

ロシア企業の執行機関*

— 株式会社のミクロ実証分析 —

岩 崎 一 郎

本稿は、株式会社を対象とする大規模アンケート調査の結果に基づいて、ロシア企業による執行機関編成の実態を明らかにすると共に、複層型経営監督機構の要となる合議執行機関の設置確率及び人員規模の決定要因を実証的に分析した。本稿の実証結果は、集団経営体制に対する経営者側の必要が、合議執行機関設置の主要な動因である一方、外部投資家側の経営監督機能強化策としての合議執行機関への関心は、総じて低いことを強く示唆した。また、事業活動の国際化に積極的なロシア企業の間では、国際標準的な企業統治システムの観点から見れば異色の会社機関である合議執行機関の設置を回避する傾向が生じている可能性も同時に示された。

JEL Classification Codes: D22, G34, K22, L22, P31, P34

1. はじめに

世界の国々は、資本金や従業員数が一定の水準に達する有限会社や株式会社に適用される機関構造の種類とその選択可能性という観点から、大別して3つのグループに分類することができる。第1のグループは、業務執行と経営監督の機能を一つの会社機関が担う単層型経営監督機構を法が国内企業に強制する国々であり、英米や日本を初めとする多くの国がこの範疇に入る。第2のグループは、これらの機能を複数の機関が分担する複層型経営監督機構を義務付ける国々であり、業務執行機関である取締役会と監督機関の機能を果たす監査役会の併設を法律で定めているドイツの他に、欧州では、オランダ、デンマーク、アイスランド、エストニア及びリトアニア等が、アジア地域では、中国や台湾等の国々がこの国家集団に属する。最後の第3グループは、一定の条件の下で、単層型と複層型の機関構造のいずれかを企業自身が任意に選択することを会社法が許容している国々であり、ここには、米英流の単層型経営監督機構とドイツ流の二層型機構の二者択一が可能であるフランスの他、イタリア、フィンランド及びラトビア等の国々が含まれる¹⁾。

ソ連解体後、市場経済に適応した会社法体系の整備を進めてきたロシアも、上記第3の国家グループに分類される。後に詳しく解説するが、1995年に制定された株式会社法²⁾によれば、ロシア領土内に設立された株式会社は、取締役会(совет директоров)及び最高経営責任者(CEO, 社長, 総支配人)を指す単独執行機関

(единоличный исполнительный орган)と共に、会社経営の業務執行を担う第3の会社機関として、合議執行機関(коллегиальный исполнительный орган)を設置することができる(株式会社法[株]8章)³⁾。取締役会や単独執行機関は、その設置が法的に強制されているのに対して、合議執行機関の設置や役員数について、株式会社法は何ら特別な要件を規定しておらず、企業側の完全な任意に委ねられている更に、合議執行機関設置会社は、株式会社法や他の法律に抵触しない限りにおいて、同機関の権限範囲や議決方法等も定款で自由に定めることができる(Шапкина, 2009, С. 107)。この通り、ロシア企業は、合議執行機関という極めてユニークな法定会社機関を用いて、自社の機関構造をある程度柔軟に設計することができるのである。

強調するまでもなく、経営監督体制の有り方が、会社経営や企業統治の方向性やパフォーマンスに対して、決定的に重大な影響をもたらすという事実、異論を差し挟む余地は無い。とするならば、機関構造の選択を決定付ける諸要因の分析は、組織経済学的にも、企業金融論上も、極めて興味深い研究課題であるに違いない。それにも拘らず、管見の限りでは、企業による機関構造の能動的な選択が法律上認められている国々を対象とした先行業績の中から、機関構造選択の決定要因を解き明かした研究成果をただの1点も見出すことはできず、この問題は、事実上未踏の研究領域となっている。

そこで本稿は、ロシア株式会社による執行機関編成の実態を把握とすると共に、複層型経営

監督機構の要となる合議執行機関の設置確率と人員規模の決定要因を、実証的に分析する。ロシアにおける株式会社制度の歴史は非常に浅く、会社設立当時の出資者や経営者が、今もなお多数の企業に残存している。更に同国では、市場経済移行期の激しい環境変化に対応するために、経営監督機構を含めた会社組織の変更は、日常茶飯事の出来事である。ロシア企業のこのような状況は、現在の所有構造、経営者の陣容、会社組織及び事業活動の性質と執行機関編成との間の因果関係を検証する絶好の機会を提供している。

この研究課題に取り組むべく、本稿では、一橋大学経済研究所とロシア連邦高等経済院産業・市場研究所が共同実施した企業アンケート調査の諸結果を、実証分析の基礎データとして利用する。両校のスタッフを中心とする日露共同調査チームは、2005年2月から6月に至る5ヶ月をかけて、「ユーリ・レヴァダ名称分析センター」(旧ソ連労働省付属全ソ世論調査センター)及び同センター地方支部より、連邦構成主体64地域に所在する工業及び通信業企業全859社に対して専門インタビュアーを派遣し、その結果、822社の経営幹部から有効回答を得た⁴⁾。調査対象企業のサンプリングは、総従業員数100名以上の株式会社を対象に、層別抽出法に基づいて行った。この操作は、会社組織や企業統治という問題が、企業経営上二義的な意味しか持たない零細及び小企業を、調査対象から予め排除するための工夫である。被調査企業1社当たりの平均従業員数は、1,884名(中央値:465名)であり、822社の合計は1,549,008名に上るが、公式統計(Rosstat, 2005)によれば、その数は、2004年を通じて工業・通信業両部門に就業していた平均労働者総数の10.3%に相等する。更に、地域及び部門別構成の観点からも、被調査企業は、ロシアの中・大規模企業を代表するに足る標本集団を構成している。調査結果は、合議執行機関の設置が会社法上見込まれていない労働者株式会社(人民企業)⁵⁾4社を除く、被調査企業818社各々について、合議執行機関設置の有無を、また、合議執行機関設置会社については、同機関の役員総数に関する情報を含んでいる⁶⁾。以上の通り、日露共同企業調査の諸結果に基礎付けられた株式会社のマイクロデータは、本稿の目的達成を十分可能にするものである。

