

# 日本企業のコーポレート・ガバナンスをめぐって

## —成果と課題—

千葉 恭嗣

### I はじめに

近年、日本では1990年代のバブル経済崩壊以降、コーポレート・ガバナンス（企業統治）のあり方をめぐる議論が活発化している<sup>1</sup>。その背景として、企業不祥事発生を抑制することであることは確かではあるが、企業倫理の問題だけでコーポレート・ガバナンスが論じられているわけではなく、むしろ重要な問題は、日本経済の長期にわたる不況、そしてグローバル化や規制緩和の流れの中で、企業競争力や資本効率の低下など日本企業の経営がうまくいっていないところにある。もちろん、企業の収益性や資本効率は、技術力や生産性にも大きく依存し、コーポレート・ガバナンスだけでその優劣が決まるわけではないが、コーポレート・ガバナンスのあり方が大きく影響することも事実である。この意味で、日本のコーポレート・ガバナンスはどのようなものか、今後どのようにあるべきか、日本型資本主義の行く末を論じる上で、極めて重要な問題である（宮本又郎 2003b）。また、日本企業がグローバル競争に勝ち抜くには、単に欧米流の経営手法を持ち込むのではなく、これまで日本企業の競争力の源泉となってきた経営のあり方のうち、日本の強みとされる部分は強化しつつ、日本の特性が弱みとなる部分については欧米流のやり方も一部融合させ、各社が独自の成功のためのビジネスモデルを構築することが肝要である。各社の経営のあり方について、あらゆるステークホルダーに対しても透明性のある、客観的な説明責任を果たすことができるコーポレート・ガバナンス改革が求められている。そこで本

---

1 かつて、メインバンク制・株式相互持合い・内部昇進者からなる取締役会によって特徴づけられた日本の企業システムは、グローバル化・金融革命・規制緩和を背景として1980年代半ばから徐々に、そして1997年の銀行危機を境に急速に進化した。1990年代後半からグローバル化の進展を背景に、米国型システムへの収斂か、それとも各国に独自の企業システムの維持かという論争が国際的規模で展開されてきた（汪、2010）。

稿では、コーポレート・ガバナンスに関する先行研究のサーベイを行い、日本企業のコーポレート・ガバナンスに関わる問題点と筆者の今後の研究課題を明らかにする。

## II コーポレート・ガバナンスに関する研究

### 1. コーポレート・ガバナンスの問題とは

コーポレート・ガバナンス（企業統治）とは、企業そのものを誰がどのように統治するか、という問題であり、中心的課題は企業を経営する経営者を統治することである。企業が統治されなければならないのは、「ほったらかしにしておいても、アダム・スミスの見えざる手が社会的にも望ましい状態に導く」という状況にはならないからである（伊藤、2005）。この問題が意識されはじめたのは、1932年に、アメリカのパーリとミーネズが、その共著 *The Modern Corporation and Private Property* で、アメリカ大企業において所有と経営の分離が生じていることを指摘したことから始まる（小佐野、2001）<sup>2</sup>。

企業という組織体は、「カネの結合体」（「逃げない資本」を提供する株主）であると同時に、「ヒトの結合体」（企業にコミットして、「逃げない労働」を提供しているコア従業員）である。従って、株主と従業員という二つの集団が経営者をどのようにチェックするのがもっとも本質的な問題である（加護野・伊丹、2003）。

学問としてのコーポレート・ガバナンス／会社統治論の確立は最近のことであり、コーポレート・ガバナンスに関する議論は、法学、経済学、経営学の主に3つの学問分野で展開されている。加護野ほか（2010）によれば、法学とりわけ会社法学では、会社と株主の間、株主相互間、株主と債権者等との間の権利と義務の関係、紛争解決のルールが規定されており、会社法の研究者の間では、会社統治の目的は株主の合理的期待に応えることであると考えられている。また経済学においては、現代の経済学者の多くはエージェンシー理論を前提に、株式会社への出資者としてのプリンシパル（主人）である株主の利益を実現するように、経営を委託するエージェント（代理人）たる経営者を規律づけることが会

---

2 所有者である株主と経営に実際にたずさわる経営者とが異なるので、所有者である株主の利益をどのようにして経営者に追究させるかということが重要な問題となった。

社統治の任務だと考えるという。つまり、法学や経済学では、株主の合理的期待に応えるための制度や慣行、あるいは株主の意思を経営に反映させるための制度と定義されているという。法学、経済学の2つの学問は共通して、現実にはいかなる基準が採用されているという問題よりも、どのような基準が採用されるべきかという制度論あるいは規範論的な観点から、「よい経営」を判断する基準を検討している。これに対して経営学では、より実態論的な観点から統治の問題を捉えようとする。規範論と実態論の間に乖離があれば、規範論が前提とする議論にまで疑問を呈していくというスタイルを選択する。そうすることで、より深く、より広く、統治の問題を取り扱うことができるためである（加護野ほか、2010）。この見解については、全ての法学者や経済学者、あるいは経営学者が同じ主張をしていると一概に言い切ることはできないように思われるが、一つの整理であると言えよう。

本稿では、コーポレート・ガバナンスの定義を「株式会社により“よく経営”されるようにするための諸活動とその枠組みづくり」とし、主として筆者の研究上重要と思われる経営学における日本企業のコーポレート・ガバナンスに関する先行研究を対象とする<sup>3</sup>。経営学における、日本企業のコーポレート・ガバナンス論については、二つの側面がある。一つは、企業は誰のものか、あるいは誰のためのものか、という「主権論」の側面の議論である。他の一つは、「主権」は与件とした上で、その主権者の利益を最大化するためには、どのようなコーポレート・ガバナンスのための制度や手段を構築するのが望ましいか、という「機能論」である（伊丹、2000；宮本又郎、2003b）。以下順次、主権論とメカニズム論について整理する。

## 2. コーポレート・ガバナンスの主権論に関する研究

コーポレート・ガバナンス論の主権論とは、言い換えれば「コーポレート・ガバナンス」の主体は誰かということであるが、これには多様な捉え方がある。岡部（2002）は、コーポレート・ガバナンスに対する多様な見方を整理し、国際的に比較的多い見解として次の二つに大別している。一つは、企業への資金提供者である株主が、企業経営の効率性が維持されるように経営者を規律づける（監視する）仕組みを指すという捉え方であり、法人

---

3 外国の先行研究については、別の機会に譲りたい。

擬制説的<sup>4</sup>と考えられる。これは、資金提供に伴う権限を基本としているので金融契約論的視点 (finance approach)、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、エージェンシーの観点 (agency view) からの理解、などとよばれる。エージェンシー理論によると、依頼人-代理人の関係では、代理人が自己利益の追求に動いたさいに、依頼人の利益が損なわれる可能性を指摘する。企業経営に関して言えば、経営の裁量権をもつ経営者が、自己利益を追求することを優先して権益を行使する行動をとるならば (例えば、自分の報酬の拡大、自分の権威や影響力の維持)、それは企業の所有者の利益を阻害することにつながりかねない。この視点において、コーポレート・ガバナンスとは、長期的な視点から株主の利益を確保するために経営者を規律づけることである (小佐野、2001)<sup>5</sup>。エージェンシー理論では、人間は本来自己の利益を優先するご都合主義であると仮定されるので、企業統治やマネジメントはコントロール型が推奨され、外発的動機付けを満たす報酬スタイルが重視される (柏木、2006)。

