

タイトル	情報問題緩和のための制度的メカニズム：ディスクロージャーとガバナンスの役割
著者	赤石，篤紀
引用	北海学園大学経営論集，4(3)：107-125
発行日	2006-12-00

情報問題緩和のための制度的メカニズム

— ディスクロージャーとガバナンスの役割 —

赤 石 篤 紀

第1節 株式市場および株主重視に向かう日本企業

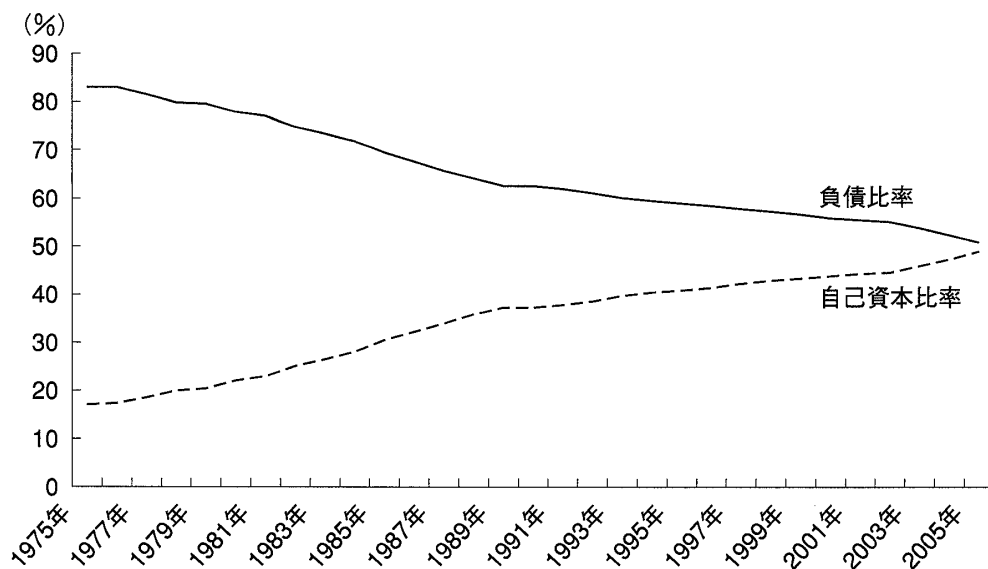
20世紀末、情報化やグローバル化の進展に伴い、企業を取り巻く環境は大きく変化した。加えて、わが国ではバブル経済崩壊後の「失われた10年」と呼ばれる期間を経る中で、企業を取り巻く利害関係者との関係も変化し、企業に対する考え方も変わってきている。こうした利害関係者との関係の変化は、わが国企業の財務特性に関するデータにおいて随所にみることができる。

1. 日本企業における資本構成の変化

図表1は、わが国製造企業の資本構成割合（簿価ベース）の変化を示したものである。同図表からは、低かった自己資本比率が年々上昇し続けていることが読み取れる。

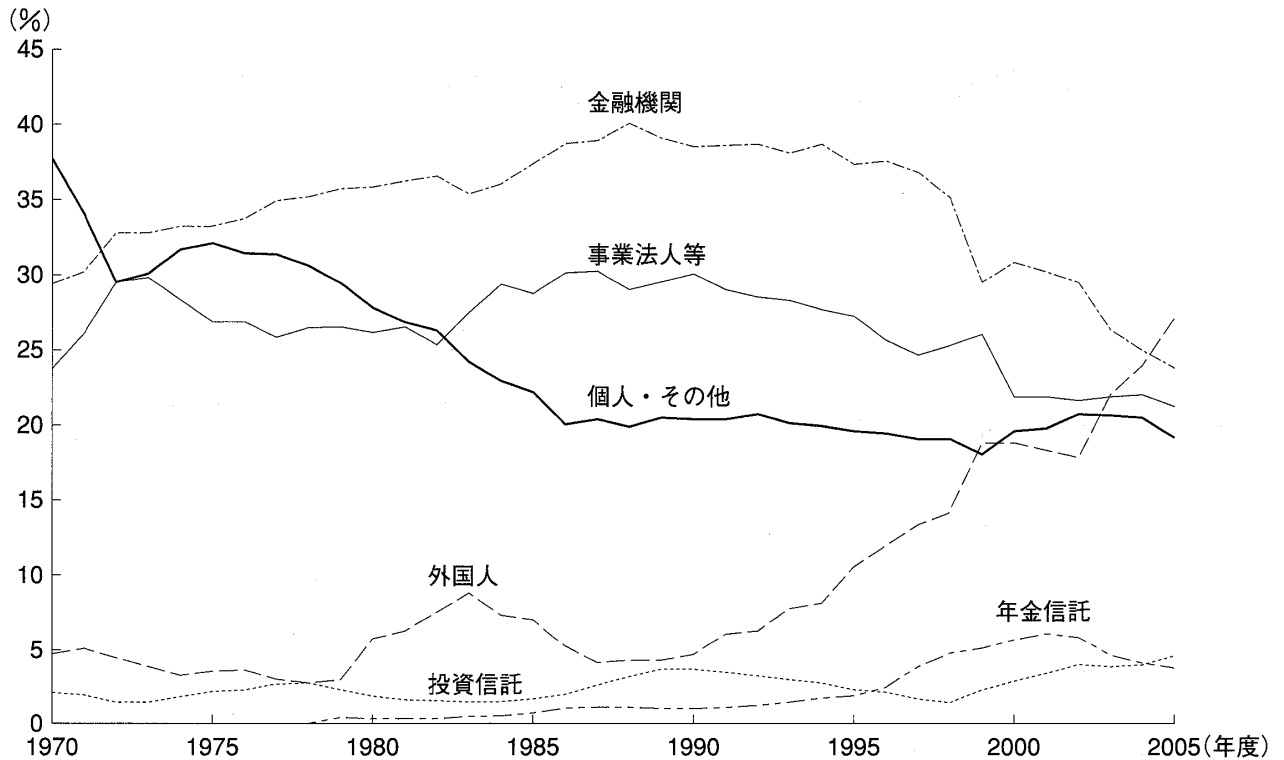
自己資本比率の上昇は、企業の調達資本に占める株主の資本の割合が増えることを意味するから、こうした自己資本比率の上昇に株主の影響力の増大をみることができる。ここから、わが国企業において、これまで軽視されてきた株主—企業の関係を変えて意識する必要が生じているといえる。

図表1 わが国企業の資本構成割合の変化（資本金10億円以上の製造業）



(出所：財務省「法人企業統計年報」より作成)

図表2 日本企業の株主構成（株主所有構造）



(注) 金融機関は投資信託，年金信託を除く（ただし，1978年度以前については，年金信託を含む）。
 (出所：全国証券取引所「平成17年度 株主分布状況調査」)

2. 日本企業における株主構成の変化

次にわが国企業において影響力を増している株主のタイプを、株主構成をみる中で考えていく。図表2はわが国上場企業の株主構成の変化を示したものであるが、顕著な変化は1990年ごろから表われ始める。

第1の変化は、金融機関および事業法人等の持株比率の減少である。これには、1990年以降の長期的な不況を背景にした株式の相

互持合い解消の動きがある¹。こうした相互持合いの解消は、物言わぬ安定株主の喪失を意味する。

第2は、外国人投資家の持株割合の増加である²。外国人投資家の割合は2005年度に26%に達し、その割合が過半数を超える企業も存在する。ここでいう外国人投資家の多くは、米国の機関投資家である。そしてその性質を端的にいうのであれば、株主こそ企業の

1 株式の相互持合いの成立と解消については、例えば岡部（2002）を参照されたい。

2 外国人投資家の割合の増加傾向は、主要企業の株主構成の変化において、とりわけ顕著なようである。下記は、時価総額上位企業（製造業）の株主構成の変化（1992年→2006年）である（企業名の前の数字は時価総額順位）。

