経済研究
Vol. 53, No. 4, Oct. 2002

特集：日本の経済制度・経済政策

日本型コーポレート・ガバナンス

星　岳　雄

コーポレート・ガバナンスは，経営者と種々の利害関係者の間の問題を軽減するための諸制度の体系として理解することができる．経営者と資金提供者および労働者の間の問題を考えたモデルを分析することによって，経営者と資金提供者の間の問題を軽減する制度と経営者と労働者の間の問題を軽減する制度の間には相互補完性があることを確かめることができる．日本型のコーポレート・ガバナンスは，銀行と企業の間の密接な関係，終身雇用と企業内訓練，取引先企業間の長期的関係などによって特徴付けられてきたが，1980年代以降，銀行と企業の間の関係が大きく変化してきている．この変化が，日本型コーポレート・ガバナンスの他の側面にどのような影響を与えていくのかを実証的に見極めることが重要である．

1. はじめに

このところ，日本でもアメリカでも企業の不祥事が続出している．アメリカでは，関係会社を利用して巨額の負債を隠していたエンロンの破綻以降，大企業の不祥事が続々と明るみに出ている．長距離電話会社のMCIを買収するなどして1990年代後半に急成長したワールドコムは，粉飾決算がわかると，一ヶ月足らずで破綻に追い込まれた．同様に1990年代に急成長を遂げたタイコーは，前社長等が住宅建築や豪華パーティーなどの莫大な費用を会社に肩代わりさせていたのを公表しなかったという疑いで，証券取引委員会などの調査を受けている．

日本でも企業の不祥事は多発している．企業が破綻して初めて，巨額の負債を隠していたことが明るみに出る，という例が後を絶たない．一兆円に近い債務超過が明らかになったそごうグループの例は記憶に新しいところである．また，最近では昨年(2001年)破綻した大証二部上場会社ナナボシの粉飾決算が明らかになっている．

こうした会計上の問題に加えて，日本では雪印食品，日本ハム，丸紅畜産等大企業による食品偽装表示の不祥事も続発している．最近では，ユニバーサル・スタジオ・ジャパンにおいて，賞味期限切れ食材の使用や，工業用水の飲料水としての利用なども問題になっている．

このような不祥事はすべてコーポレート・ガバナンスの問題である．企業の行動は，その株主や債権者，さらにはその従業員，取引先，そして社会一般に多大な影響を及ぼす．しかし，企業の意思決定を行う経営者の利害が，その行動によって影響を受ける人々の利害と一致する保証はない．経営者が他の関係者の利害を軽視した行動を行う時に不祥事が生じる．たとえば，粉飾決算や会社資金の役員による流用は，その企業に資金を提供した一般投資家の信頼を欺き，損害を与える．また，製品の質や安全基準に関する偽装は，取引先そして消費者に影響を与え，その信頼を失うことになる．

以下で論じるように，コーポレート・ガバナンスとは，企業の経営者とその企業の行動によって影響を受ける利害関係者の間の問題を軽減するような仕組みである．

たとえば，経営者による会社資金の流用や粉飾決算を防ぐために，アメリカの上場企業についてはその決算の会計事務所による承認が義務

付けられている．しかし，そのようなコーポレート・ガバナンスが，問題を完全に解決するわけではないことを，最近の不祥事は如実に示している．

本稿の目的は，コーポレート・ガバナンスを経済学的に理解する枠組みを簡単に整理し，それを使って現在の日本の現状を把握することである．最適のコーポレート・ガバナンスは何かを問う規範的議論ではなく，実際のコーポレート・ガバナンスの解明に焦点を当てるという意味で，また，コーポレート・ガバナンスを関連しあう諸要素からなるシステムと捉えるという意味で，本稿のアプローチはAoki(2001)の提唱する比較制度分析を踏襲するものである[1]．

第2節では，まず，コーポレート・ガバナンスを企業の経営者と種々の利害関係者との間の問題を調整する仕組みと定義して，考えるべき利害関係者の範囲を論じる．第3節では，コーポレート・ガバナンスはこれら諸要素の単なる集合体ではなく，Aoki(2001)が指摘するように，諸要素間に相互補完性があるシステムである，ということが説明される．説明の助けとして，コーポレート・ガバナンスの金融的側面と労働的側面の補完性を示す簡単な理論モデルを構築する．最後に，第4節では，以上の議論をもとに，いわゆる日本型コーポレート・ガバナンスの特徴を整理し，それが最近どのように変化してきたかを考えて，結びに替える．金融的側面において特に大きな変化が認められるが，この変化が今後，日本型コーポレート・ガバナンスの他の側面にどのような影響を与えていくのかを見極めることが重要な研究テーマであることを指摘する．

2. コーポレート・ガバナンスとは？

コーポレート・ガバナンスとは何か？ 経済学では今までに，大きく分けて二通りの定義が提唱されてきた[2]．

まず，企業の資金提供者(とくに株主)と経営者の間の利害不一致やモラル・ハザードの問題に注目し，コーポレート・ガバナンスの問題を資金提供者による経営者の規律付けの問題と捉える立場がある．たとえば，Shleifer and Vishny(1997)は，コーポレート・ガバナンスを「企業の資金提供者に投資からの収益を確保する仕組み」(737ページ)と定義している．小佐野(2001)も，この立場からコーポレート・ガバナンス論を展望している．また，もっと規範的分析の立場から，よいコーポレート・ガバナンスとは経営者が株主の利益を最大化するように行動させるような仕組みである，と考えれば，それはいわゆる株主資本主義の議論につながることになる．

もう一つの定義は，資金提供者に限らず，もっと広い範囲の利害関係者を考え，それらの種々の利害関係者と経営者の間の問題を調整する仕組みがコーポレート・ガバナンスである，とする．企業の利害関係者としては，資金提供者だけに限らず，被雇用者，取引先，さらには一般社会も含みうることになる．たとえば，Tirole(2001)は，コーポレート・ガバナンスを「経営者に利害関係者全員の厚生を内部化させるような制度設計」(p. 4)と定義している．また，Kojima(1997a)は，「企業の目的を効率的に達成するために企業経営に関わる種々の自己中心的な利害関係者の行動を制御し調整するのに使われる制度の集合」という定義を提示している．Aoki(2001)の「企業組織ドメインの利害関係者(投資家，労働者，経営者)の条件付行動選択を規制するような(公式のあるいは非公式の)罰則なしで遵守されるような規則の総体」(p. 281)という定義も同様なものと考えることができる．規範的立場からは，このようなアプローチは，企業は全ての利害関係者を考慮に入れて意思決定を行うべきだ，というステークホルダー(利害関係者)資本主義の議論につながる．

本稿では，後者のような定義を採用し，企業の利害関係者として，資金提供者のみではなく，被雇用者，取引先，そして一般社会も考える．資金提供者ももちろん重要な利害関係者であるから，前者の定義は後者の定義の特殊ケースとも言えることになる．小佐野(2001)やTirole(2001)が指摘するように，経済理論に基づくコーポレート・ガバナンス論は，今までのところ，

資金提供者と経営者の間の問題の分析に偏って発展してきた[3]．

これは，資金提供者と経営者の二者に限った分析が，簡単な数学モデルになじみやすかったという理由によると思われる．しかし，実際の経済で観測されるコーポレート・ガバナンスを理解しようとする時には，より一般的な定義から出発するのが有望かと思われる．