エージェンシー理論が性悪説的な考え方に対し、最近では性善説的な考え方としてステュワードシップ理論が注目されている。柏木によれば、特に、豊かさを得た先進諸国において、人間の価値観は多様化し、仕事に求めるものは、お金だけではなくお金以外の何かも重要になっている。また、市場や環境の変化は早く、企業にとっては不確実性と不安定さが増す一方で、ITの導入が後押しとなり、構造的には個人の権限委譲がより容易に実現するようになった。米国のエネルギー会社エンロンの倒産以来、企業統治の見直しに関する議論に拍車がかかり、特に米国で、企業から独立した社外取締役 (非常勤役員) と知識豊富な常勤役員のどちらが取締役会を支配すべきか、また、取締役会は経営者を監視すべきか、あるいは経営者に対して権限委譲すべきか等、さまざまな議論が繰り広げられている。こういった背景の中、心理学と社会学にルーツを持ステュワードシップ理論が、エージェンシー理論とは異なる「性善説」的な見方を人間の行動モデルに導入し、それに

4 法人擬制説：主にサヴィニー (F. C. von Savigny, 1779~1861) によって主張された法人の本質に関する学説。これによれば、権利・義務の帰属主体として実在性を有するのは自然人のみであり、自然人以外に法的主体として法人を認めるとしても、法人なるものは実在しないものをあたかも実在するかのようにな法が擬制するものに他ならないと考える (小林、2006)。

5 株主主権論の根拠は、(1) 法律的な権利関係から、企業と利害関係をもつステークホルダーの中では、株主の権利が一番侵されやすいこと、(2) 株主以外のステークホルダーの利益を優先すると、透明性を損なう可能性が高く、株主利益の保護は不明朗な関係を廃し透明性を確保する上で役に立つと考えられること、(3) 長期的な株主の利益を確保しようと考えた場合は、株式価値という指標は、企業が全体として生み出す長期的な経済的価値を一番反映しやすい指標と考えられ、これを与えられた条件の下で最大化すること、すべてのステークホルダーの利益を保護することに一番つながりやすいことである (小佐野、2001)。

基づく企業統治やマネジメントの処方箋を提案しているという<sup>6</sup>。

コーポレート・ガバナンス主権論のもう一つの考え方は、単に株主と企業経営者の関係として把握するのではなく、企業は、そこに利害を有する多くの関係者（株主、経営者、従業員、取引銀行など）からなる連合体であると捉え、そうした利害関係者間における入り組んだ力関係がどのように作用し、どのように調整され、その結果、どのように企業の行動が規律づけられるか（効率性が維持されるか）という一連の仕組みを指す、という捉え方である。つまり、ステークホルダーの視点（stakeholder view）に立った広義の理解方法である。この視点において、コーポレート・ガバナンスとは、利害関係者間の権限や責任を調整する仕組みであり、株主の主権の大きさが示唆されているとはいえ、主権者は株主に限られていない（岡部、2002）。株主主権論が法人擬制説的であるのに対し、法人実在説的<sup>7</sup>と考えられる。

伊丹（2000）は、ステークホルダー全体による統治という考え方は、利害関係者全てが主権者になるのはかえって問題が多いため、「市民権者」という視点からコーポレート・ガバナンスを捉えている。伊丹によれば、コーポレート・ガバナンスとは、企業が望ましいパフォーマンスを発揮し続けるための、市民権者による経営に対する影響力の行使であるという。市民権者とは、①その企業が生まれるのに不可欠の資源を提供していること、②その企業の盛衰によって最も大きなリスクをこうむり、またコミットしていること、である。そしてこの要件を最も満すのは、逃げない資本というリスクを負って提供している株主と、その企業に長期的にコミットしている経営者や従業員（コア従業員）<sup>8</sup>であるが、企業にとっての貢献度や資源の希少性という点でコア従業員の方が重要であり、その意味

6 スチュワードシップ理論は、経営者を組織のために良く働くスチュワードと仮定するため、取締役会は経営者を信頼し、権限を委譲する統治構造が重要となる。一方、エージェンシー理論は、経営者を利己的な行動をするエージェントと仮定するため、取締役会は経営者を監視し、経営者をコントロールする統治構造が重要となる。取締役会の構成についても、2つの理論は異なる処方箋を提示する。スチュワードシップ理論によると、取締役会において常勤役員が優勢である方が企業にとってメリットがある。なぜなら、常勤役員が優勢であることは、経営のために利用可能な専門知識を増やし、また、経営者間の摩擦が小さくなることで風通しが良くなり協働を促すこと、さらに、経営層にも取締役というステータス報酬を与えるからである。一方、エージェンシー理論では、取締役会において社外取締役が優勢である方が企業にとってメリットがある。経営者に対して不公平な監視を行わないためには、企業の実効取締役会は経営層とは独立した形が望まれるからである（柏木、2006）。

7 法人実在説：自然人以外に権利・義務の帰属主体として、法人が実在するものとする法人の本質に関する学説の総称（小林、2006）。

8 コア従業員とノンコアの線引きは、(1)貢献の本質性、(2)コミットメント、(3)リスク負担から総合的に判断される（伊丹、2000）。

でコーポレート・ガバナンスは従業員主権をメインにして、株主主権をサブとすべきであると伊丹は主張している<sup>9</sup>。また、深尾・森田（1997）は、日本においては暗黙の契約による雇用維持に対するコミットメントが株主への利益最大化に優先するものとして、つまり企業の資産に対する請求権は株主より従業員が優先するものとして理解されているという。

コーポレート・ガバナンスを株主中心にすべきか従業員中心にすべきかというあるべき論とは別に、債権者とくに金融機関によるコントロールに期待するという現実論的な考え方もある。日本のメインバンク制度などはこの例である（宮本又郎、2003b）。さらに、株式会社のガバナンスは、金融投資家と従業員の利害によって双対的にコントロールされており、企業の経営状態が普通の時には従業員もしくは経営者がコントロールしているが、経営の具合が悪くなると、銀行や株主が出てくるという考え方もある。このように、状態によってガバナンスが変わるという状態依存型ガバナンスの考え方（青木、1996）も主張されているが、これもまた、株式会社の主権をあるべき論ではなく、現実論で考えようとする立場である。

これまでに述べた、株主主権論、従業員主権論の問題については、必ずしも理論的にどれがよいかというだけで片づく問題ではなく、「企業とは誰のものか」という企業観、あるいは所有権についての観念など、それぞれの国の社会通念との親和性を考慮して検討すべき問題である（宮本又郎、2003a・2003b）<sup>10</sup>。そこで、企業観（会社観）と所有権の観念のそれぞれの視点から、コーポレート・ガバナンスについて掘り下げて検討してみたい。