本調査結果から、被調査企業の3社に1社の割合で合議執行機関が設置されており、その人員規模は、最低2名から最大23名まで、実に

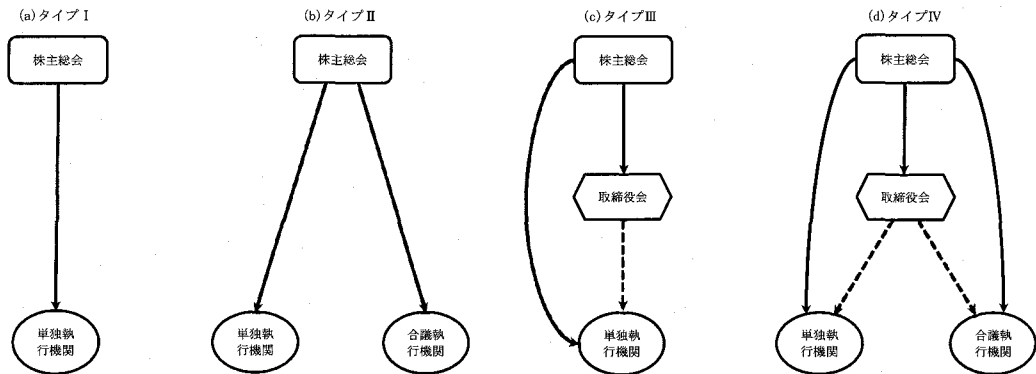
多様であることが明らかになった。また、異なる産業部門の間で、合議執行機関の設置確率と人員規模に統計的に有意な差が存在することも合わせて確認された。更に、本稿の計量分析は、外部投資家、経営者集団及び連邦政府の株式所有、企業集団への参画、経営者集団内における最高経営責任者の相対的な権威や地位、会社経営の複雑性及び会社形態の差異が、筆者の理論的予測に合致する方向で、合議執行機関の設置と人員規模に関する企業レベルの意思決定に対して、統計的に有意かつ経済的にも重大な影響を及ぼすことを実証した。同時に、本稿の分析結果は、事業活動の国際化に積極的なロシア企業の間では、国際標準的な企業統治モデルから見れば異質な存在である合議執行機関の設置を回避する傾向が生じている可能性も強く示唆した。

本稿の構成は、次の通りである。次節では、ロシア株式会社の執行機関に関する法制度的枠組みを考察する。第3節では、共同企業調査の諸結果を用いて、ロシア企業による執行機関編成の実際を鳥瞰し、その全体的特徴を把握する。第4節では、合議執行機関の設置と人員規模の決定要因に関する理論仮説を提示し、続く第5節で、その現実妥当性を検証する。そして最終第6節で、分析結果の要約と筆者の結論を述べる。

2. ロシア株式会社の執行機関：法制度的枠組み

冒頭で触れた通り、ロシアの株式会社法は、企業経営の日常的指導を遂行する法定会社機関として、単独執行機関と合議執行機関という2つの機関の設置を見込んでいる(株69条1項)。前者は、最高経営責任者のみを構成員とする一人機関であり、あらゆる株式会社にその設置が義務付けられている。一方、後者の設置は、会社の任意に委ねられている。更に、同法は、64条1項で、議決権付き株式の保有者が50名未満の会社は、株主総会が取締役会の機能を兼ねることができることも定めている。これらの規定から、ロシアの株式会社は、法律上、その経営監督機構として、図1に示された4つの機関構造タイプのいずれかを選択することになる。単独執行機関たる最高経営責任者の地位と権限は、株式会社法66条2項によって取締役会会長の兼任が禁止されていることを除けば、米英のCEOや日本の代表取締役社長と大きく違わない。従って、取締役会と合議執行機関を共に含むタイプIVの機関構造を選んだ企業こそが、実質的な意味で、複層的な業務執行体制を組織し

図1. ロシアにおける株式会社経営監督機構の機関構造形態



注) 矢印は、その終点が指し示す会社機関役員の選任・解任権が、始点の会社機関に属することを意味する。点線の矢印は、定款に然るべき定めがある場合に限り実現される権限関係であることを意味する。

出所) Ионцев(2002, C. 102-105)を参考に筆者作成。

ているといえる。なお、執行機関役員の選任及び任期中の解任は、株主総会の排他的決議事項である(株48条1項8段)。但し、図1の通り、定款に然るべき定めを置くことにより、株主総会は、この権限を取締役に委任することができる(株65条1項9段)⁷⁾。

株主総会又は取締役会によって選任された執行機関役員と会社との関係は、次に述べる理由から、経営体制と企業統治の有り方に重大な影響を及ぼす。

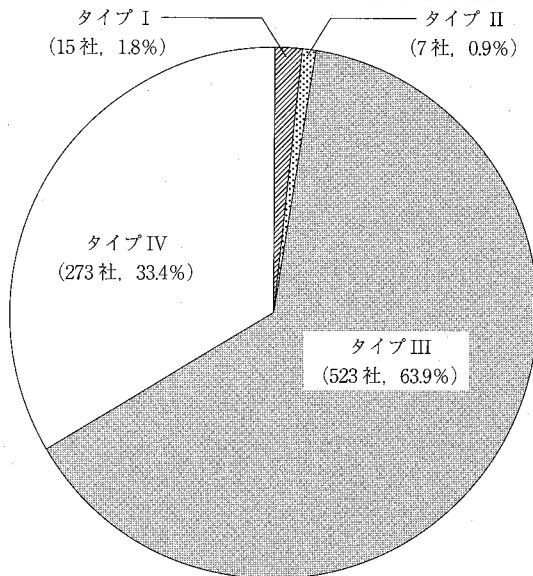
第1に、株式会社法は、合議執行機関役員による取締役の兼任を、取締役会全定員数の4分の1以下に制限している(66条2項)。換言すれば、図1に示した機関構造タイプIVの下で、最高経営責任者を含む執行機関役員は、取締役会において決して多数派を形成できない。この規定は、先述した単独執行機関による取締役会会長の兼任禁止と相俟って、取締役会の経営陣に対する独立性と監督機能を強化する方向に作用すると指摘されている(Могилевский, 2001, C. 175; Ионцев, 2002, C. 103-104)。この上、株式会社法は、取締役会、監査役会及び会計監査人に対する合議執行機関議事録の提出義務(株70条2項)及び議決権付き株式を25%以上保有する株主及び株主集団を対象とした同議事録開示義務(株91条1項)を執行機関に課すことで、経営上層部の意思決定プロセスに関する他会社役員や株主の情報収集能力の向上をも図っている(Рубеко, 2007, C. 154)。この通り、合議執行機関の編成は、経営者の裁量権を制約し、なおかつ、彼らに対する会社機関及び株主の監視能力を高める方向へ、当該企業の統治システムを導く潜在力を秘めているのである。