①トヨタ自動車（4.4%→26.6%）、⑦ホンダ（13.0%→35.6%）、⑧キャノン（24.6%→

51.1%）、⑨武田薬品工業（7.5%→43.8%）、⑩日産自動車（3.29%→66.8%）、⑫松下電器産業（11.07%→29.9%）、⑬ソニー（21.6%→50.1%）、⑮新日本製鐵（3.0%→21.3%）、⑰任天堂（7.6%→41.1%）、⑱デンソー（11.6%→25.5%）。

なお、1992年のデータは有価証券報告書「会社の概況」より、2006年のデータは同「提出会社の状況」より、それぞれ入手した。

所有者であり、企業の果たすべき目的は株主価値極大化に他ならないと考える投資家である。したがって、わが国企業においても、株主構成に占める外国人投資家の割合の上昇に伴い、株主を意識した経営が求められるようになってきているといえる。

3. 本稿のねらい

資本構成および株主構成の変化から、わが国企業でも株式市場や株主を意識した経営が、これまで以上に求められるようになってきていることがわかる。こうした市場との関係構築は財務職能の重要な役割の1つであり、市場との良好な関係を築くためには、市場がどのような考え方の下で運営されているか、また株主の利害を考えるとということはどうなるのかについて理解する必要がある。

このような問題を考える1つの手がかりは、英米における市場観ならびに企業観にある。なぜなら、英米では、企業の資本調達のもととして資本市場を想定し、企業を株主の所有物と捉えて株主をプリンシパル、経営者をエージェントとするプリンシパル-エージェント関係を念頭に株主の利害についての考察を重ねられてきたからである。そこで、以下では、英米の研究における市場観ならびに企業観を考える中で、本稿での議論の枠組みを提示していくこととする。

① 不完全市場において生じる情報問題

英米における市場観ならびに企業観のベースは、完全市場にある。完全市場とは、全ての経済主体の有する情報が同質的であり、瞬時に情報が行きかう効率的な市場をいう。このような市場にあっては、全ての経済主体のもつ情報は量的にも質的にも同じであるため、主体間の情報の非対称性に起因する逆選択問題やモラルハザード問題などの情報問題の生じる余地はなく、またインサイダー取引などの不正取引も起こりえない。そのため、完全

市場が最も効率的に資源配分を行い、資源を運用する市場ということとなる。

しかし、現実の市場は、種々の主体間に情報の非対称性が存在する不完全市場であり、種々の情報問題や不正取引が起こりえる市場となる。したがって、現実の不完全な市場においては、①種々の制度により、いかにして完全市場に近づけるか、あるいは②情報が非対称な不完全な市場を所与とした場合に、情報の非対称性の弊害が生じないようにするために、どのような制度を構築すればよいのか、といったことが1つの問題意識として提起される。

② 不完全市場における情報問題への対応 1: 法的規制

不完全市場における情報問題に対処する1つの方法は、種々の法的規制を課すことにより、①主体間の情報の非対称性を緩和し、情報問題が発生する可能性を減じること、②情報の非対称性が存在したとしても、それが不正な取引に結びつかないようにすること、である。

このような考え方は、市場を規制する法律にも織り込まれている。例えば、米国証券取引法を範に制定されたわが国の証券取引法では、以下の3つに大別される規制、①企業情報開示に関する規制(証取法第2章)、②証券会社や証券業協会、証券取引所に関する規制であり、証券会社等の不適正な投資勧誘を禁じる証券取引関係機関の規制(証取法第3~5章)、③相場操縦行為や内部者取引など不正取引に関する規制(証取法第6章)が設けられている³。

第2節では、法的規制の中でも、投資家に適切な情報を開示し、企業と投資家との間の情報の非対称性を緩和する企業情報開示制度

3 証券取引法の詳細については、例えば神崎=下谷=川口(2006)、岸田(2004)を参照されたい。

を取り上げる。

③ 不完全市場における情報問題への対応 2：規律付けシステム

不完全市場での情報問題に対処するもう1つの方法は、エージェントが情報の非対称性を利用して利己的行動を促す可能性を減じるような仕組みを設計したり、行動をとることである。

特に企業経営に当てはめて考えてみると、現代企業では所有と経営の分離が進む中で、プリンシパルである株主とエージェントたる専門経営者間の情報の非対称性を生む可能性を高まっており、専門経営者の利己的行動をどのように抑制するかということが1つの問題となっている。こうした問題は、所有と経営の分離の中で実質的な経営権限を拡大している経営者をいかにして規律付けるか、というガバナンスの問題として取り上げられることも多い。

この経営者の規律付けについては、第3節で株主による直接的な規律付け（敵対的買収と株主行動主義）、第4節で取締役会を通じた規律付け、第5節で報酬構造の構築を通じた間接的な規律付けに関する英米での議論をまとめ、それぞれの節の最後で日本における現状を述べることにする。

第2節 情報開示制度：情報の透明性を維持するメカニズム

わが国の主だった企業情報開示制度は、①会社法（2006年度改正前は商法）にもとづく開示と②証券取引法にもとづく開示の2つである。

1. 会社法の下での情報開示

会社法では、株式会社について、資本提供者（株主や債権者）に企業の経済状況を正しく開示するために、株式会社の会計情報の開

示についての規定を設けている（会社法431条～445条）。これは、①会社の実質的所有者たる株主にとっては、所有と経営の分離により経営にたずさわらないため、経営を委託した取締役などによる会社経営の結果に重大な関心があり、②債権者であっても、株主は間接有限責任しか負わないから、自己の債権の唯一の担保となる会社財産の状況に重大な関心があるとされるからである（伊藤、2006、p.370）。

会社法の下で、株式会社は一般に公正妥当と認められる企業会計の慣行に従い（431条）、財産・取引を記録するための会計帳簿を作成し（432条）、会計帳簿に記録された会計記録をもとにした各事業年度にかかる計算書類（貸借対照表・損益計算書）および事業報告、付属明細書などを作成しなければならない（435条1項2項）。さらに、作成した計算書類の信頼性を担保するために、監査役や会計監査人や監査委員会の監査を受けることが求められる（436条）。その後、取締役会設置会社では取締役会の承認を受け（436条3項）、株主等への開示（437条）、株主総会での提出・承認・報告が行われる（438～439条）。

そして、株主総会後には遅滞なく貸借対照表（大会社（資本金5億円以上または負債200億円以上）では、貸借対照表および損益計算書）を公告しなければならないと定めている（440条1項）。ただし、証券取引法上に定められる有価証券報告書提出会社については、公告は不要となる（440条4項）。

2. 証券取引法の下での情報開示

全商人を対象とする会社法に対して、証券取引法は一定額以上の有価証券を募集、売り出す会社、または既に売り出した会社、および上場会社、さらには店頭売買登録銘柄の有価証券発行会社等の公開会社を対象とする法律である。証券取引法の下での情報開示は大き

く、以下の3つに分類される(小谷, 2006)。

① 企業情報などに関する開示(証取法3条~27条)

証券取引法にもとづく企業情報開示には、発行開示と継続開示がある⁴。

前者の発行開示は、有価証券1億円以上の募集または売出しに際して、各種書類等により、発行する有価証券の内容および当該証券発行者の事業内容や財務状況などを正確・適時に開示し、これと併せて有価証券届出書等と同等の内容を記載した目論見書を投資者に直接交付することにより、投資者に自己責任において有価証券の売買に必要な判断を行う機会を与えることをねらいとする。この発行開示においては、有価証券届出書、発行登録書、発行登録追補書類、目論見書が開示書類となる。

後者の継続開示は、流通性を有する有価証券の発行者の事業内容や財務状況等を定期的または臨時的に開示することにより、有価証券の公正・円滑な流通の確保と流通市場における投資者の保護に資することを目的とする。この継続開示における定期的な開示書類としては、有価証券報告書、半期報告書、自己株券買付報告書があり、臨時的な開示書類として、臨時報告書がある。

