商法二四七条一項二十号）。取り消すと、決議は効力を失うが、取締役はただちに会社に定款の内容どおりに賞与の金額を請求できるとは限らない。なぜなら、取締役が会社に定款どおりに役員賞与の支払いを請求できるかどうかは、会社法の難問だそうである。もう一つの問題は、取締役が会社に定款どおりに役員賞与の支払いを請求するために、株主決議が取り消されてからでないかどめなのかどうかということである。この点について論じた法学文献が非常に少ない。

他方、実務上では大崎（1994）（大崎鋭侍（1994），『役員処遇の決め方のすべて』，政経研究所）では、仮に利益処分案作成の際の算出基準として役員賞与は利益の何％と定款で定めても、最終的には株主総会の承認を求めべきであるという見解が示されている。（pp. 136）すなわち、「利

益もしくは配当の何%」のような役員賞与の付与基準は取締役「報酬の額」ではないという見解である⁽²⁰⁾。

前述したように、定款で役員報酬（特に賞与）の算定基準を定めると不便なので、現実にはほとんどの場合は株主総会で承認することになる。すると、インセンティブ・ペイの算定基準を仮に内規などで定めても、最終的には株主総会の承認を求めなければならない。インセンティブ・ペイは事前に定められてはじめて意味を持つのであるが、現行の日本の会社法における取締役の報酬に関する規定は、事前に報酬契約で取締役にインセンティブを提供することを妨げると言えよう。

計算規四七条の十一項は、取締役に支払った報酬及び監査役に支払った報酬の“額”を付属明細表に記載しなければならない旨の情報開示を要求する。ところが、この情報開示は経営者インセンティブに関しては何も情報を提供しないのである。これは、過去に支払った取締役の報酬には、今後の取締役の経営インセンティブに関連する情報が含まれないからである。

日本の多くの法学文献では、お手盛りを防ぐため取締役に事後に支払った“額”の妥当性及び取締役の報酬の範囲が重視される。たとえば、日本企業における取締役退職慰労金がしばしば論争の対象となる⁽²¹⁾。対照的に、金銭的契約で取締役にインセンティブを与えることに関心を示す人が少ない。それどころか、一部の人々がストック・オプションの行使が株主の権利を侵害するとすら考えている。

実際には、損金として認められていない⁽²²⁾にもかかわらず、造船業などの一部の企業を除いて、承認された取締役報酬の上限をこえない範囲で役員賞与が実施されてきた。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。この事実は、日本企業では役員賞与が重要なインセンティブ・ペイであることを示唆する。

米国では、取締役の報酬決定に関する商法の規定は州によって異なるが、公開企業が集中するデラウェア州とニューヨーク州の会社法の規制は以下

の通りである。米国デラウェア州の会社法一五七条では、取締役の報酬、賞与、ストック・オプションの付与及び年金などは定款または取締役会決議により定める。多くの場合は、中立的な社外取締役が多数を占める給与委員会がその金額と数量を決定する。その決定については、経営判断の原則が適用され、裁判所が介入しない。ニューヨーク州の会社法五〇五条では、ストック・オプションの付与または付与計画は社外株式の過半数で株主の承認を受けて定める。付与されたストック・オプションは、制限条項に基づいて行使され、事後の承認は要求されない。

州の会社法のほかに、SECの規制は上位4位の高所得者の報酬額、取締役に付与したストック・オプション及びその行使に関する詳しい情報開示を求める。日本の商法で要求される事後の報酬の“額”のみの情報開示と違って、この情報開示でエージェンシー理論に基づいた経営者インセンティブが強く意識され、投資家に経営インセンティブに関する有用な投資情報を提供する。

英米でも、経営者の高額収入に対する批判が見られるが、機関投資家は経営者の報酬と経営業績との関連に関心を示す。まさに、Jensen and Murphy (1990)が主張したように、問題はいくら払うかではなく、どのようにインセンティブを提供して払うかということである。前述したように、米英の一部の企業が他社との相対業績で役員報酬を決定する制度を導入した動きは、単に取締役の報酬の“額”を削減するのではなくて、株主利益を増大させるインセンティブにより整合的にその報酬計画を修正するのである。

