

変貌するコーポレート・ガバナンス

福 光 寛

目 次

はじめに——問題の所在——

1. アメリカ型の資本主義と金融構造
 - 1—1. アメリカ型の資本主義は存在するか
 - 1—2. アメリカ型の金融構造の形成(1)
 - 1—3. アメリカ型の金融構造の形成(2)
2. 証券市場を通じた企業統治
 - 2—1. 統治概念と統治システム
 - 2—2. 通説の確認：外部者—株式市場—分散的保有
 - 2—3. 分散保有のコストとインセンティブ
 - 2—4. 外部者—株式市場型の評価
 - 2—5. 外部者による内部統治の困難
 - 2—6. 業績連動報酬制度の限界
3. 機関投資家と企業統治
 - 3—1. 機関投資家の重要性とその投資姿勢
 - 3—2. インデックス運用の増加
 - 3—3. 機関投資家の行動の変化
 - 3—3—1. 行動変化の背景
 - 3—3—2. 公的年金と私的年金の違い
 - 3—3—3. block or concentrated holding の可能性

むすび——内部統治システムの改善——

参考文献

付表

はじめに——問題の所在——

アメリカ型の資本主義やアメリカにおける企業統治＝コーポレート・ガ

バナンスのあり方を理想モデルのように語る論調が最近しばしば見られる。とくに近年のアジアの経済危機と対比した場合のアメリカ経済の好調さは、こうした論調を強めている。日本経済の不甲斐なさの理由を、日本の経済システムにおける企業統治のあり方に求める議論もある。ではアメリカの企業統治のあり方とは何かと問うた時に、二つの論調が同時に出てくる。一つはかねてアメリカ型の企業統治の特徴とされる企業買収、とくに敵対的企業買収を通じた企業統治である。もう一つは社外取締役制度に代表される企業内部の統治システムの改善である。

本稿ではっきりさせたい点は、アメリカの企業統治の論点が前者から後者に移ってきているということである。そのことはもともと企業買収に好意的ではない日本の経済社会にとっては幸運なことだ。なぜならそうした改善であれば、受け入れる余地があるからである。

しかし研究者の認識には時間的なズレがある。依然として敵対的企業買収をアメリカ型企業統治のシンボルとして議論する研究者は内外に多い。しかし時間的経過を辿ってみると、1980年代の敵対的企業買収から1990年代の内部統治システムの改善への議論の流れはある程度必然的かつ不可逆的であることが判る（表1）。

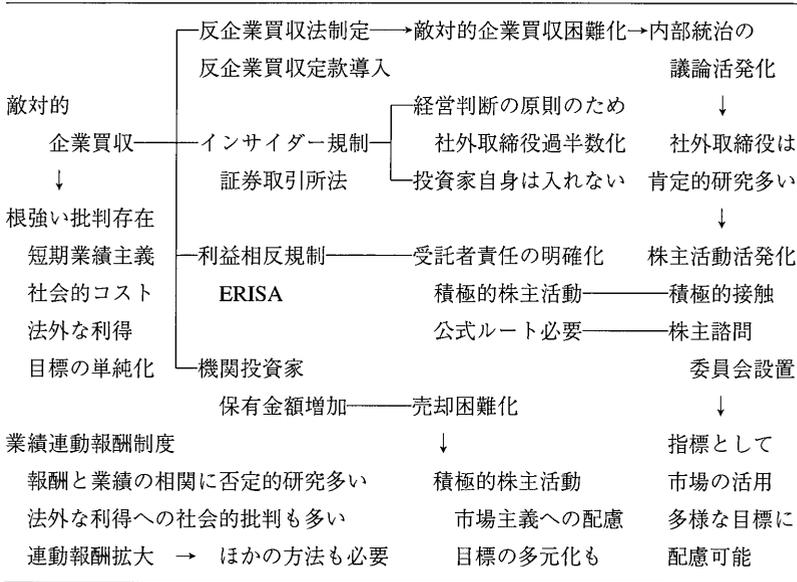
表1の説明は詳しくは以下本文で行うが概略は以下のとおりである。

1980年代の敵対的企業買収はそれ自身が敵対的企業買収への強い批判を生み出した。短期的な業績主義であるとか、社会的なコストと一部の関係者の法外な利得とかが強く批判され、結果として、敵対的企業買収を困難にするような法律や仕組みが多数設けられた。結果として敵対的企業買収の実施はそもそも困難になったのである。

また企業買収の嵐は、つぎのような法律問題を深刻にさせ、そのいずれもが企業統治の新たな展開—内部統治の議論につながった。

一つは機関投資家における利益相反問題である。たとえばある会社が企業買収をかけられた場合、その会社の従業員が属する年金基金は受益者の

表1 内部統治システム議論活発化の必然性と不可逆性



利益に沿って、どのように行動するのが正しいのかといった問題である。企業側の要請に従うのがいいか。受託者責任とは何か—それがシビアに問われるようになったのである。そこで機関投資家は企業買収の嵐の中で受託者責任を果たすための手法を発展させてゆくことになった。社外取締役制度の充実の要請はその手法の一つである。そして機関投資家と企業との間のコミュニケーションの改善がおそらくつぎの論点であろう。

今一つはインサイダー取引問題である。そもそもこの問題があるので機関投資家は直接その代表を企業に取締役として派遣することができない。また企業側は法律的な訴訟リスクを回避するために社外取締役が過半を占める取締役会へと、展開せざるを得なくなった。

このような流れからすれば、企業内部の統治システムへの論点の移動は、1980年代の敵対的企業買収が生み出した社会的な反動といえるものであり、

ある程度不可逆的なものと言える。しかし日本の社会学者の論調を見ると、依然として敵対的企業買収をアメリカ型統治のシンボルとして用いるものが多い。それだけではなく統治システムの内部的な改良はうまくゆかないといった論調すら多い。敵対的企業買収をアメリカ型統治のシンボルとする見方は、1990年代の OECD 報告書にも見られるが、こうした論調はそもそも、アメリカ社会における論点の移動を、一時的で経過的なものと見ているようだ。

これに対して小稿は、この論点の移動は、一時的なものではなく不可逆的であることを様々な側面から明らかにしようとしたものである。

1. アメリカ型の資本主義と金融構造

1-1. アメリカ型資本主義は存在するか

そもそもアメリカ型というものを認めない立場もありうる。

しかし経営者に対するアンケート調査を見ると、アメリカ（そしてイギリス）の経営者では会社は株主のために存在するとする回答が強く現れ、全利害関係者のために存在するという回答は小さいことが知られている。それは日本（そしてドイツとフランス）の経営者とは全く異なっている。またこれら5ヶ国の間では、会社は全利害関係者のために存在するという回答は日本で最も高くなり、株主のためという回答はアメリカで最も高くなる。企業業績が悪化した場合に雇用を優先するか、配当をするかを質問した場合にも、アメリカ（そしてイギリス）の経営者は配当優先、日本（そしてドイツやフランスとフランス）の経営者は雇用優先という明確な違いが現れる（吉森 1993, 榊原 1995）。このように各国の経営者の間には、大きく異なった企業概念や資本主義概念が明確に存在している。

ただしアメリカ社会がこうした会社は株主のものとする思潮で覆われるわけではないことや、経営者にも全利害関係者のための会社を主張するものが少ないことなどもよく知られている。この点は、すでに吉森 (1998)

が丹念に論じている。

それでも経営者がとりわけ株主を意識して経営を行うのがアメリカだということに変わりはない。そこからいわゆる企業統治（コーポレート・ガバナンス）、株主（企業の所有者）が企業をいかに統治するかという問題が出てくるのである。神田（1992）はそもそもコーポレート・ガバナンス論そのものが、アメリカの所有と支配（経営）の分離といった〔その金融構造の〕特別な文脈のもとでの議論だと言い切っている。

したがって、ほかの国では、コーポレート・ガバナンス論があるとしてもそこで議論すべき内容は異なっているはずだという議論も成り立つ。

たとえば伊丹（1994）は、日本では株主よりは従業員が企業と長期的なコミット関係にあるとして、従業員の主権を取締役に反映する仕組み（ex. 中間管理職以上による役員信任投票）を提案している。

このような企業統治構造において決定的なのは株式の所有構造だということも指摘されている。

1992年に HBR に発表された Porter の論文は、株式保有構造の差異からアメリカと日本—ドイツを対比した。この2つのシステムは、株式保有がアメリカでは分散的・短期的になっており株主が経営への長期的関心を失っているのに、日本—ドイツでは支配的株主が存在し経営への長期的関心を保っているとした。そして2つのシステムを対比していずれが優れているかについての Porter（1992）の結論は、長期的な私的利益と社会的利益が日本—ドイツのシステムでは最大化される—アメリカのシステムでは短期的な私的利益が最大化されるとして、アメリカのシステムをむしろ日本—ドイツのシステムに近付けることを主張するものだった。

さらに広範な違いを指摘するものにアルベール（1991）がいる。アルベールは、移民受入れへの寛容さ、給与格差を縮小させる努力が行われるどうか、税制が貯蓄か負債のいずれに好意的か、など広範で具体的な視点からアングロサクソン型とライン型の二つの資本主義のタイプ化を試みた。

アルベールは、ここで問題にする金融構造に絡んでは、自由な市場でこそ資金の最適な割り振りが決定されるという [アングロサクソンに好まれる] 自由主義理論では、「貸出金の分配に際して銀行の役割を少なくすることが効率を高める」と述べ、だからアングロサクソンでは銀行より証券取引所が好まれるとつなげている。

さらにアングロサクソンでは企業は単なる商品になっているというのがアルベールの主張である。1993年に日本で行われた座談会でつぎのように発言している。

「アメリカにおきましては企業というものは、売り買いの対象になる商品……コモディティであるわけです。…… [日本を含めライン型の資本主義国では] 企業というものを商品としては全く考えていないのであって……コミュニティとして考えているわけです。したがって、企業とは共同体である」アルベール (1993)

ではこのアングロサクソン流の資本主義が勝利を収めるのか。アルベールは、アングロサクソン型は、セクシーであり、夢や遊びや興奮の要素があるから勝利すると言う。アルベールはつぎのようにも言う。

「組織や共同体としての企業という考え方は……それを凌ぐ勢いの強烈な個人主義と共存できないのだ。株式投機に対する不信のまなざしや、遅々として変化のない幹部の昇進プラン等は、古臭い道徳観念の匂いがする」アルベール (1991)

すでに述べたようにアメリカ型というものをそもそも認めない考え方がありうる。資本主義は資本主義だという言い方だ。しかしここではそうした考え方は最初から排除しておく。現実の制度や意識における食い違いの存在を認めた上で、それがなぜ生じたのかを説明する立場に立つ。いわゆる比較制度分析である。

1-2. アメリカ型の金融構造の形成(1)

すでに1—1でアルベールを引用して、アメリカの金融構造における証券市場の発達を示唆したところだが、アメリカでは銀行の発達が抑制され、それが証券市場の発達につながったと指摘される。その結果、企業金融において例外はあるが基本的には銀行が後景に退いている。

そもそもアメリカの銀行は貸し付ける場合に商業銀行主義を取っており、運転資金のための短期資金の貸付に業務を限定していた(貝塚 1990)。「[19世紀のアメリカの銀行は] 貸付けについては……きわめて制限的であった。融資の大部分は在庫金融などの短い用途に限られ、例外的に10%の自己資金提供を前提に株式を購入しようとする投資家への貸付けが行われた。」(ライタン 1997)

このような融資態度に加え、商業銀行に課せられた単店制度規制・州際業務規制や大口融資規制が、商業銀行の企業金融展開を制約した。また、単店制度規制や州際業務規制はリスク分散や資金過不足の調整を制約した。加えてアメリカにおける州政府と連邦政府が併存するという連邦制は、分散化した銀行制度を助長した。

「アメリカの伝統の流れの一つである反連邦主義・ポピュリズムの影響を受けて、金融資本による全国的な経済支配を防ぎ、地元の資金は地元の経済活動のファイナンスに使われるようにとの意図で、種々の規制が設定されてきた。支店設置を認めないユニットバンキング [単店] 制度はその極端な形であり……ブランチバンキング制度に比べると、狭い地域の経済状況に依存するためにリスク分散の範囲が限られており、銀行経営が不安定になりやすい欠点がある」(三木谷・地主 1991)。

なおポピュリズムについてロー (1994) はつぎのように解説している。

それは、財産と力が広範に分散している農村社会というアメリカ社会の当初の条件のもとで、長い時間をかけて形成されてきた力の集中への不信感を根にもつものであって「大規模機関と中央集権化した経済力は、たとえそれが生産的なものであったとしても、本来望ましくないことであり、

縮小させるべきであるという……広く定着している態度」であり、東部沿岸地方の経済力……ウォール・ストリートへの不信という点で進歩主義と共通するものであった。さらにそうした態度は金権政治の支配の可能性から民主主義を守るという公共性によって正当化されていた。

