

日本におけるコーポレート・ガバナンス*

——その特徴，変遷，今後の課題——

岡 部 光 明

本論文では、これまで日本経済の基調を形作る役割をしてきた日本企業を取り上げ、それをコーポレート・ガバナンス（企業統治）という視点にたって一連の論点を整理した。その結果（1）日本企業の行動を従来規律付けていた条件は1980年代以降消滅した、（2）これに伴って企業のガバナンスが空白化し、それが1980年代の資産価格バブルと1990年代の長期不況の一要因になった、（3）近年は外国人による日本企業株式の取得増大などにより、株式市場の動向が企業の経営と行動を左右する傾向（英米型企業ガバナンスの色彩）が強まっている、（4）現在の日本企業の統治は、伝統的方式と英米的方式の混合型が増えるとともに統治スタイルの多様化が進んでいる、（5）今後日本企業が革新的な製品を生み出してゆくには、その統治方式を左右する金融環境ならびに法制度の整備が引き続き大きな課題である、などを主張している。

はじめに

企業がどのように組織されどのような活動をするかは、経済全体の動向に決定的な影響を与える。かつて日本経済が二桁台の平均成長率を記録した高度成長期（1955-1975年）を牽引したのは、活発な生産ならびに設備投資を続ける日本企業であった。また「失われた10年」と通称される1990年代の長期停滞にとっても、日本企業の活動が低迷したことが一つの大きな要因であった。

本稿は、このように歴史的にみて日本経済全体の基調を形作る役割をしてきた日本企業を取り上げ、その行動を規定するコーポレート・ガバナンス（利害関係者間の力関係が調整され企業行動が規律づけられる仕組み）の視点にたって一連の論点を整理した展望論文である。具体的には（1）従来の日本企業の行動と構造のユニークさはどのように関連しているか、（2）環境変化に伴って日本の企業システムが機能不全に陥らざるを得なくなったのはなぜか、（3）ガバナンス強化を意図した政策対応と環境変化による圧力によって日本企

業のガバナンスはどのような方向に変化しつつあるか、（4）今後に残された政策課題は何か、を論じることを目的としている。本稿の主要な結論は第7節のとおりである。

日本企業を取り巻く環境は、ここ約20年間、劇的ともいえる変化がみられる。まず国内的には、情報通信技術（ICT）の革新、人口高齢化とそれに伴う貯蓄率の低下、企業の金余り、資産価格低下、超低金利、規制撤廃など、従来例をみない展開がみられる。また国際面でも、金融取引のグローバル化、東アジア諸国等の急速な経済発展など、環境が大きく変化している。日本企業のガバナンスは、当然これらの変化によって大きな影響を受けてきている。

以下第1節では、従来の日本企業の構造と行動を特徴づけるとともに、それをより一般的に理解するうえで企業ガバナンスならびに金融システムにつき二つの類型を用いることが欠かせないことを論じる。第2節では、日本の金融システムおよび企業ガバナンスを特徴づける最も重要な現象であるメインバンク制度、ならびにそれと密接な関連をもつ株式持合を取り上げ、それらが企業ガ

バナンスを含め多くの経済機能を担ってきたことを説明する。第3節では、環境変化に伴い従来型の企業ガバナンスが大きな限界に直面し、その結果「コーポレート・ガバナンスの空白化」が生じるとともに、それがバブル経済の発生、その後の長期停滞の重要な要因であったことを論じる。第4節では、企業ガバナンスを強化するために近年なされてきた政策対応を整理し、それを評価する。第5節では、近年の日本企業のガバナンスがどのように変化しているかをまとめるとともに、とくに資本市場からの圧力の強まりを示す重要な現象であるM&A（合併と買収）を取りあげてその計量経済学的分析を行う。第6節では、環境の変化や制度変化による圧力が企業の「外部ガバナンス」を変化させる一方、企業の「内部ガバナンス」は多様化する傾向を示していることを説明する。そして今後の日本企業にとってどのようなガバナンスの仕組みが望ましいかを述べるとともに、そのための公共政策の課題を指摘する。第7節では、本稿の結論を要約する。なお、付1ではM&Aの効果に関する実証分析の手法とデータを解説し、付2では企業のガバナンス構造と経営効率性に関する一つの実証分析を提示する。

1. 従来の日本企業の行動と構造のユニークさ

日本企業は、新製品の開発や国内外での販売拡大などを通じて日本経済の長期的発展に大きな貢献をしてきた。現在の日本企業の構造や行動は、国内外の諸要因や公共政策の影響など様々な要因が作用し、従来のそれと相当大きく異なったものとなっている。このため、現在の日本企業を理解するには、まず従来の日本企業の行動と構造がどのような特徴を持っていたかを理解しておくことが欠かせない。そこで以下では、従来の日本企業の特徴を要約するとともに、企業ガバナンスを国際比較して理解するための一つの枠組を提示し、それが金融システムと密接に関連していることを論じる。

1-1 従来の日本企業：三つの特徴とその相関

日本企業は国際比較してどのような特徴を持つのであろうか。1990年代後半以降は、後述するようにそれが次第に変化してきている。しかし第二次大戦後1980年代までは、たとえば米国企業と対比した場合、3つの大きな特徴を持っていたことが多くの研究により指摘されている⁽¹⁾。

第一に、米国企業は収益目標（利益率）を重視しているのに対して、従来の日本企業は利益率よりもむしろ企業の成長あるいは規模拡大を重視していたことである。これは「日本企業の成長指向性」と表現することができる。

第二は、米国の場合とは異なり、日本では株主ないし株価への考慮が乏しく、株主にその所有権があるという意識が希薄であったことである。企業は「株主だけではなく経営者および従業員も含めた関係者（ステークホルダー）全体のものである」という認識が従来から一般的であった。これは「実質的な企業所有権の拡散」といえる。それは二つの事情を反映したものである。

まず、企業の株式保有をみると、日本では個人による株式保有が比較的少なく金融機関や非金融企業によって全体の7割が保有されていることである。このような企業部門内での株式保有、いわゆる株式持合（相互保有）という状況にある場合には、ある企業が他企業の株式を保有し経営をコントロールすることは、逆に自企業の株式を保有され経営への参画を許すことを意味している。このため、株式持合は株式市場を通じる企業行動への牽制をおのずから弱めることになる。

もう一つの事情は、法制上は株主に代わって企業経営を監視する取締役が、日本では企業経営幹部と独立した存在であるというよりもむしろ両者が一体化していたことである。従来の日本企業では、取締役の大多数は当該企業の経営幹部から内部的に選出されてきた。このため、取締役は企業外部に位置し株主に代って企業をモニターする役目を持つというよりも、むしろ従業員全体の代表者という側面も併せ持っていた。こうした状況下では、企業は単に株主のものではなく、経営幹部

や従業員をも含む関係者全体のものであるという企業所有権（ownership）の認識が生まれることになる。このように所有権が実質的に拡散した状態にあったことから、株主といえども取締役を介して企業経営に与える影響力は限定的なものにとどまり、このため企業経営幹部は株価をほとんど省みずに経営を行うことが可能となった。

第三の特徴は、上記の株式保有構造と密接に関係することであるが、米国企業の場合は国内子会社や関連会社の数が比較的少ないのに対して、日本企業はそれら関連企業の数が多く、また企業の活動にとって子会社や関連会社に依存する度合いが大きかったことである。つまり日本企業は、その本体での事業領域が比較的限定される一方、関連会社を積極的に取り込むことによって広範な事業を手掛ける傾向があった。このため、組織上独立した企業の間における相互依存関係がより密接であった（企業体としての境界の曖昧さ）。そして取引は長期継続性を持つ場合が多かった。このため、例えばトヨタ自動車株式会社は、連結子会社を522社（2007年3月現在）も持つなど、大きな企業グループ（生産および販売の系列）を形成していることに典型的にみられるように、企業は企業集団を形成する傾向が強かった。

以上のように、かつての日本企業は（1）強い成長指向性、（2）株主ないし株価への考慮の乏しさ（あるいは実質的な企業所有権の拡散）、（3）グループ形成志向（企業体としての境界の曖昧さ）、の三つを大きな特徴として持っていた。

企業経営において、自社の短期的な株価動向をあまり考慮する必要がない場合（上記2）には、当面の利益率よりも製品シェア拡大やそれによるブランドイメージ上昇など企業の成長を重視する可能性が大きくなる。また、長期雇用が前提となっている場合には、企業の経営幹部および取締役とも長期的な経営視点（経営の効率性よりも企業の長期成長）を重視する可能性が大きくなる。さらに、短期的な景気変動に応じて従業員を解雇することが困難な雇用慣行（長期雇用）が支配的な場合には、人件費は固定費用の性格を強く持つため、売上の増大（企業の成長）によって利益を確保しよ

うとする傾向が生まれる。このように従来からの日本企業が強い成長志向（上記1）を示したのは、経営視点の長期性、企業所有権の拡散（長期雇用制度に伴う人件費圧力の強さ）が一つの要因であった、と理解できる。

1-2 企業ガバナンスの方式：二つの類型

企業の行動を理解するには、教科書的な標準型が従来から存在する。それは、米国企業の行動に適用されるような観点（新古典派的企業理論に基づいた理解）である。すなわち、企業は短期的には利潤最大化、長期的には株主に帰属する富すなわち株価（将来にわたって受け取る予想株式配当総額の割引現在価値）の最大化を基準として行動する、という理解である。しかし、上述した従来からの日本企業の行動は、それから大きく逸脱しているように見える。これを捉えるには、日本企業が「異常な」構造と行動をしていると理解するよりも、むしろ別なモデル（類型）を立てることによって理解の方が現実的でありまた生産的でもある。

日本企業の上記のような行動と構造は、後述するように最近相当大きく変化しているが、従来からの日本企業の構造の基本的な部分は、とくに米国企業に比べた場合、現在でもなおかなり対照的な色彩を持っている。そこで企業を次の二つの類型によって理解することにしよう。こうした二類型による理解は従来から一般になされているものであるが（例えば OECD 1995; Allen and Gale 2000）、ここでは従来からの理解をコーポレート・モニタリングないしコーポレート・ガバナンスの観点からみて著者なりに拡充した類型、すなわち米国型（あるいは英米型）および日本型（あるいは日本ドイツ型）という二つの類型を用いることによって日本企業の特徴をより明確にする⁽²⁾。

米国型企業モニタリング

米国型企業モニタリング（あるいは外部者モデル）は、米英両国のほか、その他の英語国（カナダ、オーストラリア等）で一般にみられるモデルである。米国型は（1）企業外部に位置する資本市場（ことに株式の取得によって企業乗取りができ

る市場)によって企業経営に厳しい点検がなされることに最大の特徴がある。また(2)関係者の行動においては明示的な契約や法律の規定が基礎となるので透明性が高いこと、(3)企業経営が非効率化するような場合には敵対的買収によって短期間でかつ抜本的な企業再編成(リストラクチャリング)が可能であること、などの長所がある。

一方(1)経営者の評価は短期的な業績によって株式市場でなされるので経営視点が短期的になりがちであること、(2)契約ないし法的过程に伴う取引コストの増大や株式市場における各種参加主体が重複監視することに伴う監視コストの増大が避けられないこと、(3)敵対的買収による企業再編成は株主以外の企業関係者(ことに従業員)の利益を損なう可能性があること、などの短所が指摘される。

日本型企业モニタリング

これに対し、日本型モニタリング(あるいは内部者モデル)は、日本をはじめ上記以外のほとんどのOECD諸国で一般にみられる形態である。日本型では(1)企業経営の監視は外部者である資本市場によってではなく企業内部者に近い立場にある銀行(債権者であるうえ企業の株式を保有する場合が多いのでこの性格を帯びる)による監視が中心であることに最大の特徴がある。また(2)経営者は長期雇用される場合が多いので企業は長期的観点に立った経営が可能になること、(3)関係者の各種行動は暗黙の契約による場合が多く取引に伴う契約書作成や法的措置執行等のコストが小さく、また銀行によって企業経営の集中監視がなされるため監視コストも節約できること、(4)企業の抜本的な再編成がなされる場合には多くの利害関係者の利益を考慮したうえで実施することが可能であること、などの長所がある。

一方(1)暗黙の契約の多さは取引一般における不透明性を助長するものであり、特に経営者の裁量権が恣意的に使われる危険を伴っていること、(2)関係者間の暗黙の契約は迅速かつ効率的な事業再構築を困難にする要因になること、(3)企業活動がグローバル化するに伴い取引方法の不透明

性が摩擦を引き起こしがちであること、などの短所が指摘される。

このような企業モニタリングの二類型は結局、企業の資金調達がどのようになされるかという問題、すなわち企業金融あるいは企業の財務構造に密接に関連している。換言すれば、コーポレート・ガバナンスの問題は、基本的にコーポレート・ファイナンス(企業金融)の問題に帰着する。

1-3 企業ガバナンス方式と金融システムの対応

企業の資金調達の方法には、大別すると、株式(equity)発行による調達と、負債(debt)による調達(銀行借入れ、社債発行)の二つがある。前者の形態をとる場合の資金提供者は株主と称され、後者の場合には債権者とよばれる。Equity提供者はdebtによる資金提供者よりもより大きなリスクを負うため、株式保有割合に応じて企業の所有権を持つ。このため、株主総会における発言権や投票権を行使することによって企業経営者の行動を監視する(“voice”によるコントロール)、あるいは経営成績が思わしくない場合に当該企業の株式を市場で売却する(“exit”を通じるコントロール)、などの行動⁽³⁾によって企業のガバナンスに大きな影響を与える。

一方、負債による資金調達(銀行借入れや社債発行)の場合には、企業は債権者に対して每期確定した額の利子を支払う必要がある。このため負債による資金調達比率が高い企業では、定期的な確定利子支払いと元本返済を可能にするだけの利益を生み出す必要があるので、経営者に経営効率化の圧力を与える。また、定期的な利払いは、企業内の余剰なキャッシュ・フローを吸い上げるので、無駄な投資を制約する効果を持つことによっても経営効率化が促される。

このように、企業がいずれの手段で資金調達を行うかによって、経営効率化圧力の現われ方に大きな差異が生じる。日本の場合には、近年においても米国とは対照的に企業はもっぱら負債で調達していることが大きな特徴であり、したがって日本では長年、負債による企業の規律づけが支配的であったといえる。

この事実をもとにすれば、コーポレート・ガバナンスの二類型は、企業金融方式の二類型さらには金融システムの二類型に置き換えて理解することができる。金融システムの一つの類型は、不特定多数の資金提供者からなる公開市場において、規格化・標準化された金融資産の売買を行うという形態をとって資金移転を行う公開市場型である。これは「英米型金融システム」とよぶことができる。もう一つの類型は、金融機関が特定の相手と長期継続的な顧客関係を形成するとともに、資金移転（融資）はもっぱら交渉を通じて行う相対型である。これは「日本ドイツ型金融システム」とよぶことができる。これら二つのシステムを詳細にみれば、それぞれ次のような特徴を持つ（図表1）。

英米型金融システム

まず「英米型」（Anglo-American model）におい

ては、公開市場における金融取引が基本となっており、そこでの取引は当事者間で相互に一定の距離を置いたかたち（arms-length）で、そして毎回独立した取引として実行されるのが特徴である。このような場合の資金貸借は、売買可能な証券を取引する形態が中心となる。こうした特徴を持つため、この類型は「証券型の金融」（security-based finance）、あるいは市場型システム（market-based system）ないしオープン・マーケット・モデル（open-market model）などともいわれる。このシステムでは、企業の長期資金は資本市場で調達されるので銀行借入は短期資金だけとなり、銀行借入への依存度合いは低いものに止まる。従って企業と銀行の結び付きは比較的弱く、企業の投資活動に際しては、内部資金を潤沢に保有してそれに充当することが必要となる。

また、企業経営に対してコントロール（モニタリング）を行うのは銀行ではなく、株式市場にお

図表1 金融システムの二類型とその機能的特徴：英米型と日本ドイツ型

	英米型	日本ドイツ型
金融取引の主形態	公開市場中心	相対取引中心
資金調達的手段	ボンド（債券）	ローン（貸出）
銀行借入存度	低い	高い
銀行による資金供給	短期資金	短期資金 + 長期資金
企業の内部資金の重要性	高い	低い
銀行による株式保有	重要でない	重要
株式の主たる保有者	家計 機関投資家	銀行 企業間相互保有
大口株式売買の頻度	多い	少ない
企業経営のモニタリング	株式市場	銀行（メインバンク）
情報の取得と加工	多様な見解が市場に集積され取引に反映される。 社会の情報コストは低い	銀行が長期継続的取引をもとに企業との間で情報を共有する。情報取得において規模の経済性が働く
リスクの配分	金融市場全体に配分される	銀行に集積する度合いが大きい
パフォーマンス特性	変化に対して比較的敏感に反応	関係者間の合意が重要となる企業行動に優位性
適する経済活動	新産業の生成，新技術の開発， 企業新設（製品の革新）	既存の製品に関する製造工程や効率性の改善（工程の革新）
該当する産業の例	鉄道，コンピュータ， バイオテクノロジー	自動車，電気機器

（出所）岡部（2007）図表 5-3。

いて株価に現れる経営評価や敵対的買収の圧力がその役目を担うことになる。そうした市場からの圧力の存在によって企業経営の効率性が維持される仕組みである、と理解できる。従って、コーポレート・ガバナンスの観点からみると、英米型は上記のとおり「外部者モデル」とも称される。