企業の利害関係者として，本稿では大きく分けて，資金提供者(株主および債権者)，労働者(被雇用者)，取引先，そしてそれ以外の一般社会を考える．これら利害関係者と企業の意思決定を行う経営者との間には種々の問題がありうる．

まず，資金提供者と経営者の間には，深刻なモラル・ハザードの問題が考えられる．経営者と資金提供者の利害は一般的に一致しないことが多い．資金提供者はもちろん資金を投下することによって得られる利潤をできるだけ大きくしたいと願うわけだが，経営者の方は資金提供者が得る利潤よりも自分自身の利益を重視するのが普通と考えられる．極端な場合，経営者は，資金提供者に知られなければ，利潤を犠牲にしても私腹を肥やす行動に出るかもしれない．たとえば，会社の資金を流用して，自らのために豪邸を作るかもしれない．そこまで行かなくとも，企業の損失を粉飾決算によって隠し続けて，経営者の椅子に座りつづけようとするような場合も，経営者自身の利益のために資金提供者の利害を傷付けているという点では同じである．

同様に，経営者と労働者の間にもモラル・ハザードの問題がある．企業の生産活動には，一般的に経営者および労働者双方の貢献が必要であるが，その貢献の度合が(事後的にも)観測不可能である時，努力を怠るインセンティブが生まれ，モラル・ハザードが発生する[4]．

また，経営者の機会主義的行動が問題になることもある．たとえば，生産が行われる前に労働者がある特殊技能を身に付ける必要がある場合を考えよう．経営者は事前的には，労働者に技能取得のインセンティブを与えるために，技能取得の費用を賄ってあまりある賃金の支払いを約束するかもしれない．しかし，その特殊技能がこの企業でしか役に立たない場合，経営者は(労働者が技能を身につけた後)事後的に賃金契約を再交渉して，安い賃金で労働者を再雇用しようとするかもしれない．これを見越して，労働者の方も最初から技能取得のための努力を拒むかもしれない．

同じようなモラル・ハザードや機会主義の問題は，企業とその取引先の間にも考えられる．たとえば，新製品開発のために当該企業とその下請企業の両者の努力が必要な場合，両者が努力を怠らないためには何らかの制度が必要かもしれない．また，生産の前提として，下請企業はこの取引関係の下でしか役に立たない「関係特殊的」な投資を要求されるかもしれない．下請企業が当該企業側の機会主義的行動を懸念すれば，「関係特殊的」な投資に消極的になるだろう．

最後に，一般社会の利害を代表するものとして，政府，企業外部の利益集団，企業が立地する地域の住民などを，コーポレート・ガバナンスの重要な関係者として考えることができる．企業経営者と一般社会の間にもモラル・ハザードの問題が起こりうる．たとえば，食品会社が品質管理に十分の努力を払うことなく，消費者が食中毒にかかる確立を増やす，というのはモラル・ハザードの例である．企業と一般社会の間の問題には，古典的な外部性の問題も含まれる．企業の工場廃水が近隣の川を汚し，住民の健康を脅かすかもしれない．工場からの煙が大気を汚染するかもしれない．こうした外部不経済の問題に加えて，外部経済の問題も考えられる．たとえば，技術革新の一企業にとっての利益がその社会的利益よりも低い場合，企業のR&D投資が過小になってしまうかもしれない．

以上のような企業の経営者と種々の利害関係者のあいだのモラル・ハザード等の問題を軽減する仕組みの体系として，コーポレート・ガバナンスを捉えることができる．以下に見るように，それぞれの問題を軽減する仕組みとしては複数のものがあり得る．したがって，それぞれの側面における仕組みの違いに注目することに

より，コーポレート・ガバナンスの類型化を図ることができる[5]．

まず，株主や債権者などの資金提供者と企業の経営者の間のモラル・ハザードを軽減する仕組みから見てみよう．モラル・ハザードを軽減する方法には大きくわけて二種類のものが考えられる．エージェント(この場合は経営者)に努力を怠ると損をするような経済的誘引を与える方法と，エージェントが努力を怠らないように見張る(モニタリング)方法である．この二通りにほぼ対応する形で，Berglöf(1995)は，「一歩距離をおいた金融」(arm's-length financing)と「管理指向的金融」(control-oriented financing)という二通りのモラル・ハザード軽減の仕組みを区別した．「一歩距離をおいた金融」では，資金提供者は企業に対して何ら長期的な関係を持つことなく，たとえば，悪いシグナル(経営者が努力を怠った時により高い確率で観測されるようなシグナル)が見られれば，プロジェクトの途中でも資金を引き上げるようにする．これに対して，「管理指向的金融」では投資家が直接経営者をモニターし，努力を怠らず，投資家の利益が確保されるようにする．本稿でも，Berglöf(1995)に倣って，資金提供者と企業の経営者の間のモラル・ハザード問題を軽減する仕組みとして「一歩距離をおいた金融」と「管理指向的金融」の二つを考える．

よりくわしく見れば，経営者の努力と相関するシグナルはどこからくるのか，モニタリングは具体的にどのような方法で行われるのか，株主と債権者でどちらがより重要なモニターになるのか，状況によってモニターが代わるということもあるのか等の観点から，この側面でのモラル・ハザード軽減の仕組みをさらに細分化することができる．しかし，本稿では，そのような細分化には立ち入らない．コーポレート・ガバナンスを構成する仕組みの一つ一つを詳細に考察するより，それらの間の相互補完性の分析に焦点を置きたいからである．

経営者と労働者の間の問題を軽減する仕組みにもいくつかの種類がある．経営者と労働者の間のモラル・ハザードは一般的に双方向の問題である．経営者側が労働者の怠慢に注意しなければならないのと同様に，労働者側でも経営者のモラル・ハザードに気をつけなければならない．

労働者のモラル・ハザードについては，経済学で以前から研究が進められてきた．資金提供者が経営者に対してインセンティブを与えるのと同様に，経営者は労働者に対して努力が報われるような賃金体系を設計することができる．あるいは，経営者は労働者が努力を怠らないように見張ることもできるかもしれない．ここでも，資金提供者と経営者の間のモラル・ハザード同様，大きく分けて二通りの解決方法があるのである．

経営者側のモラル・ハザードを考えると，労働者は投資家と同様の立場にたつことになる．生産に必要な資源(投資家の場合は金融資本，労働者の場合は人的資本)を提供するのだが，経営者の行動によってその収益率が変わってくる．理論的には，労働者側が経営者に対して金銭的インセンティブを与えたり，あるいは直接モニターすることによって，経営者のモラル・ハザードを軽減できることになる．実際の制度としては，ESOP(Employee Stock Ownership Program；被雇用者持株制度)等を通じて，労働者が企業の所有者として経営に影響を与えられるようにしたり，ドイツの大企業に対して義務付けられているように，労働者の代表を取締役会に入れることによって経営に参加させる，ということが考えられる．

企業とその取引先の間にも，双方向のモラル・ハザードおよび機会主義の問題が存在しうる．たとえば，自動車会社とその下請業者の関係を考えてみよう．下請業者が努力することによって部品の(品質を低下させずに)生産費用を低下させることができるが，自動車会社がその努力を観察するのは難しい場合を考える．この場合，モラル・ハザードの問題が発生することになる．ここでも，モラル・ハザードを軽減する仕組みの代表的なものとして，金銭的インセンティブと直接モニタリングの二つが考えられる．