第2に、合議執行機関設置会社において、単独執行機関は、合議執行機関の議長を兼任する

ことが義務付けられている(株69条1項)。単独執行機関は、合議執行機関の会議を司会進行し、その会合内容を記録する議事録に署名し、そこに示された合議執行機関の諸決定に従い、会社を代表して行動しなければならない(株70条2項)。合議執行機関の権限範囲は、役員の任期、会議の招集及び進行規則、定足数、議決方法等⁸⁾と共に、定款で明確化されなければならないと定められているが、株式会社法には、それ以上に踏み込んだ規定は盛り込まれていない(株69条1項及び70条2項)。そこで、連邦政府は、ロシアにおける会社機関や企業統治の望ましい有り方を提唱するために、2002年4月、連邦有価証券市場委員会決定として「コーポレート・ガバナンス法典」⁹⁾を公布し、その中で合議執行機関の設置を勧告した上で、会社経営に係る一連の重要事項を、同機関の権限範囲に含めるよう奨励している(4章1節)¹⁰⁾。ある法学者の観察によれば、ロシア企業は、実際にも、定款やその他の内部文書を以て、各執行機関の責任範囲を詳細に規定し、相当程度広範な権限を合議執行機関に付与している(Рубеко, 2007, C. 136)。株式会社の法務に明るいИонцев(2002)は、この観点から、仮に主要な経営幹部が合議執行機関に役員として参加すれば、単独執行機関は、経営責任をこれら他の上級管理職達と共有することができると指摘している(C. 104-105)。このように、合議執行機関の採用は、形式的にも、実践的にも、当該企業における経営体制の集団責任制を公式化する役割を果たすのである。

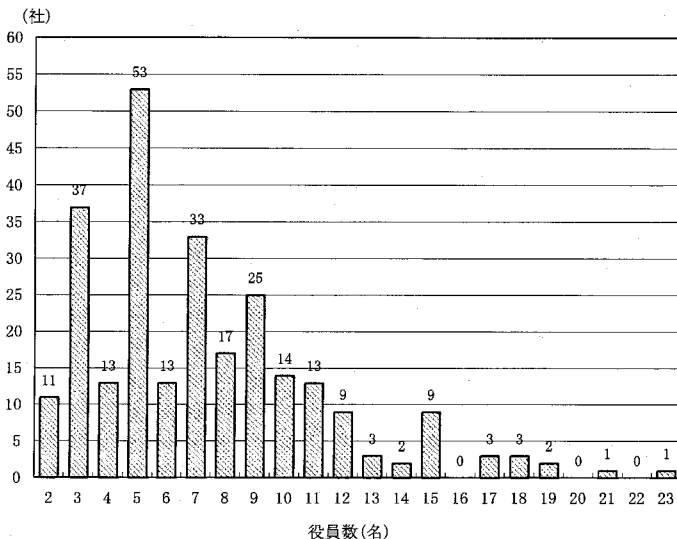
以上の通り、単独執行機関と合議執行機関の併設は、他の機関構造タイプとの比較における、経営監督機能と集団経営責任制の制度的な強化を含意する。この観点が、本稿の中心課題であ

図2. 株式会社818社の経営監督機構機能構造形態別構成



注) 経営監督機構の機能構造形態は、図1に準じている。
出所) 筆者作成。

図3. 株式会社262社の合議執行機関人員規模(度数分布)



出所) 筆者作成。

る合議執行機関編成の決定要因を探る重要な鍵となる。その取り掛かりとして、まずは、ロシア企業における執行機関の実際を見てみよう。

3. 執行機関編成の実際

本節では、日露共同企業調査の諸結果に基づいて、ロシア株式会社による執行機関編成行動の実際を俯瞰し、その全体的な特徴を把握する。

前節で論じた通り、ロシア株式会社の経営監督機構は、取締役会及び合議執行機関の有無に応じて、4つのタイプに分類できる。我々の調

査対象となった株式会社818社における経営監督機構の機能構造別内訳は、図2の通りである。同図によれば、株主総会が経営者に対する監督業務を直接執行する企業は、818社中22社(2.7%)と非常に少数派である。即ち、取締役会は、ロシアの典型的な企業における所有構造の高度な集中と極めて限定的な株主数にも拘らず、株式会社の間で幅広く採用されているのである。同時に、合議執行機関を包含するタイプII及びタイプIVの経営監督機構を組織する会社も280社を数え、全体の34.3%を占めている。この通り、株式会社法の曖昧かつ不十分な規定にも拘らず、多くのロシア企業が、合議執行機関を設置し、取締役会や単独執行機関と業務執行を分担する複層型の経営監督機構を運営しているのである。

合議執行機関設置会社280社中262社が、調査チームの求めに応じて、その役員数を明らかにしている。これら262社の回答によれば、合議執行機関は、平均7.3名(標準偏差:3.9名、中央値:7名)の役員で構成されている。図3には、その度数分布が示されているが、この通り、5名の役員で合議執行機関を編成する企業が53社(20.2%)と最も多く、それに3名、7名及び9名の役員から成る合議執行機関を設置している企業が、それぞれ37社(14.1%)、33社(12.6%)及び25社(9.5%)と続いている。他方、役員数が二桁台に至る比較的大規模な合議執行機関を組織する企業は60社であり、全体の22.9%を占める程度に止まっている。これらの調査結果から、平均従業員数が2,000名に近い大手・中堅企業においても、合議執行機関は、限定的な人数の役員で編成されていることが分かる。

被調査企業は、工業8部門ないし通信業のいずれかに属する。表1は、合議執行機関の設置比率と人員規模について、これら9産業部門間の相互比較を行ったものである。同表の通り、工業企業全体に占める合議執行機関設置会社の比率が31.9%であるのに対して、通信企業のそれは60.0%にも達している。更に、工業8部門の間にも、燃料・エネルギー産業の47.0%から食品工業の21.7%に至るまで、決して小さくない部門間偏差が存在している。概して、重厚長大産業で活動する企業は、その他の部門