日本ドイツ型金融システム

これに対して「日本ドイツ型」(Japanese-German model)においては、銀行を中心に据えた相対型の金融取引が基本となっている⁽⁴⁾。そこでは、取引当事者である銀行と企業が緊密な関係を維持し、継続的な取引を行うのが特徴である。この場合の資金貸借は、銀行融資が中心となるので、これは「銀行型の金融」(bank-based finance)、あるいは金融機関中心システム (institution-based system) ないし相対型モデル (bilateral model) などとも称される。このシステムでは、銀行が短期資金だけでなく長期資金の融資 (あるいは銀行が債券や株式を保有するかたちをとった資金供給) も行うので、企業の銀行借入への依存度合いは高くなる。また銀行は、取引先企業の株式を安定的に保有する場合も多い。このため、銀行は融資者かつ株主としての立場に立つことから、いきおい企業の経営に深く関われる立場に立つ。従って、企業の経営は、株式市場によってコントロールされるというよりも、銀行 (ことにメインバンク) によって監視され、また規律付けがなされることになる。コーポレート・ガバナンスの観点からみると、日本ドイツ型は「内部者モデル」あるいはネットワーク型モデル (network type model) などとも称される。

また、銀行と企業が緊密かつ継続的な取引関係を維持することは、企業からみると銀行からの融資を弾力的に受けることが期待できることを意味しているので、内部資金 (あるいは手元流動性) を潤沢に保有する必要性は小さくなる。さらに、そうした取引関係が維持される場合には、企業から銀行への情報の流れを増大させる (情報の非対称性を軽減させる) ので、企業の資金調達コストは不確実性に伴うリスクプレミアムが小さくてよ

い分だけ低くなる可能性がある。

日本の企業ガバナンスおよび金融システムは、英米に比べて上記のような特徴と機能をもつものと理解できる。そしてこの特徴は、二つの重要な要素によって支えられている。それを次にみよう。

2. 日本の企業ガバナンスにおける二つの特徴的な要素

従来の日本企業のガバナンスは、二つの要素によって大きく特徴づけられていた。一つは、企業金融においてメインバンク制という慣行が広くみられ、これが企業経営のモニタリング (経営の規律付け, disciplining) に一定の役割を果たしたことである。もう一つは、株式の相互保有、すなわち株式が企業と銀行の間、あるいは非金融企業相互間で大量に保有されていたことであり、これが企業経営のモニタリングを比較的弱いものにしたことである。これら二つは相互に関連する面もあり、両者があいまって従来の日本企業のガバナンスをユニークなものとしてきた。以下ではこの二つを簡単に解説しておきたい。

2-1 メインバンク制とその機能

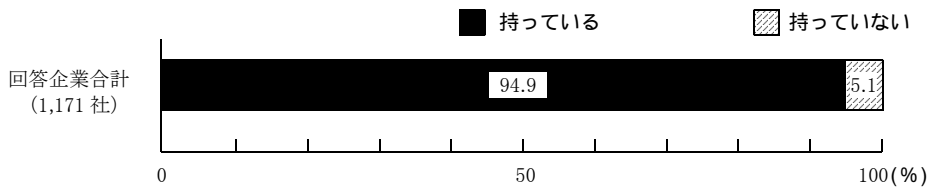
メインバンク (main bank) という用語は、日本において実務家の間で従来から広く使われてきた概念であり、また現実に広く観察される現象であった。1993年時点でのアンケート調査によれば、日本の主要企業は、9割以上がメインバンクを持っていた (図表 2-1)。そして、メインバンクの数は、平均的には1行あるいは2行であった (平均値は1.6行、図表 2-2)。

メインバンクの基本的要件

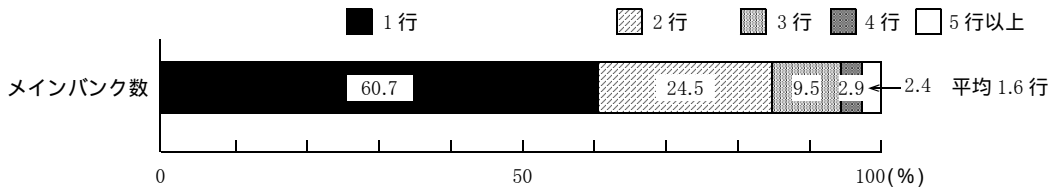
メインバンクとは、ある企業にとって取引銀行が次のような事実の多数に該当するような銀行のことである。すなわち (1) 多額の資金融資をそこから長期継続的に受けていること、(2) 当該企業の重要な株主となっていること、(3) 融資以外の各種の金融取引 (当座預金取引、外国為替取扱い、社債発行時の受託や保証など) でも主たる取引先

図表2 メインバンクの有無とその数：アンケート調査

(1) メインバンクの有無



(2) メインバンクの数



(注) 1. (1) は「貴社はメインバンクをお持ちですか(メインバンクの定義は貴社のお考えになるもので結構です)」との問いに対する回答の企業数構成比。

(2) は「貴社でメインバンクと認識されている銀行は何行ございますか」との問いに対する回答の企業数構成比。平均行数はメインバンクを持っていないと回答した企業も含めた加重平均値。

2. 回答企業数は、一部上場、二部上場、店頭公開、非公開の合計。

(資料) 富士総合研究所(1993)。

であること、(4) 当該企業に役員を派遣するなど人的関係を結んでいること、(5) 当該企業が一定水準の利益をあげている場合にはその経営に関与することはほとんどないが、ひとたび経営危機(財務状況の窮迫)に陥った場合には、長期的に再建可能とみられる限り、他の債権者と間での調停役となって債務の繰延べや免除、緊急融資、人的支援などの経営支援を行うこと、などである。

こうしたメインバンク関係については、注意しておくべき点が三つある。第一に、それは明示的な契約に立脚するものではなく、銀行と企業との暗黙的契約(implicit contract)に基づく取引関係である点である。第二に、それは単に間接金融としての銀行融資の関係だけではなく、社債にみられる直接金融ないし長期金融、その他の各種金融取引、株式保有、人的関係など極めて多面的かつ長期的な関係になっている点である。そして第三に、上記(5)のように企業が直面する財務状況のいかんによって両者の相互関係は大きく変化する

という状態依存的な性格(state-contingent nature)を持っていることである。この点が、後述するように日本企業のガバナンスを特徴づける一つの重要な側面であり、それが結局、企業規律(モニタリング)の弱さとして、1980年代後半のバブル発生や、それ以降の時期における生産性向上努力の不十分さ等のかたちで問題化することとなった。

メインバンク制の三機能

以上のようなメインバンク制は、企業のファイナンスおよびガバナンスにおいて一定の機能を果たす。事実、一定の条件が満たされる場合(典型的には1970年代の半ばごろまでの状況)には、次のような効果を持ったと評価できる。すなわち、第一に、金融取引に不可避である情報の非対称性の問題を軽減するので、銀行は企業に対してより多くの外部資金を、そしてより低いコストで供給できたことである(投資資金の効率的供給)⁽⁵⁾。第二に、企業が経営危機に陥った場合、メインバ

ンクが中心となって当該企業の救済活動を行うため性急な清算が回避され、その再建も迅速かつ効果的に着手できたことである（企業経営に対する保険提供）。そして第三に、株主に代わって銀行が企業の経営を一括してモニターするので企業経営の効率性が維持されたことである（企業経営のモニタリング）。

2-2 メインバンクによる企業モニタリングとその特徴

メインバンクによる企業モニタリング（上記第三の機能）は幾つの特徴を持つ。第一に、モニターの機能が特定主体（銀行群とくにメインバンク）に集中されており、またモニターの性格が企業の「内部者」という色彩を帯びていることである。これは、米国でのモニタリングの担い手が資本市場のすべての参加者（一般投資家、投資銀行、機関投資家、証券アナリスト、格付け機関、乗っ取り屋等）そして「外部者」であるのと対照的である。

第二に、企業モニタリングは、企業による投資実行の時間的な経過を問わず常に同一主体すなわちメインバンクによって担われていることである（通時的モニタリング）。すなわち、投資実行における事前モニタリング（企業が持ち込む投資案件の収益性審査）、中間的モニタリング（融資実行後における融資先企業の経営状況の把握）、事後的モニタリング（投資案件の成果確認、および企業業績が悪化した場合の経営責任追求、事後的な清算・救済処理）の3つの機能⁽⁶⁾すべてをメインバンクが果たしている。

第三に、モニタリングは、前述したように、企業の経営が平常状態にあるか、それとも危機的状态にあるかによって、コントロールの強さ、態様、メインバンクの負担などが大きく異なるという性格を持っていることである。これは、状態依存のガバナンス（contingent governance）と称される⁽⁷⁾。すなわち、メインバンクは、融資先企業の業績が一定の水準を維持している場合には、貸出金利や手数料面での収入があるので企業に対する経営介入は最小限に止める。しかし、ひとたび融資先企

業が財務困難（資金繰り困窮状態）に陥った場合には、その事態への対応責任はメインバンクが負うこと（コントロール権が自動的にメインバンクへ移行すること）が暗黙のうち了解されている。このためメインバンクは、予め取引企業の財務状態が悪くならないように事前および中間的モニタリングを責任を持って行うインセンティブを持つことになる。

メインバンクによる企業モニタリングが機能するための条件

上記のようなメインバンクによる企業モニタリングが有効に機能するには、幾つかの条件が必要である。第一に、メインバンクが企業をモニターする手段を現実に保有していることが必要である。すなわち、従来はメインバンクが当該企業に対し多額の融資残高を持ち、かつその企業の株式も多額保有していた。このため、銀行は債権者および株主という両方の立場から総合的なモニタリングが可能となった。

第二に、メインバンクにとってこうしたモニター活動を行うことが利益になる状況（インセンティブ）が存在しなければならない。事実、従来は、銀行が企業とメインバンク関係を結べば利益に結び付く状況が数多く存在した。なぜなら、各種金融サービスの提供はその大半がメインバンクによってなされるため、それらの手数料収入を独占することができたからである。

そして第三に、企業のモニター（メインバンク）のモニターの存在、つまり銀行を監視する機能を果たす規制当局（従来の大蔵省）が存在することが必要である。事実、従来は大蔵省が金融業への参入と業務を強く規制する権限を持っていた（Aoki 1994）ため、メインバンクによるモニタリングの実効性が確保された。

以上をまとめると、メインバンク制は従来（1）企業金融を資金量および金利の両面から支援した、（2）リスクの大きい投資を企業に促進させた（3）企業を規律付けて経営の効率化を支援した、といえる。現に、メインバンク制が日本経済のかつての高度成長にとって金融面から重要な推進役を演

じたことは1990年代前半に国際的に注目された。例えば世界銀行による研究プロジェクト（Aoki and Patrick 1994）が実施されたのはその一例である。しかし、その後メインバンクによる企業モニタリングがなされるための条件が次第に喪失し、日本企業のガバナンスは後述するように空白化することになった。

2-3 株式持合とその機能

1990年代前半までの特徴としての株式持合

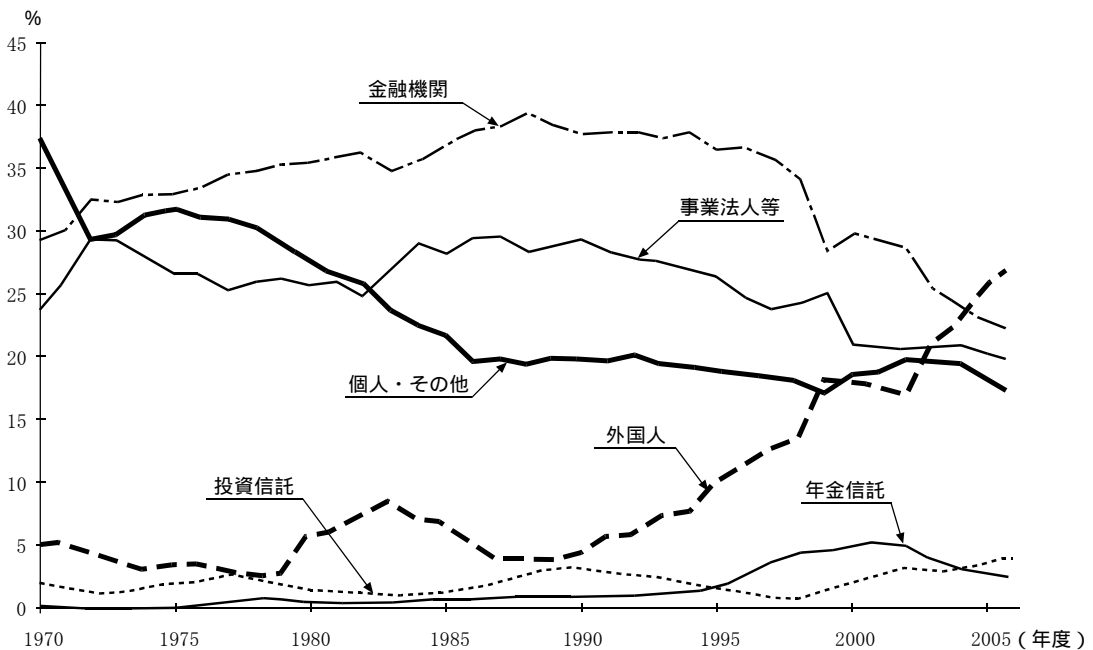
日本企業が発行した株式は、その保有構造に大きな特徴がある。とくに1990年代前半までは、企業部門（事業会社だけでなく金融機関も含む）による株式保有の比率がきわめて高かった。いま、発行済み全株式の所有者別持株比率をみると（図表3）、金融機関（商業銀行、信託銀行、保険会社）による保有、および非金融企業（事業法人等）による保有は、1991年3月末にはそれぞれ発行済み株式全体の43.0%、30.1%を占めていた。つまり、

両者を合わせると、実に発行株式全体の約四分の三（73.1%）が企業部門の内部によって相互に所有されていたわけである。なお、その後は3節（2）で述べるように相互保有は低下している。

また、企業ないし金融機関によるこうした株式保有（株式持合）には、いまひとつ大きな特徴があった。それは、ほとんどの場合、運用収益を狙って短期的・投機的に保有するのではなく、より長期的・安定的な保有であったことである。

つまり、日本における1990年代前半までの株式保有の大半は（1）企業部門内部における相互保有である、（2）そしてそれは安定的な保有である、ことが大きな特徴であった。こうした株式持合は、単に企業の保有構造の問題であるにとどまらず、企業のガバナンスの様式や企業行動を直接左右するものであり、さらに産業組織、金融システム、雇用システムなどにも深く関わる日本経済全体を特徴付ける大きな要因である⁽⁸⁾。

図表3 所有者別持株比率の推移



（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）東京証券取引所ほか「平成18年度株式分布状況調査」（平成19年6月）図2。

株式持合による企業経営の安定性維持

従来広範に観察された株式持合は、三つの面から企業経営を安定化させる効果を持ったといえる。第一に、敵対的な企業乗取りを防止するとともに、企業経営に対する株主の圧力ないし介入を遮断あるいは弱体化し、経営者の裁量の範囲を拡大してきたことである。第二に、このような経営者の裁量範囲拡大（第一の点）は、一面で日本の企業経営における視野の長期化（long-termism）とそれによる経営効率化をもたらした可能性があることである。そして第三に、株式持合は、企業経営のリスクを相互に分担するリスク・シェアリング（risk sharing）の役割をもったことである。つまり、経営危機に対する相互保険的な機能である。

第三の機能には二つの面がある。ひとつは、株式持合によって（とくに企業グループを形成する場合には）一つの企業がかぶる企業収益の変動というリスクを、配当金の相互支払などのかたちで株式持合相手に分散する（グループ企業間にリスク分散する）メカニズムが働くからである（Nakatani 1984）。いまひとつは、株式保有自体が相互に企業経営における資金面でのバッファとなるからである。例えば、株式の安定保有（それに基づく企業集団の形成）がなされていれば、財務危機に対してそれが資金面で一種の「保険」になる。なぜなら、相互に保有されている株式は資金面で一種の準備金という性格を持つため、企業収益が大きく落ち込むような時には株式を売却する（いわば準備金を引出す）ことができ、これによって企業倒産のリスクを減少させることができるからである。現に、大企業が倒産の危機に瀕した時には、持株を売却することが一般的な対応になっている（Sheard 1994a）。このような経営危機に対する相互保険的な機能（経営リスクのグループ内分散）が、従来の日本企業の投資を促進し、企業の成長と日本の重化学工業化と経済発展に大きな貢献をした一つの要因であったこと（公正取引委員会 2001）は容易に想像できよう。

経営への規律付け軟弱化

一方、株式持合は、コーポレート・ガバナンス

にとって問題を持つ。なぜなら、日本の株式持合においては、前述したように企業はお互いの株式を（運用資産の一形態としてではなく）安定的に長期間保有する点に特徴がある。このため（1）友好的な企業内部者として株式を保有する、（2）敵対的な乗取り（M&A）を行なおうとする株式の買い手に対しては株式を売らない、ことを意味している（Sheard 1994b）。つまり、安定株主は、株式保有者として行使することができる企業コントロール権限を暗黙のうちに放棄しているわけである。

この結果、株式が相互保有される場合には、企業ガバナンスを二つの点から変質させることになる。一つは、企業経営者を外部からの敵対的乗取りの脅威から隔離する効果を持つことである。いま一つは、株主は企業経営者に相当大幅の経営裁量権を譲り渡す効果を持つことである。このため、株式を相互に持ち合っている企業の経営者は、当該株式の保有を金融投資として認識するのではなく、むしろ経営の自主性を確保するとともにそれを外部の脅威から隔離して相互に安定化させる手段である、とみなすことになる。つまり株式持合は、資本の効率性を低下させるとともに、企業経営への規律付け（コーポレート・ガバナンス）を弱め、企業経営の効率性を低める要因になる。

さらに注目すべき点がある。それは株式持合が一般企業の経営規律を弛緩させただけでなく、持合ネットワークの一員である金融機関においても貸出行動に際してその規律を弱めることとなったことである。

株式持合は元来このようなデメリットを伴っていただけでなく、それが解消した場合にも、今度はそれがメインバンクによる企業モニタリングを空白化させるという深刻な結果をもたらすことになった。この点は次節（3-2）で述べる。