上述したように、取締役と株主とが委任関係であると規定しながら、現行の日本の商法が株主総会で事後に取締役に支払った報酬の“額”を株主総会の決議事項として定めることは、委任契約の設計を著しく妨げるものである。株主のモニタリングによるインセンティブのほかに、エージェンシー理論が予期したインセンティブを自由に設計できる法制環境を整備するために、事前に取締役の報酬の決定計画を承認して取締役にインセンティ

ブを与えるという発想は、日本の商法に取り入れなければならない。株主総会の形骸化、監査役の“閑散役”化及びアメリカにおける株主代表訴訟の実態から、金銭的契約によるインセンティブを設計できる法的根拠を与えることは、株主代表訴訟、監査役の機能を強化して力づくで“奴隷のように”株主の利益のために取締役を働かせるよりもはるかに効果的であると言えよう。

4.2 ストック・オプション

アメリカでは、ストック・オプションなどのインセンティブ・ペイは広く実施されている⁽²³⁾。指摘しておきたいことは、経営者インセンティブとしては、ストック・オプションにいくつかの問題点が存在する。まず、ストック・オプション（一定に期間内にあらかじめ決められた価格（行使価格）で株式を購入する権利）の行使価格は事前に決定しなければならないことである。経営業績としては、株価にさまざまなノイズが含まれる。経営者に適切なインセンティブを提供するために、できる限りノイズをフィルターする必要がある。その中で簡単にフィルター可能なノイズは、マクロ・ノイズである。たとえば、金利などの経営者努力以外の株価に与える要因はマクロ・ノイズである。これをフィルターするために、相対業績で成功報酬を決定すべきである。したがって、行使価格を事前ではなく事後に相対業績に応じて決めなければならない。

第2に、行使価格に関する規制である。たとえば、アメリカの内国歳入法は奨励型ストック・オプションの価格が付与日の市場価格以上であることを税制上の優遇の条件として定める。また、機関投資家は、付与日の市場価格を下回る行使価格でストック・オプションを付与することに強く反対する。実際にも、役員にストック・オプションを決定する際に、行使価格が時価を下回るケースは2%に過ぎない。

90年以降、アメリカとイギリスの株価の回復によって、経営者は株式相場全体が低迷していた頃に付与されたストック・オプションを行使して、

自社の経営業績の改善ではなく株式相場全体の好調で多額の報酬を手にし、批判を招いていた。これに答えるために、イギリスとアメリカの一部の企業は、従来の単純なストック・オプション制度を改め、他企業との業績比較で自社株を与えるといった新しい仕組みを採用しはじめた。たとえば、ブリティッシュ・エアロスペース (BAe) 社⁽²⁴⁾ は、年間の株式投資収益率がフィナンシャル・タイムズ百種総合株価指数の対象百社の上位二十五位に入ればプールした自社株を 100% もらえる。それ以下の場合、比率が低下、六十未満だと全くもらえない。フィナンシャル・タイムズ百種総合株価指数の対象百社のうち、二十九社が相対業績で役員報酬を決定する制度を導入した。米国の大手証券会社ソロモン・ブラザーズは会長の報酬を同業他社の株式投資収益率とリンクして決定する制度を導入した⁽²⁵⁾。

日本企業については、筆者は取締役就任の時、社内融資で自社株を購入する習慣⁽²⁶⁾ があると聞いたことがある。取締役の持株も情報開示の対象となる。ただし、実質的な強制力の有無（たとえば、内部規定の有無）及び実施会社の範囲等に関しては不明である。日本では、以下の理由で取締役に株式を付与することは非常に難しいと思われる。

まず、日本の商法では、取締役と従業員にストック・オプション（新株引受権）を付与することに関する規定が存在しない。唯一の抜け道は、ソニーのように株式引受権付き債権の株式引受権の部分をインセンティブ・ペイとして取締役に付与することである。

5. 経営者市場によるインセンティブ

取締役は株主総会の普通決議で解任することができる（取締役の解任権、商法二五七条）。株主は報酬という金銭的契約で取締役にインセンティブを与えると同時に、取締役を解任することで取締役にインセンティブを与えることもできる。これは、通常解任された取締役の再就職の路が閉ざされると思われるからである。これについては、Fama (1980), Jensen and