② 公開買付に関する開示(27条の2~27条の22の4)

経営権の取得などを目的に証券取引所外で株券等を大量に買い付ける行為は、投資者の判断に重要な影響を与える。そのため、証券

取引法では、公開買付の内容に関する開示が義務付けられている。

③ 株券等の大量保有の状況に関する開示(27条の23~27条の30)

大口投資家の動向は投資判断に大きな影響を与え、また不公正な取引の温床となりやすい。そのため、上場会社等の発行済み株式総数の5%以上の株式を保有している者に対して、保有割合の変動状況の開示が義務付けられている。

3. その他企業内容の開示に関する法令など

企業内容の情報開示に関する要件は、企業内容の開示に関する内閣府令や証券取引所の上場規程等の改正を通じて、適宜、更新される。特に近年では、コーポレート・ガバナンス機能の強化を促進しようという意味もあって、当該情報の開示が求められるようになってきている。

① 企業内容の開示に関する内閣府令の改正

2003年(平成15年)の企業内容の開示に関する内閣府令の改正により、有価証券報告書等提出会社は、「コーポレート・ガバナンスの状況」、「事業等のリスク」、「財政状態及び経営成績の分析」の開示が求められるようになった。

また、2005年(平成17年)の開示府令の改正では、内部監査等の組織など及び会計監査の相互連携、社外取締役・監査役と会社との利害関係などの記載を要求するなどの「コーポレート・ガバナンスの状況」に関わる開示のより一層の充実などが求められるようになってきている⁵。

4 インターネットの普及に伴い、わが国でもEDINET(Electronic Disclosure for Investors' NETwork)と呼ばれる「証券取引法に基づく有価証券の開示書類に関する電子開示システム」が導入されている。当該システムを通じて、インターネット上で有価証券の開示書類を閲覧することができる。

5 このほか、同改正では、①電子公告制度の導入、②有価証券届出書等の記載上の注意の明確化、③親会社が継続開示会社ではない場合の親会社情報の開示の充実、が求められている。

② 上場規程等の改正

例えば、東京証券取引所などは、2003年の開示府令の改正の中で任意で認められるようになった「有価証券報告書の代表者による適正性の確認書」の提出をより強化し、2004年の上場規程等の改正によって、「有価証券報告書の提出時点で不実の記載がないと認識している旨およびその理由」を上場している証券取引所に提出することを義務付けている。

また、東京証券取引所は、2006年に有価証券上場規程等の一部改正し、コーポレート・ガバナンスに関する報告書制度を導入することで、企業情報の開示ならびにコーポレート・ガバナンス機能強化の促進を試みている。

③ 内部統制にかかわる規定

さらに近年では、内部統制の導入が法的に進められている。内部統制とは、①業務の有効性および効率性向上、②財務報告の信頼性確保、③事業活動に関わる法令などの遵守徹底、④資産の保全といった目的達成のために企業内部で構築されるシステムやプロセスをいう。米国では、エンロンやワールドコムをめぐる一連の会計不祥事を契機に2002年に成立した企業改革法（SOX法）により、内部統制の整備が義務づけられた。

わが国でも、会社法において、大会社を対象に、上述のような業務全般にわたる内部統制の整備を求めている（会社法348条4項、362条5項、416条2項）が、内部統制に対する監査などを義務付けておらず、罰則規定も存在しない。しかし、金融商品取引法（証券取引法を改正してその名称を変更したもの）の成立⁶により、2008年4月1日以降に始まる事業年度（2009年3月期）から、全上場企業を対象に、適切な決算書類を作成す

るための内部統制（内部統制の上記目的のうち②のみ）が有効に機能しているかを経営者が毎期点検して内部統制報告書を作成し（金取法24条の4の4第1項）、会計士・監査法人の監査を受けることが義務付けられることとなった（金取法193条の2第2項）。また、同法では内部統制報告書の未提出や虚偽記載に対して、代表取締役ら個人に対し5年以下の懲役・500万円以下の罰金、法人に対して5億円以下の罰金が科せられるなどの罰則規定も明記されている（金取法197条の2第5・6項、207条の1第2項）。

4. 情報開示の限界とインベスター・リレーションズ

① 情報開示の限界

しかしながら、各種法制度による情報開示制度は、企業と投資家間の情報の非対称性を完全に解消するものではない。なぜなら、開示制度は、開示により競争優位性を喪失せしめるような自社の競争戦略上の重要情報までも公表することは要求しないためである。これは、そうした情報が競合企業の知るところになっては、当該企業の価値が損なわれることがあるからである。

こうした企業による重要情報の留保は、企業価値の維持にとって重要なものであるが、同時に企業（経営者）と投資家との間に大きな情報の非対称性が存在することを意味する。

② 自発的な情報開示：インベスター・リレーションズ

むろん、企業が常に法律で定められた最低限度の情報開示しか行わないと決まっているわけではない。投資家に対する自社の評判というものに対して高い価値を見出し、評判の維持がある種の情報を定期的にかつ即座に市場に伝達することによって達成されると考えている経営者も多い。また、情報の非対称性に伴って発生するコストの低減のために、自

6 金融商品取引法については、例えば黒沼（2006）、児島（2006）を参照されたい。

発的な企業内容の開示がなされることがある。このように、企業が株主や投資家などに対して、投資判断に必要な企業情報を、適時、公平、継続して提供する活動のことを、インベスター・リレーションズ (Investor Relations: IR) という⁷。

第3節 株主による規律付け

1. 退出と発言のメカニズム

種々の法的要件が存在してもなお、企業経営者と株主との間には、情報の非対称性が存在する。その結果、経営者が株主の利害とは異なる方向に動かす余地が出てくる。したがって、株主は、いかにして経営者を規律付けるかという問題に直面することになる。その1つの解決策が、Hirschman (1970) であるところの退出 (exit) と発言 (voice) のメカニズムを通じた株主による直接的な規律付けである。

前者の株主による退出オプションとは、保有する株式を売却し、株主であることを辞めることである。退出者が続出すると、当該企業の株価は低迷し、経営陣の知るところとなる。場合によっては、敵対的買収 (hostile takeover) の脅威が生じ、自身の役職ひいては企業の存続が危うくなるため、株主の利害を重視するように促される。他方、後者の株主による発言オプションとは、企業の所有者である株主として、企業経営の改善を促すように発言を行うことである。

2. 退出による規律付け；敵対的買収による規律付け

① 敵対的買収の効果

敵対的買収の効果は、①買収後に表れる効

果 (事後的効果) と②買収の脅威の存在がもたらす効果 (事前的効果) の2つの面に分けて考えることができる。前者の買収の事後的効果としては、以下のようなものがあげられる (花枝, 2005, pp.295-296)。

第1は、買収者によって行われる経営改革によって生じる効果である。敵対的な買収を受ける企業は、非効率な経営などにより、本来有する潜在的価値と比べて、市場における価値が著しく低い企業である。したがって、敵対的買収によって大株主となった買収者、あるいは買収者に送り込まれた経営者によって、劇的な改革がなされれば、効率的な経営が行われる可能性が出てくる。

第2は、株主構造の変化に伴う株主からの圧力の増大である。被買収企業の株主構造は、敵対的買収を経て、多数の少数株主からなる株主構造から少数の大株主からなる株主構造に代わる。これにより、経営者に対する大株主によるモニタリングおよびコントロールが積極的に行われる可能性が増す。

第3は、負債の規律付け効果と呼ばれるものである。敵対的買収では、レバレッジド・バイアウト (leveraged buyout; LBO) と呼ばれる買収方法がとられることがある。LBOは、被買収企業の資産を担保にした借入によって、買収資金を調達し、買収を仕掛ける方法であるため、LBOによって買収を行った場合、買収後の被買収企業の負債比率は非常に高くなる。この高い負債比率により、①利息や元本の支払いに多くのキャッシュ・フローが使われ、経営者が自由に使えるフリー・キャッシュ・フローの発生余地を押しえられる、②高い負債比率は倒産の危険性を高めるので、経営者に効率的経営に対するインセンティブを喚起する、といった規律付け効果が期待される。