3. 環境変化と従来型システムの限界

以上みたようなメインバンク制、株式持合、そしてそれらと密接に関連する長期雇用制、といった特徴を持つ従来の日本型経済システムは、日本

の戦後経済発展とその後の高度成長を支える重要な仕組みであった。また、石油危機(1973年,1978年)、円高ショック(1985年)など、日本経済が様々なショックに遭遇した場合にも困難を乗り切るうえで巧みに機能してきた⁽⁹⁾。しかし、1980年代以降、国内外を取り巻く諸条件が大きく変化するに伴い、そのシステムは従来のような機能を果たすことができない状況(機能不全)に陥った。

以下では 変化した諸条件を指摘するとともに、それが「企業ガバナンスの空白化」を招き 1990年代以降 10年以上にわたる日本経済全体の長期的低迷の一つの重要な要因になったことを論じる。

3-1 日本経済を取巻く環境の変化とその影響

日本経済を 40~50年という長い目でみた場合の変化をみよう。その第一は、経済成長率が構造的に次第に低下したことを指摘できる。それは、高度成長を支えてきた企業の投資水準がひところよりも低下していることに集約的に表れている。すなわち、1955年から1970年台半ばまで続いた高度経済成長期には企業投資(その対GDP比率)が高い水準を維持したが、1980年ごろ以降はそれが顕著に低下している。これは企業の投資資金調達面においては企業ガバナンスに対して、後述するように従来と異なる面をもたらしている。

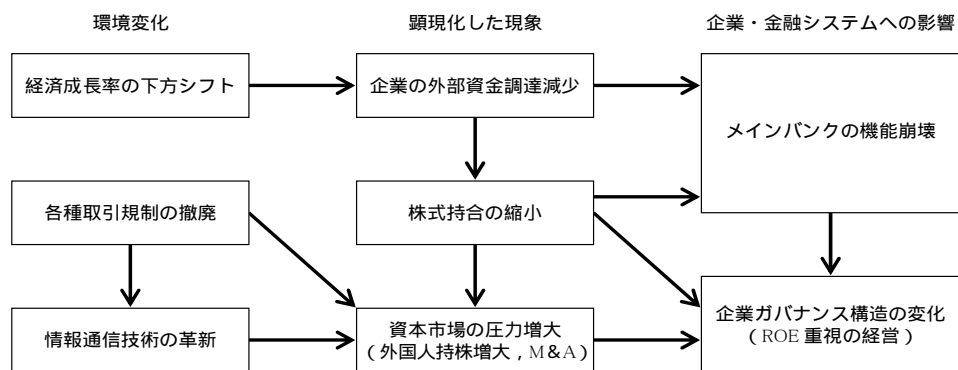
第二は、高度経済成長期を通じて見られた各種の取引規制が、1980年代以降次第に緩和あるいは

撤廃されたことである。金融面でいえば、従来の業務分野規制、新規参入規制、金利規制、対外金融取引規制等が緩和あるいは撤廃され、現在ではこれらのほとんどはすでになくなっている⁽¹⁰⁾。その結果、市場による経済支配力が一段と強まっており、国際的には経済取引の急速なグローバル化を招いている。一方、東アジア諸国やインド等では経済発展がめざましい。この結果、日本経済は国内外両面において一層競争的な環境におかれている。

第三は、情報通信技術(information and communication technology, ICT)の革新やインターネットの発達によって情報通信コストが劇的に低下したことである。なかでも金融取引は情報および通信を基礎としているので、その影響を大きく受ける。すなわち、ICT革新によって巨額の資金を迅速かつ安全に国境を越えて移動させることが可能となり、金融取引のグローバル化を促進している。

以上の変化は、企業部門および金融市場の両面において大きな構造変化をもたらしている。ここでは、とくに影響が大きい3つの側面、すなわち(1)企業の資金調達構造の劇的変化、(2)株式持合の縮小、(3)企業経営に対する資本市場からの圧力の強まり、の三つをやや詳しくみておこう。これらの影響は相互に関連しており、それらの関連を図示すると図表4のようになる。

図表4 環境変化に伴う日本型企业金融システムの変貌



(注) 図の煩雑化を避けるため主な影響経路だけを表示。また相互依存関係の表示も省略。

(出所) 岡部(2007)図表4-2。

図表5 民間非金融法人企業の資金調達額（年平均，兆円）

	1990～93年	1994～97年	1998～2001年	2002～05年
資金調達額合計	86.2	53.0	37.7	46.5
内部資金	52.5	48.1	43.6	73.5
外部資金	33.7	4.9	-5.9	-27.0
増資	2.7	2.4	2.1	-11.2
社債	2.7	-0.8	-0.7	-1.1
借入金	28.3	3.3	-7.3	-14.7

（出典）財務省「法人企業統計調査」（各年）により著者作成。

(1) 資金調達パターンの劇的变化

構造変化の第一は、企業の資金調達構造が劇的に変化したことである。企業部門では、日本経済の成長率が下方シフトする（投資資金の需要が低下する）一方、内部資金を蓄積したこともあり、1994年以降資金余剰に転じている。すなわち、日本企業の資金調達をみると（図表5）、(1) 調達総額は顕著に減少傾向をたどった、(2) 内部資金の利用が常に圧倒的な重要性を持つ、(3) 外部資金の調達は継続的かつ劇的に減少傾向にある（1998-2001年以降は純返済に転化）、そして(4) 外部資金調達のうち金融機関からの借入れ調達は急テンポで減少し、ここ7-8年は純返済となっている、などを指摘できる。

なお、国内における資金供給面でも大きな構造変化がみられる。なぜなら、日本の人口は世界に例のないスピードで高齢化が進んでいるからである。すなわち、高齢者層は若年時代の貯蓄を取り崩す世代であるため、かつて国際的にみて高水準だった日本の家計貯蓄率は、高齢化に伴って最近急低下しており（1985-89年平均14.1% 2000-2004年平均5.0%）、このため資金供給面における家計部門の従来の圧倒的な優位性は後退している。

このように企業が銀行からの資金調達を減少させ、相対的に株式調達の比率を高めたことは、二つの大きな意味を持つ。第一に、企業の経営者としては株主を満足させるために高い株主資本利益率（return on equity, ROE）を必然的に達成せざるを得なくなったことである。このため企業は（量的拡大ではなく）ROEの引上げを経営戦略におい

て重視するようになった。第二に、銀行借入の減少は、企業が資金調達その他の面で銀行に依存する必要性を大きく低下させたことを意味しており、この結果、従来のメインバンク制の成立基盤が次第に崩されることになった。また企業は、長期安定保有していた取引銀行の株式を大量に売却したため、メインバンク制は株式持合の解消という面からも成立条件を失うこととなった。

(2) 株式持合の縮小

第二の大きな変化は、すでにみたように株式持合が縮小したことである。これはメインバンク制を支えた条件の一つが崩れることを意味する。さらに、相互保有から開放された株式の多くは外国人によって保有されることになったため、海外投資家の意向が日本企業のガバナンス構造および行動を変える力として作用する傾向をもたらした。

なぜなら、第一に、外国人株主、例えば代表的な外国人投資家である米国のカリフォルニア州公務員退職基金（The California Public Employees' Retirement System, CalPERS）⁽¹¹⁾などは、国際分散投資の一環として日本株式をポートフォリオに組み入れており、その目的がリスク分散と投資収益の向上にあるので、こうした大手機関投資家にとって魅力ある株式とするには、日本企業の多くが量的拡大よりもROE（資本効率）向上を経営戦略の中心に置くようになるからである。第二に、米国では、株主としての議決権行使も受託者責任⁽¹²⁾の一部であるとされており、機関投資家は議決権を合理的に行使することが要請されているため、

米国の機関投資家など外国人投資家は日本においても1993年以降投資先企業への経営参加の取り組みを積極化してきているからである。

また株式持合が解消すれば、雇用の流動化を促進する可能性がある。なぜなら、日本企業の経営者は、従来、従業員から昇進して就任する 경우가多かったが、経営者の任用は外国人投資家等の意向を反映して企業外部から登用される場合が増えるからである。さらに、株式持合の解消により、事業会社同士の間でみられた従来の長期継続的な取引関係や企業グループの凝集性が弱まる可能性もある⁽¹³⁾。以上のように、株式持合が解消する結果、日本経済における従来の大きな特徴である「長期継続的取引関係」が程度はともかく希薄化しつつある。これは当然企業ガバナンスにも影響する。

(3) 資本市場からの圧力の強まり

第三の大きな変化は、株式持合の解消に伴い、企業が資本市場(株式市場)から受ける圧力が色々なかたちをとって強まっていることである。従来の日本企業の株主はもっぱら日本の銀行ないし企業であり、相互に「沈黙の株主(silent owner)」にとどまっていた。しかし、近年は株式市場の参加者が多様化するとともに、株式売買の動機やパターンも多様化しているため、企業ガバナンスもそれを反映した変化が生じている。

すなわち、日本企業の株式保有において、ROEに敏感な外国人投資家の比率が上昇した結果、企業経営者は規模拡大よりも資本効率性を重視する必要が生じている。また資金の効率的運用(fiduciary duty)が要請される国内の機関投資家(年金基金、投資信託、生命保険会社など)が着実に成長しつつあるので、この面からもROE重視への圧力がかかっている。またこれらの株主は、株式市場における活発な売買によって企業経営に影響を与える("exit"による意思表示)だけでなく株主総会における発言("voice")を通じても企業経営に影響を及ぼす度合いを次第に強めている。とくに、株式の大量取得による企業の合併および買収(M&A)が1997年ごろから急速に増加し(後掲図表8を参照)、日本においても経営支配権の市

場(market for corporate control)が急速に形成しつつあり、このため経営者は企業買収の対象に陥る事態を回避するような経営に努める必要が高まるなど、株式市場からの企業経営の規律づけ(disciplining)が強まっている。これらは、いずれも日本企業のガバナンスにおいて資本市場による規律づけ(英米型ガバナンス)の要素を次第に強めるものである。

3-2 コーポレート・ガバナンスの空白化と資産価格バブル

従来、日本企業に対するモニタリングは、既述したようにメインバンクによってなされ、それが企業経営の効率性のある程度保証していたと考えられる。

この点に関しては、1980年代後半以降様々な理論的および実証的研究がある⁽¹⁴⁾。比較的早期の研究はメインバンクの企業モニタリング(監視)機能を評価するものが多かった。つまり、日本では従来資本市場からの圧力が弱かったため、本来資本市場が担う企業モニタリングの機能をメインバンク・システムが果たす面があり、その意味で資本市場の機能の一部を取り込んできた、と理解されている。ただ、これに関する議論のポイントは、モニタリングの程度の問題であり、またその機能が近年どう変化しているか、である。

一方、近年の研究においては、従来主張されたモニタリング機能は概して過大評価であったとする報告がむしろ多くなっている(例えばWeinstein and Yafeh 1998)。なぜなら、メインバンクが取引先企業をモニタリングするとはいっても、企業が一定水準以上の利益をあげていればメインバンクは従来から経営介入することはなく、介入は企業が財務危機に陥ったときに限られていた(状態依存的ガバナンス)からである。このため、モニタリング機能は、それがあったとしても元来限定的であった、とも考えられる。

(1) メインバンクによる企業モニタリングの条件が消滅

最近では、メインバンクによる企業モニタリン

グを支える三つの条件(モニタリング手段の存在 , 銀行のモニタリング動機 の存在 , モニターをモニターする機関の存在。2 節(2)を参照)が 1980 年代後半以降次第に消滅し、メインバンクが従来果たしたその機能は大きく低下している、と考えられる。このため、日本企業はそれに代わる有効なモニタリング機構を欠いたままの状態に置かれることになり、ガバナンス機構が「空白化」したと捉えることができる⁽¹⁵⁾。これらの 3 条件がどのように消滅したのかをみておこう⁽¹⁶⁾。

第一に、メインバンクが企業をモニターする手段が弱体化あるいは消失したことである。具体的には、すでにみたとおり銀行貸出の減少、銀行による貸出先企業の株式保有減少(株式持合解消)という状況になってしまったからである。つまり、銀行は従来、債権者かつ株主として企業に接することができたが、いまやそうした手段を大きく喪失している。

第二に、銀行がメインバンクの地位を維持しつつモニターする誘因は、従来よりも希薄化したことである。従来、銀行に対してモニタリングの誘因を提供していた要因は各種規制に基礎を置くものであった。しかし、規制が緩和ないし撤廃(外国為替業務規制・社債発行規制・預金金利規制等の撤廃)されたため、これらの業務は銀行にとって従来ほど有利かつ確実な収入源でなくなったわけである。

そして第三に、モニター(銀行)をモニターする役割を持ってこのシステムを完結する機能を果たしていた規制当局も、その影響力を 1990 年代後半以降決定的に喪失したことである。すなわち 1990 年代には、規制当局(大蔵省、現財務省)に対する批判は、従来からの行政対応の不透明性、国際的視点の欠如、政策の一貫性や哲学の欠如、あるいはそれらを反映した度重なる行政の失態に対して厳しく加えられ、当局の権限に対する不信が増大した。それを反映して銀行監督権限は、従来の組織(大蔵省)から分離独立した金融庁が担当することになった。さらに、監督手法面でも、命令と統制に基づく(command and control)方式が逐次廃止され、裁量度が低く透明性の高い市場規律

依存方式に重点が移行した。こうした状況になったため、金融当局が銀行を直接監視する機能は 1990 年代半ば以降決定的に低下したからである。

これらの結果、「行政当局 - 金融機関(メインバンク) - 企業」という三段階によって成立していた日本企業のモニタリングは、上位二つがその機能を喪失した。一方、それに代る何らかの仕組み(資本市場の充実)が直ちにでき上がることもなかったため、日本企業の経営がモニターされる仕組みが喪失し、日本経済にとって様々な問題をもたらすこととなった。

(2) コーポレート・ガバナンスの空白化とその帰結

このようなコーポレート・ガバナンス機構の喪失(空白化)は、まず 1980 年代における資産価格バブル発生の一つの原因になった。なぜなら、企業や銀行は不動産投資のリスクを外部からモニターされることがなかったので過小評価してしまい、その結果それらに集中投資する行動に走ったからである。また 1997 年以降相次いで露呈した企業や銀行の経営幹部の不正事件の発生にとっても、ガバナンスの空白化が大きな原因であった。さらに、銀行自身の経営の規律づけが欠如していたため、一部問題業種(不動産業、建設業等)に対して銀行は「追い貸し」を行った(関根・小林・才田 2003)。これは企業規律を弛緩させるという意味で一種の「予算制約の軟弱化」(soft budget constraint: Kornai, Maskin, and Roland 2003)であり、それが日本企業の非効率性を温存させることになった。

つまり、日本企業のコーポレート・ガバナンスの空白化は、単に事業会社だけでなく銀行においても発生し、銀行はこれら業種の企業経営を効率化すべくモニターするどころか企業経営の規律を弛緩させ、その結果産業全体の効率化を妨げることとなった。日本の金融システムがこのように機能不全を起こしたため、政府はそれを改革するとともにグローバル化、情報化の流れにも対応すべく改革策を相次いで打ち出した。

4. ガバナンス強化を意図した政策対応

以上のように、日本の企業システムが環境変化に適応できない状況となったため、政府は日本企業のガバナンスを強化する各種の政策を1990年代後半以降継続的に推進してきた。またこれを受けて民間企業も個々にガバナンスの改善を図る一方、各種団体の活動を通して新しいガバナンスの方向を模索した。

上述した市場環境の変化（とくに外国人投資家の比率上昇、M&Aの増大）は二つの側面から企業の姿を大きく変革する。一つは、企業の外部からくる規律づけ圧力が企業の「外部ガバナンス」つまり企業の行動様式を変えることである。政府の政策はまずこの面において各種の法律を改定し整備した。もう一つは、外部からの圧力が最終的には企業の内部組織の変革をもたらすことである。近年はこうした「内部ガバナンス」の面においても次第に法規整備が行われる一方、それに関する

各種ガイドラインが各種民間団体によって提示されてきている。以下では、こうした政策面での対応をやや詳しくみておこう。

4-1 政府による法制面等での対応

制度改正は三つの方向

政府による政策対応は、法律改正（会社法、商法、証券取引法等）、指針の提示（企業の買収防衛策の指針、コーポレート・ガバナンス体制の指針等）などによってなされる。日本におけるそうした対応は、一度に抜本的改善策を打ち出すのではなく、必要に応じて小さな改正を加えていくという方式であった点が特徴である。近年の制度変更を概観すると、その対応には三つの基本的方向があった（日下部 2005）と整理できる。図表6は、企業ガバナンスに関する制度面での主な対応をまとめたものである。

第一は、企業組織や企業合併などについて組織法制上、選択の自由度を高めることである。これには組織形態の多様化（純粋持株会社の解禁等）、

図表6 コーポレートガバナンス強化を意図した政府の政策対応

企業組織関連法制の充実	<ul style="list-style-type: none"> ・組織形態の多様化（純粋持株会社の解禁等）[1997年] ・合併手続きの簡素化（商法改正）[1997年] ・倒産法制・事業再生法制の整備（民事再生法）[2000年] ・会社分割制度の新設（商法改正）[2001年] ・公認会計士の独立性強化（公認会計士法改正）[2004年] ・企業の内部ガバナンスに関する指針（経済産業省）[2005年] ・会計監査制度充実・企業内部統制強化（日本版SOX法）[2006年] ・ガバナンス関連制度（情報開示等）規定を充実（改正会社法）[2006年] ・企業結合規制のガイドライン改正（経済産業省）[2007年]
市場機能の強化	<ul style="list-style-type: none"> ・連結会計の導入（新会計基準）[1999-2001年] ・公益事業分野の民間開放（経済産業省）[2005年] ・カルテル規制強化・制裁強化（独禁法改正）[2005年] ・買収防衛策の位置づけ明確化の指針（経済産業省・法務省）[2005年] ・金融商品取引の統一化（金融商品取引法）[2007年]
ガバナンス構造の多様化	<ul style="list-style-type: none"> ・社外監査役制度の導入（商法改正）[1993年] ・社外監査役制度の拡充と厳格化（商法改正）[2001年] ・委員会設置会社制度（英米型ガバナンス選択制）の導入[2003年] ・ガバナンス多様化を制度化（改正会社法）[2006年]