このようなポピュリズムに支えられた銀行への規制—銀行制度の發育不全（分散化された銀行制度）が証券市場の發達を促したとされる。

たとえばロー (1994, 1997) は、19世紀のニューイングランドで、企業が振り出した債務証書（商業手形）を手形ブローカーが市場化し、銀行が受け身の買い手になるしかなかったのは、国の大きさもあるが銀行の支店設置が制約されていたために、銀行自身が資金の地域的調整を行えなかったからだとしている。今一つ銀行の發育不全で問題になるのは合併による規模拡大も規制されていたことだ。その結果、銀行は顧客の必要資金量の増加に応ずることができなくなったのである (Calomiris 1996)。

春田 (1998) はつぎのように述べる。

「アメリカでは、『証券資本主義』という言葉のように、証券市場を通す金融の編成の重要性が他の資本主義国より高かった。ひとつには、銀行制度が、店舗網の地理的拡大を制限されて、發育不全だったからである。……全国的支店網が成立している国々では、そうでなければ市場取引でしか結び得ない金融関係が、企業内の店舗間処理で行われうる。全国的大企業の経理処理や資金調達・運用も、同様に全国規模の銀行との取引関係で実現できる。これらのことが、アメリカでは、相応する金融機関の非存在により成立せず、全国的金融システムの編成が証券市場を通すものにならざるをえなかった。こうして他の資本主義国と比べて証券市場がいわば異常に發達した」(春田 1998, cf 小畑 1988)

全国的支店網を欠く分散的な銀行制度のもとでは、資金の過不足の全国的調整は市場化せざるを得なかったのである (Caromiris 1996)。

こうした状況に南北戦争がもたらした大量の連邦債消化という歴史が重

なる。

「イギリスの金融システム……18世紀中ごろに大量の政府債が発行され、公社債市場が発達することによってシティは確立した。……アメリカの金融システムもイギリスとほぼ同じ発展パターンをとっていた。銀行はかなり発展したとはいえ、19世紀になっても地域間の資金移動は十分でなかった。反面、証券市場は南北戦争時の戦費調達のための大量の連邦債消化によって公社債市場として大きく発展した」(貝塚 1992)。

もともと18世紀のおわり、独立直後のアメリカで最初に取り引された証券は、独立の財源を賄った州や大陸会議の債券だった。1791年にスタートしたニューヨークの証券取引所で当初継続取引の対象になったのは3種類の連邦債と2つの銀行(同年に連邦の免許を受けた合衆国銀行と、1784年に設立されたものの1791年に州免許を得たニューヨーク銀行)株であった。そして18世紀初頭に活発に取り引されたのは、連邦債や銀行株、保険株であった(Werner 1991)。19世紀を通じて株式—とくに工業株は長くリスク—と考えられ一般的な投資対象ではなかった。社債市場の発達、南北戦争後、連邦債が減少するなか鉄道債の販売に一部の銀行が努力したことが、契機となった。1880年代頃から工業株の評価も上がり始めるが、優先株の確定利回り性が好まれるなど投資家は安全指向だったことが知られる(Kopcke 1989)。このように株式に先立って(また銀行も州を越えて営業できなかった時代に)、債券の市場が全国型に大きく発展したことは印象的である。株式が投資適格とみなされ始めるのはようやく1920年代に入ってから現象だった。

このようにして、アメリカでは、証券市場への依存度が高い金融システムが発達した。企業金融についてみると、長期の資金調達は社債が中心であり、銀行借入は短期の資金調達が主である(経済企画庁 1992)。借入のウエイトが低く、債券のウエイトが高い、株式のウエイトは80年代以降減少しており、企業の資金調達に占めるウエイトは高くない(野坂 1996)。

こうしたシステムのもとで信用力の高い企業ほど、とくに証券市場での外部資金調達を活発に行う傾向が見られる。銀行融資の低さには、銀行の資金力の大きさの限界、銀行を通じた場合の資金コストの高さ、融通性の低さ、短期融資中心の慣行などが影響していると考えられる。

かくして「アングロアメリカンの金融システムは、公社債市場の発達が基盤にあり、大企業を中心とする資金調達において商業銀行が果たした役割は小さかった」（貝塚 1992）また「日本とは逆に米国は大企業では内部資金比率が……低い一方、中小企業では……内部資金比率が高い。」（野坂 1996）。

そして市場を通じた資金調達の正当さを支えたのは、市場を通じた競争こそフェアだというイデオロギーではないか。吉田はつぎのように述べている。

「アメリカには……世界中から……多数の人種、民族の人々が集まってきた。……およそ文化的な共通基盤を持たない人が共同して生活する場合には、合理性が基本になる。……このような普遍的原理を社会システムに適用すると……私的領域への公的な干渉は排除されるべきこととなる。しかし一方では……自由を侵害する勢力を排除する権力が必要となる。……異なった文化、人種の人々が集まり、異なった価値観が併存するアメリカ社会で共通して持てる経済システムの原理は自由競争なのである。……全ての人にチャンスが開かれ、自由に参入できる市場……人々の行動が市場によって評価されることこそフェアであるということになる」（吉田 1993）。

1—3. アメリカ型の金融構造の形成(2)

ところで、20世紀後半に入って、金融機関への規制が証券市場の発達をもたらすという歴史が—証券化といわれる面で再度繰り返された。ただしそこには消費者向け—中低所得層向け貸付の拡大を促すという20世紀的な

金融政策上の課題があり、金融機関の消費者向け貸付は大きく拡大したのである。ポイントはこれが消費者金融で企業金融ではなかった点であり、金融機関をその限りでいささか消費者寄りにした点である。

「[19世紀のアメリカの銀行は] 消費者への信用供与はほとんど皆無であり、……住宅購入資金を個人に貸すようなこともなかった」「議会は1934年に貯蓄貸付組合に対して、連邦規制をかけ、預金保険の対象にこれらを加え、さらに流動性を付与するため新たな連邦機関、すなわち連邦住宅貸付銀行 FHLB を設立した……1934年、議会は連邦住宅局 FHA を設置、抵当貸付のデフォルトに際し、借り手に保険を提供する業務を始めさせたので、より小さな手元資金で住宅の購入ができるようになり、人々の借入れへのアクセスは著しく広がったのである。1938年に入り、政府は連邦抵当貸付協会 Fannie Mae を設立、これに FHA 保証の抵当貸付の流通市場を育てる役割を与えた。第2次大戦後、ファニーメイは退役軍人協会 VA による抵当保証についても取り扱うことになった」(ライタン 1997)

しかし第2次大戦後とくに1960年代後半には、政府の直接貸付について「民間金融との競合を回避し、財政負担を軽減する」ための、また「財政資金の固定化を回避し……政策の重点を直接貸付から保証へ移行させる努力」が強められた(井村 1995, 1996, 1997)。その流れの中で連邦抵当金庫、連邦住宅貸付銀行は民営化されるとともに、住宅モーゲージについて大胆な証券化が推進され、従来は公的保証の対象でなかったコンベンショナルモーゲージへの公的保証の付与・全国市場化が実現した(川波 1995)。

このような政府保証によって、民間住宅金融の条件は著しく改善され(融資率40~50%→90%以上、返済期間5年以下→30年など)、中低所得層の住宅取得能力も大きく改善されたのであった(ライタン 1997, 中北 1998)。

「1970年に議会は……連邦抵当住宅貸付会社 Freddie Mac を作り、これに通常の抵当貸付でのマーケットメイクをさせることを始めた」「1970年に連邦政府が不動産抵当権により担保されたジニーメイ Ginnie Mae 証券

の元利金保証をすることにより、セキュリタイゼーションの幕を開けたということは注目に値する」(ライタン 1997)

このあとの住宅モーゲージ証券化市場の発達は、S&L への規制の反作用としてもたらされた面がある。S&L への規制のため地方的な性格を持つ住宅モーゲージは、証券化によって全国的な市場に統合され、北東部諸州の豊富な資金を取り込むことが可能になった(中北 1998)。政府主導による証券化だが、その背後には S&L に対する営業地域規制がもたらしていたリスクがあった。その流れは政府による保証を除けば19世紀における債券市場の発展と良く似ている。

「証券化……住宅金融への需要と供給の地域的不均衡は平準化され、地域的な景気後退によるリスクが分散化されている。証券化は、連邦および連邦機関の保証機関の設立によって促進された。これらの機関の保証によって、モーゲージ証券は実質的に政府証券と同様の安全性を与えられた……貯蓄金融機関はバランスシートから固定金利ローンをとす必要があったことも、証券化が進展した大きな要因である。」(Lomex 1991)。

このような政府による信用補完に助けられた証券化により消費者向け貸付が拡大した現象は住宅ローンに限られない。いわゆる学生ローンもその一つである。

「第2次世界大戦以前、銀行は……大学や大学院教育資金へのローンを提供しなかった。抵当権付き住宅ローンの場合と同様に、ここでも連邦政府が重要な役割を果たした。……高等教育ローンについてのリスクは銀行から政府に転化され、……その結果……高等教育の恩恵を……広範な中流階級にまで広めることができるようになっていく」(ライタン 1997)。

このように証券化はアメリカの銀行が消費者向け貸付を拡大する動きを助けることになった。それは結果として債券市場の発達と同様に、アメリカの銀行と企業との関係を希薄化させるのにもある程度貢献した可能性が高い。そうした銀行のあり方はポピュリズムが求めたものでもあった。も

もちろんその後、証券化は企業金融にとっても大きな意味を持つ金融技術となりつつあるのだが。

2. 証券市場を通じた企業統治

2-1. 統治概念と統治システム

会社の規模の拡大とともに株式所有が分散化し、株主誰もが会社を支配するには十分な所有権を持たない状況になると、株主は経営への関心を失い、経営者による会社支配が生ずるとされる。いわゆる所有と経営の分離である。すでに述べた企業概念のもとで、所有者である株主の意向をいかに経営に貫徹させてゆくかという企業統治の問題がここに生ずる。

反面、所有と経営の分離によって、経営の専門性の発達が促され、有能な経営者層の形成も促される (CEA 1985)。所有と経営の分離には、企業の成果を向上させる経営者のインセンティブを高めるプラス面がある (伊藤秀史 1995, 広田・池尾 1996, 首藤 1999)。しかし経営者の目指す自己利益が株主の利益と一致するとは限らない。仮に同じだとしても、経営者は判断を間違えるかもしれないし、あるいはその判断は投資家の判断と一致しないかもしれない (CEA 1985)。所有と経営の分離がもたらすプラス面を損なわずに、いかに経営者の非効率的な行動 (モラルハザード的行動あるいはエージェンシーコストを高める行動) を抑制するかが問題になる。

統治の経路として、Stiglitz (1985) は株主総会、企業買収、資金調達 の3つを挙げた。Jensen (1989) は製品市場、内部統制システム、資本市場の3つを挙げ、また Jensen (1993) は資本市場、法・政治・規制システム、製品及び素材市場、内部統制システムの4つを挙げた。

より一般的に分類するとつぎのようになろう。

企業統治には、会社組織 (取締役会や株主総会など) を通じた内部統制と市場を通じた外部統制の二つの経路がある。その市場には、資本市場のほか、製品及び素材市場なども含まれる。

統治の今一つの分類方法に、統治の担い手がインサイダー（内部者）つまり社内にいるか、アウトサイダー（外部者）つまり社外にいるかで区別することができる。株主は企業の外にいるから外部者になる。OECD の報告書では、この区分は金融システムが、bank-based (credit-based) か market-based かに、対応しているとされている (OECD 1995a, 1995b, 1998)。

外部者統制の経路として表2のようなものが考えられる。これらの中で、アメリカは、株式市場の位置が大きいというのが通説である。そしてこれはアメリカ型の金融構造の特徴付けにも使われるものということになる。

表2 CEO に対する外部者統制 (outsider control)

外部者統制 outsider control	株式市場	支配権の売却・買収
	株主総会	投票権・議案提出権の行使
	非公式接触	手紙・会議
	株主諮問委員会	接触の制度化
	取締役会	直接・間接の圧力
	CEO	直接・間接の圧力

なお監視の指標として市場指標を活用することで、内部統治と市場型統治とは融合することになる。外部者の範囲を株主以外に拡大すると、資本市場、製品市場、生産要素市場や、労働組合や消費者・市民運動団体・マスコミなども視野に入る。

2—2. 通説の確認：外部者—株式市場—分散的保有

論者が一様に指摘するのは、アメリカについては株式市場における株価の変動と企業買収が、企業統治において中心的な位置にあるということである。言い換えれば外部者—株式市場型統治ということになる。これを幾つかの引用で確認しよう。

「米国では、企業の経営陣はテイクオーバー（乗っ取り）の挑戦にさらさ

れているのが一般的な状況であり、……テイクオーバーの潜在的脅威が、経営者の行動を株価の最大化に向かわせる一つの『最終的な拠り所』となっている」(小宮・今井 1989)。