たとえば，自動車会社が下請業者に対して生産費用に関係ない一定の価格で部品を買い上げる約束をする場合，下請業者は生産費用低下の利益を全て享受できるので，十分に努力をするインセンティブが生まれる．あるいは，自動車会社が下請業者に技術者を派遣するなどして，費用削減の努力を怠らないようにモニターすることも可能である．その代わりに，下請業者の努力にもかかわらず生産費用が高騰した場合には，コスト増の少なくとも一部を自動車会社が肩代わりする(部品の購入価格を引き上げる)ような契約も結ぶことができるようになる．

最後に，資金提供者，労働者，取引先以外の人々が，重要な利害関係者になる場合も考えられる．経営者のモラル・ハザードや機会主義的行動が，その企業が属する地域社会の住民や不特定多数の消費者に大きな影響を与える場合である．このような利害関係者を代表する形で，地方政府や中央政府が企業を規制することが考えられ，この意味で政府による規制の多くもコーポレート・ガバナンスの要素である，と言うことができる．

以上，コーポレート・ガバナンスに関わる主な利害関係者を特定し，それぞれと経営者の間のモラル・ハザードや機会主義の問題を軽減するための主な仕組みを概観した．これら以外に，種々の利害関係者と経営者の間の問題を軽減する包括的な仕組みもいくつか存在しうる．たとえば，会社法は，企業の経営者と(一般社会も含む)様々な利害関係者との間の問題を軽減するための種々の規則の体系と考えることができる．この意味で，会社法もコーポレート・ガバナンスの要素の一つと言える．La Porta *et al.* (1998)が発見したように，会社法が違うと，コーポレート・ガバナンスの他の(法律化されていない)部分も違ってくる傾向がある．彼等の論文によれば，法律による株主保護が弱く，会計基準が整っていない国ほど，株主の集中度が高くなる傾向がある．すなわち，会社法による規制が弱いほど，株主は自らの「管理指向的金融」により経営者を統治しようという傾向が見られるのである．

会社法同様，財市場での競争も，経営者と利害関係者の間の問題を軽減するのに間接的な役割を果たす．財市場の競争が激しい場合には，経営者と利害関係者の間の問題に起因する非効率性が，最終的には企業が生き残る確率を低下させることになるからである．企業が財市場での競争に勝ち残れないかもしれないという脅威が，経営者と利害関係者のモラル・ハザードを軽減するのに役立つかもしれない．あるいは，財市場での競争の結果，モラル・ハザードや機会主義の問題をよりよく解決した企業だけが生き残る，ということも考えられる．

3. 簡単な相互補完性のモデル

前節で見たように，経営者と種々の利害関係者の間にはモラル・ハザードや機会主義の問題が存在し，それらを軽減する仕組みとして複数のものが考えられる．それぞれの種類の利害関係者との問題を軽減する仕組みがコーポレート・ガバナンスを構成する諸要素となり，その総体として，さらには会社法や財市場での競争といった複数の側面で問題を軽減するものも含めて，コーポレート・ガバナンスを理解することができる．しかも，こうしたコーポレート・ガバナンスの諸要素は，それぞれ独立なのではなく，一つの要素が他の要素の効果に影響を与えるという意味で，システムを構成している．具体的に言うと，ある問題(たとえば資金提供者と経営者の間の問題)を軽減するためのある仕組み(たとえば管理指向的金融)が存在する時，他の問題(たとえば労働者と経営者の間の問題)を軽減するためのある仕組み(たとえば経営者によるモニタリング)の有効性が増すという関係が見られるのである．この節では，簡単な理論モデルを使って，このようなコーポレート・ガバナンスの諸要素の相互補完性を考える．

簡単化のために，経営者以外の利害関係者としては，資金提供者と労働者の二種類のみを考える．また，一般的には双方向である労働者と経営者の間のモラル・ハザードについても，労働者側のモラル・ハザードのみを考察する．このように簡単化したモデルでも，資金提供者と

経営者の間の問題を軽減する仕組みと労働者と経営者の間の問題を軽減する仕組みに相互補完性があることを示すことができる．

以下では，まず資金提供者と経営者の間のモラル・ハザードをモデル化し，それを軽減する仕組みとして二通りのものを考えることから始める．次に，労働者と経営者の間のモラル・ハザードについても，それを簡単にモデル化し，それを軽減する二通りの仕組みを考える．最後に，両方のモラル・ハザードが存在する状況を考え，モラル・ハザード軽減の仕組みの相互補完性を考える．

まず，資金提供者と経営者の間のモラル・ハザードのモデル化から始めよう．このモデルは，Tirole(2001)のそれと基本的に同じである．まず，投資資金 I を必要とする二種類の代替的なプロジェクトに投資できる経営者／起業家を考える．ただし，自己資金が $A(<I)$ しかないので，不足分は十分に資金を持っている資金提供者から調達しなければならない．資金提供者は，この経営者に資金を提供しないなら，資金をそのまま貯蓄することができ，その場合の収益率(機会収益率)は0%である，と仮定する．二種類のプロジェクトは，同額の投資資金(I)を要し，成功すればともに R の収益をもたらすが，その成功確率が違うと仮定する．「良いプロジェクト」の成功確率を p_H，「悪いプロジェクト」の成功確率を p_L とし，$p_H>p_L$ を仮定する．両方のプロジェクトとも，失敗した場合の収益はゼロとする．「良いプロジェクト」の方が期待収益が高いのだが，経営者は「悪いプロジェクト」を選んだ時のみ B の非金銭的効用を得ると仮定する[6]．

プロジェクトの収益は誰でも観測できるが，どちらのプロジェクトを選んだかは経営者しか知り得ないと仮定する．経営者のモラル・ハザードが問題になるのである．この場合，資金提供者は経営者への報酬をプロジェクトの収益の関数にすることはできても，選択された成功確率の関数にはできないことになる．

全体として，「良いプロジェクト」は価値があるが，「悪いプロジェクト」は価値がないとする．すなわち，$p_HR-I>0$ および $p_LR-I+B<0$ を仮定する．資金提供者はプロジェクトが成功した時のみ，経営者に w_m の報酬を与えるとすると，経営者が良いプロジェクトを選択するインセンティブを持つためには，

$$(p_H-p_L)\,w_m\geq B \tag{1}$$

が成り立たなければならない．成功確率を高めることによる期待報酬の増加が，失われる私的利益よりも大きくなければならないのである．したがって，経営者には少なくとも $B/(p_H-p_L)$ の成功報酬を約束されなければならない．その結果，資金提供者が受け取ることができる期待収益は，最大でも

$$p_H\left(R-\frac{B}{p_H-p_L}\right) \tag{2}$$

になる．Tirole(2001)はこれを(経営者の)「差出可能所得」(pledgeable income)と呼ぶ．資金提供者の機会収益率はゼロと仮定しているから，この差出可能所得が提供しなければならない資金額(I-A)を上回る時のみ，経営者は資金を得ることが可能になる．すなわち，

$$p_H\left(R-\frac{B}{p_H-p_L}\right)\geq I-A \tag{3}$$

が成り立つ時のみ，資金が提供され，プロジェクトが実行に移されることになる．社会的に価値のある(すなわち $p_HR-I>0$ が成り立つ)プロジェクトでも，私的利益 B が大きかったり，経営者の自己資金 A が小さい場合は，モラル・ハザードの問題のために実行されなくなるのである．