（資料）日下部（2005）、レコフ社「企業のM&Aに関する法律等の改正」、東京証券取引所（2004）、その他各種資料をもとに著者が作成。

合併手続きの簡素化、倒産法制・事業再生法制の整備（民事再生法の施行）、会社分割制度の新設などが含まれる。また、公認会計士の独立性強化、会計監査制度の充実ならびに企業内部統制の強化（いわゆる日本版 SOX 法⁽¹⁷⁾の制定）、ガバナンス関連制度規定の充実（改正会社法）など、従来の規定を整備し拡充することもなされた。さらに、これらをふまえ、企業の内部ガバナンスに関する指針の提示（経済産業省）も行われた。

第二に、市場機能を強化することである。これには、公益事業分野の民間開放、カルテルの規制強化と制裁強化、買収防衛策の位置づけ明確化などがある。そのほか、企業の資金調達に関連する金融商品取引の統一化、企業会計原則の修正（連結会計の導入など）などの対応もここに含まれる。これらは、上記第一の対応と相まって、とくに企業支配権の市場である M&A を容易化することに寄与することとなった。

第三は、コーポレート・ガバナンス構造の多様化を図ることである。そのいわば総仕上げとして、改正会社法の施行（2006 年）がある。この新しい法制の下では、会社の設立をはじめ、会社合併などの組織再編、M&A（企業の合併および買収）とその防衛策など幅広い分野で規制が緩和され、機動的な企業経営が可能となっている。その代表的な例が、次に述べる英米型ガバナンス方式である委員会設置会社という制度の選択導入に道を拓いたことである。つまり法制に関する限り、その整備が 1997 年から 10 年近くかけて行われた結果、現在は一部領域（敵対的買収に関する制度の詳細部分の整備等）を除き概ね完成した状況となっている（日下部 2005）。

米国型ガバナンス制度の選択が可能化

これら法改正のうちとくに重要なのは、ガバナンスの仕組みとして英米型の「委員会設置会社」が選択肢に加わったことである。これは商法改正により 2003 年に導入された。その後、コーポレート・ガバナンス構造の多様化の総仕上げとされる改正会社法（2006 年に施行）によって制度面でさらに充実が図られた。この措置は、取締役会の方

式として 2 種類の中から一つを選択することを可能とするものである。

選択肢の一つは従来型の制度（監査役会が取締役会を監査する仕組み）である。もう一つは、取締役会は経営の監視に特化し、経営に関する実際の職務執行は執行役が担う「委員会設置会社」という形式をとる新しい企業ガバナンス制度である。後者の場合、ガバナンスの形態として具体的には（1）取締役会は経営の監視に特化する一方、経営に関する実際の職務執行は執行役が担当する、（2）監査役を置かない代わりに、取締役会の中に取締役で構成する 3 つの重要な委員会（指名、報酬、監査）を設置する、（3）各委員会の委員の過半数はそれぞれ社外取締役が務める、などが要請されている。この新しく導入された会社組織の場合、企業の経営とその監視が基本的に分離されるとともに、経営監視においては企業外部者による監視を重視するという発想が採用されている。これは英米型ガバナンスの考え方に基づいており、この新法制が日本におけるコーポレート・ガバナンス多様化をもたらしつつある。また新法制の下では、上述したように、会社の設立をはじめ、会社合併などの組織再編、M&A とその防衛策など、幅広い分野で規制が緩和され機動的な企業経営が可能となっている。

新制度の採用状況をみると、2003 年 6 月末時点では、上場企業のうちとくに海外投資家との接点が多い約 40 社が新制度の委員会設置会社に移行するにとどまっており、この方式が今後急速に一般化する可能性は大きくないようにみえる⁽¹⁸⁾。しかし、この法改正は、これまでの日本企業のガバナンスを多様化させる一つの重要な要因であることは間違いない。ちなみに、2003 年時点における日本の大企業 400 社に対する調査によれば、製造業では 1990 年以降、事業、組織、企業ガバナンスの各側面において、すでに企業間の多様性が拡大する傾向が確認されている⁽¹⁹⁾。

4-2 望ましいコーポレート・ガバナンスへの指針

上記の制度改正を受けて、各種民間団体は「望ましいコーポレート・ガバナンス」としての指

図表7 望ましいコーポレート・ガバナンスへの指針：二つの事例

	事例1	事例2
名称	「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」	「我が国におけるコーポレート・ガバナンス制度のあり方について」(意見書)
公表主体	東京証券取引所	日本経済団体連合会
公表時期	2004年3月	2006年6月
公表目的	・コーポレート・ガバナンスについて上場企業や株主など関係者にとって共通認識の基盤を提供すること。	・独自の調査や日本企業の実体を踏まえて経済界としての見解を提示すること。
ガバナンス強化の目的	・企業が継続的にその価値を高めていくための環境を整えること。	・二つの視点(企業の不正行為防止ならびに収益力向上)を基礎としつつ、長期的な企業価値の増大のために経営の仕組みを整備すること。
基本的考え方	・特定のモデルや施策を推奨するのではなく基本的なチェックポイントを提示。 ・特定の施策を強制するよりも上場企業がガバナンスの充実度合いを競い合うのが効果的。	・特定の方式を強制規定するのは不適当。 ・日本はその歴史や実情を十分考慮した仕組みを、また各企業はそのビジョンを反映した実効性のある仕組みを構築するのが望ましい。
主要点	1. 株主の権利(議決権、利益還元等)の尊重。 2. 株主の平等性の確保(少数株主、外国人株主等) 3. 多様なステークホルダーとの円滑な関係構築(社内体制の整備等) 4. 企業活動に関する十分かつタイムリーな情報の開示。 5. 経営の監督組織(取締役会、監査役)充実と株主に対するアカウンタビリティ確保。	1. 多様なステークホルダーへの配慮(それが結果的に株主価値の向上につながる) 2. 仕組みの多様性の尊重。 3. 形式ではなく実効性の重視。 4. 規制よりも市場判断の重視。 5. 当面は導入された新制度(英米型ガバナンスの選択制等)の効果を注視すべき。一方、経営に関与する実質的な株主(長期保有株主)を把握する制度の確立が必要。

(資料)東京証券取引所(2004)および日本経済団体連合会(2006)をもとに著者が作成。

針を相次いで作成し、公表した。こうした活動をしている団体としては、東京証券取引所、日本経済団体連合会、日本取締役協会、日本監査役協会などがある。それらのうち関連企業数が多く最も影響力のある二つの団体によるケース、すなわち東京証券取引所による「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」(東京証券取引所 2004)および日本経済団体連合会「我が国におけるコーポレート・ガバナンス制度のあり方について」(日本経済団体連合会 2006)を取りあげる。この二つの指針の特徴点や内容は図表7のように整理できる。

東京証券取引所「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」

まず、東京証券取引所による「原則」(2004年公表)は、上場企業や株主など関係者がコーポレート・ガバナンスについて共通の認識をするための基盤を提供することを目的としている。その指針では、ガバナンス強化の目的は企業が継続的にその価値を高めていくための環境を整えることにあるとの認識が示されている。そして同指針では、特定の施策を強制するよりも上場企業がガバナンスの充実度合いを競い合うのが効果的であるという立場が取られており、特定のモデルや施策を推

奨めるのではなく基本的なチェックポイントが提示されているのが特徴である。

具体的には(1)株主の権利(議決権,利益還元等)の尊重,(2)株主(とくに少数株主,外国人株主等)の平等性の確保,(3)多様なステークホルダーとの円滑な関係構築(社内体制の整備等),(4)企業活動に関する十分かつタイムリーな情報開示,(5)経営の監督組織(取締役会,監査役)充実と株主に対するアカウンタビリティ確保,の5項目があげられている。

日本経済団体連合会「我が国におけるコーポレート・ガバナンス制度のあり方について」

次に,日本経済団体連合会「制度のあり方について」(2006年公表)は,独自の調査や日本企業の実体を踏まえて経済界としての見解を提示することを目的としたものである(その意味で企業側からの提案といえる)。同報告書では,コーポレート・ガバナンスの各側面に特定の方式を強制規定するのは不適当であるとし,日本としてはその歴史や実情を十分考慮した仕組みを目指す一方,各企業はその経営理念やビジョン,歴史,戦略等を反映した実効性のある仕組みを構築するのが望ましい,と主張している。

具体的には(1)多様なステークホルダーへの配慮(それが結果的に株主価値の向上につながる),(2)仕組みの多様性の尊重,(3)形式ではなく実効性の重視,(4)規制よりも市場判断の重視,を指摘している。そして(5)当面は導入された新制度(英米型ガバナンスの選択制等)の効果を注視すべきである(社外取締役の導入義務化といった拙速な対応は不適当である)とする一方,今後は経営に関与する実質的な株主(長期保有株主)を把握する制度の確立が必要,と指摘している。

各種指針の評価

望ましいコーポレート・ガバナンス(good governance)に関する上記二つの指針は,その作成母体が異なるので重点の置き方や発想に多少の違いがある。すなわち「原則」では,株主や株式市場関係者の視点が強くでている。一方「制度の

あり方について」では,実情を重視することの必要性,あるいは形式よりも実効性の重視など,実業界の視点が強調されている。

しかし,この二つの指針は,相違点よりもむしろ共通点が多いのが特徴である⁽²⁰⁾。第一に,コーポレート・ガバナンスを強化する目的は企業価値を継続的に高めてゆくことにある,としている点である。これは,企業活動の評価が通常は企業価値(株価総額)によって認識されることを考えれば当然のことであり,国際的にも一般的な発想であろう。

第二に,企業価値の上昇という場合,その基礎として多様なステークホルダーとの円滑な関係を構築するとともに,それらへの配慮が重視されている点である。日本企業は,前述したように,単に株主に所属するというよりも多様なステークホルダーの集合体であるというのが通常の認識であり,またそれが実態であるので,この面が強調されていると理解できる。この認識は妥当といえる。

第三に,望ましいガバナンスの形態に万国共通の単一モデルがあるのではなく,各国で最も望ましいガバナンスは,その国の文化,伝統,社会状況,商慣習などによって決まるものである(したがって日本には日本独自の方式がある)という認識が示されている点である。良いガバナンスを構成する要素は各国で共通するといえるが良いガバナンスの単一モデルは存在しない(OECD 2004b; 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム 2006)。両指針のベストガバナンスに関する多様性の認識は,国際的に共通するものである。

そして第四に,これがおそらく他国における同種のガイドラインと比べた場合の最も大きな特徴であるが,両方の指針(ないし見解)とも一般的かつ抽象的な事項が列挙されるにとどまっており,強制規定ないし罰則規定を全く含まないガイドラインという性格のものであることである。例えば,ニューヨーク証券取引所の場合にはミニマム・スタンダードが盛り込まれている一方,ロンドン証券取引所の場合はベスト・プラクティスが明示されており,いずれも具体的なことがらへの言及が多い。これらと比べた場合,日本のケースは企業

が対応できる自由度が非常に大きく、いわば第三のアプローチ、ソフト・ローによる誘導、あるいは日本的行政手法といえるかもしれない。したがって、これらの指針はあくまで間接的な効果を持つにとどまらざるをえず、その実効性は当然限られる。ただ、これらのガイドラインが作成される過程においては、企業経営者、研究者、ジャーナリスト、団体役員などから幅広く意見聴取を行う（東証「原則」作成の場合）、あるいは日本の代表的企業（16社）からの詳細なヒアリングを行う（経団連「制度のあり方」作成の場合：日本経済団体連合会 2000）といった作業がなされている。このため、その過程を通じて他社のガバナンスの実情やベストプラクティスに関する情報の共有が図られるという意味で間接的な効果があったことは評価する必要がある。

4-3 コーポレート・ガバナンスを実際に変化させる要因

コーポレート・ガバナンスの変化ないし多様化にとっては、上記のような一連の政府による政策対応が現に企業構造を変えたというよりも、むしろ公共政策が現実には生じていた様々な国内外の圧力にいわば受動的に対応したに過ぎないのではないかと、という議論（公共政策の内生性という視点）が一部にある。同様に、日本経団連や証券取引所など各種団体が提案しているコーポレート・ガバナンス制度に関するガイドラインの役割についても、その影響力は自ずと限られており市場経済全体からくる圧力が現実にはより大きく作用している、という見方も少なくない。

たしかに、公共政策や各種のガイドラインにはそうした面がある⁽²¹⁾。しかし、市場等の圧力と公共政策による方向づけは、相互に影響を及ぼしあっているとみるべきであり、また少なくとも政策の内容は政府が主体的に判断して実施できる面が大きいこと（例えば一つの制度を強制規定するか、それとも選択性にするかは政策判断ができること等）は認識しておく必要がある。コーポレート・ガバナンスの構造など一国経済にとっての構造を形成するうえで、公共政策が一定の役割を果

たすことは疑いのないところである。

政策効果の一例：会計基準の変更が株式持合解消を促進

公共政策がコーポレート・ガバナンスのあり方に大きな影響を与えたひとつの例を挙げておこう。それは、新会計基準の導入（1999-2001年度）が、銀行および事業会社の保有株式の売却を促進した（株式持合の解消を促進した）ことである。新しい会計基準は、従来の日本の基準をより明確化、透明化させることによって世界基準に接近させるものであった。そして、個別財務諸表よりも連結財務諸表を主体とする、金融資産（有価証券、デリバティブ等）は取得原価でなく原則的に時価評価をする、という二点を柱としていた。

これらは、それまでの株式持合が保有コストを無視した長期安定保有であったことを反省させ、その結果、持合株式の売却を進めるひとつの要因として作用した。このようにして生じた株式持合の解消（とくに持合から解放された株式が外国人投資家によって取得されたこと）が日本企業のガバナンス方式を変える大きな要因であったことはすでにみたとおりである。

5. 進化過程にある日本企業のガバナンス

日本のコーポレート・ガバナンスの基本を左右する日本の金融システムは、近年大きく変わりつつある。すなわち、すでにみたように日本の金融システムは、企業の資金調達パターンの変化、株式持合の解消傾向、機関投資家の役割の上昇、情報通信技術革新の影響、によって変革が進む過程にある。そして、この変化と前節でみた各種公共政策とが相まって日本企業のガバナンスは徐々に新しい姿を形成しつつある。

ただ、コーポレート・ガバナンスに限らず新しい仕組みは一朝一夕に形成されるものではなく、従来の仕組みの部分的変更が累積することによって形成されるものである。つまり社会制度が変化する場合には一般に経路依存性（path dependency）⁽²²⁾と称される現象が作用する。また変化の過程にお

いては、市場の力と公共政策による枠組み形成という両方の要因が作用する。このように理解した場合、日本のコーポレート・ガバナンスは、現在まさにそのような性質を持つ変革が進行している時期であると理解できる。

以下、5-1 では、従来の企業ガバナンスを特徴付けたメインバンク制と株式持合の帰趨を明らかにする。5-2 では、市場が企業の外部ガバナンスに与える影響、とくに近年増加している企業の M&A（合併と買収）の影響をやや詳しく分析する。5-3 では企業の内部ガバナンスの変化を整理する。そして 5-4 では、変貌を続ける日本企業のガバナンスが現時点でどのような状況にあるのかを整理する。

5-1 金融システムを特徴付けた二要因の変化

従来日本企業のガバナンスの特徴を生み出す要因であった日本の金融システムの二つの特徴、すなわちメインバンク制および株式持合が近年大きく変化しつつある。

メインバンク制が変容しつつあることを示す現象として指摘できるのは、第一に、企業の資金余剰傾向の定着および資金調達手段の多様化によって、融資主体としてのメインバンクの役割が引き続き後退していることである。第二に、このように企業の銀行借入依存度が低下すれば、銀行の企業に対する相対的力関係が弱まるので、銀行の企業モニタリング機能も一段と弱まることである。ただ、資本市場からの資金調達や海外調達が困難な企業（ことに中小企業）にとっては、メインバンク関係を維持すること（いわゆるリレーションシップ・バンキング）の重要性は依然変わっておらず、これら企業に関しては依然としてメインバンク制が維持される可能性が大きい。

つまり、メインバンク制は（1）融資関係の希薄化を主因に全体としてみれば弱まる、一方（2）中小企業の場合には存続する可能性が大きい、と考えられる。従って（3）全体としてみれば企業モニタリング機能が低下するなどメインバンクの形態や機能は大きく変容している、と理解できよう。

一方、株式持合は、前述したとおり 1990 年代後

半以降、解消傾向が続いている。確かに、一方で事業会社同士の間において事業内容の再構築ならびに戦略的な新規取引先との連携強化策として株式持合が用いられており、これが持合を維持ないし強化する要因になっている。しかし他方では、持合を解消させる幾つかの要因が強く働いている。すなわち（1）持合株式は利益率がもともと低かった一方、企業経営において ROE や ROA を重視する傾向が強まったこと、（2）株式を保有するリスクに対する認識が強まったこと、（3）国内外の資本市場からの資金調達が容易化したため金融機関との間で株式持合をする必要性が薄れたこと（これはメインバンク関係を支える要因の衰退を意味する）などである。このように、近年は持合を解消させる要因が重なっている。