「現代資本主義における法人企業の経営効率をどのように改善するか……アメリカやイギリスでは……経営者を株主の立場からどのようにコントロールするかが絶えず議論されてきた。1980年代にはアメリカやイギリスにおいて敵対的企業買収が数多く発生し、ファイナンスの専門家は、このような方法によって企業経営の効率はむしろ改善されたとみている」(貝塚 1992)。

「英・米では、証券市場を通ずる株主による経営者に対するチェックが働いているのに対し、……アメリカやイギリスにおいては、数多くの敵対的企業買収が行われる……敵対的企業買収は、現在の株価が収益率を過少評価しているとして買収先が高い株価で買収をはかるのであり、証券の流通市場の評価を通じて買収が行われる点で証券市場指向の金融構造と結びついている」(貝塚 1994)

「既存の経営者は、買収によって不利益を被るので、買収が起らないように、効率的経営に努める。……企業買収の可能性が、企業買収を効率化する1つの条件となってきたのである」(植田 1994)。

もう一つの通説のポイントは、こうした外部者—外部型の統治となる理由は株式保有が分散しているからだというものである。

所有が分散している状況で株主は、経営に影響力を持つことはできないから経営への不満を株を売却するといういわゆる退出 (exit) 型の意思表示を行う。こうした退出が広がれば株価の下落となり、企業買収の側には有利な機会を与えることになる。逆に所有が集中していれば株主は経営に直接介入する発言 (voice) 型の意思表示を行う可能性が高くなるはずだというのである。

かくして Porter (1992) も OECD (1995a) も内部者型か外部者型かの違い

の背後には株式保有構造が集中的 concentrated か分散的 dispersed かが関係しているとした。保有が分散しているもとでは株主は経営支配に足る持分を持たないので、経営陣と株主との闘争は外部化＝市場化せざるを得ないとしたのである。

2-3. 分散保有のコストとインセンティブ

分散保有がブロックホールディング（大口保有）よりも好まれるのは、投資リスクの軽減の問題があるからである。分散化は、投資対象間の連鎖倒産確率の低下や収益の変動の逆相関性を通じて債務不履行リスクや収益変動リスクなどの投資リスクの軽減する。また、売却時のマーケットインパクトコストを小さくすることで流動性リスクを低める。

Demsetz (1985) はそもそも価値を最大化させるようなサイズがあるはずだとする。大口保有していれば投資に伴うリスクは当然高くなる。分散保有を促す要因には、このほか法規制の問題があり、企業統治に関わるコストの問題も考えられる。

法規制（表3）は結局、ブロックホールディングのコストを高めて、分散保有を促すように作用していると考えられる。これには様々の流れがあるが、実はお互いに重なっている。それをあえて区別すると、一つは金融機関への権力の集中に不信感を懐くポピュリスティックな考えによるもの。銀行や保険会社への保有制限はこれにあたる。今一つは、小投資家を保護するための規定—インサイダー取引の禁止やそれに絡む大口投資家についての様々な開示規定はこれである。さらに年金の運用にからんで、受託者の忠実義務にかかわる投資分散についての規定。色々な流れがあるが、そのいずれもがブロックホールディングのコストをなんらかの意味で高めて分散保有を促す機能を持っている。

また以上とは別に企業統治のコストが高い場合は、統治を避けるために分散保有を選択する行動が促されよう。

変貌するコーポレート・ガバナンス

表3 アメリカにおける株式保有規制 (ロー 1994, Prowse 1994, 深尾・森田 1997)

銀行	グラスステイーガル法による自己勘定での所有禁止 銀行持ち株会社法による議決権株式5%の上限規制
生命保険	NY州保険法により総資産の20%以下, 1会社に対し総資産の2%以下
ミューチュアルファンド	投資会社法により分散型と称するためには1社の総発行株式の10%未満 免税措置を受ける場合も歳入法により同様
年金基金	ERISA により分散投資義務
一般	5%超の公開市場外での取得は証券取引委員会に届出義務 5%超の保有は発行会社に通知義務 インサイダーに, その会社の株式取引は SEC へ届出義務 インサイダー情報による取引は禁止 違法利益の3倍の民事制裁金 刑事罰は10年以下の懲役か100万\$以下の罰金

表4 3層のモニタリング (青木 1994, 1995)

名称	内容	担い手
事前的モニタリング	企業の投資計画の評価と選別	投資銀行 VC 商業銀行
中間的モニタリング	資金提供前後の企業行動のチェック	債券格付け機関
事後的モニタリング	財務困難な企業への匡正的行動	破産裁判所での手続き

ではアメリカ型の企業統治はコストが高いのか。アメリカ型の企業統治を, 青木 (1994, 1995) はモニタリングの3層構造としてとらえた (表4)。そして日本ではこれらの機能がメインバンクに「統合」されているのに, アメリカ (アングロサクソン) では別々の専門機関に分散するように発展したと指摘した。

モニタリングがこのように分散しているのがいいのか, 統合されている方がいいのかは問題になる点である。シェアード (1997) は, 豊富な情報環境が整備される積極面もあるとしながらも, 監視コストが重複し増大されるとしている。

この青木の図からは見えにくい問題としては, 企業側から株主へ説明責任 (accountability) を果たす際のコストの問題や, 株主が経営者と交渉する

際のコストの問題がある。実際には、このような交渉や文書作成やその準備などに割く時間・人員のコストは無視できない大きさであろう。

この点でロー (1994) は、経営者一株主の代理関係で生ずるコストとしてモニタリングコストのほか、経営者が株主に説明を果たすためのボンディングコスト、株主が経営者と交渉する際に生ずるレジデュアルロスを指摘し、これらのコストが互いに一つを減らすと他の二つが増える関係にあるとして、これらのコストに言及している。

実はこのようなコストを考えると分散保有のもとではなおさら、コストを嫌って保有比率を別にしても株主が企業統治にそれほど熱心でありえないこと、面倒なモニタリングよりは単純に退出型の行動 (意思表示) を選択する理由が判るのである。

ところでシェアード (1997) は、企業統治にはオープン型とインサイダー型の2つのシステムがあるとし、前者をアメリカ型、後者を日本型と言い換えている。両システムの違いは、統治 (監視) の担い手が多様な市場参加者となるか内部市場の限られた主体になるか (情報開示の程度の大小)、経営者のインセンティブの強弱などにあるとしている。オープンシステム、つまりアメリカ型には、情報開示や経営者のインセンティブなどで優れた点がある反面、監視介入コスト (企業防衛コストを含む) が大きい、企業内で負担されていた社会的コストが外部化されるといった問題があると指摘している。逆に株主自身が企業を監視しようとするインセンティブは、アメリカ型は低いことになる (cf. ロー 1994, 1997)。こうしたインセンティブに着目して以上述べた点を整理したのが表5である。

表5に見るように、分散型保有のアメリカは株主のインセンティブは低い。他方、経営者の立場は法律上は強く、経営者の規律が必要だがそこに大きな矛盾がある。CEO (最高経営責任者) は大企業ではごく小さな持ち分を持つ株主に過ぎないからである (Jensen 1990a)。しかし経営者市場の存在は経営者のインセンティブを高めていると考えられる。

表5 内部統治に実は期待している株式市場型

株式市場型

株式は分散所有
 株主のインセンティブ低い
 ・経営に無関心
 ・モニタリングコスト高い
 統制は外部型 しかし
 ・経営者報酬を市場に連動
 ・経営者は外部調達が多い
 →経営者のインセンティブ高い

内部統治型

株式は集中保有
 株主のインセンティブ高い
 ・企業をしっかり監視
 ・モニタリングコスト低い
 統制は内部型 ところが
 ・経営者持ち分比率低いことが多い
 ・経営者は内部昇進が多い
 →経営者のインセンティブ低い

インセンティブ：株主の立場で経営を監視するインセンティブ（動機付け）

2—4. 外部者—株式市場型の評価

アメリカでは、こうした株主の売却という行動が株価に影響を与える形で株式市場が企業統治のシステムとして機能しているとの評価が通説である。

株式市場を会社の支配権市場 (control market) と名付けたのは Manne である。Manne は、企業支配権収奪 (taking-over) の可能性が経営の効率をもたらすこと、株式市場のみが経営の効率の客観的基準になること、不満を持った株主の株式売却が株価の下落を通じて、経営権収奪を容易にし、かつその収奪から挙がる利益を魅力的にするとはっきり述べている (Manne 1965)。なお Manne は、コスト面と内部情報が得られる点からは、被合併企業経営者と過半数株主の合意のもとで多くは行われる株式交換方式での合併 merger (旧株主には新会社の株式が交換で渡される) を好ましいとしており、敵対的企業買収の礼賛者ではない。

企業買収がこうした理想的な意味で機能するかについては、Stiglitz (1985) の有名な反論がある。企業買収が成功するときには、それが失敗する可能性が高くなっていると指摘している。買収の実現は、①企業価値を過大評価したこと、②買収過程で買収価値が上がったこと、③株の売手が

今後の株価下落を確信していること、④経営者の仕掛けた企業価値を下げる仕掛け・長期契約の損害賠償条項などが発動されること、などを意味するからというのである。

この点で、Manne は支配権市場は信頼できる情報を得にくい場所ではあるが、その会社自身の費用分析や同一産業他社の株価分析から、一定の確信を持てる情報が得られると主張していた (Manne 1965)。

外部者—株式市場型の企業統治は何が批判されるべきであろうか。短期業績主義になり長期的観点から必要な投資が不足すること、分散化されたモニタリングシステムのもとでモニタリングコストが重複し高いこと、法外な利得を企業買収者や経営者が得る反面で労働者が大量に失業することがあること、企業経営の多元的な目標が株価という単一の目標に単純化され実現がむつかしくなること……このような点は外部者—株式市場型＝敵対的企業買収型の企業統治を採る場合のコストと考えることができる。

こうしたコストにも関わらず、外部者—株式市場型の統治が、アメリカの企業統治を象徴するものになったのは、株式市場以外（内部型）の統治が困難だったからである。その困難さは現在も残っており、現在の内部統治の議論の内容にも影響を与えている。

2—5. 外部者による内部統治の困難

法的・制度的制約から内部コントロール (internal control) が働くための条件が制約されているとの評価 (cf. 広田・池尾 1996) がある。それは、機関投資家が直接、役員会に人を出して統治に乗り出すことが、制度的にむつかしいことを意味している。

この困難を議論する前提として、CEO（最高経営責任者）—取締役会に経営権が集中されているというアメリカの法制の特徴に注意を払う必要がある。株主総会での決議事項の範囲が取締役の改選に事実上限定され、他方、経営権は取締役会に集中され、日常的な経営執行の判断・執行は、さ

らに CEO に委ねられている (酒巻 1999)。また株主に認められる権利がアメリカの場合、日本に比べて弱い (ex. 取締役候補の提案権が実質的にないこと、役員報酬の決定権が実質的にないことなど) (深尾・森田 1997)。このような権限関係から株主は力が弱く、CEO を取締役会が監督することになるが、そこに人を出せない、あるいは出さないということだったのである。

加えて機関投資家の投資姿勢が内部統治に適したものではなかった。

株主の主体をなす機関投資家は分散投資をこころがけており、持分シェアも低かった。したがって干渉するに十分な持分を保有していないことが多い。さらに短期的な投資姿勢も統治には問題があった。短期的な収益の最大化が目的となっており、経営への関心がそもそも低かった。

それは法律問題でもあった。深尾・森田 (1997) は言っている。アメリカでは投資家が内部監視を働かせるには、機関投資家は分散投資を法律や規則で強制されており (前掲表 3)、支配株主としては行動しにくい、また経営に干渉して経営内部の情報を取ることはインサイダー取引規制で罰せられる可能性が高い (近い将来に売買を予定する投資家への情報の提供はインサイダー取引規制に反することになる)。SEC のインサイダー取引規制では、10%以上の発行済株数を保有する場合、企業の戦略業績情報制限がある。また一般に、活発に株式を売買する投資家が経営に関与して情報を取ることは、インサイダー取引を行っているときみなされるリスクがある。投資家としてはインサイダー規制の疑いを避けることも大きな問題である。このように内部統制に進むには制約が多かった。

こうした諸理由から機関投資家は、経営に介入するよりは、売却 (市場からの退出) という意思表示を選ぶことになった。そしてこれが株価の低下から企業買収の可能性に結びつく形での企業統治のシステムを形成することになった。

今一つアメリカの特色となるのは、外部者統治の主体に銀行が登場しないことである。

これには二つの意味があり、株主として銀行が登場しないことがあり、今一つには債権者としても銀行が、企業に干渉してこないことがある。

まず銀行の株主としての面の弱さでは、そもそも銀行の株式保有が厳しく制限されている。銀行本体はグラスステイガル法で取得を原則として禁止され、銀行待ち株会社法では子会社を通じての取得に議決権のある株を5%までという取得制限を受けている（前掲表3）。しかし実際の銀行の保有比率はこれらよりはるかに低く、銀行自身も株式の取得に極めて消極的である（Prowse 1994, ロー 1994, 深尾・森田 1997）。