Fama (1983) では、トップ経営者の企業の経営パフォーマンスは、彼らの人的資本のシグナルになる、と主張されていた。

日本でも米国でも、多くの場合は取締役が従業員から生え抜きされ、通常はトップ経営者が退任後会長、相談役などの形で社内に留まるケースが多い。日本では、引責辞任した社長は、会長に就任しないことが多いと報告された (Kaplan (1990))。これは、企業特異的人的資本理論と整合的である。また、米国のバンキングのような企業特異的人的資本が要求されない産業でも、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。

Kaplan (1990) は、減配を行った企業のトップ経営者が、比較企業と比べて、減配後追加的に受け入れた他社の兼任取締役の数は著しく少なかった、と発見した。また、Gilson (1990) によると、倒産の申し立てまたは私的に債務のリストラをした企業の取締役は、会社を離れたあとほかの会社の取締役を兼任するチャンスが大幅に減少する。これらの発見は、メイス (1986) の肩書きと名声が社外取締役に選ばれるための不可欠の要素との指摘と一致する。ただし、取締役の兼任から得られる収入⁽²⁷⁾ 及び名誉がトップ経営者にどれほどインセンティブを提供するかは不明である。また、経営者市場と社外取締役のインセンティブとの関連を研究した分析は見当たらない。

6. M & A によるインセンティブ

M & A が盛んな英米では、敵対買収⁽²⁸⁾ はコーポレート・ファイナンス、ガバナンスの重要なテーマとして研究されてきた。敵対買収は取締役会制

度、役員報酬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期待される。

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、役員の特株比率が低く、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、役員特株比率も高い。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⁽²⁹⁾ 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。

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。

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、社会厚生に与える影響を厳密に計測した文献は見当らない。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の抵抗手段が許されるため、敵対買収の機能は限定的だと考えるべきであろう。

7. 株主総会と取締役会との権限配分

株主総会の意志決定とその取締役会との役割分担は、組織の経済分析の最先端の分野でもあるが、最近の日本のコーポレート・ガバナンスで具体的な役割分担ないし権限委譲はほとんど議論されていない。われわれは以下の角度から現行の会社法による権限の配分が適切かどうかを検討したい。

7.1 株主総会、取締役会と監査役会を法律で強制すべきか

まず、株主総会はその役割を果たすことができるのか。日本だけではなく、イギリスの株主総会の形骸化も指摘されている⁽³⁰⁾。にもかかわらず、内外の商法の改正は、会社は株主のものであるというイデオロギーに囚われて、コストとベネフィットを無視して、専らモニタリングという力づく

の手段で取締役役に株主の利益のために働かせる方法で展開されてきた。たとえば、株主代表訴訟の強化、監査役制度の改正及び外部取締役に関する勧告が行われてきた。しかし、既に述べたように、これらの制度の実態は理念と著しく隔たり、徒に株主に無駄な費用の負担を押し付ける。

商法は契約の標準を提供するという説に対して、当然な反論として法による強制が必要なのかという疑問がでてくる。いうまでもなく、必要だという議論は、大株主の出現の可能性、すなわち、ヴォイス（voice）の可能性を前提条件にする。しかし、モデル賃金が賃金相場を把握するには必要だという説があっても、モデル賃金を個別企業に押し付けるべきだという議論は一切聞かない。すると、標準契約を押し付けるにはほかの論理が必要である。たとえば、ネットワークの外部性とか、法による標準化の強制が社会的に望ましいと立証しなければならない。

大株主が存在すれば、フリー・ライダー問題が緩和され、取締役が有効にモニターされるため、株主総会が実質的に機能するようになる。この意味で、株主総会に関する商法の規定は意義があるという議論がある。もしそうであれば、会社の創業者は創業者利益を得るために株主総会の制度を標準契約として定款に取り入れ、さらにこれを変えてはならないように定款で規定するはずである。すると、相場賃金が個別企業の賃金に影響を与えるのと同様に、強制しなくても商法における株主総会制度の規定は普及するのである。したがって、大株主のヴォイスを期待することは、株主総会制度を法律で強制する理由にならないのである。