表1. 合議執行機関の設置比率と人員規模の産業間比較

	合議執行機関 設置比率	合議執行機関 人員規模 ¹⁾
工業	0.319	7.053
燃料・エネルギー	0.470	8.483
冶金(鉄鋼・非鉄金属)	0.361	5.462
機械製造・金属加工	0.361	7.227
化学・石油化学	0.364	8.700
木材・製紙・木材加工	0.274	6.813
軽工業	0.294	7.067
食品工業	0.217	5.303
建設資材	0.286	7.455
通信	0.600	8.500
N	818	262
工業と通信業の比較分析		
比率の差の χ^2 検定	22.414***	
Cramerの連関係数(V)	0.166	
平均値の差のt検定 ²⁾		-2.059**
Wilcoxonの順位検定		-2.061**
産業9部門間の多群比較		
独立性の χ^2 検定	40.367***	
Cramerの連関係数(V)	0.222	
ANOVA(F)		2.460**
Bartlett検定(χ^2)		11.975
Kruskal Wallis検定(χ^2)		24.484***

注) 1. 単位は名。合議執行機関設置企業の中で、その人員規模を報告した企業のみを対象。

2. 等分散性に関するF検定により母分散が等しいという帰無仮説が棄却された場合は、Welch検定の結果を示した。

3. ***: 1%水準で有意, **: 5%水準で有意。

出所) 筆者推計。

に属する企業よりも、合議執行機関の設置により積極的であるといえるだろう。また、合議執行機関の人員規模についても、その設置比率ほど顕著ではないものの、これら9産業部門の間には確かな違いが看取される。事実、合議執行機関の設置比率に基づく工業と通信業の間の比率の差の χ^2 検定及び独立性の χ^2 検定の結果がそうであるように、人員規模に基づいた平均値の差のt検定や多群比較は、産業9部門の間に統計的に有意な差を検出しているのである。

以上、我々の調査結果から、執行機関編成上の注目点である合議執行機関を採用しているロシア企業は決して少なくなく、その人員規模も実に多様であることが判明した。更に、合議執行機関の設置比率と人員規模には、異なる産業部門の間に統計的にも有意な差が見られることも確認された。この事実発見を踏まえつつ、続く2つの節では、合議執行機関の設置確率と人員規模の決定要因を、理論的・実証的に分析する。

4. 合議執行機関編成の決定要因：理論的考察と仮説

本節では、ロシアにおいて、前節に明らかとなった状況が生み出される諸要因を理論的に考察し、実証可能な幾つかの仮説を提示する。第2節で論じた通り、合議執行機関の採用は、他の機関構造タイプとの比較における、経営監督機能と集団経営責任制の制度的な強化を含意する。このため、合議執行機関編成の決定要因は、企業統治と経営執行の両面から多角的に考察されねばならない。そこで筆者は、組織経済学、企業金融論、経営組織論及び社会ネットワーク論の分野における先行研究の理論的・実証的成果に依拠しつつ、ロシアに特有な政治・経済情勢にも鑑みて、合議執行機関の設置と人員規模に関するロシア企業の意思決定に重大な影響を及ぼす潜在因子として、(1)外部投資家及び経営者集団の株式所有、(2)出資者としての連邦政府の存在、(3)企業集団への参画、(4)最高経営責任者の他経営幹部に対する相対的な権威や地位、(5)会社経営の複雑性、(6)会社形態の差異、並びに(7)社会主義時代からの組織的連続性から成る7つの要因に注目を払う。その論拠は、以下の通りである。

第1に、組織経済学と企業金融論からの示唆によれば、所有と経営の分離から生じるエージェンシー問題に直面する株主は、経営者の企業価値最大化目的からの逸脱や機会主義の防止・抑制に効果的な経営監督機構を必要としている(Williamson, 1996; Jensen, 2000)。第2節で論じた通り、合議執行機関の設置は、株式会社法が規定する同機関役員の取締役兼任制限を介して、経営陣に対する取締役会の独立性を強める可能性がある。また、合議執行機関議事録の取締役会、監査役会及び会計監査人への提出義務及び持株比率25%以上の株主及び株主集団に認められた議事録閲覧権は、会社経営の重大事項に関する経営者サイドの意思決定過程や責任範囲の透明化に役立つ。従って、経営者の規律化に資する経営監督体制の確立を追求する外部投資家は、出資会社における合議執行機関の設置及び同機関への可能な限り多数の上級管理職の参加を求めるに違いない。他方、合議執行機関の採用による業務監視の強化と経営裁量権の制限を経営者側が強く忌避するならば、彼らは、株主側のかかる要求を阻止するために、自らの議決権や発言権を行使するであろう。そこで、筆者は、外部投資家の株式所有は、合議執行機関の設置確率及び人員規模と正に、対抗する経

営者集団のそれは負に、それぞれ相関すると予想する(仮説H₁)。

合議執行機関編成の決定要因となり得る第2の要因は、出資者としての連邦政府の存在である。1990年代に実施された大規模な企業私有化の後、ロシア政府は、特定企業の株式を依然として大量に保持しており、これら政府所有企業に対して強力な発言権を行使している(Iwasaki, 2007c)。既述の通り、連邦政府は、2002年にコーポレート・ガバナンス法典を公布し、国内企業に対して同法典への準拠を強く呼びかけている。しかし、この法典が法的拘束力を持たない政府勧告文書である以上、連邦政府は、自ら進んで具体的な行動を取る必要に迫られている。そこで、連邦政府は、直接的な影響力を発揮し得る国有企業において、コーポレート・ガバナンス法典に盛り込まれた政府勧告の実現を図ると考えられる(Frye and Iwasaki, 2011)。合議執行機関の設置勧告もその例外ではない。同時に、連邦政府は、国民に対する政治的説明責任を果たしつつ、安定的な財政収入を確保するためにも、国有企業における適切な経営規律の実現を必要ともしている。従って、民間投資家と同様に、連邦政府は、経営幹部の合議執行機関への包括的な参加も要求するであろう。この意味で、連邦政府は、政府所有企業における合議執行機関の設置を強く動機付けられている。そこで、筆者は、一般の外部投資家にも況して、出資者としての連邦政府の存在は、合議執行機関の設置確率及び人員規模と正に相関すると予測する(仮説H₂)。

第3の要因は、企業集団への参画である。国内企業間のダイナミックな事業統合は、ロシア移行経済の顕著な特徴であり、同国では、産業や地域の違いを超えて、様々な企業集団が形成されている(溝端, 2004; Avdasheva, 2005; Radygin, 2006)。事実、我々の調査結果によれば、被調査企業822社中323社(39.3%)が、株式所有を通じて特定の企業集団に所属しているのである。これら企業集団は、前述した外部投資家と同様の動機に加えて、グループ企業間の緊密なネットワークを構築する必要性という観点からも、合議執行機関の設置を促す可能性がある。企業間ネットワークを通じたグループ参加企業の一糸乱れぬ統率行動は、企業集団全体の経営戦略を成功裏に導くために不可欠な要素である。経営組織論や社会ネットワーク研究の成果によれば、集団行動のパフォーマンスは、行為主体間で取り交わされる情報フローの頻度と質に大きく依存する(Granovetter, 1973;