モラル・ハザードを軽減するための仕組みとして，前節で論じたように，大きく分けて「管理指向的金融」と「一歩距離をおいた金融」の二通りが考えられるが，ここではそれぞれの代表として銀行によるモニタリングと株式市場による規律付けをモデル化し，モラル・ハザード

の軽減の度合がどのようなパラメーターに依存するかを考える．

まず，銀行によるモニタリングを考えよう．ここでは，Tirole(2001)同様，銀行は c_b の費用を払うことによって，経営者が悪いプロジェクトを選択する時の私的利益を B から $b(<B)$ に減らすことができると仮定する．したがって，差出可能所得は $p_H[R-b/(p_H-p_L)]$ に増加することになり，これが貸出資金にモニタリングの費用を加えたものより大きい時，すなわち

$$p_H\left(R-\frac{b}{p_H-p_L}\right)\geq I-A+c_b \qquad (4)$$

が成り立つ時に銀行の貸出によってプロジェクトがファイナンスされ，経営者は良いプロジェクトを選択するようになる．(3)と(4)を比較して，c_b がそれほど大きくない限り，銀行によるモニタリングはファイナンスされるプロジェクトの範囲を広げることがわかる．

株式市場による規律付けは次のようにモデル化する．まず，資金提供者は株主として資金を提供し，資金の提供と同時にプロジェクトの所有権を得るとする．経営者がプロジェクトの種類を選択した後，株式市場参加者はその企業についてあるシグナルを観測すると仮定する．簡単化のため，Tirole(2001)に倣って，シグナルは経営者の行動の充分統計量であると仮定する．シグナルには「良いニュース」と「悪いニュース」の二種類があり，それぞれのニュースが得られる確率は，経営者のプロジェクト選択に依存する．いま，経営者が良いプロジェクトを選択した時に「良いニュース」が得られる確率を q_H，経営者が悪いプロジェクトを選択した時に「悪いニュース」が得られる確率を q_L とする．ただし，$q_H>p_H$ および $q_L<p_L$ である．「良いニュース」が観測された時にプロジェクトが成功する条件的確率を v_G，「悪いニュース」が観測された時にプロジェクトが成功する条件的確率を v_B とする[7]．

株式市場には，悪いニュースが観測された時，そのプロジェクトの条件的成功確率を v_B から $v_B+\delta$ に増加させる能力を持った投資家達がいるとする[8]．

これらの投資家を「再建型投資家」と呼ぼう．再建型投資家は，悪いニュースが観測された時，現在の株主が期待できるよりも大きな収益を期待することができるので，現在の株主からプロジェクトを買い取ろうとする．プロジェクトの買収価格は v_BR になるとする[9]．

シグナルが経営者の選択の充分統計量であると仮定しているので，Holmström(1979)が示したように，株主が経営者に与えるインセンティブ契約をプロジェクトの最終結果を見ずにシグナルのみの関数にすることができる．良いシグナルが観測された時の経営者への報酬を w_s とすると，経営者が良いプロジェクトを選ぶインセンティブを持つためには，

$$(q_H-q_L)\,w_s\geq B \qquad (5)$$

が成り立てばよい．したがって，この場合の差出可能所得は

$$p_HR-q_H\frac{B}{q_H-q_L} \qquad (6)$$

で与えられる[10]．

次の条件が成り立つとき，株式市場は経営者に資金を提供し，経営者は良いプロジェクトを選択する．

$$p_HR-q_H\frac{B}{q_H-q_L}\geq I-A \qquad (7)$$

労働者側のモラル・ハザードは次のようにモデル化する．簡単化のためにプロジェクトを行うためには一人の労働者を雇う必要がある，と仮定する．良いプロジェクトのためには，労働者が熟練技能を持っていることが必要で，もし労働者の技能が低いなら，プロジェクトの成功確率は，p_H から p_M に落ちるとする．ただし，$p_H>p_M>p_L$ を仮定する．悪いプロジェクトの成功確率は労働者の技能に依存しないとする．

労働者は，非金銭的費用 E を支払うことによって熟練技能を身につけることができる．このとき，労働者の技能を経営者が直接観測できないところから，モラル・ハザードの問題が発生する．全体としては労働者が努力することが望ましい，すなわち $p_H R - E > p_M R$ を仮定する．

このモラル・ハザードを軽減する方法として，二つのものを考える．ひとつは，企業が費用を負担することによって，労働者に訓練を施し，熟練技能を身につけさせるやり方である．企業にとっての訓練費用を e であらわし，$e \leq E$（すなわち企業にとっての費用は労働者個人にとっての費用を上回らない）を仮定する．熟練技能のない労働者の市場賃金を w^* で表すと，企業はこの賃金で労働者を雇い入れ，費用 e を払うことによって熟練技能を身につけさせることができるから，必要賃金の総額は $w^* + e$ となる．

もう一つの方法は，労働者の技能について，労働市場で不完全であるがシグナルが存在するとき，賃金をシグナルの関数にして労働者に訓練を受けるインセンティブを与える方法である．この場合，訓練は企業外で行われ，企業は労働市場でのシグナルを観測してから，労働者を雇い入れると仮定する．労働者が自ら費用を払って技能を取得した時に，労働市場で「良いニュース」が得られる確率を r_H としよう．簡単化のため，技能を取得していないにもかかわらず「良いニュース」を得る確率はゼロと仮定する．すなわち，タイプ2エラーの確率をゼロとするのである．したがって，企業は「良いニュース」の労働者のみを雇うことによって，必要な熟練労働を確保することができる．この場合の賃金を w とすると，労働者が技能取得のインセンティブを持つためには，

$$r_H w - E \geq w^* \tag{8}$$

が成り立たなければならない．経営者側の交渉力が十分強いと仮定して，この場合の賃金は，

$$w = \frac{w^* + E}{r_H} \tag{9}$$

で与えられる．

以上のような二通りの金融と二通りの雇用形態を組み合わせることによって，四通りのコーポレート・ガバナンスの体系を考えることができる．経営者と資金提供者の間のモラル・ハザードを軽減するやり方として，銀行によるモニタリングと株式市場による規律付けの二通りがある．労働者のモラル・ハザードを軽減するやり方にも，企業内訓練とインセンティブ賃金の二通りがある．したがって，コーポレート・ガバナンスとしては，(1)銀行金融と企業内訓練，(2)株式市場金融と企業内訓練，(3)銀行金融とインセンティブ賃金，(4)株式市場金融とインセンティブ賃金の四通りの体系を考えることになる．それぞれの場合について，種々の決定の順番を示したのが表1から表4である．これら全てのことが一期間内に起こると仮定する．

四通りのコーポレート・ガバナンスのシステムを，全体としてどれほどのモラル・ハザードの軽減が達成できるかに注目して比較してみよう．まず，労働者のモラル・ハザードは，この簡単なモデルでは，企業内訓練あるいは自己投資のためのインセンティブ賃金によって完全に解決されることに注目したい．ただし，そのために企業が支払わなければならない費用が，制度によって変わってくる．この費用の大小が，経営者が資金提供者に差出可能な所得額に影響を与え，最終的には経営者のモラル・ハザードがどの程度軽減されるかを決めることになる．したがって，それぞれのコーポレート・ガバナンスのシステムについて差出可能所得の大きさを比べることによって，それらをランク付けできることになる．

まず，銀行金融と企業内訓練によるコーポレート・ガバナンスを考えてみよう．上で見たように，企業は w^* で非熟練労働者を雇い入れ，費用 e で企業内訓練を施すことによって，熟練労働者を作り出す．これにより，経営者が資金提供者に差出すことが可能な所得が $w^* + e$ だけ減少する．このことを考慮に入れて(4)式を書き直すと，次のような条件が成り立つ時に，経営者は良いプロジェクトを選択することにな