後者の事前的効果は、実際に敵対的買収が生じなくともその可能性が存在するだけで、経営者を規律付ける効果があるというものである。通常、敵対的買収がなされた場合には、

7 こうした自発的な内部情報の開示に関する研究としては、例えば Fishman=Hagerty (1989) や Diamond=Verrecchia (1990) がある。

既存の経営者は更迭される。それゆえ、既存経営者は自らの地位を守るために、敵対的買収を受けたくないような行動を行おうというインセンティブをもつことになる。敵対的買収を受けたくない最も効果的な方法は、効率的な経営を行い、自社の株価水準を高めることである。ここに、敵対的買収の脅威の存在が、経営者が株価を高めるように、換言すれば株主と目的の一致を促すのである。

② 敵対的買収の問題点

しかし、敵対的買収が有するマイナスの効果も指摘される。それは、敵対的買収の脅威が存在する場合、利害関係者の企業特特殊的な投資が減退するというものである（Shleifer=Summer, 1988）。

企業には、株主だけではなく、顧客や従業員や供給業者、地域社会といった種々の利害関係者が関わっている。例えば、従業員は企業に対し忠誠心を持ち、企業特特殊的な能力の獲得にいそしみ、供給業者は特定企業への部品供給のために特化した設備の導入といった企業特特殊的な投資を行っている。こうした企業特特殊的な投資を促すために、企業は、利害関係者との間に暗黙の長期契約を結び、長期契約を遵守するという信頼ないし評判を利害関係者との間に確立する必要がある。

しかし、敵対的買収を企てる側は、往々にして暗黙の長期契約を守ることにコミットしていない。そのため、被買収企業の従業員の賃金カットや解雇、供給業者との取引停止などの手段によって、暗黙の長期契約を反故にして、従業員・供給業者から株主へ富の移転を起こす誘引をもつ⁸。このように、既存の

経営者との間の非公式な関係（暗黙的契約）が買収者ないし新しい経営者によって破られると予想する場合、従業員は企業や経営者に対する忠誠心を低下させ、企業特特殊的な能力の獲得に必要な時間的投資に消極的になる。また、供給業者は、自社への部品供給のために特化した設備の導入といった企業特特殊的な投資に消極的になる。それゆえ、敵対的買収が一般的になり、買収者によるこの種の搾取的行動が利害関係者において危惧されるようになると、暗黙的契約が結ばれなくなり、利害関係者による企業特特殊的な投資が行われない可能性が生じ、社会全体にも望ましくない影響が出てくる、と考えられるのである。

3. 発言による規律付け；株主行動主義

経営者を規律付けるために、株主がとりえるもう1つの選択肢が、発言である。株主は、①株主総会で経営陣の提案に対して反対の議決権を行使したり、②自らの議案を提出したり、③経営陣の意思決定に対するモニタリングを行うといった方法で、自らの利益を守ることができる。株主がこのような活動を積極的に行うことを、株主行動主義（shareholder activism）という。

① 株主行動主義の主体

発言オプションの行使は、退出オプションの行使と比較して費用がかかる上に、その効果は発言主体が企業に対して行使できる影響力や交渉力に左右される（Hirschman, 1970, 訳書 p.43）。そのため、積極的な株主として行動しうるのは、積極的な行動を起こすことによるメリットを十分に享受できる大株主や機関投資家（年金基金、投資信託など）となる。

また、運用資金が大きい機関投資家は、一企業について多数の株式を保有しているため、自らの退出行動が当該企業の株価を下落させ、自らの損失を拡大するというジレンマに直面する。そのため、問題がある企業に対して、

8 Shleifer=Summers (1988) では、敵対的買収プレミアムの80%は従業員の利益の移転したものであるという指摘がなされる。しかし、後のBhagat=Shleifer=Vishny (1990) では、買収プレミアムに占める従業員からの利益移転は5~10%であるとされる。

退出オプションは行使しにくく、発言を第一に考えざるを得ない。したがって、株主行動主義の焦点は、機関投資家による行動主義に当てられることになる⁹。

② 米国における株主行動主義の具体的内容
株主行動主義には、2つのタイプがある(Black, 1998; Wahal, 1996)。

1つは、年次の株主総会における株主提案の提起する、委任状勧誘・株主提案行使型標的行動(proxy proposal targeting)と呼ばれるものである。これは、経営者との事前の協議が不調に終われば、株主総会で投票に付される株主提案を提出する権利を行使することまでを視野に入れた活動であり、場合によっては、委任状争奪戦¹⁰へと発展する。

2つめは、取締役会ないし経営陣への非公式な要請の形をとる非委任状勧誘型標的行動(nonproxy targeting)である。これは株主提案の提出は念頭におかず、経営陣に自らの欲求・要望を知らしめることを目的とする行動である。

また、米国における株主提案の種別としては、大きく以下の3つ、すなわち①株主投票に関する提案、②乗っ取り防止策に関わる提

案、③取締役会に関する提案が識別される(Del Guercio=Hawkins, 1999, pp.297-298)。このうち、株式市場での敵対的買収防止策の除去を求める提案1990年代に入って減少する一方で、取締役会に関する提案は1990年代に入って増加している。こうした傾向は、米国において会社支配権の売買市場としての株式市場の機能が衰退したため、敵対的買収に代わる手段として取締役会を通じた規律付けが着目され始めていることとも符合する。

③ 機関投資家による行動主義の効果

米国における株主行動主義に関する実証研究では、株主行動主義はその形態や目的に関係なく、企業業績にほとんど影響をもたないことが概ね明らかとなっている。その理由としては、業績指標としてどのような指標を用いるかといった方法論上の問題だけでなく、株主提案などのイベントが複合的な意味をもつことがあげられる。例えば、株主提案が経営者と機関投資家の事前の交渉が失敗に終わったことのシグナルとして解釈される場合にはマイナスの効果をもつが、株主提案により業績の改善が期待されるような場合にはプラスの効果をもつといったように、である。

また、全ての機関投資家が株主行動主義者ではなく、明白な積極行動に対してあまり資金を使っていなかったり、業績や価値にほとんど影響がないとされている問題を行動目的としているため、業績の改善に対する実証上の結果が出ていないという指摘もある(Black, 1998; Romano, 2001)。こうした機関投資家の株主行動主義に対する消極性の理由としては、①機関投資家が委任状争奪戦を行ったり、取締役を指名する能力は規制によって妨げられている、②民間年金基金は「経営陣が経営への干渉を好ましく思わないため、行動主義者である年金基金と契約を結ばない」という利益相反に直面している、③ファンドの運用者自身が基金の投資先企業に

9 米国では、会社支配権の売買市場としての株式市場の機能が衰退した1990年代初めに、機関投資家による行動主義がみられるようになった(Black, 1998)。この時代は米国株式市場の機関化が進んだ時代でもある。こうした状況の中で、経営者に対する監視者としての機関投資家の役割とその重要性に注意が向けられるようになり、株主行動主義が敵対的買収に代わる、株主による規律付けシステムとして認識されるようになっていく。

10 委任状争奪戦とは、①株主総会で経営陣に提出した議案に反対する株主が、自分の意見を経営陣に反映させるために企業側と争って、他の株主から議決権行使に関する委任状を集めること、あるいは②自身の議案を反映させるために、他の株主から議決権行使に関する委任状を集めることを指す。

対して直接的な投資持分をもたないため、十分な監視を行う動機をもっていない、という規制上および動機上の理由の存在が指摘されている（Black, 1990; Coffee, 1991; Black=Coffee, 1994, Kim=Nofsinger, 2004）。