Johnson and Wechsler, 1990; Schilling and Phelps, 2007)。会社経営に関する情報交換や協議を、取締役会以上に頻繁に行うことが想定されている合議執行機関は、グループ企業間の緊密かつ正確な意思疎通の場として機能し得る¹¹⁾。一般的な理解として、合議執行機関は、当該企業の上級管理職によって構成されるものだと考えられているが、会社法の規定上、社外からの役員受け入れが法制度的に排除されているわけではなく、ましてやグループ企業の間で執行役員を相互に派遣し合う方途は十分に開かれている。実際、被調査企業を対象とした我々の追跡結果によって、そのような事例が数例確認されている¹²⁾。以上から、企業集団内では、グループ企業各社に合議執行機関が設置され、その場を介して副社長や部局長級の人事交流が組織される可能性は高い。また、グループ他社からの役員受け入れは、その席を新たに確保する分だけ、合議執行機関の人員規模を膨張させるであろう。これらの論拠から、グループ企業における合議執行機関の設置確率及び人員規模は、企業集団に属さない独立系企業との比較において、より大きいという仮説を得ることができる(仮説H₃)。

第4の要素である最高経営責任者の権威や地位も、業務執行体制に関する企業の意味決定に影響し得る。第2節で論じた通り、合議執行機関の設置は、最高経営責任者を含む上級管理職達が、集団として企業経営に一定の責任を負う体制を選択することを含意している。このような集団経営責任制が採用される背景要因として、昇進経路や在職経験等に起因した経営者集団内における最高経営責任者の権威や地位の相対的な低さが指摘できる。つまり、経営トップ就任に際して同僚の直接的・側面的支援を必要としない内部登用者や、在職経験が短い最高経営責任者は、他経営幹部への依存度が相対的に強いと考えられるが(Weisbach, 1988; Linck *et al.*, 2008)、会社経営に係る副社長や部局長の発言力の強さは、最高経営責任者から彼らへの権限と責任の移譲を導き、終局的には、合議執行機関採用という形で、集団経営責任制の公式化に結果する可能性がある(Hackman and Dunphy, 1990; Yukl and Fu, 1999)。従って、筆者は、最高経営責任者の内部登用や新任は、合議執行機関の設置確率及び人員規模と正に相関すると予測する(仮説H₄)。

会社経営の複雑性も、合議執行機関の編成に影響を与え得る第5の要因である。企業組織の拡大、事業活動の多角化や国際化、研究開発や

表2. 合議執行機関編成の決定要因に関する理論的予測

	合議執行機関の 設置及び人員規模 ¹⁾
外部投資家の株式所有	+
経営者集団の株式所有	-
連邦政府の株式所有	+
企業集団への参画	+
最高経営責任者の内部昇進	+
最高経営責任者の新任	+
会社規模	+
経営多角化	+
事業国際化	+
R&D/イノベーション戦略	+
資本市場や金融機関からの資金調達	+
企業形態としての開放株式会社を選択	+
旧国有(公有)私有化企業としての設立	+2)
国有(公有)企業又は旧国有(公有)私有化企業からの新設分割	+2)

注) 1. +: 合議執行機関の設置確率や人員規模と正に相関する, -: 負に相関する.

2. 合議執行機関の人員規模に対する効果は不明.

出所) 筆者作成.

イノベーション活動の積極的展開, 資本市場や金融機関からの資金調達等に伴う組織管理の複雑化は, その効果的な対処のために, より多くの情報源と判断能力を必要とする. 年齢, 教育, 専門が異なる経営チームの編成は, かかるニーズを満たすことで, 最高経営責任者を支援し, 企業としての問題解決能力を向上させる (Bantel and Jackson, 1989; Halebian and Finkelstein, 1993). 従って, 複雑な経営環境に直面する企業であればあるほど, 集団経営体制を公式的にも整備する強いインセンティブが組織内部に生じるであろう. 以上の議論から, 会社経営の複雑性は, 合議執行機関の設置確率及び人員規模と正に相関するという仮説が導かれる (仮説 H₅).

第6の要因は, 会社形態の差異である. 民法典 97条¹³⁾及び株式会社法7条の定めにより, ロシア国内で株式会社を設立しようとする者は, その法組織形態として株式譲渡の自由を保障する開放株式会社か, 原則として発起人及びその他特定の出資者の間でしか株式の配分・譲渡が認められない閉鎖株式会社のいずれかを選択しなければならない¹⁴⁾. 第三者に対する株式の自由な譲渡を条件付けられている開放会社は, 株式の外部流出を効果的に制限し得る閉鎖会社との比較において, 投機目的の投資家を自社株主として招き入れる可能性が格段に高い. このような株主は, 経営責任を厳しく追及する傾向が強いばかりか, ロシアにおいては, しばしば敵対的買収や株主代表訴訟の仕掛け人として立ち現れ, 会社全体を揺さぶるほどに重大な経営問題や紛争を惹起している (Демидова, 2007;

Радыгин, 2009). こうした株主の存在は, 上級管理職の集団的結束を強化する大きな要因である. 従って, 他の条件が等しければ, 閉鎖会社との比較において, 開放会社が集団経営体制を選択する可能性は高い. 即ち, 会社形態としての開放会社の選択は, 合議執行機関の設置確率及び人員規模と正に相関すると予想されるのである (仮説 H₆).

合議執行機関編成の決定要因となり得る第7の要因は, 社会主義時代からの組織的連続性である. ソ連の国有企業には, 合議執行機関の制度的前身である管理部 (*правление, дирекция*) が, 企業長指揮下の執行機関と

して, 当然の如く経営組織に組み込まれていた. 現行法が, 合議執行機関の別称として「管理部」という名称を正式に採用しているのは, 社会主義時代から新生ロシアの民法典が制定される1994年に至るまでの長きに亘って, 国有企業や私有化企業の機関構造を定めるソ連及びロシア連邦政府の政令が, 管理部を, 法定会社機関の一つとして位置付けてきたことの歴史的名残である¹⁵⁾. 仮に, 社会主義時代からの制度的慣性や経路依存性がロシアにおいて十分に強ければ, これら社会主義企業の経営資産を引き継いだ旧国有(公有)私有化企業, 並びに国有(公有)企業ないし旧国有(公有)私有化企業を母体とする新設分割企業が, 管理部を制度的に継承する合議執行機関を設置・維持する可能性は, ソ連崩壊後新たに設立された企業よりも高いと考えられる. ここから, 社会主義企業を母体とする旧国有(公有)私有化企業や国有(公有)企業又は私有化企業の新設分割企業が, 合議執行機関を設置する確率は, 移行期に新規設立された企業よりも高いとの仮説が得られる (仮説 H₇).