この銀行の消極性について、債権の確保の観点から、支配株主になることを避けるという銀行の行動から説明されるようになってきた。深尾が説明した。「貸出先の株式を保有していると、株主としての利益と債権者としての利益が相反しているとして、銀行が他の債権者に先駆けて行った貸出回収が否認される可能性があるほか、銀行が支配株主であるときには、当該銀行の貸出は実質的に株主としての出資と見なされ、その会社が倒産したときには他の債権者の貸出よりも劣後させられるおそれがあるからである」（深尾・森田 1997）。

加えて銀行は債権者としても企業経営への介入を控える傾向があるが、その背景にも破産法による企業支配者債権の劣後原則がある（吉森 1996）。この問題の指摘は Frankel (1991) にも見いだせるが、近年言及されることが極めて多い。以下にこの点を指摘した文章を列举してみる。

「日本で企業が破産の危機に瀕した場合には、……銀行は会社経営の面で直接的な役割を担う……米国では貸手はより慎重でなければいけない。もし貸手が株式所有者のような行動をとれば、破産法裁判所において株主と同様に扱われる。すなわち、その債権への支払いは最も後順位になってしまうからである」（ガーバー 1992）。「アメリカには、公平な劣後 equitable subordination というルールがあり、財務困難に陥った企業の経営に介入したものは、破産手続きにおいてその債権は他者に従属させられ

る。このルールのゆえに、アングロアメリカンシステムの商業銀行は、財務困難に陥った企業の救済やリストラクチャリングに積極的にかかわることを控えてきた」(青木 1995)。

なお公平な劣後とその適用の限界(この法理に懐疑的な裁判所の存在など)についてはラムセイヤーが詳しい(ラムセイヤー 1994)。

2-6. 業績連動報酬制度の限界

経営者と株主との利害を一致させるために経営者に業績(株価・利益など)に連動した報酬 performance pay を与える制度がアメリカでは定着し、とくに1980年代に拡大した。代表的なものにストックオプションがあるが、CEOの年収に占める比率は1984年の20%から1991年には30%にまで拡大している(Yermack 1995)。しかし他方では役員報酬の高額さへの社会的批判がある。こうした高額批判が給料部分でなくさらに業績報酬の部分を増やすという経営サイドの対応を誘っているとされる(Budman 1997)。

ところでオプション制度など業績株価に連動した報酬制度は1950年代のアメリカで急速に普及した。それが経営者と株主の利害を一致させるのに役立ったことも繰り返し紹介されてきた(cf. ミーンズ 1961; コルコ 1962)。この点は次のような評価がある。

「米国の多くの企業の場合には、……経営者は……経営者の(労働)市場において適切な人材が選ばれ……彼の評価はそれまでの企業経営の実績によって決まるのであるが、それには彼の経営していた企業の株価が強い影響を及ぼす。……経営者の報酬が企業利潤や株価に依存するように決められている場合も少なくないので、経営者には株価を高めようとする強いインセンティブが働く」(小宮・今井 1989)。

このような報酬制度の現況については園田(1995)が詳しい。園田が紹介する研究によれば、商品設計に柔軟性のある税制非適格型のストックオプションが最も普及している(大企業126社を対象とする1994年の調査で8割

台) が、適格型のストックオプション、譲渡制限付き株式 (restricted stock) の無償交付、業績に応じた株式あるいは金銭の交付 (performance share or unit) も 3 割から 5 割台の企業で見られる。

研究者の実証研究では、現実の役員の所有持ち分が高い企業は企業価値が高くなることを実証することで、このインセンティブを証明しようとするものがある (ex. Morck 1988)。また、現実の役員または CEO への報酬への報酬がどのように与えられているかを検討するものがある。このタイプの研究には、現実の報酬制度が、このインセンティブ論に合致していないことを実証することで、業績連動報酬制度へのさらなる移行を主張するもの (ex. Jensen 1990a, Jensen 1990b) と、業績連動報酬制度自体がインセンティブ論に従っているかどうかを検討するもの (ex. インセンティブ論に従っていない—たとえば、経営者の現在の持ち分に応じて与えられるオプションの大きさが変化していないとしたのは Yermack 1995) がある。そして現時点で広がっている認識は、現在の役員報酬はこのインセンティブ論では説明がつかないものだということである (cf. Cho 1998)。

そもそもインセンティブ論自体に色々な問題がある。インセンティブ論では経営者の報酬が高ければ経営者が頑張って企業の業績が良くなるとする。しかし企業業績はその企業の経営者に対する報酬制度以外の要因によって大きく左右される。また経営者のインセンティブが金銭的報酬によって決まっているかどうかにも疑問がある。報酬の大小は経営者のハードワークに関係がないのではないかという主張も少なくないのである (cf. Budman 1997)。制度の基礎にあるインセンティブ論に疑いがあれば、この制度自体が疑いの目で見られても仕方がないといえよう。経営者の立場から見てもこの報酬の比重が増えることは、企業業績が悪化したときの収入の大幅なダウンにつながる。また、報酬が期間を限って与えられるところから、経営者の意識が短期化する点に問題があるとの指摘もある (Shleifer 1988)。経営者の長期的な展望や投資判断や困難にするからである。

今井(1992)も、経営者報酬にストックオプションを導入することで良い意味での所有と経営の分離が失われたことに問題があるとつぎのように述べる。

「この過程で所有と経営は、経営者報酬へのストックオプションの導入を通じ再び統合された企業の経営者たちは事業組織の長期的な展望を重視するよりは、自己の企業のその時々の株価を上げ……るという「合理的」行動をとった……このような行動は、企業の組織的な問題解決能力を時間をかけて形成してゆくという経営者の努力を減殺せざるをえない……良い意味での所有と経営の分離が失われてきたことに真の問題がある」

以上述べたように、業績連動報酬制度は経営者の高額報酬に対する批判に対応して近年拡張されたが、理論的な裏付けは今一つである。これによって企業統治がよく行われるかどうかについての見方についても社会的な合意があるとは言いにくい。

3. 機関投資家と企業統治

3-1. 機関投資家の重要性とその投資姿勢

企業統治の担い手として機関投資家について、さらに議論を深めることにする。

アメリカの場合、個人の株式保有比率がもともと高いが、近年その割合は低下してきており、90年では56.4%となっている。一方、年金基金、ミューチュアル・ファンド、生命保険といった機関投資家の割合が上昇してきており、90年では36.6%となっている。このような傾向は大企業には更に顕著であり、超優良企業の中には、機関投資家の所有割合が60%から70%を越える企業もいくつかある。アメリカ企業56社の平均では70%程度の企業で筆頭株主が機関投資家になっている(経済企画庁1992)。

そもそも機関投資家が株を保有している企業に対して、取締役を自ら出して企業経営に乗り出すことは矛盾している。機関投資家は保有ポートフ

オリオの一つとしてこの株に投資したわけで、比較的短期間で売却して収益を挙げることを予定するのが通常だからである。また、投資リスクを減らし、売却時の値下がりリスクを減らすため、各企業での保有比率を高めない分散戦略を取っているからである。また再三述べたように機関投資家の場合、分散投資を法規制によって求められる面もある。

Porter (1992) によれば、上場会社の発行株数についてみると、機関投資家の保有比率は1950年に8%だったものが1990年には60%に達している。また機関投資家の株式保有の特徴は分散的で短期的である。カリフォルニア州公務員退職年金基金 CalPERS の場合、1990年に2000社以上の会社株を保有していたが、その各会社の発行株数に占める比率は最大で0.71%であった。またミューチュアルファンドと年金ファンドの、平均保有期間は1.9年と短期保有であった。

前項でも述べたが、インサイダー取引規制は役員会に席を得ながら、活発にその企業の株を売買することを厳しく規制している (OECD 1995a)。その背後には、大きな金融機関の支配力が高まることへの不信といったポピュリスト的考えが存在していると思われる。

したがって、これまでは機関投資家は経営への参加は考えず経営の監視にすら消極的であり、経営に対する不信がある場合は単に株式を売却するという方法をとることが多かった。そうした退出 (exit) 型のモニタリングが有効に機能したのは、それが株価低下を通じて敵対的企業買収の誘い水になったからだと田村は言っている。

「経営者が株主の意向に即して効率的な経営を行わないと、退出型の株主の行動に反映して直ちに株価が下がり、それが敵対的乗っ取りを誘って、経営者に職を失う危険を強く感じさせるからである」(田村 1999)

そして乗っ取りの脅威はあるにしても、経営者が積極的には経営者を牽制しないこうした機関投資家を軽視するとしても不思議ではない。

なおロー (1994) は機関投資家のなかでも流動性をそれほど必要としな

い点でブロック保有に進む可能性がある保険会社について、その可能性がなぜ現実化していないかを丹念に検討している。彼が挙げた理由は、管理している年金基金については法的・構造的制約があるほか、そのほかの資金についても残存する法的上限規制、文化的遅滞、必要な技能の未開発、大口融資を通じて企業に影響を与えることが代替になっていること、利益が不確実な反面、規制の強化を招く恐れがあること、他の大株主がいない現状では経営への干渉が有効に機能しないことなどである。

3-2. インデックス運用の増加をめぐって

ところが機関投資家の資金運用のなかでインデックス運用の部分が増加し、そのことが従来、短期保有とされてきた機関投資家の株式投資の姿勢を大きく変化させることになったとされている。Lakonishok (1992) によれば、年金基金上位200基金の運用資産に占めるインデックス運用の比率は1980年代に急増した（1980年2.5%、1984年5.0%、1985年10.5%、1987年15.5%）。この点について議論しておきたい。

そもそもインデックス運用とは市場ポートフォリオに似せた運用（つまり市場インデックスに近い価格変化を行うようなポートフォリオの組成）を意味している。

インデックス運用が増加した理由について斉藤 (1997) の指摘は興味深い。マーケットインパクトコストを考慮するとアクティブ運用のファンドには上限があるとするのだ。

他方、首藤 (1999) は、アクティブ運用が有利との積極的証拠がない割りに、その手数料や情報コストが高いことと、ERISA（従業員退職所得保障法）が受託者に分散投資義務と注意義務（いわゆるプルーデントマンルール）を課していることを理由に挙げている。

インデックス運用は、理論的にも支持できる。そもそも効率的市場仮説では市場は常に公開情報を織り込んでいるから、投資家は公開情報で他の

投資家を出し抜くことは出来ない。したがって投資家は市場ポートフォリオの成果を越えることは出来ないのだから、インデックス運用をすればよいことにもなる（ミルグロム 1992 ほか）。今日の投資理論に強い影響を与えている効率的市場仮説に従うなら、インデックス運用には合理性がある。

ところでかつて青木はインデックス運用のもとでは投資家は個々の会社をモニターする意思を持たないと論じた。

「機関投資家の保有率が増加した……これらのファンドは、リスクを軽減し、平均収益を高めるべく、株価指数（インデックス）に大部分の資産を投資しているため、個々の会社のマネジメントをモニターするインセンティブを持たない。ある産業における会社 A の経営の失敗は、会社 B の経営の成功によって相殺されうるからである」（青木 1995）。

しかしインデックス運用が増加すると、インデックスへの連動が強い株式を保有し続けることになる。加えて資産規模が拡大すると市場への売りの規模も増え、相場が下がり予定した値段で売れないなどマーケットインパクトコストも増えてゆく。

首藤（1999）は、マーケットインパクトコストとインデックス運用の増加（インデックスへの連動が強い株式は保有し続けることになる）とから、機関投資家が退出よりは発言に比重を移していく理由を説明している。このような理由から、インデックス運用の増加が機関投資家の投資対象企業への姿勢を青木の主張とは逆の方向に変化させる可能性は否定できない。

吉川（1994）は機関投資家の投資に選択余地がない例示に米国内自動車株投資がよく使われるとして、3大自動車を投資対象から排除することがむづかしいことを紹介する。この例示から、インデックス運用もさることながら、問題は産業集中度にもあることが判る。つまり有力な産業の集中度あるいは寡占度が高いからこそ、保有銘柄に選択余地がない状況が生じていることにも注意するべきであろう。

3—3. 機関投資家の行動変化

3—3—1. 行動変化の背景

インデックス運用の増加による投資銘柄の固定や、各銘柄保有金額の増加によってマーケットインパクトコストが増え売却が困難になったことなどが、機関投資家の企業統治に関する態度を変化させるようになったとされている。いわく

「近年、機関投資家の株式保有金額がかなり大きくなっているため、株式を売り抜くのが難しくなっている。この結果、特に、年金基金等は株式保有に伴う議決権を利用して経営に関する提案を行い、彼らの関心を表明するという積極的な行動をとるようになってきた」（経済企画庁 1992）。