### (1) 会社観とコーポレート・ガバナンス

加護野ほか（2010）によれば、会社観については2つの対立する考え方が存在してきたという。一つが会社用具観（会社手段観）と呼ばれる考え方であり、もう一つが会社制度

9 従業員主権論の根拠は、(1)株主は移ろいやすい、(2)企業資産のすべてが株主のものではない、(3)ヒトは企業に固着した経営資源である、(4)従業員主権の方が情報効率が低い、(5)コア従業員こそ株式会社の主権であることである（宮本又郎、2003b）。

10 宮本又郎（2003a）によれば、社会諸制度や諸慣行には、世界のどこにでも通用する普遍的なものは少なく、その国の歴史や文化に強く影響を受けて成立したものが多い。そして制度や慣行は個々に存立しているものではなく、歴史の過程で相互に補完し合って一つのシステムとして成立してきたものであるという。

表1 会社観

基本的な会社観		会社は誰のものか	会社の目的
会社用具観 (会社手段観)	〈一元的用具観〉 株主用具観	株主のもの	利益の最大化：企業価値の最大化
	〈一元的用具観〉 従業員用具観	従業員のもの	従業員所得の最大化
	〈一元的用具観〉 経営者用具観	経営者のもの	企業成長：規模の最大化
			自由裁量利益の最大化
			経営者所得の最大化
〈多元的用具観〉	労使共同のもの	共同利益の最大化：付加価値の生産の分配	
	多様な利害関係者のもの	交渉による目的の形成	
会社制度観（独立制度観）		会社は公器	会社の存続と成長

〈出典〉加護野・砂川・吉村（2010）18頁。

観（独立制度観）と呼ばれる会社観である（表1参照）。

会社用具観とは、会社を誰かの所有物あるいは手段と考えるものであり、その中で最も支配的で、法制度上は当然とされるのが、株主用具観である。株式会社は株主のものであり、それをどのように処分するかは、所有者である株主の意向に沿って自由に決めることができるという見方である。株主利益の最大化が、「よい経営」の唯一のメルクマールとなる。会社用具観の中では株主用具観が支配的であるが、従業員用具観、経営者用具観もある。また、これら一元的用具観に対する見方として、会社を多様な利害関係者集団の共通の用具とみなす多元的用具観がある。

一方、会社制度観（独立制度観）と称される企業観とは、会社がそれ自体としての存在意義を持つ社会的制度であるとみなす考え方である。この会社制度観では、「会社は誰のものでもない」と考える。会社観は国によってずいぶんと異なっている。米国や英国では、会社用具観の中でも株主用具観が強い一方、ドイツを中心とする欧州大陸諸国では、会社を労使共同の用具と見なす多元的用具観あるいは会社制度観が根強い。日本の法律は株主用具観の上に立っているが、大企業の圧倒的多数の経営者に現実的に支持されてきたのも、この会社制度観あるいは多元的用具観であった（加護野ほか、2010）。

## (2)所有権の観点とコーポレート・ガバナンス

日本型コーポレート・ガバナンスの特徴として、次の四点が指摘されることが多い（宮本又郎、2003b）。

- (i) 内部昇進の専門経営者によって構成される取締役会と業務執行にあたるエグゼクティブのメンバーが一致している。
- (ii) 株式相互持ち合い、株主安定化工作といわれているように、株式市場から相対的に独立した企業経営が行われている。
- (iii) 従業員がステークホルダーとしての一定の力をもっている。
- (iv) メインバンクのモニタリング機能がある。

このような日本型コーポレート・ガバナンスの起源については戦時期成立説や戦後成立説を唱える研究者が少なくないが、宮本又郎（2003b）は、それはより古い淵源をもち、明治以降の日本の株式会社の運営の中から、あるいはより根本的には、所有権に対する日本の伝統的観念と密接に関連して生まれてきたのではないかと<sup>11</sup>。明治中期の株式会社草創期には商法の規定に沿って、大株主たちが取締役に就いて、業務執行にあたる商務支配人や技師長を監督するという運営がなされていた。つまり形の上ではアングロ・サクソンのガバナンスが成立したのである。しかし、20世紀に入るところから、このようなガバナンス体制では必ずしも良好な経営成果を挙げることができないことが次第に明らかになったので、単なる大株主に代わって、コア株主あるいは従業員出身で業務執行にあたるものが取締役の地位に就くことになった。とくにこの中心を担ったのはコア従業員であったので、実質的には雇用経営者の実権が確立するようになったといえる。しかし、商法上はあくまで株主主権であり、雇用経営者の地位は不安定であったので、雇用経営者たちは自分たちをサポートする株主に多くの株式所有を要請するという株主安定化工作や自らが株主になるという道を選ぶこととなった。その意味で商法が規定した株主主権的ガバナンスは、株式会社草創期に短期間見られたものの、うまく機能せず、実質的にはコア従業員（経営者）主権の仕組みが早い段階で成立したのである（宮本又郎、2003b）<sup>12</sup>。

11 日本型コーポレート・ガバナンスの起源については、経済史家・岡崎哲二たちの戦時期成立説がかなり通説化している（宮本又郎、2003b）。

12 宮本又郎（2003b）は、そのような仕組みが生まれたのは、江戸時代の三井の大元方で見られたような「総有」的所有権観念が社会一般にもひろく受け入れられ、株主主権を抑えてもとくに不思議に思われなかったという事実があったためではないかと主張している。

そして、宮本はまた、このような建前として株主主権、実質的には従業員あるいは経営者主権というガバナンスが成立した背景には、アングロ・サクソンの所有権観念とは異なる所有権観念が日本に存在していたからではないかとしている<sup>13</sup>。江戸時代の三井の大元方<sup>14</sup>、あるいは戦前の財閥<sup>15</sup>で見られたように、日本では財産所有者は、所有財産が生み出す成果の分配に与る権利を有していたが、所有財産を処分する権利を必ずしも与えられていなかったのである。さらに、日本での「総有」的所有<sup>16</sup>は、現存している人だけによってではなく、タテに繋がった世代間で（先祖および子孫を含めてという意味ではバーチャルな集団）共有しているという意味での共同所有と観念されていたのではないかという<sup>17</sup>。企業の維持継続に大きな価値をおいてきた江戸期商家さらには今日の日本の企業の多くで見られる経営原則、それを実現するためのコーポレート・ガバナンスのあり方は、こうした日本の所有権に関する伝統的コンセプトと親和性があるのではないかと宮本は主張するのである（宮本又郎、2003a）。

### 3. コーポレート・ガバナンスのメカニズム論に関する研究

メカニズム論とは、どのようにすれば、効率的なコーポレート・ガバナンスを達成できるか、その手段、制度をどのように準備するのかという議論である。つまり、経営者の腐敗あるいは能力不足という一時的に不健康になった状態から回復できるメカニズムをどの