7.2 会社法による権限の配分は適切か

可愛い子に旅させるという諺がある。わが子は可愛いと思えば苦勞させないと解される。でなければ、マザー・コンの子供しか育たない。同じ様に、仮に株主総会が機能しても、株主の利益を守るために専ら株主の権限を強化すればいいものではない。この点については、アダム・スミスはインセンティブの観点から地主の利益のためにむしろ地主の権限を制限し小

作農の借地権を保護すべきと次のような見解を示した。

“ヨーロッパの他の諸国では、土地の相続人及びその購入者双方に対して借地人の権利を保障すると万事が都合いいとわかってからも、その保障期間をごく短期に限られていた。……中略……したがって、土地に関する法律はすべて、土地所有者の利益と思われることを主眼に立案されたのである。彼らは、祖先のだれかが与えた借地権が現所有者を束縛して、長期間にわたって彼が自分の土地の全価値を享有できずにいるという事態は、自分たちの利益に反するものだと考えた。貪欲なものや不正なものは、常に目先のことしか考えず、この規定がどれほど改良を阻害し、それによって、長い間には、地主の真の利益がどれほど損なうことになるのかを見通していなかった。”

最近、Aghion and Bolton (1992) の分析結果は、常に株主に経営コントロール権を与えるガバナンス構造が必ずしも効率的ではないと示唆する。議決権のない優先株を発行して経営者に常に経営コントロール権を与えるガバナンス構造、株主に常に経営コントロール権を与えるガバナンス構造と条件付き経営コントロール権を配分する構造を会社を選ばせる必要がある。しかし、現行の商法の下で経営者に常にコントロール権を与えるガバナンス構造を構築することはできない。商法二四二条三項では、議決権のない優先株式の総数は、発行済み株式総数の三分之一を超えてはならない。

アメリカでは、州ごとに会社法が異なり、日本の商法で株主総会の決議事項と定められている部分は、取締役会に委譲されるものも少なくない。また、深尾・他(1995)の比較分析でわかるように、アメリカでは幅広く経営判断の原則が導入され、取締役会の権限が日本の商法で定められる取締役の権限より遥かに強いにもかかわらず、周知の通り、株価はアメリカ企業の経営者に第一経営目標として掲げられ、アメリカで株主の利益は少なくとも日本と同じ様に大事にされる。この事実からもわかるように、日

本の商法における株主総会と取締役会との権限配分を再検討する必要がある。

ここで、発想を転換して、株主に対して経営者が自らインセンティブにコミットする方法を考えなければならない。日本でもアメリカでも、株主が実質的に取締役を選任し、取締役の報酬を決定することはない。これが株主総会の実態である。むしろ、イギリスの会社が自主的に他社との相対業績で役員報酬を決定する制度を導入したように、長期的に株式市場の圧力で経営者にガバナンス構造に株主の利益を織り込む制度を採用するインセンティブを与えるべきである。

同様に、日本の商法に金銭的契約によるインセンティブの発想が盛り込まれていないにもかかわらず、配当とリンクした役員賞与、取締役就任時の自社株を購入する慣行、ソニー社の取締役に対するワラントの付与及びトヨタグループの配当性向を重視する宣言も、法の要求ではなく、株式市場の長期競争がもたらす自主的なものである。今後の立法もこんな自主的なインセンティブを強化する行動を支援する形で行われなければならない。これを無視したあらゆる立法は、百害あって一利なしのもので終るしかない。

《注》

- (1) 商法二五九条は、取締役会は代表取締役に業務執行を委任し、その業務執行を監督すると定める。
- (2) 会社のステークホルダーの一員たる株主が会社の機関になる理由については、残余利益請求権理論と条件付経営コントロール理論を参照せよ。
- (3) 弁護士は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。
- (4) Romano (1993) と浜田 (1994) を参照。
- (5) 前田雅弘 (1994) が詳しい。
- (6) 『金融財政事情』『株主代表訴訟簡易化の波紋』によると、トランス・ユニオン事件をきっかけに、85、86年にかけて、アメリカのワイアット社の取締役責任保険の平均保険料は、6倍以上上昇した。これは、アメリカの取締役責任保険危機と呼ばれた。