表 1. 銀行金融＋企業内訓練

資金調達	プロジェクト費用 I 経営者の自己資金 A 銀行からの借入金 I-A
プロジェクトの選択 銀行モニタリング	経営者はプロジェクトを選択 良いプロジェクト：成功確率 p_H か p_M(労働者の熟練による)， 私的利益　ゼロ 悪いプロジェクト：成功確率 p_L，私的利益 B 銀行のモニタリング(費用 c_b)により私的利益 b に減少
労働者の雇い入れ 賃金の決定	非熟練労働の賃金 w^*
企業内訓練	企業が訓練費用 e を負担 熟練労働を使った良いプロジェクトの成功確率 p_H
結果	プロジェクトの成果が観測される 確率 p で R の収益 確率 1-p でゼロ収益 労働者への支払いおよび銀行への返済

表 2. 株式市場金融＋企業内訓練

資金調達	プロジェクト費用 I 経営者の自己資金 A 株式市場からの調達 I-A
プロジェクトの選択	経営者はプロジェクトを選択 良いプロジェクト：成功確率 p_H か p_M(労働者の熟練による)， 私的利益　ゼロ 悪いプロジェクト：成功確率 p_L，私的利益 B
労働者の雇い入れ 賃金の決定	非熟練労働の市場賃金 w^*
企業内訓練	企業が訓練費用 e を負担 熟練労働を使った良いプロジェクトの成功確率 p_H
株式市場のシグナル	良いプロジェクトが選択された時の良いニュースの確率 q_H 悪いプロジェクトが選択された時の良いニュースの確率 q_L 良いニュースが観測された時の経営者の報酬 w_s 悪いニュースが観測された時の経営者の報酬　ゼロ
企業買収	株式市場で良いニュースが観測されれば，企業はそのまま存続 悪いニュースが観測されれば，企業は再建型投資家に売却され， 労働者は解雇される
結果	プロジェクトの成果が観測される 確率 p で R の収益 確率 1-p でゼロ収益 企業が存続していれば，労働者への支払いおよび株主への 利益分配

る．

$$p_H\left(R-\frac{b}{p_H-p_L}\right)-w^*-e-c_b\geq I-A \quad (10)$$

つぎに，株式市場金融と企業内訓練による場合を考えよう．銀行金融が使われる場合と大きく異なるのは，企業が再建型投資家に売却されて，労働者が解雇される可能性が存在する点である．解雇された労働者は，少なくともこの期間は他の仕事につくことができないと仮定する．すると，この企業が支払う賃金はこのような解雇による損失を考慮に入れても期待値で(非熟練労働の)市場賃金に等しくなければならない．

表 3. 銀行金融＋インセンティブ賃金

資金調達	プロジェクト費用 I 経営者の自己資金 A 銀行からの借入金 I-A
プロジェクトの選択 銀行モニタリング	経営者はプロジェクトを選択 良いプロジェクト：成功確率 p_H か p_M(労働者の熟練による)， 私的利益　ゼロ 悪いプロジェクト：成功確率 p_L，私的利益 B 銀行のモニタリング(費用 c_b)により私的利益 b に減少
労働者による人的資本への自己投資	熟練技能取得のための非金銭的(私的)費用 E
労働市場のシグナル	熟練技能取得のための投資がなされた時の良いニュースの確率 r_H 投資がなされなかった時の良いニュースの確率　ゼロ 企業は良いニュースが観測された労働者を雇い入れる
結果	プロジェクトの成果が観測される 確率 p で R の収益 確率 1-p でゼロ収益 労働者への支払いおよび銀行への返済

表 4. 株式市場金融＋インセンティブ賃金

資金調達	プロジェクト費用 I 経営者の自己資金 A 株式市場からの調達 I-A
プロジェクトの選択	経営者はプロジェクトを選択 良いプロジェクト：成功確率 p_H か p_M(労働者の熟練による)， 私的利益　ゼロ 悪いプロジェクト：成功確率 p_L，私的利益 B
労働者による人的資本への自己投資	熟練技能取得のための非金銭的(私的)費用 E
株式市場のシグナル	良いプロジェクトが選択された時の良いニュースの確率 q_H 悪いプロジェクトが選択された時の良いニュースの確率 q_L 良いニュースが観測された時の経営者の報酬 w_s 悪いニュースが観測された時の経営者の報酬　ゼロ
企業買収	株式市場で良いニュースが観測されれば，企業はそのまま存続 悪いニュースが観測されれば，企業は再建型投資家に売却される
労働市場のシグナル	熟練技能取得のための投資がなされた時の良いニュースの確率 r_H 投資がなされなかった時の良いニュースの確率　ゼロ 企業が存続していれば，良いニュースの労働者を雇い入れる
結果	プロジェクトの成果が観測される 確率 p で R の収益 確率 1-p でゼロ収益 企業が存続していれば，労働者への支払いおよび株主への利益分配

すなわち，企業が賃金および企業内訓練費用として支払わなければならない金額の総額は，

$$\frac{w^*}{q_H}+e \tag{11}$$

となる．これを考慮に入れて(7)式を修正すると，株式市場が経営者を規律づけて良いプロジェクトを選択させるための条件は，

$$p_H R - q_H \frac{B}{q_H - q_L} - \frac{w^*}{q_H} - e \geq I - A \tag{12}$$

となる．

労働者を企業内で訓練するのではなく，自己投資によって技能を取得したものだけを企業が採用するという仕組みを考えるとどうなるか？まずは，このような自己投資による技能取得の仕組みが銀行による金融と組み合わされた場合を考えよう．労働者は，技能を身に付けて，良いシグナルを労働市場で得ることができれば，企業に採用されて(9)式で与えられる賃金を得ることになる．経営者が銀行に差し出せる収益はこの分だけ減少することになる．したがって，経営者が良いプロジェクトを選択するための条件は，(4)式の左辺から(9)式を引いた

$$p_H\left(R-\frac{b}{p_H-p_L}\right)-\frac{w^*+E}{r_H}-c_b\geq I-A \quad (13)$$

で与えられる．

最後に，株式市場を通じた金融とインセンティブ賃金に支えられた自己投資による技能取得制度の組み合わせを考えてみよう．労働者の賃金はやはり(9)式で与えられるが，雇用は株式市場でのシグナルが観測してから行われるとすると，賃金は企業が存続した時(確率 q_H のみ支払われることになる．これを考慮に入れて(7)式を修正すると，経営者が良いプロジェクトを選択するための条件は次式で与えられる．

$$p_HR-q_H\frac{B}{q_H-q_L}-q_H\frac{w^*+E}{r_H}\geq I-A \quad (14)$$

(10)，(12)，(13)，(14)の4式は，右辺がすべて同じである．その左辺をそれぞれ T_{10}, T_{12}, T_{13}, T_{14} とおくと，これらの大きさを比べることによって，4種類のどの仕組みがよりゆるい条件のもとで良いプロジェクトの選択を可能にするかを調べることができる．簡単な計算で，T_{10}, T_{12}, T_{13}, T_{14} について次の関係を確かめることができる．

$$T_{10}-T_{12}=q_H\frac{B}{q_H-q_L}-p_H\frac{b}{p_H-p_L}-c_b+\frac{(1-q_H)w^*}{q_H} \quad (15)$$