4. 日本における株主による規律付け

① 日本における敵対的買収

わが国では、金融機関や事業会社間の株式の相互持合いにより、敵対的買収はこれまであまりみられることはなかった。しかし、冒頭で述べたように、長らく続く不況の中で株式の持合いが崩れ、わが国資本市場に市場原理が持ち込まれる中で、優良な親会社や取引先をもつ企業、潤沢な手元流動性をもった企業、換金しやすい優良資産を豊富にもった企業に対する敵対的買収の試みがみられるようになってきている。また、王子製紙による北越製紙に対する敵対的買収の試みに代表されるように、敵対的買収が業界再編のための一手段として考えられるようになっており、敵対的買収による業界再編の流れは2007年5月の外国企業による三角合併解禁により、ますます促進されると考えられている。

こうした企業に対する敵対的買収の試みがみられる中で、わが国企業の株主に対する意識は変化し、配当性向の引き上げなどにより、株主重視の姿勢を表明する企業が相次いでおり、わが国においても敵対的買収の脅威の事前的効果が示される場所である。また、米国において敵対的買収が頻発した時期と同様に、わが国企業においてもポイズンピルなどの敵対的買収防止策の導入が議論されはじめると、両国企業の対応は類似したものとなっている¹¹。

11 同時に、わが国企業では、株式の相互持合い強化が特に事業会社同士の間で鮮明となっている（大和総研，2006）。しかし、持合い強化の動きが、事業提携によるものか敵対的買収の防止を目的とするものなのかは明確ではない。

② 海外機関投資家の株主行動主義

次に、わが国における機関投資家の株主行動主義についてみていこう。

わが国における機関投資家の株主行動主義の中心は、海外機関投資家である。米国の年金基金や運用機関は、1974年従業員退職所得保障法により株主議決権行使が義務付けられ、海外株式についても米国株式に準じて株主議決権行使をすることが明確になると、海外分散投資先の日本株についても株主議決権行使を本格的に行い始めた（年金総合研究センター，2003，p.96）。また、海外市場上場などにより外国人投資家の持株割合が高まった企業が、海外機関投資家に対するIR活動を重視するとともに、株主総会での定足数を確保できるように海外株主判明調査や株主議決権行使の勧誘を行うようになった（p.96）ことも、海外機関投資家の積極的行動を促す一要因と考えられる。

これに対してわが国機関投資家でも、株主として積極的に行動しようとする向きが出てきている。例えば、1,400社以上の年金基金を代表する企業年金連合会（2005年10月に厚生年金基金連合会から名称変更）は、①株主議決権行使基準を設定したり、②コーポレート・ガバナンス推進会議を形成したり、③コーポレート・ガバナンス・ファンド（野村證券に運営委託）を設定したりしている（ドーア，2006，pp.132-133）。しかし、企業年金連合会に比べ、投資銀行や信託銀行などの金融機関による影響力の行使はあまりなされていないようである（ドーア，2006，pp.134-135）。これは、①信託銀行の経営者たちは、自分も総会屋その他、うるさい連中に悩まされた経験があるため、経営者に同情的で、容赦なく追求する気にはなれない、②金融機関の経営者も事業会社の経営者も経営者階級のメンバーとして、共通の世界観、共通の利害関係をもっている面が多い、という理由による。

第4節 効果的な取締役会の運営

1. 取締役会の役割と現実

株主による経営者の直接的な規律付けに代わる方法が、取締役会によって経営者を監視することである。取締役会の使命としては重要事項の決議があり、①最高経営責任者の選任、②経営陣の監視、③合併・買収の決定、④経営陣の報酬変更、⑤借入や新株発行による企業の資本構成の変更などがある。これらの機能を実行する上で、取締役は株主の利害を代表する。

しかし、多くの企業では、取締役会は経営者の影響力を監視し、バランスを取るために真に独立した存在であるというよりも、イエスマンの集合体のようになっていることが指摘される (Becht = Bolton = Röell, 2002, pp. 22-23)。

2. 社外取締役の導入：取締役会の独立性の維持

① 社外取締役の導入

取締役会が経営者の虜囚となっている重要な理由の1つは、経営者からの取締役会の独立性の欠如である。つまり、経営者が取締役会構成員の選任について大きな影響力をもっているがために、取締役会が経営者に対して影響力を行使し得ないという問題である。

こうした問題を解消し、取締役会の独立性を維持する1つの試みとして、社外取締役 (independent director) の導入がある。その根底にある考え方は、経営者に何ら依存することのない社外取締役であれば、経営者にはばかることなく、株主の利益を守る可能性が高くなるであろうというものである。

こうした考え方は、米国において広く受け入れられている。例えば、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) は、上場企業の取締役の過半数が社外取締役であること、執行役を兼務しない取締役は彼らだけで定期的に集まら

なければならないこと、取締役候補者選考・コーポレート・ガバナンス委員会や報酬委員会や監査委員会は構成員全員が社外取締役であることなど、社外取締役の導入を上場会社に求めている。

② 社外取締役の欠陥

しかし、社外取締役は万能ではなく、①企業に関係していない社外取締役は、効果的な監視役となるのに必要な知識や情報に欠いている、②自らの取締役再任に対して経営者に依存している、③集中化した所有構造にあっては、少数株主の利益を守りえる存在とはならない (大株主からの独立性の問題)、といった欠陥を有する。

③ 社外取締役の導入に関する実証結果

また、社外取締役導入の効果について、英米では画一した実証結果は得られてはいない。例えば、Weisbach (1988) や Rosenstein = Wyatt (1990) は、独立性の高い取締役会の方が業績が悪化した場合に経営陣を更迭する可能性が高い、社外取締役の指名が株価の上昇につながるといった結果を提示するが、Hermalin = Weisbach (1991), Byrd = Hickman (1992), Mehran (1995) など、会社業績と取締役会の構成の間に有意な関係はみられないとする研究も数多く存在する¹²。

3. 取締役会における諸問題

また、取締役会の独立性以外の問題も提起される (Kim = Nofsinger, 2004, 訳書 pp. 52-55, Becht = Bolton = Röell, 2002, pp. 22-23)。

第1は、最高経営責任者が取締役会会長職を務めるという状況の下で、取締役会は経営

12 取締役会に関する実証研究のサーベイについては、例えば John = Senbet (1998), Hermalin = Weisbach (2003) を参照されたい。

者を真剣に評価したり、経営者に対峙できるのかという問題である。

第2は、取締役が会社に対する利害を持っておらず、このような状態で、株主の利害を代表できるのかという問題である。このような観点から、取締役に対する自社株式の保有基準の設定が議論される。

第3は、取締役会が単純に大きすぎ、全ての取締役が積極的に関与する可能性を排除し、必要な業務の遂行を難しくするという問題である。取締役の人数が多い場合、誰もが他の取締役が監視業務を行っているものと都合よく信じてしまう他者依存が生じたり、礼儀正しさや人の意見を黙認することが重視され、適切な意見や率直な意見が犠牲にされる可能性が高くなる。

第4は、取締役会が経営陣からの独立を達成した場合でも、取締役会は口やかましい監視者であるよりも、対立的ではないアドバイザー役を演じることを好むという人間本来が有する性質上の問題である。

4. 日本企業の取締役会改革

① 日本企業の取締役会の問題

わが国の旧商法においても取締役会は、株主総会によって選任された取締役によって構成され、業務執行に関する意思決定機関であると同時に、代表取締役または業務担当取締役の業務執行を監督し（旧商法260条1項）、代表取締役の選任・解任の権限が与えられ、代表取締役の業務執行を監督する機関と位置づけられていた（旧商法26条1項）。しかし、旧商法の取締役会制度には①業務執行の監督者が業務の執行を行っているという問題があり、加えて実際面では②取締役の人数の増加により機動性を欠く、③取締役の大半が内部（従業員）取締役であるため、取締役会が代表取締役の実質的支配下に置かれている、といった問題が指摘されていた（宮島＝新田，2006，p.1，p.3）。