このような機関投資家の行動の歴史を辿ると、1960年代から1970年代にかけて企業の反社会的行動を抑制しようとした社会運動にその根の一つを求めることができる。

1960年代から行われていたラルフ・ネーダーによる GM 社の安全性への告発（キャンペーン GM）が具体的な株主提案の形を取ったのは1970年のことだったし、マイノリティの人権問題に取り組むレオン・サリバン師が、南ア進出企業に雇用上の差別禁止（通称、サリバン原則）を求めたのは1974年のことだった（國部 1998）。1970年代末にも企業の内外での政治献金が政治問題化したことがあった（藤田 1999）。

加えて出見世（1999）によれば、1974年の ERISA の制定は、年金基金を管理・運用するものの受託者責任を明確にし、年金基金の受託者は、説明責任（accountability）を果たすためにも、企業経営への関心を高めることになった。

しかし機関投資家の企業統治行動は1980年代末頃からとくに活発化している。この活発化は1974年の ERISA の制定から直接には説明できない。

この時期の活発化には二つの要因があると思われる。

第一の背景は1980年代の企業買収の活発化である。当然、機関投資家は

企業買収へ対応する形で防衛的であるにせよ企業監視活動を活発化せざるをえなかったのである。つまり1980年代に激しくなった敵対的企業買収のなかで機関投資家がキャスティングボードを握る機会が増え、機関投資家は自らの力に目覚めるようになった(吉川 1994)。またこの1980年代に機関投資家団体が相次いで設立されたことも、企業監視活動が活発化する契機になったであろう(齊藤 1997)。

第二の背景は企業買収のなかで、議決権行使を投資責任者(銀行、保険、投資顧問)にゆだねていると、議決権行使が受益者の利益のために行使されず、投資責任者自身または投資責任者の顧客の利益のために行われるリスクが高まったことである。これに対応して受託者責任を明確にしたのが1988年2月のいわゆる「エイボンレター」、shareholder activism を奨励したのが1990年1月のレターだとされる(相原 1994)。エイボンレターの意義は上田・久米(1993)も強調している。米労働省が1988年に「投票権等の株主権の行使を受託者責任」と明確にしたことで、機関投資家は総会議案の検討を業務に織り込むことになったと。ロー(1994)も投票コストがネックになっていたが、1988年と1990年の労働省の二つの書簡があってようやく、年金マネージャーは行動に移ったとしている。

1980年代後半から90年代前半の機関投資家の投票行動の主たる内容は、M&A に対する経営者の防衛行動(ポインズビルやゴールデンパラシュートなどに反対するものであった(三和 1997 ほか)。この反対理由を寺本(1997)は、経営者の防衛行動には企業買収に伴う株価プレミアムを株主から奪う性格があったからと解釈している。1990年代に入ると機関投資家の投票行動は、経営者の高い報酬への批判や株主諮問委員会の設置など内部統治システムの改革に重点を移しつつある(齊藤 1997 ほか)。

3—3—2. 公的年金と私的年金の違い

年金基金のなかでは公的年金基金の活動が目立つ。それも資産1億ドル

表6 機関投資家 CalPERS の企業監視の手順 (上田・久米 1993)

-
- ① 総合利回りによる下位50社のスクリーニング (選別)
 - ② 50社への質問状の送付 ・低迷についての説明と対応策の各回答の請求
・回答に不満な場合は次期取締役再選に反対と付言
 - ③ 50社のなかから持ち分比率などを考慮して活動ターゲットの12社を選定
 - ④ 12社の取締役会長に直接連絡して社外取締役との会合の設定を要求
 - ⑤ 会合での説明に不満な場合は総会で経営側議案に反対投票・株主提案権行使
なお菊地 (1998) による最近の CalPERS の手順は以下のとおり
 - ① まず保有1600銘柄から保有額が大きく大会社の1200銘柄を抽出。
 - ② つぎにこの1200銘柄を以下のスクリーニングにかけて
EVA
過去3年間の株価実績
コーポレートガバナンスの計量化データ
 - ③ 25銘柄に絞り、討議を経て10銘柄を選ぶとする。
-

以上の公的基金が約200あるなかで活発なのは上位10基金ともされる (上田・久米 1993)。そして企業年金はそれほど目立たない (ミルシュタイン 1994 ほか)。

公的年金である CalPERS の場合は表6のような手順を踏むことが紹介されている。これによると、すべての問題企業に行動を起こすのではなく、機能的かつ戦略的に対象企業が選別され行動していることがよく理解できる。また注意されるのは利回りとか EVA とか市場の指標が活用されていることである。つまりこうした介入主義は、市場による統治の側面も持っているということである。しかし市場とは異なった対応を取れることや、市場が問題にしていないことも取り上げる点ではより柔軟性に富み、多元的でもありうる。

Pozen (1994) によれば、1992年に Fidelity Investments は3000社について委任状投票を行ったが積極的に係わったのは12社に満たない。積極的介入で知られる CalPERS でさえ積極的に介入したのは毎年30社に満たない

という。

公的年金が企業監視に熱心な一方、企業年金はこうした活発な行動を取っていない。

ERISA 上の信任義務では、私的年金と公的年金とは区別する必要がないとされる（相原 1994）のに、企業年金が積極的に活動しない点は興味深い。

吉川 (1994) は本体のビジネスへの配慮があると推測した。荒巻 (1994) も企業年金のスポンサーである企業が他の企業経営に関わることを避ける傾向があるとした。深尾 (1999) は、一度口出しをすると相互に干渉することを誘発する恐れがあり、それを避けているのだとした。すなわち、こちらの基金が相手の企業経営に口出しすると、相手企業の企業年金からも経営に口出しされる可能性があるので、企業年金は投資先企業の経営にめったに口出ししないと。またミューチュアルファンドの場合は企業年金の運用受託を期待するために、投資先企業の経営への注文を遠慮してしまうとした。

Pozen (1994) はこれに対し、コスト負担が経営介入のネックになっていると指摘する。①株式ファンドでみると平均で年0.7%程度の顧問料と0.1~0.2%程度の成功報酬という手数料収入は、積極的な経営介入のコストをもともと仮定していない（VC ファンドの顧問料が1~2%の基本手数料プラス利益の10~20%と高いのは、そうした介入のコスト負担を前提にしている）、②さらに投資対象としている会社から委任状規則違反 *breach of a proxy rule* や協調活動 *acting in concert* を訴えられる可能性があり、それに伴う費用や時間の損失を考えると、成果が不確実な積極的経営介入は正当化できないとする。

3—3—3. block or concentrated holding の可能性

瀬川 (1999) は、機関投資家の中にはウォールストリートルールから離

れ中長期の投資 (relationship investment) に転換するケースが見られるが、その背景として、しばしば誤る機関投資家の短期的投資行動への批判が無視できないと説明する。

relationship investing という用語を流行らせた Dobrzynski (1993) は、機関投資家の各株式保有金額の増加が売り抜くことを困難にさせ activism への転換を不可避にしたとしつつ、企業側の行動との反作用の面にも注目している。企業側が1980年代に企業買収に対抗するために取った措置 (greenmail, golden parachute, poison pill など) に抗議しようと機関投資家が行動に移った面があることと、企業経営者が政治力を使って各州で反企業買収法を成立させ企業買収が困難化したことが一部の機関投資家に CEO との対話による介入という行動を選ばせるようになったとしている。また分散投資規制を受けないファンドについては、index 運用とは異なる投資、たとえばブロック投資など一部の銘柄への集中した投資が積極的に行われる可能性もあるとする。

relationship investing という用語が象徴的なのは銀行が貸付を通じて企業と長期的関係にあることを、かつて relationship banking と呼んだことに対応して長期継続的な投資家と企業との関係を指している点である。つまりアメリカでは強いものではなかったとはいえ、その relationship banking が後退するなかで、relationship investing への移行が議論されたことが大変象徴的なのである。また企業統治のあり方が不信と敵対を基調としたものから信頼と対話 dialogue を基調としたものに変化することを示唆する点 (Pound 1992) でも、この用語法は象徴的である。

Pozen (1994) はこの問題をめぐって、機関投資家には縮小主義 contractionists と拡張主義 expansionists の二つの考え方が併存しているとする (表7)。

縮小主義では、会社経営に不満があれば、積極的な介入はコストに見合う利益を保証しないのだから、その株を売却せよという。しかし index

表7 縮小主義と拡張主義 (Pozen 1994)

名 称	投資態度	経営者への意思表示法
縮小主義 contractionists	短期分散保有	退出 exit 売却
拡張主義 expansionists	長期ブロック保有	発言 voice 介入

運用の増加はこうした単純な売却を困難にしているのである。

拡張主義は、会社の25%以上の株を保有して会社の経営に深く介入することを勧める。こちらは block holding と言える。しかしこれは機関投資家の顧客の立場から求められる分散投資や流動性の確保からは全く矛盾するし、法規制の緩和が必要になる。Porter (1992) のアメリカ企業の株式保有構造を日本—ドイツ型にするべきだとの主張や、relationship investment の議論はこの拡張主義に該当するのであろう。シェアード (1997) も近年ブロックホルダーが経営に関与する傾向が強まっている傾向があるとする。

しかしブロックで保有することは投資におけるリスクを高めることであり (Demsetz 1985)、分散投資に関する理念と法規制に違反し、かつインサイダー取引禁止規定に違反するリスクがあり、さらに大口保有に対する開示規制によって取引コストが跳ね上がることを考慮すると、多くの機関投資家が block holding をする—拡張主義を採る可能性は低いと言える。しかし block holding には至らずとも機関投資家が、短期的保有から長期的保有に姿勢を転換し、企業への監視・介入を続け始めた流れは変わらないのではないか。

むすび——内部統治システムの改善——

1990年代に入ってアメリカでは、内部統治のあり方を改善すべく議論が盛んに行われている。1980年代の企業買収の嵐を経て、企業買収を通じた企業統治のマイナス面の認識が社会的に浸透したこと、機関投資家に長期的な投資姿勢 relationship investment も見られるようになったこと、などの変化を受けて、いわゆる内部統治システムの改善が大きな課題になって

きたからだと考えられる。

分散型株式保有のもとでの企業統治は、一見、外部者—株式市場統治型だが、アメリカでは CEO—取締役会の権限が強いので内部統治に多くを期待せざるを得ない。本稿の冒頭で述べたように、これは1980年代の企業買収の嵐の反動の面はあるが、不可逆的な展開でもあり、統治の主たる方法の転換の側面があることに大きな注意を払う必要がある。

内部統治のシステムが議論される時、まずは社外取締役制度が注目されている。もともと1960年代に導入が始まったこの制度は、当初の象徴的な存在から1980年代に入って取締役の過半数あるいは極端には CEO 以外全員が社外取締役という状況へと劇的な変質を遂げたのである。

深尾 (1999) は社外取締役の約 3 分の 2 は他社の CEO で、残りは弁護士、学者、政府高官などで第 3 者の目で経営を監視してもらうのが狙いだとしている。機関投資家が役員を派遣しない理由としては、すでに議論したインサイダー取引規制の問題のほか、営利事業に関与することで非課税の年金基金の場合、収益に対する課税問題が発生する可能性を挙げている。なぜ社外取締役でなければならないかについては、社内取締役は CEO との関係で日常的には部下であって CEO を牽制しにくい、取締役会の構成において最も重視すべきことは CEO からの独立性だという考え方がある (Dalton 1999)。

取締役であるから、正式には株主総会で選任されるのは社内取締役と同じである。しかし指名—承認は取締役会で行う企業が多い (この手続きの詳細は Rosenstein 1990 が詳しく述べている)。

「米国の場合、社外取締役が中心となる取締役会 Board で経営方針を決定し、この経営方針に基づき社内出身者を中心に組織される経営陣 Management が企業経営にあたる形が一般的で……とされ、社外取締役の最高経営責任者 CEO に対するチェック機能もよく働いている」(榊原1995) という指摘がある。

なお「アメリカの取締役会の基本機能は経営活動ではなく、……CEOの選任と解任、および経営の監視にある」（吉森 1996）との意見もある。確かに社外取締役が増員されてきたことはこの吉森説を裏付ける。しかし内部統治システムの改善論議は、取締役会の機能の拡大＝経営方針の日常的・早期的チェックへの転換につながるものだ。

Dalton (1999) は、取締役会の機能として監視 (monitoring/control) のほか、顧問としての機能 (expertise/counsel) と状況変化に対応する機能 (resource-dependence) を挙げている。ただ取締役会の機能をこのように広げて考えた場合に、多忙な他社の CEO が社外取締役を勤めている状況には否定的側面もある。反面、そこから今までの議論とは異なった社外取締役の積極的意味付けも出てくる。井上 (1998) は取締役会で行われる経営方針（戦略）の決定において、現役の他社 CEO のもつ情報や判断力が有用と考えられるからこそ他社 CEO が社外取締役に任命されるのだとするが、さらに進んで企業間のネットワークを構築する方法として他社 CEO が任命されている可能性は否定できないのだ。