$$T_{13}-T_{14}=q_H\frac{B}{q_H-q_L}-p_H\frac{b}{p_H-p_L}-c_b-(1-q_H)\frac{w^*+E}{r_H} \quad (16)$$

$$T_{10}-T_{13}=\frac{(1-r_H)w^*}{r_H}+\frac{E}{r_H}-e \quad (17)$$

$$T_{12}-T_{14}=\frac{q_H(w^*+E)}{r_H}-e-\frac{w^*}{q_H} \quad (18)$$

(15)式は銀行金融と企業内訓練のコーポレート・ガバナンスを株式市場金融と企業内訓練のそれに比べたものである．この値が正のとき，銀行金融と企業内訓練の制度は，株式市場金融と企業内訓練のそれに比べて，より多くの場合において経営者に良いプロジェクトを選択させることができる．同様に(16)式は銀行金融と自己投資による技能取得の制度と株式市場金融と自己投資による技能取得の制度を比べたものである．両式とも，最初の三項は株式市場で経営者を規律付けるときの費用(モラル・ハザードを避けるために良いニュースを持つ経営者に与えなければならない報酬)から銀行が経営者をモニターする場合の総費用を引いたものである．この値が高いほど，式全体が正になる可能性が高くなるのは当然である．銀行によるモニタリングの費用(c_b)が低いほど，銀行のモニタリングによって経営者の私的利益を小さくする度合(B-b)が大きいほど，そして株式市場でのシグナルの質(q_H/q_L)が低いほど，両式が正になる可能性が高くなることを確認できる．

興味深いのは，両式の最後の項である．企業内訓練は，株式市場の規律付けのもとでは，解雇の可能性があるため，銀行金融の場合に比べて若干高い賃金を払わなくてはならない．これを反映して，(15)式の最後の項は正である．一方，技能取得を自己投資に任せた場合，企業が株式市場で悪いシグナルを得たために再建型投資家に売却される時には，労働者を雇う必要がないのでその分賃金支払いが少なくなる．これを反映して，(16)式の最後の項は負である．最初の3項は両式に共通であるので，(15)は常に

(16)より大きいことになる．したがって，(15)式が正でかつ(16)式が負であるようなパラメーターの組み合わせが必ず存在する．このことは，企業内訓練の制度があるときには，銀行金融が望ましいが，労働者の技能への自己投資が労働市場により評価される場合には株式市場を通じた規律付けがより望ましい，という場合があることを示している．この意味で，労働者のモラル・ハザードの解決法と経営者のモラル・ハザードの軽減法の間には相互補完性が存在する．

(17)式と(18)式では，金融面の制度を一定にして，労働面の制度を変えたときの違いを見ている．(17)式が正ならば，銀行金融のもとでは企業内訓練の方が労働者による技能への自己投資の制度よりも望ましいことになる．(18)式も正ならば，株式市場による金融のもとでも企業内訓練が望ましいことになる．両式とも，企業内訓練の費用(e)が自己投資による技能取得の費用(E)に比べて低いほど，そして労働市場のシグナルの質($r_H \leq 1$)が低いほど，正になる(すなわち企業内訓練が望ましい)可能性が高いことを確認できる．(17)式を見ると，もし労働市場でのシグナルが完璧($r_H=1$)なら，銀行金融のもとでの企業内訓練と労働者の自己投資の優劣はそれぞれの費用の差で決まることがわかる．株式市場での規律付けが行われる時，(18)式が示すように，労働面の制度間の優劣は，株式市場のシグナルの質にも依存してくる．q_H が高いほど，すなわち良いプロジェクトの選択がより確実に良いニュースをもたらすほど，企業内訓練の価値が高まる．熟練労働を解雇しなければならない場合が減るからである．

簡単な計算で(17)式が常に(18)式より大きいことを示すことができる[11]．

したがって，(17)式を正にし，かつ(18)式を負にするようなパラメーターが存在する．すなわち，銀行金融のもとでは企業内訓練が望ましく，株式市場金融のもとでは労働者による自己投資が望ましい，という状況が存在するのである．ここでも，コーポレート・ガバナンスの金融的側面と雇用の側面の相互補完性を見ることができる．

以上，コーポレート・ガバナンスの諸側面のうち，経営者・資金提供者間の問題と経営者・労働者間の問題の二つを同時に分析できる簡単なモデルを構築した．いくつかのパラメーターは経済全体に共通のパラメーターと考えることができる．たとえば，各市場でのシグナルの質(q_H, q_L, r_H)は，そのようなパラメーターと考えることができる．しかし，他のパラメーターは各企業によって違いうる．たとえば，企業によって良いプロジェクトの質(p_H)は異なるかもしれない．要求される技能によって，その取得費用(E)や訓練費用(e)も違ってくるだろう．また，必要とされる投資額(I)や自己資金の量(A)も違って当然であろう．したがって，最も効率的なコーポレート・ガバナンスは，このような企業レベルでの条件に依存して決まってくることになる．このモデルは，そのような企業間のコーポレート・ガバナンスの違いがどのような条件に依存するのかを明らかにするので，企業レベルのデータを使った実証研究の基礎として使うことも可能であろう．

本稿で重視したいのは，このモデルがコーポレート・ガバナンスの諸側面(ここでは二つだけを考えているが)の相互補完性の存在を示すという点である．上で見たように，銀行によるモニタリングは企業内訓練による技能取得と相互補完的であり，株式市場による規律付けはインセンティブ賃金に支えられた自己投資による技能取得と相互補完的である．このことは，実際に観測されるコーポレート・ガバナンスが銀行金融と企業内訓練の組み合わせあるいは株式市場金融と労働者の自己投資の組み合わせのいずれかになっている可能性が高い，ということを示唆する．銀行金融と労働者の自己投資の組み合わせ，あるいは株式市場金融と企業内訓練の組み合わせは，相互補完的ではないので，どちらかの制度を相互補完的なものに変えていく力が働くと考えられるからである．

4. 日本型コーポレート・ガバナンスとその変貌

いわゆる日本型のコーポレート・ガバナンスも，青木昌彦等が明らかにしてきたように，相

互補完的な制度の組み合わせとして捉えることができる．前節のモデルの中では，銀行金融と企業内訓練という二つの相互補完的な制度の組み合わせが，日本型のコーポレート・ガバナンスにもっとも近いケースであろう．第2節での議論に基づいて言うと，日本型コーポレート・ガバナンスは，主に銀行による「管理指向的な金融」，労働者と企業の長期的関係，取引先間の長期的な関係などによって特徴付けられる，というのが広く受け入れられた理解だと思われる．しかし，多くの論者が指摘するように，遅くとも1980年代半ば頃から，コーポレート・ガバナンスの金融的側面で大きな変化が生じてきた[12]．

このような変化は，それと相互補完的な他の諸制度にどのような影響を及ぼすのだろうか？相互補完的な諸要素からなるシステムは，それぞれの要素が支えあっているために，そのうちの一つが変化してもそれだけでシステムが変化することはない．この相互補完関係の頑健性に注目して，日本型のシステムはそう簡単には変わらない，という考え方もあろう．その一方で，相互補完的な諸制度のシステムはある意味で脆弱なシステムでもある．一つの要素が変わるとき，他の全ての制度が(ある程度)支えを失うからである．このような考え方にたてば，日本型コーポレート・ガバナンスの重要な一部であった銀行主導の企業金融が変わってくると，他の諸側面にも大きな影響を与えることが予想される．この節では，日本型コーポレート・ガバナンスの金融面での最近の変化を簡単に展望し，今後日本型コーポレート・ガバナンスがどのように変貌していくのかについての実証的研究の重要性を指摘して，本稿の結びとしたい．