このような問題も、株主の影響力が小さく、企業業績が比較的良好に推移してきたわが国企業においてはさほど大きな問題とはならなかった。しかし、企業業績が低迷し、株主の影響力が増した1990年代より、取締役会の機能不全が問題となり、わが国でも取締役会の機能改善に向けた種々の改革が行われるようになった。その中でも代表的なものが、会社法における委員会設置会社制度の導入である。

② 委員会設置会社制度

委員会設置会社制度は、米国の取締役会制度を範に、1998年（平成14年）の商法改正によって委員会等設置会社制度として初めて導入され、会社法の下でその名称が改められたものである。

委員会設置会社の最も大きな特徴は、監督と執行の制度的な分離にあり、取締役会の役割は、基本事項の決定、三委員会（指名委員会、監査委員会、報酬委員会）¹³の委員の選任、執行役の選任、などの監督機能に特化され、業務執行は取締役会によって選任された執行役が担当し、会社を代表する者も代表執

13 指名委員会の権限は、株主総会に提出する取締役の選任・解任に関する議案の内容の決定にある（会社法404条1項）。

監査委員会の権限は、執行役など（執行役・取締役・会計参与）の職務の執行の監査および監査報告の作成、会計監査人の専任及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である（404条2項）。その監査は、取締役会が定めた内部統制システムが適切に運用されているかのチェックであるとされ、監査役とは異なり妥当性監査の権限も有するとされる（405～407条）。さらには、決算に関して、監査役と同様の権限を有し、計算書類などは取締役会の承認を得る前に、監査委員会の監査を受けなければならない（436条2項，3項）。

報酬委員会の権限は、執行役などの個人別の報酬内容の決定である（404条3項前段、具体的な報酬決定の方法については409条）。

行役となる（業務の意思決定も大幅に執行役に委ねられ、取締役は原則として業務執行をすることは認められていない）。また、各委員会を構成する取締役の過半数は社外取締役でなければならないとされており、社外の視点の導入もこの制度の大きな特徴となる。

③ わが国取締役会改革の現状¹⁴

上記の委員会設置会社制度は、定款の定めによる選択的なものであり、強制的なものではない。したがって、わが国企業の全てが委員会設置会社というわけではない。2005年3月時点で委員会設置会社に移行している東証1部・2部上場企業（全2,007社）は、オリックスやソニーなど43社にとどまっている。

しかしながら、委員会設置会社以外の企業であっても、取締役改革がなされていないわけではなく、執行役の分離（執行役員制の導入）による取締役会の規模的縮小や外部取締役の導入が行われている。例えば、執行役員制を導入する東証1部・2部上場企業は893社となっており、取締役の平均人数も1993年度には16.64人（全1,498社）であったものが2004年度には9.82人（全1,992社）と10人を割り込むまでになっている。また、社外取締役の比率についても1993年度の12.71%から2004年度には17.31%と着実に増加している。また、わが国企業における社外取締役の導入傾向は、東証一部時価総額上位100社中社外取締役を選任する企業が55社存在すること（日本経済新聞2006年8月23日）からも読み取ることができる。

しかしながら、社外取締役の比率は20%にも満たないことから、わが国企業では社外取締役の導入を進めながらも、取締役会の構成は依然として内部取締役中心になっている

との指摘もできる。こうした背景には、①社外取締役の確保が難しいという制度上の問題だけでなく、②戦略的な意思決定においては現場の知識が不可欠であるという情報上の問題がある。とりわけ、後者の問題を重視する企業においては、執行役員制度を導入し、取締役規模的縮小を図りながらも、社外取締役の積極的導入を回避することで、戦略的意思決定と業務執行を意識的に融合させようとするねらいがみてとれる（例えば、トヨタ自動車など）。

第5節 経営者報酬

1. 経営者の報酬体系

① 経営者のインセンティブを高めるような報酬体系の構築

経営者の行動を直接的に規律付ける以外に、株主の利害を保護する方法として、経営者の目的と株主の目的が一致するように、経営者の報酬体系を設定するものがある。これは、株主による規律付けや株主の代理人である取締役会による規律付けといった直接的なコントロールではなく、報酬という手段を通じた間接的コントロールとなる。

② 経営者の報酬体系

経営者の報酬は、以下の3つの構成要素から組み立てられる（Kim=Nofsinger, 2004, 訳書 p.16；Becht=Bolton=Röell, 2002, pp. 24-26）^{15,16}。

第1は、基本給であり、企業成果に関わらず支払われる固定的報酬である。仮に、経営者の報酬が固定的報酬のみで構成される場合、将来の企業成果が不確実なために生じるリス

¹⁵ また、これら3つの構成要素以外にも、ゴールデン・パラシュートやその他の付加的給付（fringe benefit）が経営者報酬として考えられる。

¹⁶ 経営者報酬に関する理論研究と実証研究のサーベイについては、例えばMurphy（1999）がある。

¹⁴ 同項の記述ならびに数値は、宮島=新田（2006）に依拠する。

クを経営者が負担することはなく、その意味において経営者のリスク負担は軽減される。しかし、企業成果に関わらず固定的な報酬を受け取れるため、企業成果を高めようとする経営者の努力や行動が生まれにくく、インセンティブ効果は弱いものとなる。

第2、第3の要素は、業績に依存して受け取る金額が変わる部分である。第2の構成要素は、短期的な企業成果に依存する部分であり、会計上の業績などの短期業績に連動したボーナスがこれに当たる。第3は、長期的な企業成果に依存する部分であり、長期的なインセンティブ・プログラムに基づく報酬がこれに相当し、通常はストック・オプションの形態をとる。経営者の報酬が、業績連動型の報酬体系のみを採用した場合、企業成果を高めようとする経営者の努力や行動が促されるので、インセンティブ効果は高いものとなる。しかし、経営者に過大なリスクを負わせることになる。特に、企業成果が経営者の努力水準以外の要因にも大きく規定される場合がそうである。

経営者の報酬体系を考えるに当たっては、エージェンシー問題を解決するために、エージェンシーたる経営者に、どのような報酬の与え方をすればよいのかが、つまりインセンティブ効果とリスク分担を上手くバランスさせるような報酬体系の構築が主たる問題となる。

2. 基本給と短期ボーナスの設定

① 基本給

米国において、経営者の基本給は、一般に、経営者の給与を調査した統計に基づいたベンチマーク法によって決定され、経営者の性格（年齢、経験）よりも企業の性格（業種、規模）との関連性が強い傾向があるとされる（Kim=Nofsinger, 2004, 訳書 p.16；Becht=Bolton=Röell, 2002, p.24）。

② 短期ボーナス

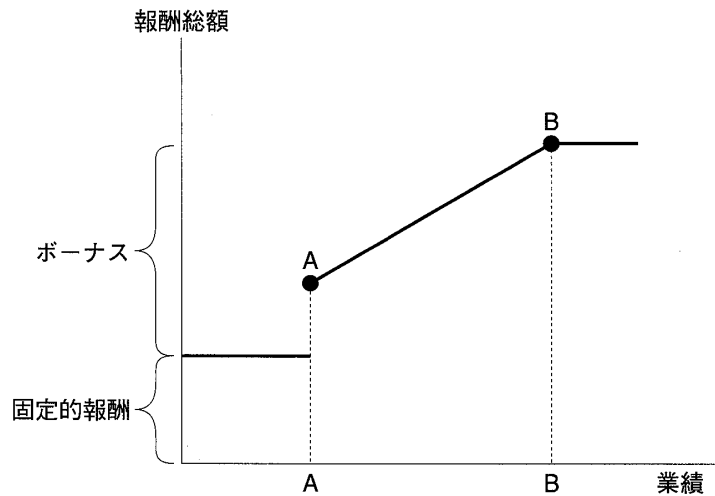
短期ボーナスの設計は、以下の2つの観点、すなわち①業績と報酬金額をどの程度連動させるか、②業績尺度として何を用いるか、から行われる（花枝, 2005, p.203）。