1960年代半ばから大企業で社外取締役を置く動きが始まった（八城 1992）。その後の社外取締役制度の定着の背景には、1970年のペンセントラル（当時の米国最大の鉄道会社）破産時に判明した同社の不正かつ巨額の配当支払い、ウォーターゲート事件後の1973年の SEC 調査で判明した多数の大企業による違法な政治献金拠出が、経営内部の問題として取締役会が十分機能していないことを印象付けたことが大きい（深尾・森田 1997）。

大企業では内部留保の増大によって、「投資を行う経営者たちは次第に市場の圧力を受けなくなっていった」「企業は自分の城の中に閉じこもり、市場の圧力が及ばなくなってしまった」（今井 1992）。社外取締役制度の導入は、自律性を高めている CEO の経営を外部の目にさらす意味がある。

しかし社外取締役の導入を企業側が進める背後には企業側の事情もある（武井 1998）。①取締役が独立した立場で会社の利益最大化の観点だけから

経営の判断を行っていたことは、株主代表訴訟の法的な備えになる。②独立した社外取締役を含む役員会で株式発行や企業買収を審議することは、証券取引法上の詐欺防止規定違反で少数株主から訴えられた場合の法的な備えになる。③ネットワークやノウハウを有する人材を経営資源化できる。④株主利益を重視しているシグナルを株主に送れる。

これらの理由のなかでとくに注目されるのは①である。社外取締役が当該経営判断に利害関係をもたないことが、純粋に会社にとってのメリットという観点から経営判断を下したとの推定を可能にするのである（パークイスト 1994, 仮屋 1998）。それゆえに、このような社外取締役が過半数を占める取締役会が訴訟リスクに備えるために必要になるのである。

アメリカでは社外取締役が株主の利益に役立っているかどうかについて多くの実証研究が重ねられ、概ね肯定的な結果が得られている。このような実証研究の傾向も社外取締役制度の充実という方向での内部統治の改善を下支えしていると言えよう。

アメリカの研究の例を挙げると、社外取締役が CEO の監視機能を高めるのに役立っていることを証明しようとするものがある。たとえば Weisbach (1988) は、社外取締役の役員構成比率が高い企業では、この比率が低い企業に比べて、業績や株式収益の悪化後の CEO の交替率が顕著に高いことを見いだした。また社外取締役が役員会の多数を占めることに市場が好意的に反応することから、社外取締役が株主の利益に奉仕していることを証明しようとする研究がある。Rosenstein (1990) は、社外取締役の任命が公表されたときの株価の動きを検討して、かなり顕著な価格上昇効果を確認した。あるいは Brickley (1994) は、役員会が行う poison pills の決定について、役員会が社外取締役が多数のとき株価は押し上げられ、逆に社外取締役が少数のときには株価が押し下げられることを見いだした。証明の推論に議論の余地はあると思われるが、ポイントになるのは肯定的実証研究が多いという点である。

内部統治の今一つの焦点は、取締役会の下に設けられる委員会である。

取締役会そのものは開催が頻繁でなく時間も十分でない（1987年の Fortune の調査：年5〜7回、役員数平均13人、1997年の NACD の調査：2ヶ月に1回程度、役員数は7〜9人のところが多い）。そこで個別の問題については取締役会の下に数名の取締役で構成される専門委員会が設けられそこで審議し、CEO と取締役会に報告、助言するシステムが取られている（吉森 1996、井上 1998）。

このように取締役会とその各委員会が、経営戦略を検討するとともに CEO の決定をチェックする内部監視の役割を担っている。

その委員会には経営 executive 委員会、監査 audit 委員会、取締役報酬を提案する報酬 compensation 委員会、取締役人事を提案する指名 nominating 委員会の4つが通常設置され、大会社では財務委員会も見られる。経営委員会は社内取締役中心に構成され、逆に業務執行を監督とする監査委員会や報酬委員会は社外取締役のみで構成される。経営委員会は社外取締役の増加のもとで取締役会の決議が間に合わないときに開催されることが多い（荒巻 1994、寺本 1997、武井 1998、細井 1999）。

監査委員会については、NYSE による推奨や義務付けの影響が大きい。吉川は NYSE (NY 証券取引所) が1956年以降、全ての新規上場国内会社に取締役会に最低2名の社外取締役を含むことを要求していたため、社外取締役制度が普及したとする（吉川 1994）。NYSE はその後1973年に上場会社に3名以上の社外取締役の参加を推奨したのち、1978年には社外取締役のみからなる監査委員会設置を義務付けたとされる（出見世 1999）。

かくしてつぎのような評価がある。

「アメリカの場合、取締役会の下に……社外取締役のみからなる監査委員会が設けられている。特に、70年代末以降、このような監査委員会の設置が株式上場継続の条件として義務付けられ、その経営への監視が活発化している」（経済企画庁 1992）。

つまり取締役会のもとに社外取締役のみで構成される監査委員会が置かれて CEO を監視している。こうしたあり方も 1970 年代の末に確立し、1980年代に一般化したといえる。

だとすると現在の問題、現時点での更なる改革の方向はどこにあるのか。

1992年にアメリカ法律協会 (ALA) が作成した『コーポレート・ガバナンスの原理』は大公開会社 (株主数2000人以上かつ総資産1億ドル以上) に社外取締役3人以上から構成される監査委員会の設置を提案した。また取締役会や報酬委員会については過半を社外取締役とすることを提案した (深尾・森田 1997)。このほか取締役会の過半数を社外取締役で構成するべきだとか、取締役会会長と CEO の役職を分離し、取締役会会長または筆頭取締役は社外取締役から選出するべきだといった議論が行われている (吉川 1994)。また機関投資家との協議の場の制度化といえる株主諮問委員会設置の問題も無視できない (Pound 1992, 相原 1994, 熊倉 1996)。

1993年10月に発表された TIAA-CREF (教職員退職年金基金株式ファンド) のガイドラインにも、また、1994年3月に発表された GM のガイドラインにも、独立取締役の過半数条項がある。取締役会会長と CEO の分離については、TIAA-CREF は支持しているが GM はポリシーの決定を留保している (桐谷 1994; ミルシュタイン 1994)。

以上のような内部統治システム改善の議論について、日本の研究者が否定的なのは日米間の驚くべき食い違いである。日米間ではこの面で大きな認識ギャップが存在していると言わざるを得ない。どうもその背景には、アメリカの企業統治を外部者一株式会社市場型で割り切ろうとする日本の研究者の側の思考法が存在するように思える。1990年代に入ってから日本サイドの代表的な研究書である青木 (1994, 1995), シェアード (1994, 1997), 深尾・森田 (1994, 1997) はいずれもこうしたアメリカ認識から抜けきっていない。外部者一株式会社市場型で割り切ろうとするから、内部統治の改善は付随的な位置にとどまるのである。そのことが他の論者の著述にも大きな

影響を与えたと考えられるのである。

内部統治改善についての否定的記述の例を引用する。

吉森 (1993) は、アメリカでは、指名委員会があったとしても社外取締役候補の決定に CEO が最も影響力があることが多いこと、CEO が多数の他社の社外取締役を兼任することが多いこと (社外取締役は会社を監査する時間的余裕がなく、CEO 同士の馴れ合いでの兼任と思えること)、また社外取締役がその会社の CEO と同水準の情報を持ちえないことなどを指摘して、社外取締役制度の形骸化を指摘している。

榊原 (1995) も社外取締役のチェック機能がよく働いていると指摘した直後につきのように述べる。「社外取締役は CEO が実質的に選ぶ場合が多く、社外取締役が形骸化し、そのチェック機能が低下している結果、CEO の方が強い場合が多い」。同様の社外取締役の実態指摘は吉森 (1996) や深尾・森田 (1997) にも見られる。最近も出見世 (1999) は、社外取締役が居ても破綻した企業は多いとして、社外取締役の倫理観や社外取締役の行動を支持する世論があって初めて社外取締役は機能すると述べて、社外取締役が居れば経営への監視がうまく行くものではないとしている。

内部統治システム改善に向けてのアメリカでの熱心な議論は、外部者—株式市場型統治という通説を維持しようとする、論理構成上都合が悪いことかもしれない。しかし取締役会を通じた内部統治に大きな役割が求められている事実—つまりこの議論がメインであることが今後も続くということ—を率直に認めること—さらに言えばその肯定面を認めることが、日米の議論の格差を縮める第一歩になるのではないか。

なお最後に1997年の NACD の調査によると、取締役の選考・指名において CEO の役割は依然大きい。CEO が一人で行うことは1995年に比べ顕著に減少している (27%→14%)。独立委員会で行うところが41%、取締役会そのもので行うところが38%と多い。CEO と取締役会会長の分離は40%の企業に達している (井上 1998)。取締役制度の実態と機能が社会的

な批判に対応して急速に変化し進化を続けていることも、今後の研究においては注意すべきではないか。

参考文献 (References)

関連文献が非常に多いので、実際に披見したものでかつ本稿の内容に直接影響があった文献に限定して掲げた。また洋書で原書を今回参照していない場合は和書に掲げた。

和書 (Japanese material)

官庁レポート (Reports of Japanese government offices)

経済企画庁 (1990) 「技術開発と日本経済の対応力」 経済企画庁 『平成2年度
年次経済報告』

経済企画庁 (1992) 「日本の市場経済の構造と課題」 経済企画庁 『平成4年度
年次経済報告』

経済企画庁 (1996) 「転換期にある日本的経済システム」 経済企画庁 『平成8
年度年次経済報告』

経済企画庁 (1997) 「日本経済の長期発展への構造改革」 経済企画庁 『平成9
年度年次経済報告』

経済企画庁 (1998) 「成長力回復のための構造改革」 経済企画庁 『平成10年度
年次経済報告』

個人名論文・著書 (Signed papers and books in Japanese)

相原隆 (1994) 「米国年金基金の日本における議決権行使について」 『国際商事
法務』 22-8, 1994.

青木昌彦 (1994) 「メインバンク・システムのモニタリング機能としての特徴」 青木昌彦・H. パトリック 『日本のメインバンク・システム』 東洋経済
新報社, 1996/5 (原著 1994).

——— (1995) 『経済システムの進化と多元性』 東洋経済新報社, 1995/4.

——— (1996) 聴き手：樋口美雄 「経済システムの多様性と比較制度分析」
『経済セミナー』 1996/10.

アメリカ法曹協会 (1996) 池永朝昭・谷健太郎訳 「アメリカ会社取締役ガイド
ブック (上) (中) (下)」 『国際商事法務』 24-4~6, 1996.

荒巻健二 (1994) 「コーポレート・ガバナンス (企業統治の在り方) —米国の
経験と我が国企業のガバナンスの実態, 今後の課題 (上) (下)」 『ファイ

変貌するコーポレート・ガバナンス

- ナンス』1994/7；1994/8.
- ミッシェル・アルベール (1991) 小池はるひ訳『資本主義対資本主義』竹内書店新社, 1992. 原著は Michel Albert, *Capitalisme contre capitalisme*, 1991.
- ミッシェル・アルベール (1993) 「市場経済システムの今後の課題 (座談会)」『ファイナンス』1993/6.
- 池尾和人 (1994) 「財務面からみた日本の企業」貝塚啓明・植田和男編『変革期の金融システム』東京大学出版会, 1994/11.
- 伊丹敬之 (1994) 「日本型経営システムの変化と日本のコーポレート・ガバナンス」『資本市場』105, 1994/5.
- 伊藤修 (1995) 『日本型金融の歴史構造』東京大学出版会, 1995/8.
- (1996a) 「日本型金融システムの歴史・現状・将来」『金融』1996/1.
- (1996b) 「メインバンク制および日本型金融システムの発展と変容」『成城大学経済研究所年報』9, 1996/4.
- 伊東政吉 (1992) 「米国金融制度改革の問題点」『三田学会雑誌』42-4, 1992/1.
- 伊藤秀史 (1995) 「エージェンシー・コスト・アプローチについての一考察」『商事法務』1401, 1995/9/25.
- 糸瀬茂 (1998) 『アングロサクソンになれる人が成功する』PHP 研究所, 1998/9.
- 井上輝一 (1998) 「1997年米国 NACD のコーポレート・ガバナンス実態調査について」『監査役』406, 1998.
- 今井賢一 (1992) 『資本主義のシステム間競争』筑摩書房, 1992.
- (1997) 「日本の企業システム研究はどのように展開しているか」『経済セミナー』1997/11.
- 今井賢一・小宮隆太郎 (1989) 「日本企業の特徴」今井賢一・小宮隆太郎編『日本の企業』東京大学出版会, 1989/10.
- 井村進哉 (1988) 「アメリカの住宅金融市場と金融機構の再編」『証券研究』81, 1988/1.
- (1995) 「アメリカ連邦政府の公信用一連邦信用計画」龍昇吉編著『現代の財政金融』日本経済評論社, 1995/3.
- (1996) 「アメリカの貯蓄金融機関」相沢幸悦・平川元雄編著『世界の貯蓄金融機関』日本評論社, 1996/2.
- (1997) 「日米の住宅金融と変化する政府の役割」渋谷博史他編著『日米の福祉国家システム』日本経済評論社, 1997/9.
- 岩井克人 (1994) 「企業経済論と会社統治機構」『商事法務』1364, 1994/8/25.
- 植竹晃久 (1994) 「コーポレート・ガバナンスの問題状況と分析視点」『三田商