13 株式会社において所有の分散が進むにつれて、企業を支配できるほどの大株主はいなくなり、所有と経営の分離が進むというのはパーリー＝ミーンズ以来広く受け入れられている仮説であるが、日本の同族企業では、所有の閉鎖性を維持したまま、というより所有の封鎖性を維持することによって、所有と経営の分離を実現したと宮本又郎（2003a）は指摘している。

14 宮本又郎（2003a）によれば、大元方は三井同族の資本を集中し、その永続的維持を図る機構ではあったが、それは同時に個人所有権の自由な行使を封殺するシステムとして成立したという。

15 宮本又郎（2003b）は、かつての経営史家たちは、同族会や財閥本社を、同族性を守るために組織したのだと考えてきたが、今日では、財閥のコーポレート・ガバナンスは所有権者をメインの主権者とせず、雇用経営者をメインの主権者として完成したが、それは江戸時代以来の「総有」的所有権観と親和的なシステムであったと主張している。

16 宮本又郎（2003a）によれば、「総有」においては、所有の客体の管理機能は共同所有者の団体に帰属し、共同所有者個々の権利は所有物件からの収益を受け取る権利のみであり、三井同族の大元方に対する立場はそのようなものであったという。

17 例えば家訓などでは、商家の家産とは先祖からの預かり物であり、当主一代で費消してはならない、子孫に譲り渡していくべき未来永劫の財産として規定されている。このような思想のもとでは、現世代の所有者の厚生極大化は目的関数とはならない。企業の維持継続に大きな価値をおいてきた商家さらには今日の日本の企業の多くでみられる経営原則、それを実現するためのコーポレート・ガバナンスのあり方は、短期の利潤極大化を目指す経営原則とは異なる性格を持つと宮本又郎（2003a）は主張している。

ように設計するかという論理が、経営者へのチェックメカニズムであり、コーポレート・ガバナンスのメカニズム論の中心課題である（伊丹、2000）。伊丹によれば、企業買収の脅威や株価低迷の脅威が経営者へのチェック機構として機能するようなコーポレート・ガバナンスのメカニズムを「市場志向型なガバナンス」、金融機関が経営者に対して大きな影響力をもつことによって経営者へのチェック機構として機能するようなコーポレート・ガバナンスのメカニズムを「機関志向的なガバナンス」という。市場志向とは、市場における株主の「退出」が基本的に経営者に対する警告と牽制になっていることを意味する。機関志向とは、そうした影響力ある機関が存在して、その「発言」が経営者に対する警告と牽制になることを志向する。市場志向型は、カネの退出をベースにした、また、機関志向型は、ヒトの発言をベースにしたコーポレート・ガバナンスのメカニズムである。

コーポレート・ガバナンスのメカニズムは、(1) 直接的介入、(2) モニタリング委譲、(3) 間接的インセンティブの三種類に大きく分類できる（伊藤、2005）。(1) 直接的介入は、経営者が法的に負う義務を明確にして、義務に反した経営者を訴える仕組みを意味する。(2) モニタリング委譲は、経営者を監視（モニタリング）する役割を任せる仕組みである。(3) 間接的インセンティブは、経営者の活動というインプットを監視するのではなく、成果等のアウトプットを評価して、経営者が適切に行動するインセンティブを与えようとする仕組みである。

伊藤（2005）によれば、完全なガバナンスの仕組みは存在せず、どの仕組みにも欠点があり（表2参照）、それを補完する制度<sup>18</sup>を組み合わせなければならぬという。さまざまなコーポレート・ガバナンスのメカニズムの間に、どのような補完性ないしは代替性があるのかについての厳密な理論研究は、まだ不十分な段階にある。

日本の既存のコーポレート・ガバナンスの多くは、株主主権を前提とした上でのメカニズム論が多い（伊丹、2000）<sup>19</sup>。伊丹は、株主主権を前提とした経営者のチェックメカニズムが空洞化し、コーポレート・ガバナンスの機能不全<sup>20</sup>が見られるため、日本の従業員

18 小佐野（2001）によれば、制度的補完性とは、一つの経済の中で一方の制度の存在（メインバンク制や株式持と合いなど）が他の制度（長期雇用契約や系列取引など）の存在事由の立っているようなケースのことをいう。

19 監査役制度の充実、社外取締役によるチェック、執行役員と取締役の分離による執行役員の監視等があげられる。

20 具体的には、(1) システムの暴走（利益至上主義と経営者の独裁）、(2) パフォーマンスの低下、(3) 国際的接点での摩擦（伊丹、2000）。

表2 コーポレート・ガバナンス：メカニズムとその欠点

メカニズム	欠 点
(1)直接的介入 ・経営者の善管注意義務 ・株主代表訴訟 等	<ul style="list-style-type: none"> <li>・経営者が自ら何の規律づけもなく常に遵守すると考えるのは楽観的すぎる</li> <li>・経営者は、自らの経営判断に基づいて会社の利益のために行った活動の結果について、事後的に責任を問われない原則がある</li> <li>・株主代表訴訟自体が、本来の目的から離れて過度に用いられる危険がある</li> </ul>
(2)モニタリング委譲 ・取締役会 ・市場（敵対的買収、委任状争奪） ・支配株主 ・金融仲介機関 （銀行、年金基金等）	<ul style="list-style-type: none"> <li>(1)不十分な水準でしかモニタリングが行われない可能性がある</li> <li>・取締役会によるモニタリングは通常受動的であり、取締役が経営者によって選任、再任されるためにその効力は限られる。外部取締役が会社の経営について十分情報を持たない</li> <li>・敵対的買収の利益は、結局買収先企業の株主の手に渡る可能性が高く、敵対的買収は本来望ましいほど頻繁には起こらない</li> <li>・支配株主は、強いモニタリングのインセンティブを持ちうるが、株式を売却してリスク分散を計るインセンティブにも直面して、モニタリングが過小になる</li> <li>(2)モニタリングが過剰ないし歪む可能性がある</li> <li>・敵対的買収は、会社に対して関係特殊な投資をした従業員の利害を反映しない</li> <li>・支配株主によるモニタリングは、少数株主ないしは他の利害関係者の利害に反する帰結をもたらす可能性がある</li> </ul>
(3)間接的インセンティブ ・経営成果に依存した経営者報酬（給与、賞与、ストック・オプション）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・インセンティブは不十分な水準（報酬の成果への反応度）にしかない</li> <li>・インセンティブの歪みの問題がある（短期利益偏重の問題が解消されない）</li> <li>・強力なインセンティブを与えることが新たなインセンティブ問題を生み出す（エンロンの事例等）</li> </ul>

〈出典〉伊藤（2005）をもとに筆者が作成。

主権（コーポレート・ガバナンスの日本モデル<sup>21</sup>）という現実に即したメカニズム論を展開する必要があると主張している。日本の企業のコーポレート・ガバナンスは、建前上（法律上）は株主主権をとってきたが、実際には本音のところでは従業員主権を実現するような工夫や慣行を作り出してきたため、本音と建て前の間で矛盾が生じてくる（伊丹、2000）。今日のコーポレート・ガバナンスで最も問題なのは、この矛盾が解決されていないところにある（宮本又郎、2003b）。