以上の考察結果は, 表2に要約されている. 次節では, その現実妥当性を吟味する.

5. 実証分析

本節では, 前節に提示した理論仮説を, 合議執行機関の設置確率及び人員規模を従属変数とする回帰モデルの推定によって, 実証的に検証する. 以下では, 5.1節で回帰モデルの推定に用いる変数を選択し, 続く5.2節で推定結果を報告する. そして最後に5.3節で推定結果の頑健性を点検する.

5.1 変数の選択

回帰モデルの左辺、即ち従属変数には、合議執行機関設置会社を1で指定するダミー変数(COLEXE)及び合議執行機関役員総数に1を加算して対数変換した値(COLSIZ)の2種類を用いる。一方、回帰モデルの右辺には、以下に述べる計32種類の独立変数を導入する。

外部投資家、経営者集団及び連邦政府の株式所有が、合議執行機関の編成に及ぼす影響は、国内個人株主を除く全非経営者株主の所有比率(OWNOUT)¹⁶⁾、経営者集団が自社の大株主である企業を1で捕える経営者大株主ダミー(MANSHA)及び連邦政府の所有比率(OWNFED)を用いて、それぞれを検証する。更に本稿では、国家と民間資本の違い、連邦政府と地方政府の違い、並びに民間投資家の種差が、出資先企業に異なる影響を及ぼす可能性に配慮して、以上3種類の所有変数と共に、国家所有比率(OWNSTA)、民間投資家所有比率(OWNPRD)、並びに、連邦政府と共にこれらの構成要素となる地域政府及び地方自治体(OWNREG)、商業銀行(OWNBAN)、投資ファンドを含む他の金融機関(OWNFIN)、非金融機関法人株主(OWNCOR)及び外国投資家(OWNFOR)の所有比率も合わせて分析に用いる。

企業集団への参画が、合議執行機関の採用確率と人員規模にもたらす効果を検証するために、特定の持株会社グループ及び他の事業集団に株式所有を介して所属する企業に1を与えるグループ企業ダミー(GROFIR)を用いる。但し、グループ企業としての集団的属性の差異が、当該企業的意思決定に異なる効果をもたらす可能性を勘案して、GROFIRと共に、グループ中核企業ダミー(GROCOR)及び傘下企業ダミー(GROAFF)の推定も試みる。

次に、最高経営責任者の経営集団への依存度を捕える変数として、現職の経営トップが内部登用者である企業(INSCEO)及び最高経営責任者が2001年以降に就任した新任者である企業(NEWCEO)を、それぞれ1で捕える2種類のダミー変数を用いる。

会社規模は、年平均従業員数(COMSIZ)¹⁷⁾で代理し、経営多角化、事業国際化、研究開発及びイノベーション活動の積極性を反映する変数としては、ロシア全連邦国民経済産業部門二桁分類を基準とした当該企業の参入事業数(BUSLIN)、総売上高に占める輸出総額の比率(EXPSHA)及び直近に画期的な製品開発やイノベーション事業の成功経験を持つ企業を1で特定する新製品/サービス開発実績ダミー(NEW-

PRO)を用いる。また、資本市場及び金融機関からの資金調達活動の活発さは、海外や国内の証券取引所で株式または社債を発行している企業を1とするダミー変数(MARFIN)及び被調査企業の銀行信用借入実績とその平均融資期間を示す順序変数(BANCRE)によって、それぞれを表現する。これら6種類の変数は、会社経営の複雑性に比例した値を取ると想定される。

会社形態の差異が、合議執行機関の編成行動に及ぼす効果は、開放株式会社を1で特定するダミー変数(OPECOM)によって検証する。他方、社会時代からの組織的連続性が、執行機関の有り方に及ぼすインパクトは、分析対象が、旧国有(公有)私有化企業(PRICOM)であるか、または、国有(公有)企業ないし私有化企業の新設分割会社(SPIOFF)であるか否かを示す2種類のダミー変数を以って、その捕捉を試みる。

なお、回帰モデルの推定に際しては、これら24種類の独立変数に加えて、通信業をディフォルト・カテゴリーとする合計8つの産業ダミー変数も同時に用いることで、分析者には観察不能な産業固定効果の影響を制御する¹⁸⁾。

表3には、以上に言及した24独立変数のより詳細な意味内容や定義及び記述統計量が記載されている。更に同表には、合議執行機関設置の有無によって二分された標本集団間の各変数に基づく比較分析の諸結果、並びに合議執行機関設置会社を対象とした各変数と合議執行機関人員数の相関係数も合わせて報告されている。この通り、合議執行機関設置会社の平均的な外部投資家所有比率は、OWNREGを唯一の例外として、非設置会社のそれを上回り、更にOWNFEDを含む多くの変数について、両者間の差は、平均値の差のt検定ないしウィルコクソンの順位和検定により、10%水準以下で統計的に有意である。また、これら9種類の所有変数の内、6種類が、合議執行機関人員数と5%水準以下で有意に正に相関している。他方、経営者集団が大株主である企業の比率は、合議執行機関設置会社と非設置会社の間で統計的に有意な差は見られないが、MANSHAと合議執行機関人員数は、理論的予想に違わず、有意に負に相関している。また、企業集団への所属を捕えるGROFIRを用いた分析結果によれば、合議執行機関設置会社の50.0%がグループ企業であるのに対して、非設置会社の企業集団所属率は33.6%に過ぎず、比率の差の χ^2 検定により、この差も1%水準で統計的に有意である。GROAFFを用いた分析からも、同様の結果が得られている。