変貌するコーポレート・ガバナンス

- 学研究』37-2, 1994/6.
- 上田晶平・久米保則 (1993) 「米国のコーポレート・ガバナンスの現状」『金融ジャーナル』1993/10.
- 大浦勇三 (1997) 『グローバル・スタンダード革命』東洋経済新報社, 1997/7.
- 小田切宏之 (1994) 「経済学からみたコーポレート・ガバナンス」『ジュリスト』1150, 1994/8/1.
- 落合誠一 (1996) 「会社法のパラダイムと株主総会」『商事法務』1412, 1996/1/25.
- 小野英祐 (1986) 「アメリカにおける金融革新と金融機構の転換」貝塚啓明/小野英祐編『日本の金融システム』東京大学出版会, 1986/6.
- 小畑二郎 (1988) 『アメリカの金融市場と投資銀行業』東洋経済新報社, 1988/3.
- ピーター・M・ガーバー (1992) 吉野直行他監訳『アメリカ金融入門』日本評論社, 1994/6. 原著は Peter M. Garber and Steven R. Weisbrod, *The Economics of Banking, Liquidity, and Money*, 1992.
- 神谷高保 (1999) 「社外監査役の需要と供給」『ジュリスト』1155, 1999/5/1.
- 貝塚啓明 (1986) 「金融システムの国際比較」貝塚啓明・小野英祐編『日本の金融システム』東京大学出版会, 1986/6.
- (1989) 「金融制度の国際比較」『日本経済新聞』1989/8/9～1989/8/15.
- (1990) 「日米金融摩擦と金融システム」『経済セミナー』1990/2.
- (1991) 「金融的発展の国際比較」貝塚啓明『日本の財政金融』有斐閣, 1991/7.
- (1992) 「日本の金融システムはどこが異質か」『エコノミスト』1992/4/21.
- (1993) 「米英型移行で変貌する金融システム」『エコノミスト』1993/5/17.
- (1994) 「金融規制」貝塚啓明・植田和男『変革期の金融システム』東京大学出版会, 1994/11.
- 川波洋一 (1995) 『貨幣資本と現実資本』有斐閣, 1995/11.
- 仮屋広郷 (1998) 「アメリカの社外取締役に期待される役割」『監査役』406, 1998.
- 神田秀樹 (1992) 「企業法制の将来—欧米のコーポレート・ガバナンスから何を学ぶか」『資本市場』87, 1992/11.
- 菊地伸 (1998) 「カルパスによる日本企業に対する議決権行使の手續きと基準」『商事法務』1508, 1998/11/15.

変貌するコーポレート・ガバナンス

- 城所晴美・三谷太郎(1998)「アメリカにおける取締役会の強化と社外取締役」『国際商事法務』26-4, 1998.
- 桐谷重毅(1994)「米国教職員退職年金基金のコーポレート・ガバナンスに関するガイドライン」『商事法務』1347, 1994/2/25.
- 熊倉史子(1996)「米国コーポレート・ガバナンス論の分析」『国際商事法務』24-3, 1996.
- 熊野剛雄(1989)『銀行と証券』講談社, 1989/4.
- 黒田晁生(1994)「金融規制の国際比較」堀内昭義編『講座・公的規制と産業第5巻金融』NTT出版, 1994/9.
- (1999)「金融システムの国際比較」高木仁他著『金融システムの国際比較分析』東洋経済新報社, 1999/3.
- 國部克彦(1998)「社会的な株主行動」水口剛他編著『ソーシャル・インベストメントとは何か』日本経済評論社, 1998/6.
- ガブリエル・コルコ(1962)邦訳『アメリカにおける富と権力』岩波書店, 1963. 原著は Gabriel Kolko, *Wealth and Power in America*, 1962.
- 斉藤淳(1994)「日本のコーポレート・ガバナンス」『商事法務』1360, 1994/7/5.
- 斉藤達弘(1997)「アメリカの公的年金基金のアクティビズム」『証券経済研究』5, 1997/5.
- 佐賀卓雄(1991)『アメリカの証券業』東洋経済新報社, 1991/2.
- 酒井良清(1996)「アメリカ, カナダの金融システム」酒井良清・鹿野嘉昭『金融システム』有斐閣, 1996/12.
- 榊原英資編(1995)「産業組織」『日米欧の経済・社会システム』東洋経済新報社, 1995/10.
- 酒巻俊雄(1999)「コーポレート・ガバナンスのアメリカ型・イギリス型」『税経通信』1999/1.
- ポール・シェアード(1994)「メインバンクと財務危機管理」青木昌彦・H. パトリック『日本のメインバンク・システム』東洋経済新報社, 1996/5(原著1994).
- (1997)『メインバンク資本主義の危機』東洋経済新報社, 1997/7.
- 宍戸善一(1996)「コーポレート・ガバナンスにおける株主総会の意義」『商事法務』1444, 1996/12/25.
- 柴垣和夫(1999)「資本と企業の経済理論・補遺」『証券経済研究』19, 1999/5.
- 柴川林也(1994)「日本企業の財務戦略の課題」『ビジネス・レビュー』41-4, 1994.

変貌するコーポレート・ガバナンス

- 末永敏和 (1999) 「コーポレート・ガバナンス」『ジュリスト』1155, 1999/5/1.
- 首藤恵 (1999) 「資産管理産業の台頭とコーポレート・ガバナンス—年金基金の新たな役割」花輪俊哉編著『金融システムの構造変化と日本経済』中央大学出版部, 1999/3.
- ジョエル・W・スターンマン (1998) 「日本の取締役が直面する日本と米国における訴訟」『国際商事法務』26-7, 1998.
- 瀬川新一 (1999) 「機関投資家行動とコーポレート・ガバナンス」植竹晃久・仲田正機編著『現代企業の所有・支配・管理』ミネルヴァ書房, 1999/5.
- 高木仁 (1986) 『アメリカの金融制度』東洋経済新報社, 1986/5.
- (1987) 「アメリカ合衆国における銀行・証券分離問題の展望」『明大商学論叢』69-5~6, 1987/3.
- (1994) 「アメリカ金融機関市場の長期的観察」『明大商学論叢』76-3, 1994/3.
- (1999) 「アメリカ金融システムの構造と動態」高木仁他著『金融システムの国際比較分析』東洋経済新報社, 1999/3.
- 武井一浩 (1998) 「米国型取締役会の実態と日本への導入の問題 I~V」『商事法務』1505~1511, 1998/10/5~1998/12/5.
- 竹内弘高 (1992) 「日本型コーポレート・ガバナンス—声なきステークホルダーの不思議」『ビジネス・レビュー』39-3, 1992/3.
- 竹内朱恵・花崎正晴 (1997) 「設備投資行動の国際比較—日米仏企業データに基づく実証研究」『日本開発銀行調査』222, 1997/3.
- 田村茂 (1999) 「金融システムの改革と企業金融」花輪俊哉編著『金融システムの構造変化と日本経済』中央大学出版部, 1999/3.
- 出見世信之 (1999) 「企業のガバナンス構造とマネジメント構造」植竹晃久・仲田正機編著『現代企業の所有・支配・管理』ミネルヴァ書房, 1999/5.
- 寺本義也 (1997) 編著『日本企業のコーポレートガバナンス』1997/9.
- 戸田壮一 (1992) 「アメリカの金融」飯田裕康編『現代の金融 理論と実状』有斐閣, 1992/9.
- 中北徹 (1998) 「政府の金融活動の国際比較」岩田一政・深尾光洋編著『財政投融资の経済分析』日本経済新聞社, 1998/1.
- 根津智治 (1986) 「アメリカの金融システムの特徴と規制緩和」『経済経営研究』7-1, 1986/10.
- 野坂博南 (1996) 「国際比較の観点からみた企業の資金調達の変遷」『日本開発銀行調査』213, 1996/6.
- 野下保利 (1996) 「金融構造と金融不安定性の諸類型」『金融構造研究』18,

- 1996/5.
- 橋本基美 (1994) 「アメリカ企業の役員報酬の開示の状況」『商事法務』1345, 1994/2/5.
- (1994) 「株主提案権にみる日米の株主行動ⅠⅡⅢ」『商事法務』1385, 1994/4/5;1386, 1994/4/15;1387, 1994/4/25.
- チャールズ・S・バークイスト (1994) 「米国における代表訴訟」『国際商事法務』22-5, 1994.
- アルバート O. ハーシュマン (1970) 三浦隆之訳『組織社会の論理構造』ミネルヴァ書房, 1975/1. 原著は Albert O. Hirschman, *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, 1970.
- 浜田文雅 (1992) 「金融システムの国際比較—方法論的考察」『三田学会雑誌』85-2, 1992/7.
- 春田素夫 (1992) 「米国における金融革新と金融破綻」春田素夫・諫山正編著『日米欧の金融革新』日本評論社, 1992/9.
- (1998) 「波瀾に富む金融動向」春田素夫・鈴木直次『アメリカの経済』岩波書店, 1998/5.
- 広田真一・池尾和人 (1996) 「企業金融と経営の効率性」伊藤秀史『日本の企業システム』東京大学出版会, 1996/6.
- 堀内昭義 (1996) 「金融制度の比較分析の意味と課題」『経済セミナー』1996/3.
- 深尾光洋・森田泰子 (1994) 「コーポレート・ガバナンスに関する論点整理および制度の国際比較」『金融研究』13-3, 1994.
- (1997) 『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社, 1997/5.
- 深尾光洋 (1994) 「世界的視野で見たわが国コーポレート・ガバナンスの現状」『日銀クォーターリー』35, 1994/8.
- (1998) 「日本の金融システム不安とコーポレート・ガバナンス構造の弱点」『三田商学研究』41-3, 1998/3.
- (1999) 『コーポレート・ガバナンス入門』ちくま書房, 1999/4.
- 福光寛 (1990) 『金融規制緩和の経済学』日本経済評論社, 1990/5.
- (1994a) 『銀行政策論』同文館, 1994/4.
- (1994b) 「アメリカの郵便貯金について」『証券経済』189, 1994/9.
- (1996) 「アメリカの学生ローン改革論議について」『金融構造研究』18, 1996/5.
- (1997) 『証券分析論』中央経済社, 1997/5.
- (1999) 「資産証券化の意義について」『金融構造研究』21, 1999/5.

- 藤田利之 (1999) 『日本企業にモノ申す外国人株主』 東洋経済新報社, 1999/4.
- 細井浩一 (1999) 「現代企業の株式所有とトップマネジメント機能」 植竹晃久・仲田正機編著『現代企業の所有・支配・管理』 ミネルヴァ書房, 1999/5.
- 三木谷良一・地主敏樹 (1991) 「アメリカ混迷からの脱出」 太陽神戸三井総合研究所編『世界の金融自由化』 東洋経済新報社, 1991/7.
- 三和裕美子 (1997) 「アメリカの年金基金と証券市場」 『明大商学論叢』 79-1・2, 1997/2.
- アイラ・ミラシュタイン (1994) 松木和道訳 「米国における会社と株主の関係 (上) (下)」 『商事法務』 1358, 1994/6/25; 1360, 1994/7/5.
- ポール・ミルグラム+ジョン・ロバーツ (1992) 奥野正寛他訳 『組織の経済学』 NTT 出版, 1997/11. 原著は Paul Milgrom and John Roberts, *Economics, Organization & Management*, 1992.
- ガーディナー・ミーンズ (1961) 邦訳 『企業の価格決定と公共性』 ダイヤモンド社, 1962. 原書は Gardiner C. Means, *Pricing Power and the Public Interest*, 1961.
- 村上亨 (1999) 「株式会社制度と牽制機能」 村上亨他著 『コーポレート・ガバナンスの多角的研究』 同文館, 1999/4.
- 八城政基 (1992) 『日本の経営・アメリカの経営』 日本経済新聞社, 1992/11.
- 藪下史郎 (1987) 『アメリカの金融市場と構造』 東洋経済新報社, 1987/11.
- 行澤一人 (1997) 「ERISA における年金資産の分散投資義務」 『商事法務』 1478, 1997/12/25.
- 吉川満 (1994) 「米国におけるコーポレート・ガバナンス」 『ジュリスト』 1050, 1994/8/1.
- 吉田和男 (1992) 「アメリカの資本主義(1)(2)」 『ファイナンス』 1992/4, 1992/5.
- (1993) 「アメリカ経済との比較」 吉田和男 『日本型経営システムの功罪』 東洋経済新報社, 1993/3.
- 吉森賢 (1993) 「日本型会社統治への展望—日米欧比較による視点」 『組織科学』 27-2, 1993/10.
- (1996) 『日本の経営・欧米の経営』 放送大学教育振興会, 1996/3.
- (1998) 「企業はだれのものか—企業概念の日米欧比較(1)(2)」 『横浜経営研究』 19-1, 1998; 19-3, 1998.
- ロバート・E・ライタン (1997) 小西龍治訳 『21世紀の金融業』 東洋経済新報社, 1998/4. 原著は Robert E. Litan and Jonathan Rauch, *American Finance for the 21st Century*, GPO, 1997.
- J・マーク・ラムセイヤー (1994) 「黙示的契約の明示的理由」 青木昌彦・H. バ

変貌するコーポレート・ガバナンス

トリック編著『日本のメインバンク・システム』東洋経済新報社, 1996/5
(原著は 1994).