21 企業コミュニティの存続と発展を重視する、内部昇進型経営者によって担われた、物言わぬ安定株主と株の持ち合い、メインバンク・システムと間接金融、その他のステークホルダー（とりわけ正社員）との長期的信頼関係に支えられた、インサイダー型の二重監督システム（稲上、2000）。

### Ⅲ コーポレート・ガバナンス論の課題

#### 1. 従業員主権論の限界

これまで、コーポレート・ガバナンスの理論的研究を主権論とメカニズム論の二つの側面から概観した。先行研究においては、概して日本企業の従業員主権という実態にマッチングしたメカニズム論を展開する場合、日本企業が現実的に従業員主権であり、従業員重視の経営と株主重視の統治構造改革が対立することを前提としていることが少なくない。だが、現代において従業員主権と株主主権とは相対立するものであろうか。財務省財務総合政策研究所の調査<sup>22</sup>によれば、従業員による企業の戦略的意思決定への関与度は、内部統治構造改革<sup>23</sup>の進展とは独立の関係にあり、この意味で、従業員重視の経営と株主重視の統治構造改革は必ずしも対立的ではないという。例えば、従業員の経営関与が強い場合でも、情報公開などの統治構造改革に必ずしも消極的になるわけではなく、さらに、資本市場の圧力に直面している企業群（BBB 格以上の格付けを持つ企業群）では、従業員の経営への関与が強い企業ほど、統治構造改革に積極的であるという関係が確認されている。さらに、長期雇用を維持しながら能力業績評価の導入を試みている企業は、長期雇用・年功賃金型企業に比べて、有意に統治構造改革に積極的であることが確認されている<sup>24</sup>。財務省財務総合政策研究所（2003）は、企業の財務データと結合することによって、企業の内部統治構造改革への取組みとパフォーマンスとの関係について、調査と定量的な分析を実施している。そこで、ここから日本の企業統治改革の現状について確認したい。

22 財務省財務総合政策研究所（2003）。

23 取締役会の規模、社外取締役の導入、成果連動的な報酬システムの導入等。

24 同調査では、長期雇用と年功賃金に特徴づけられていた日本企業の雇用・賃金システムは、近年、①長期雇用と年功賃金制度を維持する企業（タイプⅠ企業）、②長期雇用は維持するが、能力業績評価制度を導入する企業（タイプⅡ企業）、③長期雇用は前提とせず、能力業績給を徹底している企業（タイプⅢ企業）の3タイプの企業に分化（多様化）し、分化は企業の内部統治構造改革に異なる影響を与えているという。すなわち、タイプⅠ企業は明らかに、内部統治構造改革に消極的である一方で、タイプⅡ企業とタイプⅢ企業は、内部統治構造改革に積極的であったと分析している。

## (1) 財務省財務総合政策研究所の調査概要

### (a) 進展する企業統治改革

重要なステークホルダーとして、一般顧客や株主を重視する企業の増加が著しく、これらを重視する企業の比率は、従来の日本企業で重要なステークホルダーと考えられていた従業員や取引先銀行を重視すると回答した企業を上回る結果となっている。金融機関との持合い解消、企業の借入金削減への取組み、金融機関の体力低下に伴い、企業と取引金融機関との関係が希薄化した近年の変化を反映していると見られる。他方、従業員を重視する企業の比率について、この3年間（1999年から2002年）で変化がない点は、市場重視と従業員重視とが、必ずしも対立しないことを示唆するものとして注目される。

### (b) 内部統治構造改革と企業パフォーマンス

株主と経営者のエージェンシー問題の解決を目的とする企業統治改革は、企業の効率的経営にとって重要なファクターなのか。この問に対して、本報告書は、企業パフォーマンスの全てを企業統治構造で説明することは不可能であるとしながらも、企業統治構造はパフォーマンスを規定する重要なファクターの一つであることを明らかにしている。

①経営者が選択可能な内部統治構造改革として、株主総会の活性化、取締役会の改革、情報公開の取組みに焦点をあて、アンケート調査を利用し、これらの取組みに対する積極度を示す指標（CGS<sup>25</sup>）が作成されている。CGSとROA、トービンのQで測定した企業パフォーマンスの間には、有意に正の関係が存在することが実証的に明らかにされている。

②内部統治構造改革のうち、パフォーマンスへの効果が、もっとも明瞭なのは、情報公開活動であった。情報公開活動は、市場化した外部環境下にある日本の上場・店頭企業の企業統治にとって、普遍的な意味をもつ改革であることが示唆された。

25 CGS（コーポレート・ガバナンス・スコア）とは、調査から得られた定性情報をもとに、各企業の内部統治構造改革への取組みの積極度を、最高100、最低0となるように指標化したものである。調査では、企業の財務データと結合することによって、企業の内部統治構造改革への取組みとパフォーマンスとの関係について、定量的な分析が実施されている。

- ③他方、報告書の分析は、株主総会改革や取締役会改革が、必ずしも企業パフォーマンスと有意な関係にはないことを示している。執行役員制度や社外取締役の導入などの米国型統治構造が、日本企業に普遍的に妥当する改革モデルではないこと、また、これらの制度の導入にあたっては、企業の事業・組織構造と整合的な選択が不可欠であることを示唆している。

企業統治構造改革が企業パフォーマンスにどのような影響を与えているかを計量的に分析したこの調査の結果は非常に興味深いものであるが、コメントがないわけではない。この調査では、CGSが説明変数と企業パフォーマンス変数が被説明変数と想定されているのであるが、説明変数と被説明変数の関係が逆の場合もあると考えられる。すなわち、上記の(1)ではCGSが高い企業ほど、ROAやトービンのQが高くなるとされているが、逆にROAやトービンのQが高い、つまり優良企業ほど、CGSが高い、すなわち企業統治構造改革に熱心というようにも読み取れるであろう。また、IRと企業パフォーマンスとの関係についても、優良企業ほどIRに熱心という解釈も可能であろう。上記の(3)については、株主総会改革や取締役会改革が、必ずしも企業パフォーマンスと有意な関係にはないということだが、株主総会改革や取締役会改革の影響を見るにはもう少し長いタイムスパンが必要なのではないかと考えられる。

#### (c) 企業統治構造改革の決定要因

- ①外部統治構造の差は、企業の内部統治構造の選択に有意な影響を与えた。外国人株主比率が高い企業では、統治構造改革に積極的であり、逆に安定株主比率が高い企業は、改革に消極的である。他方、借入比率が低く、資本市場への依存度の高い企業は、改革に積極的であるのに対して、借入比率が高く、依然銀行に依存する企業では、改革に消極的であることが明らかにされている。
- ②従業員の経営関与が強い場合でも、情報公開などの統治構造改革に必ずしも消極的になるわけではなく、さらに、資本市場の圧力に直面している企業群では、従業員の経営への関与が強い企業ほど、統治構造改革に積極的であるという関係が確認された。取締役会改革や情報公開といった株主重視の企業統治改革と従業員重視の経営は両立する可能性が示唆された。