表3. 実証分析に用いる各独立変数の意味内容・定義・記述統計量, 同変数に基づく合議執行機関未設置会社と同設置会社の比較分析及び合議執行機関人員数との相関係数

変数の意味内容・定義(変数名)	記述統計量					合議執行機関未設置会社		合議執行機関設置会社		合議執行機関人員数との相関係数 ³⁾
	平均	標準偏差	中央値	最小値	最大値	平均/比率	中央値	平均/比率 ¹⁾	中央値 ²⁾	
外部株主所有比率(<i>OWNOUT</i>) ⁴⁾⁵⁾	1.868	2.135	0	0	5	1.699	0.000	2.199***	2.000***	0.221***
国家所有比率(<i>OWNSTA</i>) ⁴⁾	0.479	1.168	0	0	5	0.353	0.000	0.722***	0.000***	0.155**
連邦政府所有比率(<i>OWNFED</i>) ⁴⁾	0.358	1.024	0	0	5	0.213	0.000	0.637***	0.000***	0.213***
地域政府及び地方自治体所有比率(<i>OWNREG</i>) ⁴⁾	0.170	0.676	0	0	5	0.179	0.000	0.153	0.000	-0.022
民間株主所有比率(<i>OWNPRI</i>) ⁴⁾⁵⁾	1.495	2.009	0	0	5	1.402	0.000	1.672*	0.000*	0.199***
商業銀行所有比率(<i>OWNBAN</i>) ⁴⁾	0.151	0.581	0	0	5	0.126	0.000	0.198	0.000***	0.035
投資ファンド等その他金融機関の所有比率(<i>OWNFIN</i>) ⁴⁾	0.240	0.788	0	0	5	0.190	0.000	0.338**	0.000***	0.155**
非金融機関法人株主所有比率(<i>OWNCOR</i>) ⁴⁾	0.930	1.665	0	0	5	0.926	0.000	0.936	0.000	0.166**
外国投資家所有比率(<i>OWNFOR</i>) ⁴⁾	0.354	1.032	0	0	5	0.335	0.000	0.392	0.000***	0.070
経営者大株主ダミー(<i>MANSHA</i>)	0.479	0.500	0	0	1	0.500	0.500	0.439	0.000	-0.136**
企業集団参加ダミー(<i>GROFIR</i>)	0.392	0.489	0	0	1	0.336	0.000	0.500***	0.500***	0.067
グループ中核企業ダミー(<i>GROCOR</i>)	0.054	0.226	0	0	1	0.052	0.000	0.057	0.000	-0.033
グループ傘下企業ダミー(<i>GROAFF</i>)	0.337	0.473	0	0	1	0.284	0.000	0.439***	0.000***	0.068
最高経営責任者内部登用ダミー(<i>INSCEO</i>)	0.586	0.493	1	0	1	0.581	1.000	0.595	1.000	-0.031
新任最高経営責任者ダミー(<i>NEWCEO</i>) ⁶⁾	0.388	0.488	0	0	1	0.381	0.000	0.400	0.000	0.005
平均従業員数(<i>COMSIZ</i>) ⁷⁾	1893.250	5589.402	465	106	74000	1306.528	400.000	3016.404***	832.500***	0.252***
参入事業数(<i>BUSLIN</i>) ⁸⁾	2.154	2.060	1	1	12	1.973	1.000	2.502***	1.000***	0.155**
総売上高に占める輸出の比率(<i>EXPSHA</i>) ⁹⁾	0.877	1.198	0	0	5	0.893	0.000	0.846	0.000	0.041
新製品/サービス開発実績ダミー(2001~04年)(<i>NEWPRO</i>)	0.623	0.485	1	0	1	0.568	1.000	0.726***	1.000***	0.045
株式・社債発行企業ダミー(<i>MARFIN</i>)	0.133	0.340	0	0	1	0.078	0.000	0.240***	0.000***	0.255***
銀行信用借入実績及び平均融資期間(<i>BANCRE</i>) ¹⁰⁾	2.529	1.455	3	0	5	2.393	3.000	2.789***	3.000***	0.024
開放株式会社ダミー(<i>OPECOM</i>)	0.675	0.469	1	0	1	0.629	1.000	0.764***	1.000***	0.004
旧国有(公有)私有化企業ダミー(<i>PRICOM</i>)	0.697	0.460	1	0	1	0.688	1.000	0.714	1.000	-0.006
国有(公有)企業・私有化企業新設分割企業ダミー(<i>SPIOFF</i>)	0.096	0.294	0	0	1	0.099	0.000	0.089	0.000	0.014

- 注) 1. ***: *t*検定(等分散性に関する *F*検定により母分散が等しいという帰無仮説が棄却された場合は, Welch 検定)により, 合議執行機関未設置会社との平均値の差が1%水準で有意, ** : 5%水準で有意, ***: χ^2 検定により, 合議執行機関未設置会社との比率の差が1%水準で有意.
2. ***: Wilcoxon の順位検定により, 合議執行機関未設置会社との差が1%水準で有意, ** : 5%水準で有意, * : 10%水準で有意.
3. 合議執行機関設置企業のみを対象. ***: 相関係数が1%水準で有意, ** : 5%水準で有意.
4. 次の6段階で評価された持株比率の範囲を意味する. 0: 0%, 1: 10.0%以下, 2: 10.1~25.0%, 3: 25.1~50.0%, 4: 50.1~75.0%, 5: 75.1~100.0%.
5. 国内個人投資家を除く.
6. 新任とは, 2001~04年の間に就任した者を意味する.
7. 単位は, 名. 但し, 回帰分析では, その自然対数値を用いる.
8. ロシア全連邦国民経済産業部門二桁分類(OKONKh two-digit classification)を基準とする.
9. 次の6段階で評価された輸出比率を意味する. 0: 0%, 1: 10%未満, 2: 10.1~25.0%, 3: 25.1~50.0%, 4: 50.1~75.0%, 5: 75%以上.
10. 次の6段階で評価された借入実績及び銀行信用の融資期間を意味する. 0: 2001~04年に借入実績無し, 1: 借入実績があり, その最長融資期間は3ヶ月以内, 2: 同3ヶ月以上6ヶ月以内, 3: 同6ヶ月以上1年以内, 4: 同1年以上3年以内, 5: 同3年以上.
- 出所) 筆者推計. 参入事業数(*BUSLIN*)は, SKRIN 社公開データベースに基づいて筆者が算定したものであり, それ以外の変数は, 全て日露共同企業調査の諸結果を原典とする.