- (7) 荒木 (1994), 河本 (1994), 前田 (1995) を参照。
- (8) 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。
- (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
- (10) 和文文献は北村雅史「イギリスにおけるコーポレート・ガバナンス」を参照。
- (11) 同上, 第 3a.01 条。ただし、会社の自主的採択に委ねられている。
- (12) Sheridan and Kendall (1992) (pp. 111-1113) では、イギリスの一元取締役会における社外取締役の中立性の難解さが見事に揶揄された。
- (13) ただし、ドイツの制度が機能するかどうかについては、監査役のインセンティブを考慮した上で検討しなければならない。
- (14) Alkhafaji (1989) の chapter 6 “The effectiveness of the Board” の部分を参照。
- (15) Sheridan and Kendall (1992), pp. 104-106。
- (16) サンプル企業は、ニューヨーク証券取引所の 495 社の 1977-1980 の間の定年退職以外の要因による更迭と思われるケース。
- (17) Schleifer and Vishny (1988) は、持株比率が低いと、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。
- (18) 東京大学岩原教授からご示唆をいただいた。
- (19) 東京都立大学助教授大杉謙一からご示唆をいただいた。なお、ここでの文責はすべて筆者にある。
- (20) 商法二八三条一項は、利益の処分または損失処理案は株主総会の決議事項であると定めるため、利益処分の一部として役員賞与だけが承認を求めないことは、不自然とされている。また、大崎 (1994) (pp. 28) によると、役員報酬とは、月以下の期間を単位として定期的に支給されるものであり、損金算入として認められる。すると、役員賞与が損金として認められるかどうかという税法上の問題もある。
- (21) 荒木 (1994), 河本 (1994), 前田 (1995) を参照。
- (22) 大崎 (1994) を参照。
- (23) 園田 (1995) を参照。
- (24) 日経新聞 1996 年 9 月 11 日。
- (25) 同上。
- (26) 89, 90 年頃に就任した取締役は、多額の損失を被った人が少なくない、

と聞いたことがある。

- (27) メイス (1986) によると, 社外取締役を支払う報酬はかなり低い。
- (28) 通常, ターゲット企業の経営陣との交渉を抜きに公開買付けで始まったケースまたは買収提案が最初ターゲット企業の既存経営陣に拒否されたケースを指す。
- (29) 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。
- (30) Sheridan and Kendall (1992) を参照。

参考文献

- Aghion, 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.
- Bhagat, S., Schleifer, 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.
- Charkham, J. P. (1994). *Keeping Good Company*, Clarendon Press.
- Demsetz (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.
- 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 Theoretical 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 Financial Economics* 23, 225-249.
- 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.
- 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.
- Holmstrom, 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. C. (1988) "Takeovers: their causes and consequences", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, 21-48.
- Jensen, M. C. and K. Murphy (1990), "Performance Pay and Top-Management Incentives," *Journal of Political Economy* 98, pp. 225-264.
- 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 Macconell, J. J. (1991). Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover, *The Journal of Finance* Vol. 46, No. 2.
- Mehran, H. T. (1995), "Executive Compensation Structure, Ownership Structure and Firm Performance", *Journal of Financial Economics* 38, 163-184.
- Morck, R., A. Schleifer, and R. W. Vishny (1988), "Characteristics of Tangets

- of Hostile and Friendly Takeovers," in Auerbach Alan J., ed., *Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago: University of Chicago Press.
- Prentice, D. D. and Holland, P. R. (1993). *Contemporary Issues in Corporate Governance*, Clarendon Press.
- Romano, R. (1993). *Foundations of Corporate Law*, Oxford University Press.
- Sheridan, T. and Kendall, N. (1992). *Corporate Governance*, Pitman Publishing.
- Schleifer 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 hte USA: Is small shareholder monitoring effective?", *Journal of Financial Economics* 40, 319-338.
- 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 Investor's Reaction to 'Changes' of Corporate Law", 75 *Calif. L. Rev.* 551
- 荒木正孝 (1994), 『現代企業法』, 成文堂。
- 大杉謙一 (1996), 「会社役員の報酬規制」, 『法学教室』, No. 194, pp. 35-38。
- 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。
- 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。
- 胥 鵬 (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。
- 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, pp. 16-26。
- 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。

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。

正井章彦（1995），「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス」，ジュリスト，No.1050，pp. 69-75。