また、宮本光晴（2008）は、株主重視のガバナンスに対する従業員の態度に関する調査結果を踏まえ、上場企業に限定してのことではあるが、企業業績の悪化の中で従業員は長期雇用の維持が困難と考え、あるいは賃金の低下の中で経営者報酬は高すぎると考え、この結果、経営者に対する信頼は低下し、このような経営者を正すものとして、株主による監視だけでなく、従業員による監視を強める必要性を意識するという。そして、従業員にとって経営の監視は、経営の立て直しの必要を意識してのことである以上、そのことを経営者が株主重視のガバナンスとして提示するのであれば、この意味での株主重視の経営に従業員が反対する理由はないという。

以上のように、従業員重視の経営と株主重視の統治構造改革は必ずしも対立的ではないといういくつかの調査結果があり、理論の前提を再検討すべきであるにもかかわらず、この問題は従来取り上げられることが少なかった。このことは、これまでの従業員主権論の限界を示しているのではないだろうか。そして、従来の「株主重視か従業員重視か」のような二元論にとらわれずに、新たな視点からコーポレート・ガバナンスの問題を考え直す段階に来ているのではないだろうか。

## 2. 新しいコーポレート・ガバナンスの必要性

日本企業のコーポレート・ガバナンスについて新たな視点から考え直すこと理由の一つは、企業そのものが大きく変わりつつあることである。宮島（2011）は、銀行危機以降の日本企業の変化を多様化とハイブリッド化を鍵として理解する見方を示している。宮島によれば、1985年以降、従来の日本企業<sup>26</sup>は、金融面から漸進的に進化し、1997年の銀行危機以降には、所有構造、内部ガバナンスが他の経済制度（内部組織構造・雇用システム）と並んで同時に変化した。しかし、注目されるべきは、その変化が企業間で同時に進んだわけではなく、その結果、日本企業の企業統治の特性は大きく多様化したことであるという。多様化について、宮島ほかは、02年12月財務省財務総合研究所が東証1部・2部上場企業を対象に実施したアンケート調査を利用し、観察企業についてクラスター分析を行っている。そこで、注目されたのは、表3の14の変数であり、それらは以下の3つの次元に

26 1980年代までの日本企業の企業金融と企業統治は、メインバンク関係、株式相互持合い、内部昇進者からなる取締役会によって特徴付けられ、この点で同質的であった（宮島、2011）。

区分されている。

### (1) 統治構造多様化：分析の視点

#### (i) 外部ガバナンス：企業金融と所有構造の特徴を示す変数

証券市場からの資金調達度が高く機関投資家所有に特徴付けられる市場ベースの外部ガバナンスか、銀行借入と安定株主保有によって特徴付けられる長期関係を基礎とした外部ガバナンスかを識別する。

#### (ii) 内部ガバナンス：取締役会と経営陣の特徴を示す変数

所有と経営の組織的分離、外部取締役の登用、積極的な情報公開によって特徴付けられる構造か、内部昇進者からなる取締役会、私的情報の優位に特徴付けられる内部者優位の構造かを識別する。

#### (iii) 組織アーキテクチャ構造：報酬体系（ストックオプションの導入の有無）、組織内の分権化の程度、雇用制度の特徴を示す変数

上記の内部・外部ガバナンスの特徴が、有期雇用、成果主義賃金などの明示的・公式な契約にもとづく雇用システムか、あるいは暗黙の長期雇用契約、勤続年数と相関の高い（年功序列的）賃金によって特徴付けられる長期関係ベースの雇用システムのいづれと結びついているかを識別する。

以上の変数に基づく分析結果は、表3に要約されている。この分析結果は、日本企業が6つのクラスターに整理でき、さらにそれらが3つのクラスターに集約できることが示されている（表4参照）。

表3 企業統治構造の多様化：クラスター分析

	ハイブリッド型企业			伝統的日本企業			合計
	Type I		Type II	J-firm	Paternalistic	Modified J	
	2a	2b	3b	1a	1b	3a	
<b>I 資金調達・所有構造</b>							
社債依存度	6%	10%	3%	1%	2%	1%	3%
銀行借入依存度	6%	14%	17%	20%	14%	21%	16%
金融機関保有比率	45.6	42.5	22.1	23.1	19.9	21.5	27.1
事業法人保有比率	16.2	18.5	28	34.6	29.5	34.1	28.3
外国人保有比率	18.3	12.2	4.6	2	3.6	3.1	6
個人	19.2	25.9	44.6	39.5	46.2	40.7	37.9
<b>II コーポレートガバナンス改革に対する取り組み</b>							
少数株主保護	7.8	6.8	5.7	3.4	4.7	5.1	5.2
取締役改革	13.9	13.6	10.6	9.4	9.6	10.5	10.9
情報公開	19.7	17.1	11	7.1	9.2	9.3	11.2
<b>III 雇用システム</b>							
分権度	2.6	2.7	2.2	2.4	2.3	2.3	2.4
長期雇用を維持する企業の比率	84%	100%	29%	100%	100%	100%	84%
成果主義導入企業の比率	100%	10%	100%	0%	0%	100%	45%
ストックオプションの導入比率	45%	35%	56%	0%	46%	0%	28%
組合が組織されている企業の比率	100%	99%	51%	100%	19%	70%	73%
<b>IV 雇用・パフォーマンス</b>							
企業数	9.4	14.7	21	26.2	15.8	13	100
平均従業員数	7,574	5,493	1,030	940	718	1,325	2,067
従業員基準のシェア	31%	36%	10%	11%	5%	8%	100
標準化された ROA の平均	1.74	0.47	1.45	-0.72	1.22	-0.44	0.45

〈出典〉宮島（2011）59頁。

表4 3つのクラスター

	タイプIハイブリッド	タイプIIハイブリッド	伝統的日本企業
外部ガバナンス	市場志向	関係志向	関係志向
内部ガバナンス	市場志向	中位	関係志向
組織アーキテクチャ構造	関係志向	市場志向	関係志向
クラスターに属する企業	トヨタ、キャノン、三菱重工、キリン HD 等	新興企業 (IT 関連企業、流通)	繊維・食品の経営者企業、老舗の家族企業、上場子会社

〈出典〉宮島（2011）をもとに筆者が作成。

## (2)分析結果：3つのクラスター

### (i)タイプIハイブリッド

日本企業に支配的となりつつある、市場志向的な金融・所有構造と関係志向的な組織アーキテクチャが結合したハイブリッドなパターンである。このクラスターに属する企業は、外部負債の調達には主として社債を利用し、高い外国人所有比率によって特徴付けられる。また、取締役会改革に対して積極的であり、執行役員制・ストックオプションを導入した企業の多くはこのタイプに属し、情報公開のレベルも高い。他方、これらの企業は、長期雇用の規範を維持しつつ、高い労働組合の組織率によって特徴付けられる。