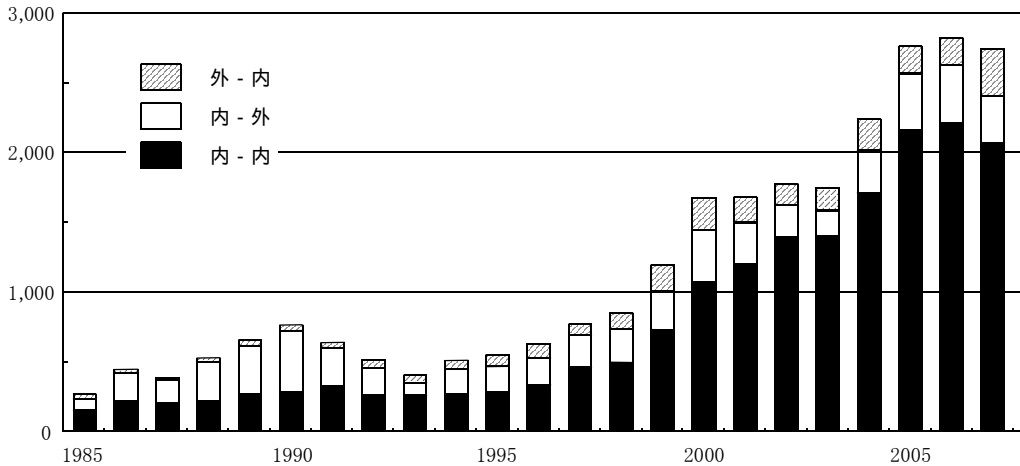
つまり、メインバンク制と株式持合はいずれも解消傾向にあり、しかもこれらは相互に因果関係となつてともに解消する傾向を強めている。このため、これら二つの現象を反映して成立していた日本企業のガバナンスは変革を迫られている。なお、日本の金融システムの変化は、銀行中心型（間接金融）から市場型金融（直接金融）への変化ととらえるよりも、「市場型間接金融」⁽²³⁾へ移行しつつある、と理解するのが妥当である。そこでは、小口資金を集積して専門的に大口運用する金融商品（投資信託）を提供する機関投資家が大きな役割を持つ。このため、機関投資家が株式保有を増大すれば、今後その影響力が次第に大きなものとなる。

5-2 企業の外部ガバナンスの変化：強まる M&A の影響

企業ガバナンスのあり方を考える場合、二つの側面がある。一つは、企業の外部からどのような力が働き、それが企業の行動をどう変化させるかに着目する「外部ガバナンス」の側面である。もう一つは、企業が経営体としてどのような内部組織をもち、それがどう変化しているかに着目する「内部ガバナンス」の側面である。以下、それぞれにつき最近の動向を概観する。

まず、日本企業の外部ガバナンスに対して近年

図表 8 日本における M&A の件数の推移



(備考) 外-内：外国企業による日本企業への M&A。
 内-外：日本企業による外国企業への M&A。
 内-内：日本企業同士の M&A。

(出所) レコフ社の M&A 専門誌「マール」(統計とデータ)。

<http://www.recofdata.co.jp/mag_marr/details/graphe/>

最も大きな圧力として働きつつあるのは、企業の M&A (mergers and acquisitions, 合併と買収) である。日本における企業の M&A の件数は、1990 年代前半の年平均約 500 件から 2006 年には 2,725 件とここ 10 年間で 5 倍強もの水準になっている。とくに 1997-98 年以降、日本の M&A は急増する傾向にある(図表 8)。

急増傾向を示している理由は、第一に、日本企業を取り巻く経営環境の変化(日本経済の長期停滞, NIES 製品の競争力向上等)に対して、企業は生き残りのための合理化ないしグループ再編を緊急かつ効率的に推進する必要に迫られ、その手段として M&A を採っていることである(経営環境変化へのいわば受動的な対応)。第二に、将来の成長機会が豊富であり、また資金調達面で余裕がある(負債比率が低い)企業が積極的に M&A を行なっていることである(攻めの経営手段としての活用)。そして第三に、第 4 節でみたとおり、会社組織の再編ないし M&A を容易にする法制度の整備が 1997 年以降なされてきたからである(関連制度の整備)。

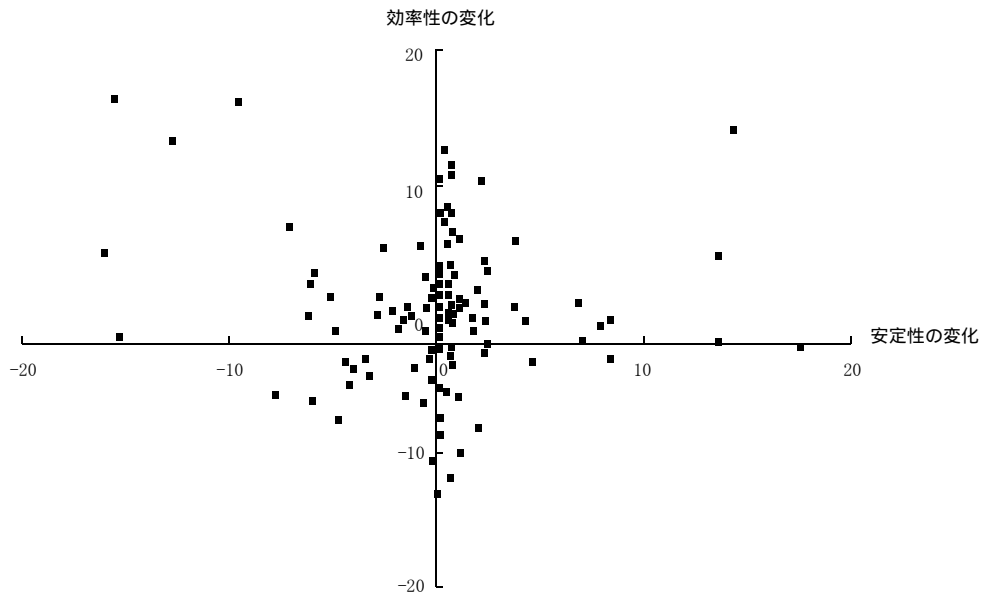
M&A とは、対象企業の株式を取得すること(つまり株主総会における議決権の獲得)によって当該企業の経営に参加すること、ないし経営を支配することである。このため、M&A が行われると、買収企業、被買収企業とも企業ガバナンスをはじめ色々な面で大きな影響をうける。その一つの考え方としては、多くのファイナンス研究者が行っているように、M&A 実施企業の株価への影響をみる視点がある。しかし、ここでは株価に対する影響を根本的に規定する企業経営のあり方への影響、つまり M&A による企業パフォーマンス(活動成果)の変化に着目してその効果を評価することとしたい。

M&A の効果：企業経営の安定性および効率性への影響

M&A の効果に関する実証分析は、アメリカや英国など M&A が日本に比べて早くからみられた国の企業を対象とした研究が少なからず報告されている。しかし、日本企業が行った M&A の効果に関する有力な実証分析は、現時点ではほとんど

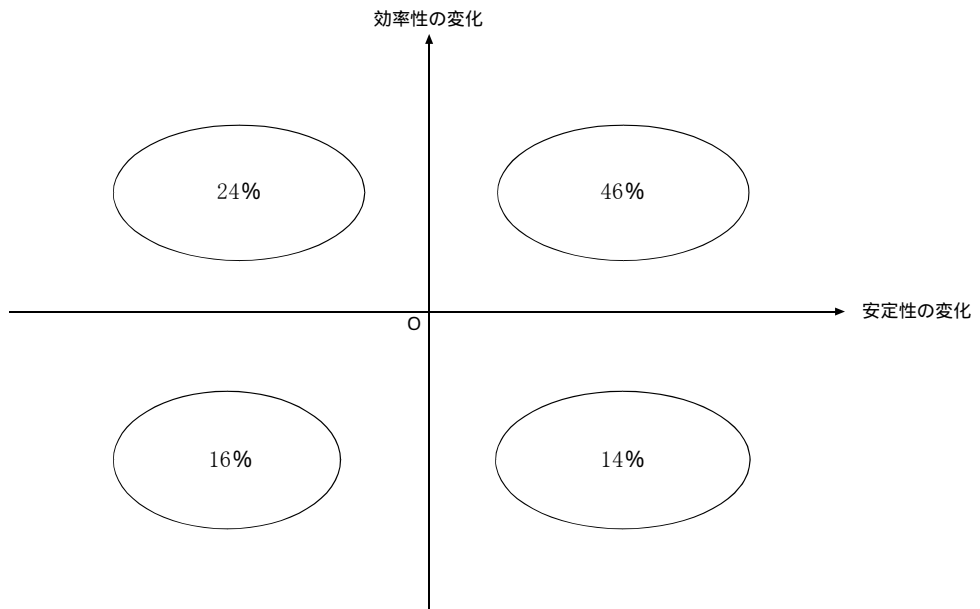
図表9 M&Aの効果

(1)



- (注) 1. 安定性の変化幅：(2004年における倒産確率 - 2001年における倒産確率)の変化率(パーセント)の符号を逆にしたもの。
 2. 効率性の変化幅：(2004年におけるROE - 2001年におけるROE)の差分，単位パーセント・ポイント。

(2)



- (注) 図(1)の4つの象限それぞれに分布する企業数の構成比を示したもの。
 (出所) 岡部(2007)図9-11(b)および図9-12(b)。

見当たらない。その一つの理由は、M&A の急増が注目を集めだしたのは比較的最近であるため、利用可能な関連統計が未だ整備されていないことに一つの原因がある。そのため、ここでは著者が独自に収集、整理したデータをもとに分析を行った（データおよび分析手法の詳細は付1を参照）。

具体的には、M&A によって企業（買収行動をとった企業）の経営がどう変化したかをみる。すなわち、経営が（1）どの程度「安定化」したのか、（2）どの程度「効率化」したのか、という最も基本的な評価尺度を用いることによって M&A の効果を統計的に分析する。経営が安定化するとは、市場において企業の信用が高まること（信用リスクが小さくなること）であるから、企業の倒産確率（デフォルト・リスク）が M&A 実施後にどう変化したかによって判定した。一方、経営が効率化するとは、企業がその支配下に置く各種資源（物的・人的資源のほか、技術、無形資産など）の生み出す価値が従来よりも大きくなることであるから、ROE（Return on Equity）が M&A 実施後にどう変化したかによって判定した。

上記の分析結果は、図表 9（1）のように整理することができる。横軸（x 軸）は、経営の安定化度を測る。この値がプラスの場合は 2004 年の倒産確率が 2001 年のそれよりも低下したこと（M&A 実施後に経営が安定化したこと）を意味する。逆にこの値がマイナスの場合（倒産確率が上昇したこと）は安定性の低下を示している。一方、縦軸（y 軸）は経営の効率化度を測る⁽²⁴⁾。つまり、この値がプラスの場合は、2004 年の ROE が M&A 実施時点（2001 年）での ROE よりも上昇したこと（経営が効率化したこと）を意味する。逆にこの値がマイナスの場合は、効率性が低下したことを示している。そしてこの図の中の各点は、2001 年に M&A を実施した各企業（157 社）が 2004 年にどこに位置することになったかを一つの点によって示している。また図表 9（2）は、2004 年において 4 つの象限それぞれに位置する企業が M&A 実施全企業のうち何パーセントを占めるかを示している（4 つの象限の数字全部を合計すると 100% となる）。

これによれば、M&A を実施することにより（1）安定性と効率性の両方を高めることができた企業は 73 社、つまり全体の 46% を占める、（2）安定性を達成したものの効率性が低下した企業は 21 社、全体の 14% ある、（3）逆に効率性を達成したものの安定性が低下した企業は 38 社、全体の 24% ある、（4）安定性と効率性の両方とも低下した企業が 25 社、全体の 16% ある、ことが明らかとなった。

この結果は何を意味するのであろうか。まず（1）は、M&A によって安定性も効率性もともに高めることができた（いわば理想的な結果を得ることができた）企業が全体の半分弱あることを示しており、M&A は日本企業そして日本経済にとって望ましい面が多いことを示している。

また、この結果は同時に M&A がハイリスク・ハイリターンの経営手法であることを示している。なぜなら、半分強の企業においては安定性、効率性の一方しか高めることができなかった（とくに全体の 2 割弱の企業は安定性、効率性ともに低下させるという最悪の結果となった）からである。つまり、従来の日本企業は、ローリスク・ローリターンを指向する経営環境（例えば株式持合いはその代表的現象である）に置かれていたが、M&A によってそこから脱却できる可能性が拓かれたことを示しており、M&A は経営手法を多様化させるものである、と評価できる。

さらに、この分析によれば M&A による経営の効率化効果は安定化効果よりも一層確実に現われるうえ、（この図には示されていないが）当初時点で効率性が低い場合ほどその効果が顕著であることが判明した。したがって、M&A は日本経済の構造変革を効率的かつ迅速に進めるうえで有効な（時間を買う）手段として位置づけることができる。この意味で M&A は、日本企業のガバナンスを改善する機能を果たしているだけでなく日本経済全体の構造改善にとって大きな意義を持つ、と評価できる。

5-3 企業の内部ガバナンスの変化：動きは比較的緩慢

次に、日本企業の「内部ガバナンス」がどう変化したかをみよう。内部ガバナンスは、外部ガバナンスの変化に伴って変化せざるを得ない面があるほか、前記の公共政策における制度規定の変化による影響も大きく受けている。全体としてみると、関連法律の改正にともなって社外監査役の強化、執行役員制度の導入、社外取締役の登用など、従来の日本型ガバナンスに英米型ガバナンスの色彩が加わってきているのが特徴である。

幾つかの点をやや子細にみよう。まず、株主に代わって企業経営を監視する役割を持つ取締役会の構造を概観すると、取締役の人数は1997年ごろ以降緩やかながら減少する傾向にある。一つの研究によれば、1990-1996年には1社平均17.4人であったが2001年には14.7人に減少している(Abe and Shimizutani 2005)。また、内部昇進の取締役が多いという日本企業の大きな特徴は依然崩れていないものの、外部取締役を積極的に任用する企業が近年増えている。上記研究によれば、内部昇進取締役の比率は1990年に70.0%であったが2001年には63.2%に低下した。このように社外取締役を起用する企業は着実に増加しており、2004年には上場企業のうち3社に1社でそれがみられる状況になっている⁽²⁵⁾。

また、経営者や従業員に経営効率化のインセンティブを与えるストックオプション制度⁽²⁶⁾は、日本における同制度発足(1997年)以降着実に増加し、2005年には株式上場企業の約4割がそれを導入するに至っている⁽²⁷⁾。

一方、企業の経営とそれに対するモニタリングを明確に分離する仕組み(アメリカ型企业ガバナンスである委員会設置会社の制度)を導入する企業は、前述したとおり全体としてごく一部にとどまっている⁽²⁸⁾。内部ガバナンスについては、外部ガバナンスの場合とは異なり、日本的色彩が強いのが特徴といえる。

つまり、最近の日本企業の内部ガバナンス構造をみると(1)取締役会、経営インセンティブ、経

営とモニタリングの分離、などに関しては緩やかながら外観的に英米型に近づく方向で変化している、(2)しかし関連事項を全体としてみるとその動きは緩やかなもの(あるいは小規模に)止まっている、といえよう。こうした事情の背景としては、経路依存性⁽²⁹⁾が作用していることに加え、日本ではコーポレート・ガバナンスの仕組みに関する法制が多くの選択肢の中から選べる仕組みになっていること(従来型の小さな変更にも止まることも可能であること)が指摘できよう。

5-4 ガバナンス変革の現状：多様化の進展

日本企業のガバナンスに関する上記の傾向は、最近なされた網羅的な研究(Jackson and Miyajima 2007)によって鮮明に示されている。それによれば、近年の日本企業のタイプは著しく多様化していること、そして達観すれば3種類に分類できることがわかる(図表10)。

伝統的日本企業

第一の企業群は「伝統的日本企業」といえるグループである。ここでは(1)株式の相互保有、(2)銀行との密接な関係(メインバンク関係)、(3)雇用面での長期雇用システム、のいずれもが維持されているのが特徴であり、企業、銀行、従業員の間で相互に関係志向的な状況を維持している点で従来の日本企業の基本的性格を依然として強く維持している。これら企業においては、資本市場への依存が小さく、また機関投資家による株式保有比率も低いため、企業内部統治の改革や雇用システムの改革に消極的であり、収益力も相対的に低いのが特徴である。また会社年齢は一様に長い。

これら企業の比重は、従業員ベースでは23%であるが、企業数では過半を超える(55%)。これら企業は、概して統治構造の改革や事業再構築が先送りされているグループと特徴づけることができる。

ハイブリッド型企业

第二の企業群は、伝統的日本企業と英米型企業の両方の特徴を併せ持つ「ハイブリッド型企业」

図表 10 日本企業の性格の多様化：各種コーポレートガバナンス関連指標の対比

	伝統的日本企業	ハイブリッド型企業	新興企業*
サンプル企業数(同シェア)	398社(55%)	173社(24%)	152社(21%)
1社平均従業員数	967人	6,293人	1,030人
従業員ベースのシェア(%)	23	67	10
平均利益率(ROA)(%)	-0.10	0.96	1.45
資金調達(%)			
社債依存度	1	9	3
銀行借入依存度	19	11	17
所有構造(%)			
金融機関	21.8	43.7	22.1
事業会社	33.0	17.6	28.0
外国人	2.7	14.5	4.6
個人	41.7	23.3	44.6
企業統治改革**			
情報公開	8.2	18.2	11.0
取締役改革	9.7	13.7	10.6
少数株主保護	4.2	7.2	5.7
雇用(%)			
長期雇用を維持	100	94	29
成果主義を導入	24	45	100
ストックオプションを導入	13	39	56
労働組合を組織	70	99	51