マーク・ロー (1994) 北條裕雄・松尾順介監訳『アメリカの企業統治』東洋経済新報社, 1996/4. 原著は Mark J. Roe, *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, 1994.

English material

Reports of International Institutions

OECD (1993), "United States", *OECD Economic Surveys 1992-1993*, 1993.

OECD (1995a), "Financial markets and corporate governance", *Financial Market Trends 62*, Nov. 1995.

OECD (1995b), *National System for Financial Innovation*, OECD, 1995.

OECD (1998), "Shareholder value and the market in corporate control in OECD countries", *Financial Market Trends 69*, Feb. 1998.

OECD (1999), "OECD report on corporate governance", *Financial Market Trends 73*, June 1999.

Reports of Government Offices

CEA (1985), "The market of corporate control", *Annual Report of CEA*, GPO, 1985.

Signed Papers and Books

Bhagat (1990), Sanjai, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, "Hostile takeovers in the 1980s: the return to corporate specialization", *Brookings Papers: Microeconomics 1990*.

Bhide (1993), Amar, "The hidden cost of stock market liquidity", *Journal of Financial Economics 34-1*, Aug. 1993.

Brickley (1994), James A., and others, "Outside directors and the adoption of poison pills", *Journal of Financial Economics 35*, 1994.

Budman (1997), Matthew, "Does it really pay for performance", *Across the Board*, Mar. 1997.

Calomiris (1996), Charles W., and Carlos D. Ramirez, "The role of financial relationships in the history of American corporate finance", *Journal of Applied Corporate Finance 9-2*, Winter 1996.

- Cho (1998), Myeong-Hyeon, "Ownership structure, investment, and the corporate value:an empirical analysis", *Journal of Financial Economics* 47, 1998.
- Dalton (1999), Dan R., and Catherine M. Daily, "What's wrong with having friends on the board?", *Across the Board*, Mar. 1999.
- Demsetz (1985), Harold, and Kenneth Lehn, "The structure of corporate ownership: causes and consequences", *Journal of Political Economy* 93-6, Dec. 1985.
- Dobrzynski (1993), Judith H., "Relationship investing", *Business Week*, 3/15/1993.
- Frankel (1991), A. B., and J. D. Montgomery, "Financial structure: an international perspective", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:1991.
- Franks (1990), Julian, and Colin Mayer, "Capital markets and corporate control: A Study of France, Germany, and the UK", *Economic Policy* 10, April 1990.
- (1997), "Corporate ownership and control in the U.K., Germany, and France", *Journal of Applied Corporate Finance* 9-4, Winter 1997.
- Jensen (1988), M. C., "Takeovers:their causes and consequences", *Journal of Economic Perspectives* 2-1, Winter 1988.
- (1989), "The eclipse of the public corporation", *Harvard Business Review*, Sept.-Oct., 1989.
- (1993), "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *Journal of Finance* 48, 1993.
- Jensen (1990a), M. C., and Kevin J. Murphy, "Performance and top-management incentives", *Journal of Political Economy* 98-2, 1990.
- (1990b), M. C., and Kevin J. Murphy, "CEO incentives-it's not how much you pay, but how", *Harvard Business Review*, May-June 1990.
- Kester (1992), W. Carl, and Timothy A. Luehrman, "The myth of Japan's low-cost capital", *Harvard Business Review*, May-June 1992.
- Kopcke (1988), Richard W., "The role of debt and equity in financing corporate investment", *New England Economic Review*, July/August 1988.
- Lakonishok (1992), Josef, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, "The structure and performance of the money management industry", *Brookings Papers: Microeconomics* 1992.
- Lomax (1991), John, "Housing finance-an international perspective", *Bank of England Quarterly Bulletin*, Feb. 1991. 山田厚子訳「住宅金融—その国際比較」『金融』1991/4.
- Manne (1965), Henry G., "Mergers and the markets for corporate control", *Jour-*

- nal of Political Economy* 73-1, Dec. 1965.
- Morck (1988), Randall, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, "Management ownership and market valuation-an empirical analysis", *Journal of Financial Economics* 20, 1988.
- Nuys (1993), Karen Van, "Corporate governance through proxy process", *Journal of Financial Economics* 34, 1993.
- Porter (1992), Michael E., "Capital disadvantage: America's failing capital system", *Harvard Business Review*, Sept.-Oct. 1992.
- Pound (1992), John, "Beyond takeovers: politics comes to corporate control", *Harvard Business Review*, Mar.-April 1992.
- (1995), "The promise of the governed corporation", *Harvard Business Review*, Mar.-April 1995.
- Pozen (1994), Robert C., "Insitutional investors: the reluctant activists", *Harvard Business Review*, Jan.-Feb. 1994.
- Prowse (1994), Stephen, "Corporate governance in an international perspective", *BIS Economic Papers* 41, July 1994.
- Roe (1997), Mark J., "The political roots of American corporate finance", *Journal of Applied Corporate Finance* 9-4, Winter 1997.
- Rosenstein (1990), Stuart, and Jeffrey G. Wyatt, "Outside directors, board independence, and shareholder wealth", *Journal of Financial Economics* 26, 1990.
- Shleifer (1988), Andrei, and Robert W. Vishny, "Value maximization and the acquisition process", *Journal of Economic Perspectives* 2-1, Winter 1988.
- (1997), "A survey of corporate governance", *Journal of Finance* 52-2, June 1997.
- Stiglitz (1985), Joseph E., "Credit markets and the control of capital", *Journal of Money, Credit and Banking* 17-2, 1985.
- Weisbach (1988), Michael S., "Outside directors and CEO turnover", *Journal of Financial Economics* 20, 1988.
- Werner (1991), Walter, and Steven T. Smith, *Wall Street*, Columbia University Press, 1991.
- Yermack (1995), David, "Do corporate award CEO stock options effectively?", *Journal of Financial Economics* 39, 1995.

変貌するコーポレート・ガバナンス

付表1 上場国内株式の時価総額対 GDP 比率 単位：%

年 末	1975	1980	1985	1990	1995	1996
イギリス	37	38	77	87	122	142
アメリカ	*48	50	57	56	98	114
日 本	28	36	71	99	69	66
フランス	10	8	15	26	33	38
ド イ ツ	12	9	29	22	24	28

出所：OECD (1998) * 1975のみ外国株含む

付表2 上場株式の部門別保有状況 1996年末 単位：%

	イギリス	アメリカ	日 本	フランス	ド イ ツ
金 融 部 門	68	46	42	30	30
銀 行	1	*6	15	7	10
保険会社と年金	50	28	12	9	12
投 資 信 託	8	12	**	11	8
その他金融機関	9	1	15	3	-
非 金 融 企 業	1	-	27	19	42
公 共 部 門	1	-	1	2	4
家 計	21	49	20	23	15
海 外 部 門	9	5	11	25	9
計	100	100	100	100	100

出所：OECD (1998) * 保険会社分誤植 ** その他金融機関に含む

付表3 配当性向の国際比較 1985-1991 平均 単位：%

	イギリス	アメリカ	日 本	フランス	ド イ ツ
配 当 性 向	22.5	22.4	8.4	30.8	9.6

出所：OECD (1995b) 営業利益に占める比率

変貌するコーポレート・ガバナンス

付表4 銀行部門の国際比較 (1991)

	アメリカ	日 本	ド イ ツ
銀行部門資産／GNP	62%	167%	145%
最大銀行の総資産	216b\$	435b\$	267b\$
同上の対最大自動車企業	1.2%	7.9%	5.5%
10大銀行の総資産合計	922b\$	3,233b\$	1,385b\$

出所：OECD (1995b)

付表5 企業買収 (M&A) 規模の日米比較 1985-1991 平均

	件 数	金 額
アメリカ	3,655件	181.9b\$
日 本	541件	6.3b\$
米 / 日	675.6%	2,887.3%
日 / 米	14.8%	3.5%

出所：OECD (1995b)

付表6 米大会社511社の株主保有集中度 (1980/1981) 累積値 単位%

	平均値	標準偏差	最小値	最大値
上位5位	24.81	15.77	1.27	87.14
上位10位	37.66	16.73	1.27	91.54

出所：Demsetz (1985) 対象はエネルギーなど公益会社，金融機関を含む

変貌するコーポレート・ガバナンス

付表7 上場大会社株主保有集中度の国際比較（上位5位） 単位：％，100万\$

	アメリカ	イギリス	日 本	ド イ ツ
平 均 値	25.4	20.9	33.1	41.5
中 間 値	20.9	15.1	29.7	37.0
標 準 偏 差	16.0	16.0	13.8	14.5
最 小 値	1.3	5.0	10.9	15.0
最 大 値	87.1	87.7	85.0	89.6
平 均 規 模 ₁	3,505	1,031	1,835	3,483
平 均 規 模 ₂	1,287	n.a.	811	1,497

1：総資産 2：株式時価総額 1と2は1980年の物価と為替相場による

アメリカ：非金融会社，457社，1980年 イギリス：製 造 業，85社，1970年

日 本：工 鉱 業，143社，1984年 ドイ ツ：非金融会社，41社，1990年

出所：Prowse 1994

付表8 米大会社327社の取締役平均構成（1991） 単位：人

	平 均 員 数	う ち 社 外 取 締 役
製 造 業		
4 億ドル未満	8	6
4 億ドル以上 6 億ドル未満	10	7
6 億ドル以上10億ドル未満	10	7
10億ドル以上30億ドル未満	10	8
30億ドル以上50億ドル未満	13	9
50億ドル以上	13	10
銀 行 等 金 融 機 関	13	11
保 險 会 社	16	12
小 売 り	12	10
サ ー ビ ス 業	11	9
平 均	12	9

出所：Korn/Ferry International, *Board of Directors Twentieth Annual Study 13*, June 1993. 荒巻(1994)より重引

変貌するコーポレート・ガバナンス

付表9 社外取締役の職業構成 (1981-1985) 単位：%

事業会社	41.7
金融機関	17.3
退職者・コンサルタント・職業的役員	20.0
学者	9.0
弁護士	5.1
その他のほか (政府, NPO ほか)	6.9
計	100.0

NYSE あるいは AMEX 上場会社について該当期間に社外取締役就任が WSJ で報道された1251人の分類
出所：Rosenstein 1990

付表10 取締役会 BOD の選考方法と構成 単位：%

		1997	1995
選考方法	CEO のみ	14	27
	CEO がアドバイスする独立委員会	41	-
	BOD 全体会議	38	-
	社外取締役のみ	8	14
構成	CEO が大半	16	
	CEO が約半数	23	
	半数以下	61	

NACD の1997年調査 調査対象 主要企業の CEO, 8,100名
回答 1,105名 (回答率14%)
出所：井上 1998

変貌するコーポレート・ガバナンス

付表11 役員の株式保有比率 (1980)

単位：%，社

	インサイド型	混 合 型	アウトサイド型	総 計
会長および社長	7.98	2.32	1.57	3.71
その他取締役	5.26	2.39	1.75	3.01
サ ン プ ル 数	60	80	68	208
同上構成比率	28.84	38.46	32.69	100.00

インサイドは社外取締役が40%未満 混合は40%以上60%未満

アウトサイドは60%以上 NYSE 上場の中から208社

出所：Weisbach 1988

付表12 CEO の株式保有比率の分布 (1987)

単位：%

	全 企 業	小 企 業	大 企 業
平 均 値	2.42	3.05	1.79
中 間 値	0.25	0.49	0.14
最 小	1/5 の境界値 -----0.01 未満-----		
20 %	0.05	0.11	0.03
40 %	0.17	0.33	0.10
60 %	0.42	0.73	0.20
80 %	1.38	1.95	0.75
最 大	83.00	83.00	53.50

1987年 Forbes 掲載の746人の CEO について

出所：Jensen 1990a