まず、第1の問題について考えてみよう。図表3は、一般的な業績連動型の短期ボーナスの設計パターンを図示したものである。その特徴は、以下の2つである。第1は、業績がある水準（A）未満の場合には一定の固定的報酬のみが支払われ、業績がある水準を超えると固定的報酬に加えて業績に応じたボーナスが支払われるという点である。第2は、短期ボーナスの上限（点B）が設定されているという点である。

このような業績連動型の報酬体系の問題は、業績がAやBの周辺に位置する場合に、経営者に利益操作を行う誘引を与えるというものである。例えば、Aに対応する最低限の業績を達成できない場合には、どんなに業績が低かろうが、固定的な報酬部分を受け取れる。そのため、今期できるだけ費用計上し、売上を先に伸ばすことで、今期の利益を抑えて次期に利益を先送るような利益調整の誘引が生まれる。あるいはAを達成するために、今期の費用をできるだけ次期の費用として計上し、売上を早めに今期に計上する会計処理を行う誘引も存在する。また、B以上の業績が予想される場合、報酬に上限があるため、経営者はできるだけ今期の業績を抑え、次期の業績の維持に備えた会計処理を行う誘引が生まれる。こうした問題の存在を考えると、完全に業績に連動した、いわゆる線形の報酬体系が望ましくなるが、その場合には経営者のリスク負担が過度になるという問題が生じる。

次いで、第2の問題、業績尺度についてみていく。よく用いられる短期的な業績を測る尺度としては、①会計的利益（EPS, EBIT）、②利益率（ROEやROA）、③経済的利益（EVA）が用いられる。

図表3 経営者の報酬体系の一例



しかし、単年度の会計上の利益を使用には、将来の収益性を犠牲にして、足許の会計上の利益を高めようとするインセンティブの問題を伴う。特にこのインセンティブは、経営者の在任期間がそれほど長くない場合に生じる。また、基準となる業績に比べて実際の業績がどうであったかで報酬が決まる場合もあるが、このような報酬体系の場合、今期高い業績を達成すると、次年度の目標業績が高く設定されてしまうので、今期の業績を程々の水準に留め置く誘引も生じる。

3. ストック・オプション

① ストック・オプション導入の基本的考え方

ストック・オプションとは、ある一定の価格（権利行使価格）で、自社株式を購入する権利を与える契約である。したがって、経営者は株価が権利行使価格を超えれば、その差額を利益として得ることが可能となる¹⁷。

17 例えば、ある会社の株式が500円で取引されているときに、CEOが500円の権利行使価格をもつオプションを与えられたとする。次の2～3年の間に、株価が750円になれば、オプション保有者たるCEOは権利行使により、1株あたり500円で購入し、市場で750円で売却することにより、

オプションが価値をもつのは、権利行使価格を超えて株価が上がる時である。したがって、ストック・オプションは、株価が上がるように企業経営を行うインセンティブを与え、株主と経営者の目的を一致させるものと信じられている。米国における一般的なオプション契約期間は10年であり、CEOが株価を上げ、オプションを行使するのに10年の期間が与えられている。

② ストック・オプション制度の問題

一方で、ストック・オプション制度の導入の問題についても指摘される（Kim=Nofsinger, 2004, 訳書 pp.20-21）。

第1は、ストック・オプションが報酬体系に組み込まれた場合、経営者は増配を避けがちになるというものである。こうした傾向は、株主にとってのリターンが株価上昇と配当金の合計であるのに対して、ストック・オプ

保有オプション1株について250円を得ることとなる。仮に、100万株に相当とするオプションを保有していたとすると、このとき2億5,000万円を手にするようになるのである。反対に、株価が500円未満に下落した場合（いわゆるアウト・オブ・ザ・マネーの状態）、オプションは権利行使をする価値はなく、放棄される。

図表4 日米欧の最高経営責任者の総報酬に対する報酬構成項目割合の比較

	日 本	米 国	欧 州
総報酬	7,900 万円	11 億 1,213 万円	2 億 655 万円
固定報酬	65%	12%	47%
業績連動報酬	12%	15%	24%
長期インセンティブ報酬（株式報酬）	23%	73%	29%

※日本—2003年度高額納税者リストおよび召集通知記載情報から計算。時価総額上位100社の総現金報酬（固定報酬＋業績連動報酬）を前提として、うちストック・オプションを導入している企業を前提とした場合（36社）

※米国および欧州—米国 TOWERSPERRIN、データバンクより売り上げ規模1兆円以上の会社（米国275社、欧州236社）

（出所：日本取締役会協会，2005，p.24）

ションは株価上昇のみに影響を受けるために生じる。したがって、経営者は増配を避け、株価を上昇させるためだけに現金を利用しようとする可能性が生じるのである。

第2は、企業がよりリスクの高いプロジェクトを選択したときに株価が上昇する傾向にあるために、経営者がよりリスクの高い事業戦略を選好するようになるというものである。

第3は、株価が権利行使価格を相当程度下回る場合、ストック・オプションが経営者に対して十分なインセンティブを与えない場合があるという点である。

第4は、利益操作の可能性を高めることである。証券アナリストや投資家は会計上の利益に注目するが、企業はある程度利益を操作することができる。その結果、経営者はオプションの行使に都合がいいように特定の事業年度に利益を最大化させるインセンティブをもつ。こうした利益操作は、翌年度以降の利益の減少（結果的に株価の下落も）をもたらす可能性がある。

第5は、経営者は株価に対して部分的な影響しかもっていないにもかかわらず、株価によって報酬の大部分が規定されてしまうというものである。株価は会社業績によって影響を受けるが、景気状況など経営者の裁量が及ばない他の要因にも大きく依存するため、経営者の努力や行動とは無関係に報酬が決められるという問題をはらむ。

4. 日本企業の経営者の報酬体系

図表4は、日米欧の最高経営責任者の総報酬に占める報酬構成項目を表したものである。同図表からは、2つのことが分かる。

第1は、米国と比べて、わが国企業の経営者の受け取る報酬総額が低いということである¹⁸。この背景には、両国の経営者観が影響していると考えられる。米国では、経営者は株主のエージェントであり、経営者にとっては株主とのコミットメントが意識される。これに対して、わが国企業では、経営者は従業員の代表という側面が非常に強く、経営者にとっては従業員とのコミットメントが意識される。そのため、従業員とあまりにかけ離れた報酬を経営者に与えると、従業員の働く意欲に悪影響を与えられているのである。また、経営者の側も、従業員とあまりに

18 日本の経営者の報酬は、米国の経営者の報酬と遜色がないという指摘もある（阿部，2001，p. 28）。日本では役員在職期間中の報酬は低く大企業でも固定報酬が7,000万円、賞与が1,000万円か2,000万円ぐらいで、総年収が1億円を超えることがない。また、退職慰労金も株主総会の決議事項になっているのでそんなに多くない。しかし、役員在職後の顧問や相談役の報酬は株主総会のチェックも何もなく、役員退職時の報酬の6割か7割ぐらいをほとんど一生涯もらい続ける。結果、役員在職期間中に得た報酬に退職後の報酬を全部足してそれを在籍期間に割り振ると、年間数億になり、米国の経営者の報酬と遜色はない。