* 情報技術(IT)関連企業ならびにその他ハイテクサービス関連企業の多くがここに含まれる。

** 数字が高いほど改革に積極的であることを示す。各項目とも33点満点(3項目合計で100点)。

(出典) Jackson and Miyajima (2007: Table 1.4) およびそれを再編成した宮島(2008)によって作成。

といえるグループである。すなわち、ここでは市場型資金調達を増加させ銀行借入を低下させるとともに、株式は相互保有を脱却して外国人や機関投資家の保有を増大させている。つまり、金融方式や所有構造については英米型企業の特徴を示している。その一方、企業の内部組織については、長期雇用を維持するとともに、内部者中心の取締役会を維持するなど、伝統的な日本企業の性格を維持している。

このように企業の外部ガバナンスが英米型になる一方、内部ガバナンスは従来の日本型を維持しているのが特徴である(その意味でハイブリッド型である)が、後者に関しては各種改革を進めている点が特徴的である。すなわち、コアとなる従業員を絞り込む一方、成果主義的賃金やストックオプションの導入、情報公開、自社の実態に即した取締役改革、などを進めている。内部ガバナ

スが日本型であるとはいえ、この点が第一の企業群とは異なっている。これらハイブリッド型企業群は、海外依存度が高く、厳しい製品市場の規律に直面していることもあって収益率は相対的に高い。

このタイプの企業は、企業数では24%にとどまるが、従業員数では67%に達している。これら企業では、企業統治の問題が小さく、内部ガバナンスの改革もすでに峠をこえている。

新興企業

第三の企業群は「新興企業」のグループである。ここでは、雇用システムが市場志向的(英米型)である点は第二群と同様であるが、金融面では関係志向的である(日本型)点で異なるグループを形成している。すなわち、有期雇用、成果主義賃金、ストックオプションなどの特徴がある一方、

銀行借入れ依存度が高く、また機関投資家による株式保有比率も低い。つまり、金融面ないし所有面では日本的である。これら企業は、知識集約型のIT関連産業あるいは小売業に多く、創業者に率いられた会社年齢の若い企業が多い。これら新興企業群のパフォーマンスは、良否の分散が大きいが平均値は高いのが特徴である。

これら企業の比重は、従業員ベースでは10%にとどまるが、企業数では21%を占めている。これら企業にとっては、少数株主の利益保護など内部ガバナンスの整備が課題である。

ガバナンスの変革過程の特徴

以上をまとめると、近年における日本企業の外部および内部のガバナンス構造の変化は、二つの点によって特徴づけることができる（Miyajima 2005）。

第一は、企業外部のステークホルダー（株主、負債保有者）は確かに市場型ないしアメリカ型となりつつあり、金融資本市場からの影響力を強めるようになってきていることである。第二は、一方で企業内部のガバナンス構造（取締役会、経営インセンティブの仕組み）は依然として従来の日本の色彩を引きずっている場合が比較的多いことである。

第一の特徴に伴う効果（コーポレート・ガバナンスのあり方と企業パフォーマンス）は、予想どおり実証的に確認される（付2を参照）。すなわち、近年では資本市場による企業の規律付け機能が次第に明確化しつつある（例えば外国人持株比率の高い企業は良好なパフォーマンスを示す）。また、第二の特徴も含めて行われた実証研究（宮島・原村・稲垣 2003；Miyajima and Kuroki 2007）によれば、良い経営パフォーマンス（トーピンのQで評価）を示す企業の特徴は、市場型金融であること、外国人（機関投資家）持株比率が高いこと、取締役会の改革が進んでいること、などであると結論づけられている。逆に、パフォーマンスが悪い企業は、銀行金融が中心であり、株式持合が継続し、企業情報の開示が遅れており、そして取締役会改革も遅延している企業の場合である、とされている。

これが現時点での日本企業のガバナンスの姿である。

これらの事実は、企業にとって目指すべき経営方針や望ましい内部ガバナンスの仕組みを示唆しているといえる。そこで次に今後の課題を取りあげよう。

6. 将来展望と政策課題

以下では、日本企業にとって今後目指すべきガバナンスの性格を明らかにするため、まず日本経済の国内外の条件を考えるとどのような金融システムが望ましいのかを考察する。そして、日本企業をその方向に誘導するための政策課題を指摘する。

6-1 日本企業が今後目指すべきガバナンス

今後の日本にとって望ましい金融システムを考える場合、前出の二つの金融システムを情報処理機能という視点から対比する必要がある（前掲図表1の下方を参照）⁽³⁰⁾。

金融システムの二類型とその機能特性

金融システムを情報処理機構としてみた場合、英米型モデルでは、各種情報の取得と分配は市場を経由してなされる点が特徴であり、情報を反映した取引の場である金融市場ならびに資本市場がよく発達している。従って、社会にとって情報コストは小さい。これに対して、日本ドイツ型は、資金調達のプロセスが金融仲介機関に委ねられているので、そこでは多様な新規情報を収集し消化するよりも、むしろ情報取得に関する規模の経済性が働く点に特徴がある。

従って、英米型システムは、プロジェクトのリスクを経済全体に広く配分するとともに、経済の状況変化に対してより順応的に対応できるシステムである。このため、比較的大きなリスクを伴う新産業の生成や新技術の開発にとって適している。その例として、鉄道やコンピュータの発明、バイオテクノロジー関連の技術開発などがある。事実、これらの事業は英国や米国で成し遂げられてい

る。つまり、この金融システムは「製品の革新」(product innovation)に適したシステムである、ということができる。

一方、後者(日本ドイツ型システム)は、資金の提供および調達における利害関係者間の関係をうまく取り仕切ってファイナンスの道をつける上で優れたシステムである。このため、既存の製品についての製造工程改善や、技術面での効率性改善にとって適している。その例は、自動車や電気機器といった産業であり、その製品自体が既存のものであるためにリスクが比較的小さく、このため社会のリスクが銀行に集中していても大きな問題が生じない場合が多い。現に日本やドイツはこれらの産業に比較優位を示している。この金融システムは「工程の革新」(process innovation)に適したものである。

日本にとって望ましい金融システムと企業ガバナンス

以上の考察と日本経済の発展段階や歴史的条件を考えると、今後の日本にとって望ましい金融システムはどのようなものか⁽³¹⁾。それは、従来のような銀行型システムではなく市場型システムである。あるいは、革新誘発型金融システムへの移行が求められる、といえる。

なぜなら、日本が従来比較優位を持っていた産業(自動車産業、電気機器産業など)は、東アジア諸国の経済的台頭により日本の比較優位の度合いが後退しており、このため、これらの産業に代わる新しい産業や新しい企業が勃興しやすいシステムにしていく必要があるからである。つまり、従来の「工程の革新」に適した金融システムから、「製品の革新」に適した金融システムへ変化させる必要がある。後者の金融システムにおいては、新技術に関する情報の取得・評価・利用がより効率的になされ、またリスク配分の観点からみてもより優れているからである。

変質する日本企業のガバナンス

日本の金融システムは、メインバンク関係が変質し株式持合が解消するに伴って達観すれば銀行

型から市場型に変化しつつある。金融システムがこのようにすれば、企業ガバナンスも変化する。その変化を具体的にいえば、次の三つの傾向として要約できる。

第一は、全体としてみると、銀行中心の企業ガバナンス、すなわちメインバンクによるモニタリングあるいは負債による企業行動の規律づけから、株式市場や社債市場など資本市場からの圧力が企業行動を左右する企業ガバナンスに変化することである。

第二は、その一方で企業ガバナンス形態の多様化が進むという変化である。多様化が進むのは、もともと企業ガバナンスは多様な側面を含む問題であり、すでに述べたとおり唯一最適な普遍的ガバナンスのモデルはないからである(4-2の後半を参照)。ちなみに日本の多くの優良企業においても、株主利益こそ最優先させるべきという意識は比較的少ない(新原 2003, Niihara 2003)。また、改正会社法(2003年, 2006年)においても、前述したとおり取締役会は二つの異なる方式の中から選択可能となるなど、企業ガバナンス形態を多様化させる環境が整えられていることも見逃せない。

そして第三は、英米型ないし市場型のガバナンスの色彩を強めるにしても、日本企業のガバナンス形態が英米型に収斂してしまう可能性はほとんどないことである。なぜなら、企業のガバナンス構造を左右する要因としては、比較的収斂しやすいことがら(金融取引のグローバル化を反映する金融市場、財務データ、会計ルール)と、そうでないことがら(各国の社会システム・歴史・取引慣行などを強く反映する会社法ないし商法)の両方があるからである。

制度間の補完性：企業ガバナンスの変化は雇用制度の変化を誘発

以上を要すれば、日本企業のガバナンスは、ひとりの空白状態を脱し規律づけのメカニズムが次第に定着しつつあると評価できる。一方、企業のガバナンスにおいて ROE を重視した経営が指向されるようになれば、それは雇用に対しても大きな影響を持つ。なぜなら、そうした経営方針は、

単に資本の効率的利用を要請するだけでなく、賃金の水準が短期的にみても一層合理的なものであることを求める可能性が高いからである。つまり、賃金水準は、長期雇用を前提としたときに合理的といえるものよりも、短期間でも合理的な水準（労働の生産性に見合った水準）に決まるように経営への圧力がかかることになる。このため、年功（同一企業における継続勤務期間）を基礎とした賃金体系は、次第に崩れてゆく可能性が大きい。そうなれば、労働者は、ひとつの企業に長期間にわたって継続勤務する必然性が乏しくなり、結局、長期雇用の慣行も次第に崩れてゆくことになる。

このように企業ガバナンスの変化は雇用制度の変化にも波及する。これは、株式持合、メインバンク制、そして日本型の雇用制度など日本企業のガバナンスを規定する諸要因は、相互に関係を持って一体として成立してきたものだからである。すなわち、経済システムは相互に補完しあういくつかのサブ・システムによって構成されているという視点、あるいは青木（1995）や青木・奥野（1996）が強調しているように、制度間の補完性（institutional complementarity）を認識すること、が大切である。

このような状況の下では、特定の一つの制度だけを変更しようとしても、それはきわめて困難である。一つの制度が変化するには、経路依存性があるためまず時間を要する。また、いくつかの制度が変化しはじめたとしても、それは他の関連制度の変化をも同時に要請するため、当初の変化はテンポが遅いものにならざるを得ない場合が多い。しかし、逆にいえば、そうした変化がある臨界点を越えれば、変化のスピードが一挙に加速し、関連する制度が一気にそして不可逆的に変革する可能性を持っている。現在は M&A など資本市場からの圧力増大、米国型ガバナンスの選択可能化、外国人持株比率の上昇、メインバンク制の崩壊等そのようなプロセスが進行しつつある。これらにより、これまでの日本型経済システムの多くの特徴は変質し、今後は企業の各側面において従来の日本型と英米型を混合した新たな日本型の企業ガバナンスが生成される可能性が大きい。

その場合、公共政策は、各種領域（金融市場、

雇用、企業間関係等）における制度の補完性を意識しつつ、統合的な施策を実施してゆくことが肝要である。そこで次に公共政策の課題を検討しよう。

6-2 公共政策の課題

ここでは、まず政策対応における留意点を述べ、ついで望ましい企業システムを構築するための具体的な政策課題を指摘する。

(1) 政策対応における留意点

公共政策にとっては、まず革新力の強化（innovation）に高い優先度が置かれる必要があり、これに加えて効率性の維持（efficiency）、取引の公正確保（fairness）、制度の国際的な調和（global-harmony）といったことが一般的な政策目標になる。その他に留意すべき点として次の二つを指摘したい。

第一に、日本が置かれた歴史的環境を考慮する必要があることである。すでに述べたとおり、かつての日本企業は長期継続的取引を保証する各種の仕組み（メインバンク制、株式相互保有、長期雇用制等）によって関係者間で情報の共有度合いを高めることによって情報の非対称性（informational asymmetry）の問題を解決し、1980年後半までは国際的に競争優位性を発揮した⁽³²⁾。しかし、その後は企業ガバナンスの空白化、低い資本効率の表面化、中国等による量産品攻勢、IT革新による情報コストの劇的低下など、諸条件が大きく変化することによって適合性を喪失した。ここから明らかなように、一つのシステムがどの時期においても最適であることはできず、最適な企業システムはその時期の諸条件によって規定される。

第二に、日本の文化的・地理的条件を考慮する必要があることである。つまり、単に企業を取巻く歴史的条件（上記第一の点）だけでなく、一国全体の歴史的、社会的、文化的条件の差異によって、望ましい企業システムは異なってくる⁽³³⁾。例えば、6-1 で述べた二つの企業類型で理解すると、英米型企業では、市場や社会の流動性が比較的大

きいことが前提となっている。これに対して日本ドイツ型企业では、従業員や取引先銀行（メインバンク）を中心とするステークホルダーの長期的な相互コミットメントに特徴があり、その変更には時間を必要とするうえそのコストも比較的大きい。つまり、市場や社会の流動性が比較的小さいことを前提としたシステムである。ここから明らかかなように、市場や社会の流動性は、結局その国の歴史的経緯や社会における価値（例えば継続的な移民の流入、文化や言語の多様性、底流にある個人主義思想など）に深く根差す面があり、企業ガバナンスに関する公共政策においてもこの点を十分認識する必要がある。

以上を踏まえた場合、日本の企業ガバナンスを改善するための大きな課題として、ここでは従業員の権益の明文化、金融環境の整備、の二つを指摘したい。

(2) 従業員の権益の明文化

第一の課題は、とくに日本において企業の重要なステークホルダーである従業員の関与を、企業経営ならびに利益分配の面で明文化した制度とすることである。従業員の企業に対するコミットメントが企業にとって基本的に重要である以上、それが企業活動のうえで反映される仕組みが法制上の制度として存在するのが合理的である。

具体的には、第一に、従業員が実質的に経営参加できる仕組みにすることである。OECD(2004a)の調査に基づき、従業員の経営参加がOECD諸国で制度的にどう規定されているかをみると(図表11)、日本は金融制度が英米型とは大きく異なり従業員が企業の重要なステークホルダーであるにもかかわらず、従業員の経営参加が法規上規定されていない。この表にみられる各国の制度のあり方から判断すると、日本では従業員が企業の重要なステークホルダーであるだけに一定の経営参加を法定する(権利と責任をより公共的なものにする)のが合理的であり、また望ましい。そうすれば、従業員のモラルが高められる可能性が大きいのでガバナンス様式の改善につながるといえる。

図表 11 従業員の経営参加に関する国際比較

	従業員による取締役選出の有無	従業員協議会の設置を法定	従業員の経営参加を憲法に記載
オーストリア			×
デンマーク			×
ドイツ			×
ノルウェー		×	
スウェーデン		×	×
スペイン	×		×
フランス	×		
イタリア	×	×	
日本	×	×	×
オーストラリア	×	×	×
スイス	×	×	×
英国	×	×	×
米国	×	×	×

(出所) OECD (2004a), Table 3-1-A. 同表に示されているOECD加盟国(28か国)のうち主要国を中心に著者が抜粋し配列替えをして作成。

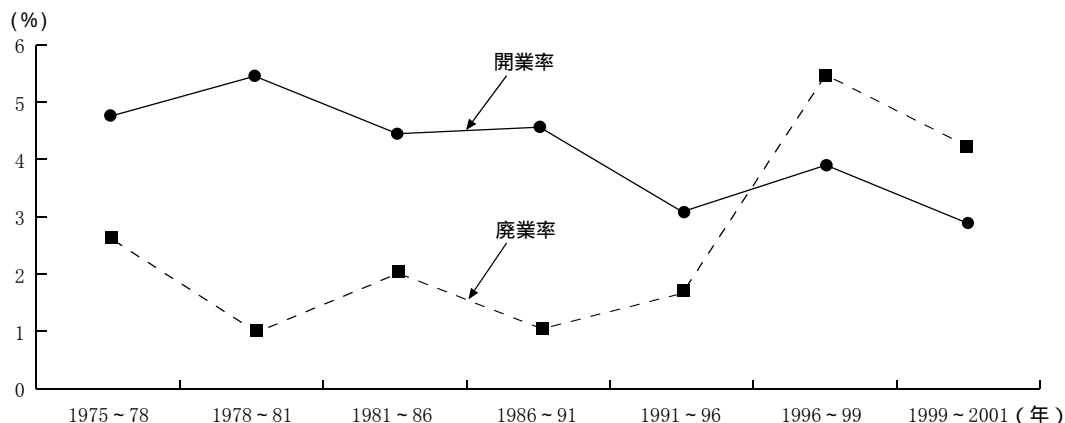
第二に、従業員が企業に対して保有する暗黙の権益(例えば定年退職時まで持ち越される巨額債権である企業年金の受給権)を時期分散化し明示化することである。そのために、例えば従業員が自社株を保有する制度(従業員持株制度)を導入すれば、従業員は一般にその権益を明示的に証券のかたちで保有できる。ちなみに、米国ではESOP(Employment Stock Ownership Plan, イーソップ)と称する従業員持株制度が普及している。また、同様に従業員の権益を明示化する制度としてストックオプション(自社株購入権)⁽³⁴⁾の制度が日本では2002年に導入されており、その活用が今後広まることが期待される。

(3) 金融環境の整備

第二の課題は、企業のガバナンスを強化し、企業が本来の目的を達成できるようにするために金融環境を整備することである。具体的には、機関投資家に関する制度の充実、リスクテイク企業の支援、M&Aに関する制度整備がとくに重要である。以下これらの課題を多少敷衍したい。

第一は、機関投資家⁽³⁵⁾に関する制度の充実で

図表 12 開業率と廃業率の推移



- (注) 1. 非一次産業。会社企業数ベース。このほかに事業所数ベースの統計もあるが傾向は概ね同一である。
 2. 開業率 = 開業企業数 (年平均) ÷ 企業数 (前回調査時点)
 廃業率 = 廃業企業数 (年平均) ÷ 企業数 (前回調査時点)
 (出所) 経済産業省「中小企業白書 2003 年版」第 2-2-4 図。