まず，日本型コーポレート・ガバナンスの金融的側面で，銀行が大きな役割を果たしてきたことはよく知られている[13]．

日本の大企業は，少なくとも1980年代の初頭まで，その外部資金のほとんどを銀行借入に頼ってきた．その中でも特に一つの銀行と密接な関係を持つのが普通で，この銀行は当該企業のメインバンクとよばれた．メインバンクは，通常，その企業の最大の貸し手であり，大株主の一人であり，またその企業に役員を派遣することもあった．このような資金提供者である銀行と企業の間の密接な関係が，経営者のモラル・ハザードを軽減する仕組みとして働いたと考えられる．この意味で，日本型コーポレート・ガバナンスは，銀行のモニタリングに依存する「管理指向的金融」と特徴付けることができる．

日本型コーポレート・ガバナンスの他の諸要素は，その金融的側面と補完的な性質を持っていた．前節のモデルが示すように，銀行のモニタリングにより経営者を規律付ける制度は，企業内訓練により労働者の技能を高めるやり方と補完的である．実際，日本企業は，小池和男による一連の研究が明らかにしたように，企業内訓練による技能形成を重視し，それを中心に据えて昇進や報奨の制度を作り上げてきた[14]．

また，終身雇用制や年功賃金といった日本の労働市場の特徴も，企業と労働者の間の長期的関係を前提としたものであり，同じく長期的関係に依存した銀行金融と整合的なものである．

コーポレート・ガバナンスのもう一つの要素である企業とその取引先の間の問題も，日本型の制度では長期的関係を通じての解決が試みられてきた．たとえば，浅沼萬里による自動車産業の下請関係の研究は，それらの関係が単に大企業が下請企業を搾取する仕組みではなく，本稿で概観したようなモラル・ハザードや機会主義の問題を軽減する仕組みであることを明らかにした[15]．

このように日本型コーポレート・ガバナンスの諸側面は，どれも長期的関係に基づいた仕組みで問題解決を計ろうとする相互補完的なシステムを形成している．まさに，Kojima (1997a, pp. 3-4) が指摘するように，日本型コーポレート・ガバナンスは「長期的関係に基づいた管理体制によってエージェンシー問題の弊害を解決しようとする」仕組みなのである．

この日本型のコーポレート・ガバナンスのうち，企業と銀行の間の長期的関係に，1980年代頃から変化が見られるようになった．金融の国際的取引に関する規制や国内の社債発行市場で

の規制が緩和されるにつれ，日本の大企業は海外および国内で(特に転換社債などのエクイティーがらみの)社債を発行することによって資金を調達する割合を増やしていった．このような大企業による「銀行離れ」に対抗して，多くの銀行は不動産を担保とした中小企業向けの融資に力を注ぐようになり，これがいわゆる土地や株式のバブルの発生とその崩壊につながり，1990年代後半の銀行危機の要因になったことは，多くの人々が指摘してきたとおりである[16]．

貸出を通じた銀行と企業の関係が弱まってくるにつれて，コーポレート・ガバナンスの金融面で，他の重要な変化も見られるようになってきた．たとえば，1990年代の後半になると，銀行を中心とする株式の持ち合い構造が徐々に崩れ始め，多くの会社で外国人投資家も含めた機関投資家の持ち株比率が高まってきた[17]．

また，日本型のコーポレート・ガバナンスのもとではあまり重要な利害関係者とは考えられなかった株主の力が大きくなってきたことを示す兆候も観測される．1993年の商法改正以降，低費用で株主代表訴訟が可能になると，経営者の責任を問う訴訟が増えてきた．また，経営者に対するアンケート調査などを見ても，株主利益が重要だと回答する経営者が増えてきている[18]．

このような日本型コーポレート・ガバナンスの金融面での変化は，他の側面，たとえば企業と労働者との関係あるいは取引先との関係にどのような影響を与えてきたのだろうか？本稿で論じてきたように，コーポレート・ガバナンスの諸側面が相互補完性を持っているとすれば，金融面での小さな変化は，他の側面での変化をもたらすに至らず，むしろ金融面の変化を制限して，相互補完性を保とうとする力が働くかもしれない．しかし，変化が大きく不可逆的な性格のものなら，それはやがて他側面の制度も，新しい企業金融のあり方と整合的なものに変化させていくだろう．このようにして，日本型のコーポレート・ガバナンスが今までとは違った相互補完的な制度の体系に変貌していく可能性がある．

また，金融面の変化も全ての企業について見られるわけではない．いまだに銀行との長期的関係が重要である企業も多いし，そうした企業がこれからなくなるとは考えられない．たとえば，前節のモデルによれば，市場に理解されにくいプロジェクトを持っているような企業は(市場のシグナルの質が落ちるので)，銀行のモニタリングに頼った方が効率的である．したがって，新しいコーポレート・ガバナンスへと移行していく企業がある一方で，従来のコーポレート・ガバナンスがほとんど変化なしに続いていく企業もあることが考えられる．あるいは，資金供給者との長期的関係が依然として重要な企業では，新しい形ではあるが長期的関係は重視するコーポレート・ガバナンスが発達していくかもしれない．そうなると，経済全体のレベルでコーポレート・ガバナンスを特徴付けるのは難しくなる．

金融面の変化がコーポレート・ガバナンスの他の側面にどのような影響を与えてきたかについての実証研究は，いまのところあまり進んでいない．今後の重要な研究テーマと言えよう．

(カリフォルニア大学サンディエゴ校)

注

1) ただし，第3節で展開される理論モデルは，コーポレート・ガバナンスの諸要素間の補完性を簡単なモラル・ハザードのモデルで明示的に示す必要性から，Aoki(2001)のそれよりも単純化されたものになっている．Aoki(2001)の特に第11章を参照．

2) より詳しい議論は，Aoki(2001, pp. 279-282)，小佐野(2001, pp. 7-13)などを参照．

3) 重要な例外は，青木昌彦による一連の研究である．Aoki(1984, 1988, 1989, 1990, 1994, 2001)等参照．

4) Aoki(1994, 2001)や Rajan and Zingales(1998)はこのような状況をチームの理論を用いて分析し，コーポレート・ガバナンス論の中心に位置付けている．

5) この観点から，戦後日本経済のコーポレート・ガバナンスを整理する試みとして Hoshi(1998)を参照されたい．

6) 非金銭的な私的効用を仮定する代わりに，経営者の追加的な(私的費用のかかる)努力によって成功確率を高めることができる，としてもモデルは基本的に変わらない．

7) p, q, v の間には $p_H = q_H v_G + (1-q_H) v_B$，$p_L = q_L v_G + (1-q_L) v_B$ の関係がある．

8) この能力が何に起因するのかはここでは論じない．Shleifer and Summers(1988)が論じたように，新

しい投資家は，労働者や取引先との種々の暗黙の契約を書き換えることによって利益を得ることができるのかもしれない．この部分をモデル化することによって，コーポレート・ガバナンスの金融面と労働面の関係の理解をより一層深めることができるかもしれないが，それは今後の課題である．この点をややくわしくモデル化したものとして，Aoki(2001)第11章，Pagano and Volpin(2001)がある．