図表5 ストック・オプション制度に関わる法整備の推移

1995年(平成7年)	改正特定新規事業実施円滑化臨時措置法(新規事業法) ・認定企業へのストック・オプション導入が認められる。
1997年(平成9年)	平成9年改正商法 ・一般企業へのストック・オプション導入が全面的に解禁。 ・付与方式は、自己株式方式(平成13年6月改正前商法210条の2)と新株引受方式(平成13年11月改正前商法280条の19)。 ・種々の制限あり。 →付与対象者:会社の取締役と従業員 →付与株式数の上限:発行済株式数の1/10 →付与対象者ならびに対象者に与えるストック・オプションの内容について、株主総会の決議が必要
2001年(平成13年)	平成13年6月改正商法 ・金庫株の取得・保有が原則解禁になったことに伴い、自己株式方式によるストック・オプションの条文が削除。 平成13年11月改正商法 ・新株引受権方式の条文も削除され、ストック・オプション制度は新株予約権(権利保有者に新株を発行するか、会社の保有する金庫株を権利保有者に譲渡することを会社に請求できる権利)を通じた実施に一本化される(旧商法280条の19から39)。 ・また、付与対象者の範囲付与対象者の範囲や付与株式数の上限や行使期間の制限は撤廃される。

かけ離れるような報酬を受け取ることを“良し”としない風潮もみられ、経営者の報酬が低く抑えられる傾向にある。

第2は、米国が業績に連動する報酬の割合が高いのに対して、わが国は固定報酬の割合が高いということである。インセンティブ報酬の割合が低い1つの理由は、米国ではストック・オプション制度が1980年代より一般的であったのに対して、わが国では1990年代半ばより、ストック・オプション制度導入のための法整備が進められるに至る(図表5参照)という制度導入の時期的な違いがあ

ろう。そしてもう1つの理由であるが、これは先の第1の特徴とも関連する。つまり、インセンティブ報酬、とりわけストック・オプションの積極的な導入は、①従業員と経営者との間の報酬格差を生む可能性を高めると同時に、②経営者=従業員の代表ではなく、株主の代表であることを表すことになるので、従業員との兼ね合いを重視するわが国企業では、現時点においてインセンティブ報酬をあくまで付加的な要素に留めおいており、その結果が反映されているとも考えられる。

参考文献

- [1] Becht, M., P. Bolton, and A. Röell (2002), Corporate Governance and Control, *ECGI-Finance Working Paper*, No.02/2002.
- [2] Bhagat, S., A. Shleifer and R.W. Vishny (1990), "Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1990, pp.1-84.
- [3] Black, B. S. (1990), "Shareholder Passivity reexamined", *Michigan Law Review*, Vol.89, No.3, pp.520-608.
- [4] Black, B. S. (1998), "Shareholder Activism and Corporate Governance in the U.S.", in P. Newman, ed., *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Macmillan Reference Limited.
- [5] Black, B. S. and J. C. Coffee (1994), "Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation", *Michigan Law Review*, Vol.92, No.7, pp.1197-2087.
- [6] Byrd, J. W. and K. A. Hickman (1992), "Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids", *Journal of Financial Economics*, Vol.32, No.2, pp.195-221.
- [7] Coffee, J. C. (1991), "Liquidity Versus Control: the Institutional Investor as Corporate Monitor", *Columbia Law Review*, Vol.91, No.6, pp.1277-1366.
- [8] Del Guercio, D. and J. Hawkins (1999), "The Motivation and Impact of Pension Fund Activism", *Journal of Financial Economics*, Vol.52, No.3, pp.293-340.
- [9] Diamond, D. W. and R. E. Verrecchia (1991), "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital", *The Journal of Finance*, Vol.46, No.4, pp.1325-1359.
- [10] Fishman, M. J. and K. M. Hagerty (1989), "Disclosure Decisions by Firms and the Competition for Price Efficiency", *The Journal of Finance*, Vol.44, No.3, pp.633-646.
- [11] Hermalin, B. E. and M. S. Weisbach (1991), "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management*, Vol.20, No.4, pp.101-112.
- [12] Hermalin, B. E. and M. S. Weisbach (2003), "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, Vol.9, No. 1, pp.7-26.
- [13] Hirschman, A. O. (1970), *Exit Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and State*, Harvard University Press (矢野修一訳 (2005) 『離脱・発言・忠誠—企業・組織・国家における衰退への反応』, ミネルヴァ書房).
- [14] Jensen, M. C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the failure of Internal Control Systems", *The Journal of Finance*, Vol.48, No.3, pp.831-880.
- [15] John, K. and L. Senbet (1998), "Corporate Governance and Board Effectiveness", *Journal of Banking and Finance*, Vol.22, No.4, pp.371-403.
- [16] Kim, K. A. and J. R. Nofsinger (2004), *Corporate Governance*, Peason Education Inc (加藤英明監訳 (2005) 『コーポレートガバナンス』, ピアソン・エデュケーション).
- [17] Mehran, H. (1995), "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, No.2, pp.163-184.
- [18] Monks, A. G. and N. Minow, *Corporate Governance*, Blackwell Publisher, 1995 (ビジネス・ブレイク太田昭利訳 『コーポレート・ガバナンス』, 生産性出版, 1999年).
- [19] Murphy, K. (1999), "Executive Compensation", in O. C. Ashenfelter and D. Card, eds., *Handbook of Labor Economics*, Vol.3, Elsevier, pp.2485-2563.
- [20] Ogeden, J. P., R. C. Jen and O. F. O'Connor (2003), *Advanced Corporate Finance*, Peason Education Inc (徳崎進訳 『アドバンスト・コーポレート・ファイナンス (上・下)』, ピアソン・エデュケーション, 2004年).
- [21] Romano, R. (2001), "Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance". *Yale Journal on Regulation*, Vol.18, No.2, pp.174-251.
- [22] Rosenstein, S. and J. G. Wyatt (1990), "Outside directors, Board Independence, and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, Vol.26, No.2, pp.175-191.
- [23] Shleifer, A. and L. H. Summer (1988), "Breach of Trust in the Hostile Takeovers", in A. J. Auerbach, ed., *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of

- Chicago Press.
- [24] Wahal, S. (1996), "Pension Fund Activism and Firm Performance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.31, No.1, pp.1-23.
- [25] Weisbach, M. S. (1988), "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol.20, No.1, pp.431-460.
- [26] 阿部直彦 (2001), 『会社を変える報酬改革』, 東洋経済新報社.
- [27] 伊藤 真 (2006), 『会社法』, 弘文堂.
- [28] 井上光太郎・加藤英明 (2006), 『M&Aと株価』, 東洋経済新報社.
- [29] 岡部光明 (2002), 『株式持合と日本型経済システム』, 慶應大学出版会.
- [30] 神崎克郎・下谷匡史・川口恭弘 (2006), 『証券取引法』, 青林書院.
- [31] 神田秀樹 (2006), 『会社法入門』, 岩波新書.
- [32] 岸田雅雄 (2004), 『証券取引法 第2版』, 新世社.
- [33] 黒沼悦郎 (2006), 『金融商品取引法入門』, 日経文庫.
- [34] 児島幸良 (2006), 『改正証券取引法・金融商品取引法のポイント』, 商事法務.
- [35] 小谷 融 (2006), 『証券取引法に基づく企業内容等の開示制度〔改訂版〕』, 税務経理協会.
- [36] 大和総研 (2006), 「鮮明になった, 事業会社の持ち合い強化」.
- [37] 津田倫男 (2006), 『敵対的買収を生き抜く』, 文春新書.
- [38] 日本取締役会協会 (2005), 「経営者報酬の指針」.
- [39] 年金総合研究センター (2003), 『機関投資家の株主議決権行使とコーポレート・ガバナンス別冊商事法務 No.274』, 商事法務.
- [40] 花枝英樹 (2005), 『企業財務入門』, 白桃書房.
- [41] 宮島英明・新田敬祐 (2006) 「日本型取締役会の多元的進化: その決定要因とパフォーマンス効果」, 早稲田大学ファイナンス研究所 Working Paper, WIF-06-003.
- [42] ロナルド・ドーア (2006), 『誰のための会社にするか』, 岩波新書.