ある。株式持合の解消に伴い機関投資家が株式保有主体として重要性を高めているため、機関投資家が株主として企業のガバナンスに関与する仕組みや慣行を整備、充実させることが必要である。機関投資家は、その資産運用に際し投資対象となる株式を自ずから収益率の高いものに傾斜させる。その結果、株式市場を通じて企業経営の効率化圧力が強まる可能性が大きい。近年の日本では、人口高齢化に伴って機関投資家（とくに年金基金）の重要性が高まっているが、現行制度では機関投資家の受託者責任 (fiduciary duty)⁽³⁶⁾ が非常にあいまいであり、その制度的改善が今後の課題として残されている (川北 2003)。

なお、以上では企業一般（非金融企業）のガバナンスを議論したが、そのほか金融機関（銀行のほか投資信託などの機関投資家）自体のコーポレート・ガバナンスの改善、そしてそのための制度整備も依然大きな課題として残されている (二上 2004, Anderson and Campbell 2004)。

第二は、リスクテイク企業の支援である。すなわち、時代にマッチしなくなった企業や業種が淘汰される一方、革新的な企業が誕生し成長できる

ような環境を整備することが必要である。企業の開業率と廃業率の推移をみると (図表 12), バブル崩壊 (1991 年) 以降、廃業率が上昇に転じる一方、開業率は急低下し、廃業率が開業率を上回る状況 (つまり会社数の減少) が 1990 年代後半以降続いている。このため、開業率を上げること、とくにリスクをとって事業を立上げようとするベンチャー企業の育成、そのための資金調達 (リスクキャピタルの供給) 環境の整備、などが引続き課題である。なかでも、技術集約的な先端業種に対してリスクを負う資金流入のパイプを太くすることが不可欠である。

第三は、M&A に関する制度整備である。最近活発化している M&A に関して各種制度を迅速に整備することが求められる。この関連では関連法規の不完備および環境の未成熟 (M&A 仲介機関やアドバイザーの不足、経営者の企業間流動性の不十分さ等) が目立っており、それを改善してゆくことが必要である⁽³⁷⁾。その場合に重要なことは、日本の社会的、文化的条件を考慮した場合、企業の本質は、すでにみたとおり、瞬時に移動できるカネ (資本) というよりもむしろ比較的長期間コ

ミットしたヒト（人間）の集合体とみる必要がある点である。このため、企業が商品と同列に扱われその時々株主の意向だけによって従業員の命運が大きく左右されるという事態は、ステークホルダーである従業員にとって望ましくないだけでなく、彼らが保有する当該企業固有の様々な無形資産（firm-specific skills）の価値を毀損する可能性がある。もしそうなれば、M&Aは企業自体の価値をむしろ損なう可能性がある。このため、M&Aの持つ企業経営効率化機能を活かすべく各種制度を整備する必要がある一方、他方ではM&Aの持つ短期的視点が企業価値の源泉に対して悪影響をもらさないような仕組み（敵対的買収に対する防衛策⁽³⁸⁾）も同時に整備する必要がある。そして日本におけるM&A市場の定着を図ってゆくことが課題である。

7. 結論

本稿の主要論点は次のように要約できる。

(1) 戦後日本経済の発展に大きな貢献をした従来の日本企業は、(a) 利益率よりも規模拡大を重視する、(b) 株主ないし株価への考慮をあまり行わない、(c) 株式持合を通じて相互に長期継続的な取引関係を維持する、など行動面および構造面において英米企業には見られない大きな特徴を持っていた。この現象は、企業のガバナンスに着目した場合、英米型および日本型という二つの類型を導入することによって合理的に理解できる。この二つの類型は、概ね金融システムの二類型（英米型および日本ドイツ型）に対応している。

(2) 従来の日本企業のガバナンスは、二つの要素によって特徴づけられていた。一つは企業が長期的かつ多面的関係を持つメインバンクが存在すること、もう一つは企業と銀行の間あるいは非金融企業相互間における株式の相互保有（株式持合）があること、である。この二つの現象は、継続的な取引関係を維持することによる情報の非対称性の緩和など様々な機能を果たした。一方、これが企業行動のモニタリング（規律付け、disciplining）を比較的軟弱なものにとどめた面がある。

(3) 1980年代以降は日本経済を取り巻く環境が大きく変化した。すなわち、経済成長率の低下に伴う企業の資金調達額減少、株式保有リスクを反映した株式持合の縮小、取引規制緩和などが生じ、この結果、従来の企業ガバナンスを支えていた条件が崩れた。こうしたなかで外国人投資家の日本株式取得の増大などによって資本市場からくる企業経営への圧力が次第に強まったが、それによって企業経営が十分に規律付けられるまでには至らなかった。この結果「企業ガバナンスの空白化」を招来、これが1990年代以降10年以上にわたる日本経済の長期的混迷（失われた10年）の一つの要因になった。

(4) 環境変化に適応できなくなった日本の企業システムを改革するため、政府は3つの方向で各種の政策を1990年代後半以降継続的に推進してきた。第一は、企業組織や企業合併などに関する法制の充実である（改正会社法や改正公認会計士法の施行、企業の内部ガバナンスに関する指針の公表など）。第二は、市場機能の強化である（M&Aの容易化、金融商品取引の統一化など）。そして第三は、コーポレート・ガバナンス構造の多様化を推進するための法律改正である（英米型ガバナンス方式である「委員会設置会社」の選択が可能化）。一方、東京証券取引所や日本経団連など各種団体もコーポレート・ガバナンスに関する各種ガイドラインを提示するなど、ガバナンス改善についての意識共有化と具体的方向の示唆を与えてきた。これらは、コーポレート・ガバナンスの新しいあり方（good governance）を統一的視点から示唆するものであり、またその作成過程を通じてベスト・ガバナンスに関する認識が共有される効果があった。ただ、それらはいくまで指針にすぎなかった（強制規定ないし罰則規定は伴わない）ので、日本企業のガバナンス改革にとっての影響は限定的であると判断される。

(5) 日本のコーポレート・ガバナンスは、金融システムの変化ならびに各種公共政策の影響が相まって徐々に新しい姿を形成しつつある。まず企業の「外部ガバナンス」は、メインバンク制および株式持合が解消するにつれて資本市場からくる

圧力（とくにM&A急増の影響）が大きく作用しており、企業における事業再編や効率化が促進されている。一方「内部ガバナンス」の変化は比較的緩慢であるが、業務執行とその取締りを制度的に分離した英米型ガバナンスの構造を導入する動きも出ている。この結果、現時点における日本企業のガバナンスの形態は多様化が進んでいるのが特徴である。現状を達観すると「伝統的日本企業」が存在する一方、内部ガバナンスは伝統的でありながら外部ガバナンスが英米型となった「ハイブリッド型企業」、外部ガバナンスは従来型ながら雇用システムや内部ガバナンスの面で英米型となった「新興企業」、の三つに分類できる。こうした企業のパフォーマンスを比較すると、外部ガバナンスが英米型（市場型金融、外国人持株比率が高い）であり、また内部ガバナンス（取締役会）の改革も進んでいる場合に良好なケースが多い。

(6) 日本経済がおかれた歴史的な条件や国内外の環境を考えると、金融システムは、「工程の革新」(process innovation)に適した従来のシステムの中に「製品の革新」(product innovation)に適した市場型（英米型）システムの要素を加えてゆくことが望ましい。そうした変化は現在進んでおり、これにつれて企業ガバナンスの形態も変化し多様化が進みつつある。そうした動きを公共政策によって補強する必要がある。その場合(a)日本企業のガバナンス形態が英米型に収斂してしまうわけではないこと、(b)各種領域（金融市場、雇用、企業間関係等）における変化も必然的にもたらす（制度間の補完性）ので公共政策はそれら制度間において整合性のあるものにする、を念頭におくことが大切である。企業のガバナンスを改善し強化するうえでの具体的な政策としては、重要なステークホルダーである従業員の権益の明文化、金融環境の整備（機関投資家に関する制度充実、リスクテイク企業の支援、M&Aに関する制度整備）を指摘できる。

* * *

付1 M&Aの効果に関する実証分析（本文5-2）の手法と利用データ

本論文では、M&Aの効果をもつ二つの側面から評価した。一つは、M&Aによって経営が安定化したかどうか、もう一つはM&Aによって経営が効率化したかどうか、である。経営の安定化は、企業の倒産確率（デフォルト・リスク）が小さくなることによって把握した。それを示す具体的な指標としては総資本留保利率率、およびインタレスト・カバレッジ・レシオ（単にインタレスト・カバレッジともいう）を用いた。一方、経営の効率化は、ROE（Return on Equity）すなわち株主資本利益率（ないし自己資本利益率）がM&A実施後に上昇するかどうかによって把握した。ROEは、当期純利益を株主資本で除した値である。

企業の倒産確率の変化を求める際にはロジット・モデルを用いた。そしてM&Aを行なった企業（サンプル企業）の倒産確率がM&A実施の3年後にどう変化したかによって経営安定化効果の有無を判断した。一方、経営の効率性の変化は、M&Aを行なった企業（サンプル企業）のROEの3年後における変化と、M&Aを行なわなかった企業の平均的なROEの変化を対比することによってM&Aの効果判断した。

分析対象としたM&A実施企業は、2001年中にM&Aを行なった全企業のうち、財務諸表の計数に不規則変動が比較的少ない業種に絞り、かつその中から十分な財務データを入手可能な157社を選んだ。対象業種としては15業種である。そして、M&Aの効果は企業のパフォーマンス（財務諸表における計数）に実際に現れるのは一般に約3年後といわれているため、分析対象企業につきその2001年と2004年の財務データを比較することによって、M&Aの効果判断した。

付2 企業のガバナンス構造と経営効率性：実証分析

以下では、企業の所有構造（株式保有構造）が企業経営の効率性（その集約としての株主価値）にどのような影響を与えるのかを実証的に明らかにする⁽³⁹⁾。

企業行動がどのように規律づけられるのか（その結果として効率性が維持されるのか）は、企業の資金調達方式と密接に関連している。それらの効果は概念的に（1）負債による資金調達（負債を負うこと）による規律づけ、（2）株式発行によって資金調達することに伴う規律づけ、（3）メインバンク関係を維持することによる規律づけ（メインバンクによる企業モニタリング）の3種類の異なるメカニズムがあると理解することができる。

ここでの分析は（a）規律付けの上記3要因（負債、株式、メインバンク）を同時に考慮する、（b）2時点の状況を明示的に対比する（1989年と1999年）、という点で先行研究にはない新規性を持つものである。

(1) 推計式と利用データ

分析対象は、全国一部上場企業のうち1989年は501社、1999年は499社である。分析手法としてはクロスセクション分析を用い、分析時期としてバブル期の1989年と、バブル崩壊後の1999年の2つの時期を対象とした。本稿の考え方を図示すれば図表A1のようになる。また推計式は以下のとおりである。すなわち、株主価値ないし企業パフォーマンス（トービンのq）に対して、負債比率、メインバンク関係、株主保有構成がどのような影響を与えているのか、をクロスセクション・データによって回帰方程式を計測した。

$$TOBIN = \beta_1 DEBT + \beta_2 MB + \beta_3 OFFICIAL + \beta_4 FOREIGN + \beta_5 INDIVIDUAL + \beta_6 FI + \epsilon$$

ただし、

TOBIN：トービンのq（ $= \frac{\text{株式時価総額} + \text{有利子負債}}{\text{株主資本} + \text{有利子負債}}$ ）

DEBT：負債比率（ $= \text{負債} \div \text{総資産}$ ）

MB：メインバンク（ $= \frac{\text{融資第一順位銀行融資額}}{\text{負債}}$ ）

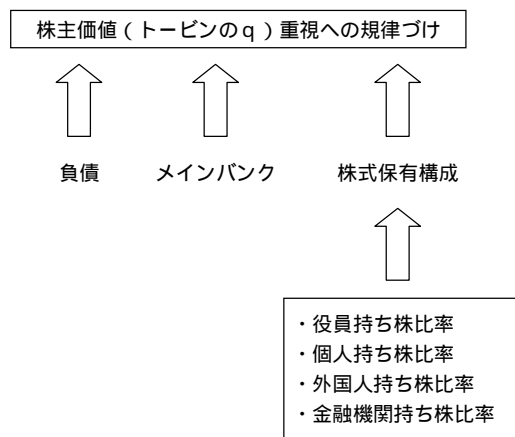
OFFICIAL：役員持ち株比率

FOREIGN：外国人持ち株比率

INDIVIDUAL：個人投資家持ち株比率

FI：金融機関持ち株比率（除く投資信託、年金基金）

図表A1 本研究における企業ガバナンス圧力のとらえ方



(2) 推計結果とその含意

計測式の推計はGLS（一般化最小二乗法）によって行なった。推計結果は図表A2にまとめている。これから分かるとおり、ほぼ全ての説明変数が統計的に十分有意であり、また説明式全体としての当てはまりも良好である。この結果から次の点を指摘できる。

図表A2 ガバナンス規定要因についてのGLS推計結果：1989年および1999年

	1989年	1999年
負債比率	0.0330 *** (73.75)	0.0084 *** (95.62)
メインバンク	-1.5790 *** (-10.31)	-0.4202 *** (-10.98)
役員持株比率	0.0231 *** (8.89)	0.0024 *** (7.79)
外国人持株比率	0.0445 *** (21.98)	0.0263 *** (63.40)
個人持株比率	0.0017 (1.56)	-0.0034 *** (-31.54)
金融機関持株比率	-0.0026 *** (-6.21)	0.0011 *** (14.25)
自由度調整済みR ²	0.9987	0.9999
標本数(N)	501	499

(注) 1. 被説明変数は、トービンのq。
 2. 星印 *** は、推計パラメーター値が1%水準で統計的に有意であることを示す。()内の値はt統計量。
 (出所) 岡部(2007)図表6-8。

(1) 企業の株主価値(トーピンの q)に対する各種要因の影響力をみると,(a)企業による負債発行(負債による資金調達)は経営者の行動を規律づける機能を持っている,(b)外国人・金融機関などの大口株主による株式保有はそのモニタリング圧力によって近年株主価値を高める役割を担っている,(c)大口株主のうちとくに海外投資家による株式の保有は企業価値を高める上で有効に作用している,(d)金融機関による株主としてのモニタリング圧力は企業価値を高めるものであり近年重要性を増してきている,などが判明した。これらを全体としてみれば,資本市場による規律付け機能が次第に見られるようになりつつあるといえる。

(2) 一方,企業にとってのメインバンクは,過剰な融資(追い貸し等)を通じて企業経営を非効率的にする方向に作用し,株主価値にマイナスの影響を与えていることが明らかになった。

(3) 企業と金融機関の間で株式持合がある場合には,資本市場による企業規律づけ効果が弱いものになる,ということと上記の結果を併せて考えると,メインバンク関係および株式持合という従来の二つの特徴が日本企業の規律づけにとって障害となっている。このため資本市場の機能を高めるための制度整備,あるいはコーポレート・ガバナンス改善のための制度整備が必要である。

注

* 本論文は,表題のテーマに関して網羅的な分析を加えた既刊著書,岡部(2007)の主要論点を整理するとともに,その後の研究を加えて執筆したものである。なお,本論文の主要論点は英訳のうえ書籍 Felix J. Lupez Iturriaga (editor) *Codes of Good Governance Around the World*, New York: Nova Publishers (2009年刊行)に収録される予定である。

- (1) 例えば, Clark (1979) や Abegglen and Stalk (1985) は,かつての日本の「会社」の特徴を海外に紹介した代表的な書物である。以下の記述はもっぱら Okabe (1992) に基づく。
- (2) この二類型は,株主を重視する視点,利害関係者全員を重視する視点,という二つの区分にほぼ対応する。前者は資金提供に伴う資金提供者の権限を基本としているので finance approach, 株主を基礎として企業

を理解する立場であるから shareholder view,あるいは企業経営者を株主の代理人として理解する立場であるので agency view, などとよばれる。また企業経営をモニター(監視)する主体をもとに性格付けるならば,米国型は株式市場がモニターであるので“outsider” model であり,「市場中心型の金融」と密接に関連している。一方後者は,企業には多くの利害関係者が関与していることを重視して企業を理解する立場であるから stakeholder view といえることができる。また企業経営のモニタリングに際しては,企業情報を常時把握しているメインバンクが中心となるので“insider” model であり,金融システムの観点からは「銀行中心型の金融」といえる。

- (3) 企業の規律付けの方式にこのような Voice および Exit という二つの方法があることを提示したのは Hirschman (1970) である。
- (4) 日本とドイツをこのように一つの類型とするには無理な面もある。例えば(a)両国の銀行の業務内容に大きな差異があること(ドイツの銀行は従来から証券業務をも手掛けるいわゆるユニバーサル・バンキングであったのに対して日本の銀行は長年銀行業務だけが許容され証券業務は禁じられていた),(b)日本では公的間接金融の比重が格段に大きいこと,などである。しかし,金融システムを構成する要素と機能を的確に理解するには,こうしたモデル化が有用かつ不可欠である。
- (5) 理論モデルを用いた説明は岡部(1999:第1章)を参照。
- (6) この3段階の区分は Aoki(1994)および青木(1995)によって強調されている。
- (7) この特徴は, Aoki, Patrick and Sheard (1994), Aoki (1994), Sheard (1994b), 青木(1995)がメインバンク関係の核心であるとしてとりわけ強調している特徴であり,青木によってこの名称が付与された。この現象に関する実証研究としては広田(1991)がある。
- (8) 株式持合の背景,機能,将来展望など,その総合的な分析は岡部(2002), Okabe (2002)を参照。
- (9) このようなシステムを金融面から特徴づければ「開発主義金融」といえることができる。池尾(2006)がその全体的仕組みと機能およびその限界を的確に描写している。
- (10) ただ,金融機関の自己資本比率規制(いわゆる BIS 規制)等は存在するが,これは社会的インフラストラクチャである決済システムの安全を確保する目的を持つなどのものであり,従来の各種規制と同列に論じるべき性格のものではない。
- (11) カルパース(CalPERS)は,カリフォルニア州の現役および退職公務員等をメンバーとする年金基金であり,約120万人に退職手当や健康保険金の給付を行っている。
- (12) 資金や資産の運用を委託され任された者(受託者)は受益者のためになるように忠実に業務を遂行する