9) 一般的には，プロジェクトの買収価格は，v_BR と $(v_B+\delta)R$ の間で現在の株主と再建型投資家の交渉力(bargaining power)を反映して決定される．ここでの仮定は，再建型投資家の交渉力が強くレントを独占できる場合にあたる．

10) 確率 q_H で良いニュースが観測されると，経営者には最低 $B/(q_H-q_L)$ の報酬が支払われ，現在の株主は v_GR の収益を期待できる．確率 $(1-q_H)$ で悪いニュースが観測されると，企業は再建型投資家に売却され，現在の株主は売却代金 v_BR を手にする．したがって，現在の株主の期待報酬の最高限度は $q_Hv_GR-q_H[B/(q_H-q_L)]+(1-q_H)v_BR=p_HR-q_H[B/(q_H-q_L)]$ になる．

11)
$$\frac{(1-r_H)w^*}{r_H}+\frac{E}{r_H}-e-\left(\frac{q_H(w^*+E)}{r_H}-e-\frac{w^*}{q_H}\right)=\frac{(1-q_H)(r_H+q_H)}{r_Hq_H}w^*+\frac{(1-q_H)E}{r_H}>0.$$

12) たとえば，Hoshi(1996), Hoshi and Kashyap (2001，第7章), Kojima(1997b)等を参照．

13) 日本型コーポレート・ガバナンスにおける銀行の役割についてのより詳しい議論は，たとえば Aoki and Patrick(1994), Hoshi and Kashyap(2001), Kojima(1997a，第6章)，小佐野(2001，第4章)等を参照．

14) たとえば，Koike(1994)を参照．

15) たとえば，Asanuma(1989), Asanuma and Kikutani(1992)等を参照．

16) たとえば，Cargill(2000), Ueda (2000), Hoshi and Kashyap(1999)，岡崎・星(2002)等を参照．

17) 岡部(2002)は，株式の持合が特に1990年代後半から解消の速度を速めてきたこと，持合から開放された株式のうちで外国人投資家に取得された部分が大きいこと等を発見した．

18) 株主の力の増大を示すその他の兆候については，たとえばシェアード(2001)を参照．

参考文献

岡崎哲二・星岳雄(2002)「1980年代の銀行経営——戦略・組織・ガバナンス」，村松岐夫・奥野正寛(編)『平成バブルの研究』東洋経済新報社，上巻313-358ページ．

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．

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．

ポール・シェアード(2001)『企業メガ再編』東洋経済新報社．

Aoki, Masahiko (1984) *The Co-operative Game Theory of the Firm*. Oxford, UK: Clarendon Press.

Aoki, Masahiko (1988) *Information, Incentives, and Bargaining in the Japanese Economy*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.

Aoki, Masahiko (1989) "The Nature of the Japanese Firm as a Nexus of Employment and Financial Contracts: An Overview," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 3, No. 4, pp. 345-366.

Aoki, Masahiko (1990) "Toward an Economic Model of the Japanese Firm," *Journal of Economic Literature*, Vol. 28, No. 1, pp. 1-27.

Aoki, Masahiko (1994) "The Contingent Governance of Teams: An Analysis of Institutional Complementarity," *International Economic Review*, Vol. 35, No. 4, pp. 657-676.

Aoki, Masahiko (2001) *Toward a Comparative Institutional Analysis*. Cambridge, MA: MIT Press.

Aoki, Masahiko, and Hugh Patrick (eds.) (1994) *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*. Oxford: Oxford University Press.

Asanuma, Banri (1989) "Manufacturer-Supplier Relationships in Japan and the Concept of Relation-Specific Skill," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 3, No. 1, pp. 1-30.

Asanuma, Banri, and Tatsuya Kikutani (1992). "Risk Absorption in Japanese Subcontracting: A Microeconometric Study of the Automobile Industry," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 6, No. 1, pp. 1-29.

Berglöf, Erik (1995) "Corporate Governance in Transition Economies: The Theory and Its Policy Implications," in Masahiko Aoki and Hyung-Ki Kim (Eds.) *Corporate Governance in Transitional Economies: Insider Control and the Role of Banks*. Washington, DC: The World Bank, pp.59-95.

Cargill, Thomas F. (2000) "What Caused Japan's Banking Crisis?" in Takeo Hoshi and Hugh Patrick (Eds.) *Crisis and Change in the Japanese Financial System*. Boston, MA: Kluwer Academic Publishers, pp.37-58.（「日本の銀行危機を引き起こしたものは？」，筒井義郎監訳『日本金融システムの危機と変貌』日本経済新聞社，2001年，pp. 43-68.）

Holmström, Bengt (1979) "Moral Hazard and Observability," *The Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1, pp. 74-91.

Hoshi, Takeo (1996) "The Impact of Financial Deregulation on Corporate Financing," in Paul

Sheard (Ed.) *Japanese Firms, Finance and Markets*. Melbourne : Addison-Wesley, pp. 222-248.

Hoshi, Takeo (1998) "Japanese Corporate Governance as a System," in Klaus J. Hopt, Hideki Kanda, Mark J. Roe, Eddy Wymeersch, and Stefan Prigge (Eds.) *Comparative Corporate Governance : The State of the Art and Emerging Research*. Oxford : Clarendon Press, pp. 847-875.

Hoshi, Takeo and Anil Kashyap (1999) "The Japanese Banking Crisis : Where did it Come From and How will it End?" *NBER Macroeconomics Annual 1999*, pp. 129-201.

Hoshi, Takeo and Anil Kashyap (2001) *Corporate Financing and Governance in Japan : The Road to the Future*. Cambridge, MA : MIT Press.

Koike, Kazuo (1994) "Learning and Incentive Systems in Japanese Industry," in Masahiko Aoki and Ronald Dore (Eds.) *The Japanese Firm : Sources of Competitive Strength*. Oxford : Oxford University Press, pp. 41-65. (「技能形成の方式と報酬の方式—日本の職場で」, NTT データ通信システム科学研究所訳『システムとしての日本企業』NTT 出版, pp. 49-98.)

Kojima, Kenji (1997a) *Japanese Corporate Governance : An International Perspective*. Kobe : Kobe University.

Kojima, Kenji (1997b) "Japanese Financial Relationships in Transition," RIEB Discussion Paper No. 74, Kobe University.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny (1998) "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6, pp. 1113-1155.

Pagano, Marco, and Paolo Volpin (2001) "Managers, Workers, and Corporate Control," manuscript, Università di Salerno.

Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales (1998) "Power in a Theory of the Firm," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, No. 2, pp. 387-432.

Shleifer, Andrei, and Laurence Summers (1988) "Breach of Trust in Hostile Takeovers," in Alan J. Auerbach (ed.) *Corporate Takeovers : Causes and Consequence*, Chicago, IL : University of Chicago Press, pp. 65-88.

Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny (1997) "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, pp. 737-787.

Tirole, Jean (2001) "Corporate Governance," *Econometrica*, Vol. 69, No. 1, pp. 1-35.

Ueda, Kazuo (2000) "Causes of Japan's Banking Problems in the 1990s" in Takeo Hoshi and Hugh Patrick (Eds.) *Crisis and Change in the Japanese Financial System. Boston*, MA : Kluwer Academic Publishers, pp. 59-81. (「1990 年代における日本の不良債権問題の原因」, 筒井義郎監訳『日本金融システムの危機と変貌』日本経済新聞社, 2001 年, pp. 69-95.)