このタイプIハイブリッド企業は、さらに情報公開の程度がより高く、成果給の導入を進める企業（トヨタ・キャノン・花王）と、その程度がより低い企業（日立製作所、NTTドコモ）に分かれる。この市場志向的な金融・所有関係の拡大と関係志向的な内部統治・雇用関係を結合させたハイブリッド型企業の比重は、2002年の時点では企業数では23%に留まるものの、雇用者数では67%に達した。

言い換えれば、企業規模が大きく、社齢の長く、輸出比率及びR&D比率の高い日本のリーディング企業はハイブリッド化した。このタイプの企業では、組織面では、持ち株会社化、カンパニー制の導入によって、分権化が進み、雇用システム面では、従来の長期雇用を維持しつつ、年齢給を廃止し、成果主義の導入が進展した。

### (ii)タイプIIハイブリッド

表3のクラスター分析の結果は、銀行借入に依存する程度が高く、機関投資家の所有比率が低いにもかかわらず、有期雇用、成果主義的賃金、ストックオプションを積極的に利用する企業によって一つのクラスターが形成されたことを示している。このクラスターも、単純な補完性の予測に反して、関係志向的な金融と市場志向的な組織アーキテクチャという異なった2つのモードが結合している点でハイブリッドであるが、結合の仕方が先のタイプとは逆である。1990年代末から日本の企業セクターにこうした市場志向的なタイプの企業がクラスターとして登場したことは、注目されるべきである。

産業的には、IT関連産業、小売業などに多く分布し、創業者に率いられた社齢の若い企業が多い。このクラスターに属する企業は、従業員の高度の熟練に依存するところが弱いか（流通）、あるいは、高度ではあるが汎用性の高いスキルに依存し（IT関連産業）、

より流動的な外部労働市場と結合している。このタイプII企業比重は従業員ベースで10%であるが、企業数では21%を占める。

### (iii) 伝統的日本企業

1990年代後半からの日本の企業システムの進化は、企業間で均等に進展したわけではない。先のクラスター分析によれば、2002年時点の上場企業の中には、関係志向的な金融・所有構造と組織アーキテクチャを結合させた伝統的日本型企業が依然分厚く存在した。このグループに属する企業の資金調達は基本的に借入依存であり、資本（社債）市場に依存する程度は低い。外国人所有比率も低く、銀行・事業法人などのインサイダー所有の比率が高い。こうした企業は、内部ガバナンス改革や、雇用システム改革の取組みにも消極的である。外部取締役を採用するケースは少なく、情報公開度も低い。

この伝統的日本企業は、すべての次元の軸で最大値を取るJ-firmに加えて、さらに上場子会社（表3のModified J）や、長い社歴をもつ家族企業（paternalistic）などのサブグループが含まれる。部門的には建設、化学、電機、輸送機械に多く、その比重は、2002年時点では従業員ベースで25%であるが、企業数では過半に達する。

これまでの企業やコーポレート・ガバナンスの議論は、伝統的日本企業を前提にしたものが多い。しかし、宮島（2011）が報告するように、同質的であった日本企業は多様化しつつある。日本企業システムが進化する中、コーポレート・ガバナンスの問題について、従来の「株主重視か従業員重視か」という利益相反する両者の重点の置き方について議論するだけでは、コーポレート・ガバナンスの問題は解決できない。

江川（2008）は、グローバルな機関投資家の姿勢、企業の社会的責任に関する社会の期待などを勘案すると、今後はより透明性の高い経営、今まで以上の説明責任を求められる可能性が高いという。これは株主に対する責任ばかりでなく、従業員・顧客・取引先・社会全体に対する責任も含む。従って、日本の伝統であるといって閉鎖的・内向きになることは許されない。むしろ、多様なステークホルダーに対する責任のバランスをいかに達成するかが、今後、経営者の重要な課題となっていくと考えられる（江川、2008）。柳（2009）によれば、コーポレート・ガバナンスそのものの議論では、理論上の合理性は認識されつつあるものの、各国の歴史や文化、法律制度、労働市場の特性なども深く影響し、グロー

バル機関投資家と日本企業の平行線が見られるという。企業と株主がより良いコミュニケーション (IR) によって理解を深め、共通のゴールである企業価値<sup>27</sup>の最大化という Win-Win の関係を構築することが、資本市場の活性化、ひいては国富（たとえば、年金運用の改善を通して少子高齢化に対応する）に繋がる<sup>28</sup>。そのためには、企業内部構成員（経営者、従業員）と株主の企業価値最大化<sup>29</sup>を共に目指す Win-Win 関係構築のため、“Comply or Explain” 原則、つまり、グローバルスタンダードや機関投資家の一般的なロジックを基本的には遵守し、そうでない場合には、日本特有、そして企業ごとの事情を納得できるように説明することが重要である<sup>30</sup>。

---

27 基本的に企業価値とは将来キャッシュフローの現在価値 (DCF: Discounted Cash Flow) の総和をさす (柳, 2009)。

28 Jensen によれば、経営者は単一目的関数としての長期の企業価値の最大化のために全ての意思決定を行うべきで、それが国富の最大化に資するという。この考えを Value Maximization Theory と称している。そして、顧客、従業員、地域社会、政府、環境等との良好な関係なしには、そこでいう企業価値の最大化は図れないという考え方を Enlightened Value Maximization とよぶという (柳, 2009)。

29 正確には「最大化を目指すこと」を意味する。ハーバード大学の Michael c. Jensen も正確には Value-Seeking であるとしている (柳, 2009)。

30 ガバナンスや IR の良い会社が基準を定めて説明すれば、保有する現金は、価値創造のために将来投資される、あるいは株主に還元される「リアルオプション」であると見なされ、一方ガバナンスや IR が十分でなく、保有現金レベルの正当性も定量的に説明しなければ、その現金は投資家から、経営陣の保身のための「エージェンシー・コスト」とみなされる (柳, 2009)。

#### IV おわりに

本稿では、先行研究のサーベイを行い、日本企業のコーポレート・ガバナンスに関わる従来の議論の問題点を明らかにしてきた。先行研究においては、概して日本企業の従業員主権という実態にマッチングしたメカニズム論を展開する場合、日本企業が現実的に従業員主権であり、従業員重視の経営と株主重視の統治構造改革が対立することを前提としていることが少なくない。しかし、従業員重視の経営と株主重視の統治構造改革は必ずしも対立的ではないという調査結果があり、理論の前提を再検討すべきであるにもかかわらず、この問題は従来取り上げられることが少なかった。このことは、これまでの従業員主権論の限界を示しているのではないだろうか。同質的であった日本企業が多様化しつつある中、従来の「株主重視か従業員重視か」の二項対立では、コーポレート・ガバナンスの問題は解決できない。多様化する日本企業のコーポレート・ガバナンスについて、企業と株主に共通する企業価値最大化<sup>31</sup>という視点からより深く研究していくことが今後の課題である。