- 義務があること。
- (13) ただし、その一方、戦略的に新しい持合関係を成立させることによって企業が合同する動きもみられている。
- (14) 比較的初期になされた最も網羅的な研究として Aoki and Patrick (1994) がある。
- (15) このことは、企業経営における規律 (discipline) づけメカニズムの喪失、と表現することもできる。堀内 (1998, 1999) は、以下本文で述べるのとほぼ同様の論旨であるが、そうした問題が日本の事業会社においてだけでなく、日本の金融機関 (銀行経営) にも同様に発生したことに注目している。
- (16) 以下の議論はもっぱら岡部 (1999: 第 2 章) による。このような解釈は、Sheard (1994a)、シエード (1997)、中谷 (1996) で詳しく述べられている。
- (17) 企業の会計監査制度の充実と内部統制の強化を規定した法律。米国で多発した企業会計スキャンダルの反省から生まれたサーベンス = オックスレー法 (Sarbanes-Oxley Act of 2002, 通称 SOX) の日本版という意味でこのように呼ばれることが多い。日本版 SOX 法というのは通称であり、厳密には一つの独立した法律ではなく、従来の証券取引法の抜本改正である金融商品取引法 (2007 年施行) の一部規定がこれに該当する。
- (18) 新制度 2 年目の 2004 年時点で実施されたある調査 (日本監査役協会 2004) によれば、委員会設置会社へ「既に移行済み」「今後移行することを決定」「移行を検討中」の合計は上場会社のうち 3.1% にしか達していない一方、「移行予定はない」とする会社が 86.0% に上っている。一方、生命保険協会によるアンケート調査 (平成 15 年度) でも、委員会設置会社の制度を「既に導入済み」と「導入する計画がある」の合計は 5.5% に止まっており、大半の企業は「導入する計画はない」(52.4%) あるいは「未定」(41.3%) としている。 < <http://www.seiho.or.jp/news/h15/pdf/kabu03/kigyouanke.pdf> >
- (19) 2003 年時点における日本の大企業 400 社に対する調査 (財務省総合政策研究所 2003) によれば、製造業では 1990 年以降、事業、組織、企業ガバナンスの各側面において、すでに企業間の多様性が拡大する傾向が確認されている。
- (20) これら二つのほか、21 社の事例研究を踏まえた同様の報告書として日本取締役協会 (2007) がある。同報告書では、企業の発展ステージ別にベストガバナンスが異なる点を強調しているが、以下で指摘する点はほぼ共通である。また、政府によって提示された内部ガバナンスに関する指針 (経済産業省 2005) も、本文で述べた特徴 (とくにガイドラインとしての位置づけ) がほぼ当てはまる。
- (21) 例えば、日本における金融自由化は、従来の規制が市場の実勢に抗しきれなくなった結果、たまたま米国からの政治圧力も加わって規制の緩和ないし撤廃に
- 追い込まれたこと (1984 年の日米円・ドル委員会報告書を受けてなされた日本金融市場の大幅自由化) はその好例であろう。
- (22) 経路依存性とは、現在の制度 (Z_t) は、程度はともかく必然的に過去の制度 (Z_{t-1}) に依存して成立していることを指す。これは人々の思考の慣性をはじめ各種の要因から生じるが、公共政策の制度に対する影響を評価するうえでも一つの重要なポイントになる。ただ、政策論においてこれを強調しすぎると敗北主義に陥る危険があるので注意する必要がある。経路依存性は、一般的に
- $$Z_t = \alpha + \beta Z_{t-1} \quad (0 < \beta < 1)$$
- と表現できる (岡部 2002: 6 章)。ここにおいて、 Z_t は Z_{t-1} の関数となっており、公共政策の実行姿勢もパラメーター β の値を左右すると理解できる (漸進的政策の場合には β の値が 1 に近くなる一方、急進的・抜本的政策ではそれがむしろ 0 に近くなる)。
- (23) その具体的内容は、池尾・財務省財務総合研究所 (2006) を参照。
- (24) この時期 (2001-2004 年) は日本経済にとって不況期であるため企業は全体的に ROE を低下させる場合が多かった (調査対象業種の平均的な ROE は 1.67% 低下)。このため、平均的な姿に対比して M&A 実施企業の結果を判断する必要があり、したがって図における横軸は下方に 1.67% ポイント引下げである。
- (25) 上場企業 2,108 社に対する調査によれば、630 社が社外取締役を導入している (日本経済新聞, 2004 年 8 月 22 日)。
- (26) ストックオプション制度とは、会社が取締役や従業員に対して、予め定められた価額 (権利行使価額) で会社の株式を取得することのできる権利を付与する制度。取締役や従業員は、株価が上昇した時点で権利行使を行って会社の株式を取得し、それを売却することによって株価上昇分の報酬が得られる。その報酬額が企業の業績向上による株価の上昇と直接連動することから、取締役や従業員に業績向上へのインセンティブを与えるとされる。
- (27) 日興コーポリアル証券等による調査。 < <http://www.nikko.co.jp/news/2005/pdf/050617.pdf> >
- (28) 前出の注 18 を参照。
- (29) 前出の注 22 を参照。
- (30) 以下の説明は Allen and Gale (2000: 第 13 章) に依存している。
- (31) 金融システムに関しては、二つのうち一般的に優劣をつけることができるのか、各国に適用可能な一つの最良システムはあるのか、各国のシステムは一つに収斂する傾向を示すのか、などの興味深い論点がある。近年の諸研究によれば、ある国にとってどちらがより良い金融システムなのかは、当該国が置かれた諸条件 (歴史的な条件、制度的インフラストラクチャの充実度

- 合、政府の政策実行能力等)に依存する、というのが一般的な理解になっている (Aoki, Patrick, and Sheard 1994; Beck and Levine 2002; Levine 2002; Levine 2004)。そしてそれはコーポレートガバナンスについても同様であるとされている (Becht, Jenkinson, and Mayer 2005)。
- (32) これらの仕組みの特徴、機能するメカニズム、評価などについては、岡部 (2007) のほか、それらを詳細に論じた岡部 (1999: 第1章), 岡部 (2002), Okabe (2002), Sheard (1995) を参照。
- (33) 社会学者のドーア (2006) はとくにこの点を強調している。
- (34) 予め決められた価格 (行使価格) と期間において、自社の株式を購入することができる権利。株価が上昇していれば、行使時の株価と行使価格の差が収益となる。
- (35) 機関投資家とは、小口投資家から集めた資金を取りまとめてその小口投資家のために運用すること (リスク、収益、満期等の点で彼らの満足に見合ったものとする) を専門とする金融仲介機関であり、具体的には年金基金、投資信託、生命保険会社などである。
- (36) 資金運用を託された保険会社や年金基金は個人受益者の代理人として収益の最大化を実現するためにあらゆる努力を払う義務を負うこと。
- (37) とくに M&A を巡る法制 (とくに税制) は、企業関係の各種法律の改正と折り合いがつけにくい場合も少なくなかったといわれており、このため企業がリスク分散 (経営安定化) を期待して M&A を行なおうとしてもそれが阻害された可能性がある。例えば会社分割 (スピノフ等)、TOB (テークオーバービッド) の円滑化には、それぞれ商法、証券取引法を改正する必要があるが、税制との折り合いの問題から不十分なものとどまっていたとされている。最近 (2006年5月) 多くの法律を実質的に一元化した新会社法が施行されたが、法律相互間で齟齬をきたしている場合には引き続きその解消が期待される。
- (38) 例えば、毒薬条項 (poison pills) と称される敵対的買収に対抗する企業の防衛策。これは、被買収企業が既存の一般株主に時価を下回る価格で株式を引き受ける権利 (新株予約権) を与え、買収者の支配権を弱める措置である。
- (39) 以下は岡部 (2007: 第6章) を要約したものである。詳細はそれを参照。
- 引用文献
- 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。
- 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。
- 池尾和人 (2006) 『開発主義の暴走と保身-金融システムと平成経済-』NTT 出版。
- 池尾和人・財務省財務総合研究所 (編著) (2006) 『市場型間接金融の経済分析』日本評論社。
- 岡部光明 (1999) 『環境変化と日本の金融: バブル崩壊・情報技術革新・公共政策』日本評論社。
- 岡部光明 (2002) 『株式持合と日本型経済システム』慶應義塾大学出版会。
- 岡部光明 (2007) 『日本企業と M&A—変貌する金融システムとその評価—』東洋経済新報社。
- 川北英隆 (2003) 『機関投資家とコーポレート・ガバナンス』財務省財務総合政策研究所 『フィナンシャル・レビュー』12月。
- 日下部聡 (2005) 『パネル討論配布資料』“Corporate Finance and Governance: Japan-Europe Comparisons,” RIETI-CEPRE コンファレンス, 9月15日。
<http://www.rieti.go.jp/jp/events/05091301/pdf/5-4_kusakabe_handout.pdf>
- 経済産業省 (2005) 『コーポレート・ガバナンス及びリスク管理・内部統制に関する開示・評価の枠組について - 構築及び開示のための指針 - 』
<<http://www.meti.go.jp/press/20050713001/050713kigyokodo.pdf>>
- 公正取引委員会 (2001) 『企業集団の実態について—第7次調査報告—』5月18日。
- 財務省総合政策研究所 (2003) 『研究報告書 『日本企業の多様化と企業統治』の概要—事業戦略・グループ経営・分権化組織の分析』
<<http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu/zk065a.htm>>
- シェアード・ポール (1997) 『メインバンク資本主義の危機: ビッグバンで変わる日本型経営』東洋経済新報社。
- 関根敏隆・小林慶一郎・才田友美 (2003) 『いわゆる『追い貸し』について』日本銀行金融研究所 『金融研究』第22巻第1号, 3月。
- ドーア, ロナルド (2006) 『誰のための会社にするか』岩波新書, 岩波書店。
- 東京証券取引所 (2004) 『上場会社コーポレート・ガバナンス原則』。
<<http://www.tse.or.jp/rules/cg/principles/index.html>>
- 中谷 巖 (1996) 『日本経済の歴史的転換』東洋経済新報社。
- 新原浩明 (2003) 『日本の優秀企業研究: 企業経営の原点6つの条件』東洋経済新報社。
- 二上季代司 (2004) 『投資信託のガバナンス』『証券アナリストジャーナル』6月号。
- 日本監査役協会 (2004) 『委員会等設置会社への移行動向等コーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査』 (インターネット・アンケート)。
<http://www.kansa.or.jp/PDF/enquet4_040514.pdf>
- 日本経済団体連合会 (2000) 『わが国公開会社におけるコーポレート・ガバナンスに関する論点整理 (中間報告) 参考資料 - コーポレート・ガバナンスに関する各社の取り組み - 』

- <<http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2000/061/sanko.html>>
- 日本経済団体連合会 (2006) 「我が国におけるコーポレート・ガバナンス制度のあり方について」 6月20日。
<<http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2006/040.html>>
- 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム(編著)(2006) 『OECDコーポレート・ガバナンス 改訂 OECD原則の分析と評』 明石書店。
- 日本取締役協会 (2007) 「ベストガバナンス報告書 - 企業の発展ステージ別ガバナンス - 」。<http://www.jacd.jp/report/070718_01report.pdf>
- 広田真一 (1991) 「メインバンクの保険提供機能について: 実証的分析」, 金融学会編 『金融学会報告』, 71号。
- 富士総合研究所 (1993) 『メインバンク・システムおよび株式持ち合いについての調査報告書』(通商産業省委託調査), 4月。
- 堀内昭義 (1998) 『金融システムの未来: 不良債権とビッグバン』, 岩波新書。
- 堀内昭義 (1999) 『日本経済と金融危機』 岩波書店。
- 宮島英昭 (2008) 「ハイブリッド型顕著に 『失われた10年』 乗り越えた日本企業」 日本経済新聞, 1月24日。
- 宮島英昭・原村健二・稲垣健一 (2003) 「進展するコーポレート・ガバナンス改革をいかに理解するか: CGS(コーポレート・ガバナンス・スコア)による分析」 財務省財務総合政策研究所 『フィナンシャル・レビュー』 12月号。
- Abe, Naohito, and George Stalk (1985) Kaisha, The Japanese Corporation, Vermont and Tokyo: Charles E. Tuttle Company.
- Abe, Naohito, and Satoshi Shimizutani (2005) "Employment policy and corporate governance: an empirical analysis on the stakeholder model in Japan," ESRI Discussion Paper Series no.136. Cabinet Office of the Japanese Government.
- Allen, F. and Gale, D. (2000) Comparing Financial Systems, Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Anderson, Christopher W., and Terry L. Campbell II (2004) "Corporate governance of Japanese banks," Journal of Corporate Finance 10, pp.327-354.
- Aoki, Masahiko (1994) "Monitoring characteristics of the main bank system: an analytical and developmental view," in Masahiko Aoki and Hugh Patrick, eds., The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies, Clarendon Press Oxford. (白鳥正喜監訳 『日本のメインバンク・システム』 所収, 東洋経済新報社, 1996年)
- Aoki, Masahiko, and Hugh Patrick (eds.) (1994) The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies, Oxford: Clarendon Press Oxford. (邦訳, 青木昌彦, ヒュー・パトリック(編) 『日本のメインバンク・システム』 東銀リサーチインターナショナル訳, 東洋経済新報社, 1996年)
- Aoki, Masahiko, Hugh Patrick and Paul Sheard (1994) "The Japanese main bank system: an introductory overview," in Masahiko Aoki and Hugh Patrick, eds., The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies, Clarendon Press Oxford. (白鳥正喜監訳 『日本のメインバンク・システム』 所収, 東洋経済新報社, 1996年)
- Becht, Marco, Tim Jenkinson, and Colin Mayer (2005) "Corporate governance: an assessment," Oxford Review of Economic Policy 21(2), pp.155-163.
- Beck, Thorsten, and Ross Levine (2002) "Industry growth and capital allocation: does having a market- or bank-based system matter?," NBER Working Paper Series 8982.
- Clark, Rodney (1979) The Japanese Company, Yale University Press.
- Hirschman, A. O. (1970) Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States, Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Jackson, Gregory, and Hideaki Miyajima (2007) "Introduction: the diversity and change of corporate governance in Japan," in Masahiko Aoki, Gregory Jackson, and Hideaki Miyajima (eds.) Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity, Oxford: Oxford University Press.
- Kornai, János, Eric Maskin, and Gérard Roland (2003) "Understanding the soft budget constraint," Journal of Economic Literature, December, pp.1095-1136.
- Levine, Ross (2002) "Bank-based or market-based financial systems: which is better?" NBER Working Paper Series 9138.
- Levine, Ross (2004) "Finance and growth: theory and evidence," NBER Working Paper Series 10766.
- Miyajima, Hideaki (2005) "Changing J-type firms and the role of M&A in corporate governance," presentation material, Joint Conference with RIETI and CEPR, "Corporate Finance and Governance: Europe-Japan Comparisons," September 14, Tokyo.
- Miyajima, Hideaki, and Fumiaki Kuroki (2007) "The unwinding of cross-shareholding in Japan: causes, effects, and implications," in Masahiko Aoki, Gregory Jackson, and Hideaki Miyajima (eds.) Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity, Oxford: Oxford University Press.
- Nakatani, Iwao (1984) "The economic role of financial corporate grouping," Masahiko Aoki, ed., The Economic Analysis of the Japanese Firm, Elsevier.
- Niihara, H. (2003) "The skills of the best managers at superior companies," a paper presented at "Corporate Governance from an International Perspective: Diversity or Convergence," Research Institute of Economy, Trade and Industry, January 10, Tokyo.
- OECD (1995) "Financial markets and corporate governance,"

日本におけるコーポレート・ガバナンス

- Financial Market Trends 62, Paris, November.
- OECD (2004a) Corporate Governance: A Survey of OECD Countries, Paris: OECD.
- OECD (2004b) OECD Principles of Corporate Governance, Revised version, Paris: OECD.
- Okabe, Mitsuaki (1992) "The Japanese firm (1): behavioral and structural characteristics," Working Paper 92-3, Centre for Japanese Economic Studies, Macquarie University, Sydney, Australia.
- Okabe, Mitsuaki (2002) Cross Shareholdings in Japan: A New Unified Perspective of the Economic System, Edward Elgar Publishing, U. K.
- Okabe, Mitsuaki (2006) "The financial system and corporate governance in Japan," Corporate Ownership & Control 3(3), Spring, pp.27-38.
- Sheard, Paul (1994a) "Reciprocal delegated monitoring in the Japanese main bank system," Journal of the Japanese and International Economies 8(1), March.
- Sheard, Paul (1994b) "Main banks and the governance of financial distress," Masahiko Aoki and Hugh Patrick, eds., The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies, Clarendon Press Oxford.
- Sheard, Paul. (1995) "Long-termism and the Japanese firm," in Okabe, Mitsuaki (ed.) The Structure of the Japanese Economy: Changes on the Domestic and International Fronts, New York: St. Martin's Press.
- Weinstein, D. E. and Y. Yafeh (1998) "On the costs of a bank-centered financial system: evidence from the changing main bank relations in Japan," Journal of Finance 53(2), April, pp.635-72.