---

31 具体的に何を指標とするかは将来キャッシュフローの現在価値もあろうし、付加価値も考えられるが、今後の課題として検討中である。

## 参考文献

- Learmount, Simon (2002) *Corporate governance : what can be learned from Japan?*, Oxford University Press.
- 青木昌彦 (2009) 『比較制度分析序説』講談社.
- Asian Corporate Governance Association (2009) 『ACGA 日本のコーポレート・ガバナンス改革に関する意見書』.
- 砂川伸幸 (2000) 『財務政策と企業価値』有斐閣.
- 伊藤秀史 (2005) 「企業とガバナンス」伊丹敬之・藤本隆宏・岡本哲二・伊藤秀史・沼上幹編『リーディングス日本の企業システム 第Ⅱ期 第2巻 企業とガバナンス』有斐閣.
- 伊丹敬之 (2000) 『日本型コーポレートガバナンス—従業員主権企業の論理と改革』日本経済新聞社.
- 伊丹敬之・加護野忠男 (2003) 『ゼミナール経営学入門3版』日本経済新聞社.
- 伊丹敬之・藤本隆宏・岡本哲二・伊藤秀史・沼上幹編 (2005) 『リーディングス日本の企業システム 第Ⅱ期 第2巻 企業とガバナンス』有斐閣.
- 井上光太郎「アクティビストファンドの効果：日米比較」『証券アナリストジャーナル』2008年2月号.
- 井上真由美・池田広男 (2010) 「日本のコーポレート・ガバナンスとアクティビストファンドの関係」『日本経営学会誌』第25号.
- 今西宏次 (2010) 「コーポレート・ガバナンス論と企業観再考」『同志社商学』同志社大学商学部創立六十周年記念論文集.
- 岩井克人 (2009) 『会社はこれからどうなるのか』平凡社.
- 岩田規久男 (2007) 『そもそも株式企業とは』ちくま新書.
- 江川雅子 (2008) 『株主を重視しない経営』日本経済新聞社.
- 老平崇了 (2009) 「日本型コーポレート・ガバナンスの展望と課題」『オイコノミカ』第1号.
- 汪志平 (2010) 「日本企業の進化と多様性」『産研論集』第39号.
- 岡崎哲二 (1995) 「日本におけるコーポレート・ガバナンスの発展」青木昌彦・R ドーア編『システムとしての日本企業』NTT出版.
- 岡部光明 (2002) 「コーポレート・ガバナンスの研究動向：展望」『KEIO SFC JOURNAL』Vol.1 No.1.
- 小佐野広 (2001) 『コーポレート・ガバナンスの経済学』日本経済新聞社.
- 小佐野広 (2005) 『コーポレート・ガバナンスと人的資本—雇用関係からみた企業戦略』日本経済新聞社.
- 小澤玲・金崎芳輔 (2006) 「日本企業の統治構造と企業パフォーマンス」『経済学』.
- 柏木仁 (2005) 「スチュワードシップ理論：性善説に基づく経営理論—理論の解説、先行研究の整理、今後の研究の方向性—」『経営行動科学』第18巻第3号.
- 貝塚啓明編 (2003) 『再訪 日本型経済システム』有斐閣.

- 加護野忠男・砂川伸幸・吉村典久 (2010) 『コーポレート・ガバナンスの経営学企業統治の新しいパラダイム』有斐閣.
- 加護野忠男 (2010) 「誤った統治制度改革が企業の活力を奪った」『エコノミスト』2010年4月13日号.
- (株)東京証券取引所 (2011) 『東証上場企業 コーポレート・ガバナンス白書2011』
- 菊澤研宗 (2007) 「コーポレート・ガバナンスの行動エージェンシー理論分析—完全利己主義 vs 限定利己主義」『三田商学研究』第50巻第3号.
- 高巖・トーマス・ドナルドソン (2003) 『ビジネスエシックス—企業の社会的責任と倫理法令遵守マネジメント・システム— [新版]』文眞堂.
- 小島大徳 (2007) 「市民社会による企業統治：利害関係者から市民社会へ」『国際経営論集』No.33.
- 小島大徳 (2007) 「コーポレート・ガバナンス政策論の基礎的研究—市民社会を基にしたコーポレート・ガバナンス原則論の進展」『国際経営論集』No.34.
- 小林末男監修 (2006) 『現代経営組織辞典』創成社.
- 財務省財務総合政策研究所 (2003) 『進展するコーポレート・ガバナンス改革と日本企業の再生』
- 櫻井通晴 (2008) 『レピュテーション・マネジメント—内部統制・管理会計・監査に関する評判の管理—』中央経済社.
- ジェームス・C・アブレグレン (2004) 『新・日本の経営』日本経済新聞社.
- (社)日本経済団体連合会 (2009) 『「より良いコーポレート・ガバナンスをめざして—主要論点の中間整理』
- 田村達也 (2006) 『コーポレート・ガバナンス 日本企業再生への道』中公新書.
- 辻本臣哉 (2010) 「コーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンス サーベイノート」『証券経済学会年報』第45号.
- 土屋守章・岡本久吉 (2003) 『コーポレート・ガバナンス論』有斐閣.
- 土屋勉男 (2006) 『日本ものづくり優良企業の実力 新しいコーポレート・ガバナンスの論理』東洋経済新報社.
- 徳崎進 (2002) 『ファイナンシャル・マネジメント・ハンドブック』東洋経済新報社.
- 花崎正晴 (2008) 『企業金融とコーポレート・ガバナンス—情報と制度からのアプローチ』東京大学出版会.
- 平田光弘 (2001) 「21世紀の企業経営におけるコーポレート・ガバナンス研究の課題—コーポレート・ガバナンス論の体系化に向けて」『東洋大学紀要 経営論集』第53号.
- 平田光弘 (2007) 「コーポレート・ガバナンスで不祥事はなくなる」『エコノミスト』2007年2月6日号.
- 深尾光洋・森田泰子 (1997) 『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新社.
- 宮島英昭編 (2008) 『企業統治分析のフロンティア』日本評論社.
- 宮島英昭 (2011) 「日本企業システムの進化をいかにとらえるか：危機後の企業統治の設計に向けて」経済産業研究所『RIETI Policy Discussion Paper Series1-P-009』.

- 宮本又郎（1999）『企業家たちの挑戦』中央公論新社。
- 宮本又郎（2003a）「日本の企業制度 その歴史的成り立ち」『大航海』。
- 宮本又郎・杉原薫・服部民夫・近藤光男・加護野忠男（2003b）『日本型資本主義—どうなるどうする戦略と組織と人材』有斐閣。
- 宮本又郎・阿部武司・宇田川勝・沢井実・橘川武郎（2007）『日本経営史〔新版〕—江戸時代から21世紀へ』有斐閣。
- 宮本又郎（2010）『日本企業経営史研究—人と制度と戦略と』有斐閣。
- 宮本光晴（2008）「日本の従業員はなぜ株主重視のコーポレート・ガバナンスを支持するのか」宮島英昭編『企業統治分析のフロンティア』。
- 柳良平（2009）『企業価値最大化の財務戦略』同友館。
- 吉村典久（2007）『日本の企業統治—神話と実態』NTT出版。