以上に加えて、合議執行機関設置会社は、会社規模(*COMSIZ*)、参入事業数(*BUSLIN*)、新製品/サービスの開発実績率(*NEWPRO*)、株式・社債の市場発行率(*MARFIN*)及び銀行信用調達実績(*BANCRE*)を示す5種類の変数を基準としても、非設置会社を凌駕し、なおかつ、*COMSIZ*、*BUSLIN*及び*MARFIN*の3変数は、合議執行機関人員数と有意に正に相関している。更に、*OPECOM*を用いた比較分析から、合議執行機関設置会社は、非設置会社と較べて、会社設立形態として開放会社を選択している比率が相対的に高いことも確認できる。一方、最高経営責任者の属性及び社会主義時代からの組織的連続性を捕える *INSCEO*、*NEWCEO*、*PRI-COM* 及び *SPIOFF* の4変数を基準とした分析結果からは、合議執行機関設置会社と非設置会社の間統計的に有意な差は見られない。

以上の単変量解析からは、仮説 H_1 、 H_2 、 H_3 、 H_5 及び H_6 を全面的又は部分的に支持する結果が得られた。続く5.2節では、これらの変数を同時に制御する重回帰分析によっても、同様の実証結果が繰り返されるのか否かに注目する。

5.2 推定結果

合議執行機関設置確率(*COLEXE*)を従属変数とするプロビット回帰モデルの推定結果は、表4に一覧されている。標準誤差の推定には、分散不均一性の下でも一貫性のあるホワイットの頑健標準誤差推定法を適用した。同表によれば、表3に報告した単変量解析の結果に反して、*OWNOUT*を初めとする外部投資家所有変数の多くが、統計的に有意に推定されていない。そればかりか、外国投資家の出資規模を反映する *OWNFOR* は、理論仮説の予想に反して、10%水準で有意に負の係数値を示している。一方、*OWNFED*の5%水準で有意に正の推定結果は、地域政府や地方自治体の政策的無関心とは対照的に、連邦政府は、執行機関の有るべき姿に関するコーポレート・ガバナンス法典の政府勧告を実現するために、国有株式の議決権を有効に活用している可能性を強く示唆している。

*GROFIR*の有意に正の推定結果には、独立系企業との比較における、合議執行機関採用に対するグループ企業の積極的姿勢が表れている。また、*GROCOR*との比較における *GROAFF*の高い統計的有意性は、合議執行機関が、グループ中核企業による傘下企業の経営監督や傘下企業間の役員交流の場として利用されている可能性を暗示している。

最高経営責任者の属性を捕える2種類のダミー変数の中では、*INSCEO*が正に有意な推定値を示した。多くの経営学者が指摘する通り、ロシアは、欧米諸国のみならず、日本にも優る集団主義尊重型の組織文化によって特徴付けられる国である(Abe and Iwasaki, 2010)。このような国では、生え抜きの経営トップと同人を取り巻く上級管理職達の人的結び付きや連帯性が殊のほか強く、従って、単独執行機関と合議執行機関を組み合わせた集団経営責任制を採用する機運が、社内的に高まりやすいと考えられる。*INSCEO*の推定結果は、ロシア企業におけるそのような組織文化的性向の強さを示すものであるといえよう。

会社経営の複雑性も一般的に合議執行機関の採用を促す顕著な要因であることは、*COMSIZ*、*NEWPRO*及び*BANCRE*の3変数が揃って有意に推定された分析結果に表れている。即ち、ロシアにおいては、会社規模が大きく、研究開発やイノベーション活動に意欲的で、なおかつ金融機関から積極的に資金を調達している企業において、集団経営体制を制度的に公式化する合議執行機関が設置される確率がより高いと云えるのである。

その一方、事業活動の海外依存度を反映する *EXPSHA* が、先出の *OWNFOR* と共に、有意に負に推定された事実は、ロシアにおける企業経営の国際化と経営監督体制との因果関係に関する新たな解釈を必要としている。Cohen and Boyd(2000)やBraendle and Noll(2006)が主張する通り、国際社会を覆うグローバル化の波は、とりわけ海外での資本調達や事業展開を目指す企業に対して、国際的に標準化された企業統治システムの採用を迫っている。世界経済への統合が進むロシアにおいても、この傾向は大変顕著である。事実、同国では、大手・中堅企業を中心に、米英の経営スタイルが積極的に採用されているのである(Долгопятова, 2009)。この文脈から見れば、社会主義時代の制度的遺物である合議執行機関は、世界的にも異色の会社機関であるといわざるを得ない。表4に表された外国投資家の所有比率や海外輸出比率と合議執行機関設置確率との間の負の相関関係は、一定程度の国際化を遂げたロシア企業の株主や経営者の間に、合議執行機関の採用に対する消極的ないし否定的な態度が醸成されていることの証左だと考えてよいだろう。

*OPECOM*の有意水準1%で正の推定値は、開放会社と閉鎖会社間の会社形態の差異は、筆者の予想に合致する方向で、合議執行機関設置

表4. 合議執行機関の設置に関するプロビット推定

従属変数 モデル	COLEXE			
	[1]	[2]	[3]	[4]
OWNOUT	-0.002 (0.03)			-0.002 (0.03)
OWNSTA		0.102** (0.05)		
OWNFED			0.132** (0.06)	
OWNREG			-0.014 (0.09)	
OWNPRI		-0.026 (0.03)		
OWNBAN			0.174 (0.13)	
OWNFIN			0.111 (0.07)	
OWNCOR			-0.045 (0.04)	
OWNFOR			-0.127* (0.07)	
MANSHA	0.043 (0.13)	0.035 (0.13)	0.007 (0.13)	0.043 (0.13)
GROFIR	0.394*** (0.14)	0.437*** (0.14)	0.445*** (0.14)	
GROCOR				0.331 (0.32)
GROAFF				0.404*** (0.14)
INSCEO	0.224* (0.13)	0.226* (0.13)	0.227* (0.13)	0.224* (0.13)
NEWCEO	-0.188 (0.13)	-0.153 (0.13)	-0.166 (0.13)	-0.191 (0.13)
COMSIZ	0.230*** (0.06)	0.229*** (0.06)	0.241*** (0.07)	0.228*** (0.06)
BUSLIN	0.017 (0.03)	0.013 (0.03)	0.018 (0.03)	0.017 (0.03)
EXPSHA	-0.121** (0.06)	-0.127** (0.06)	-0.128** (0.06)	-0.121** (0.06)
NEWPRO	0.458*** (0.13)	0.468*** (0.13)	0.489*** (0.13)	0.458*** (0.13)
MARFIN	0.171 (0.23)	0.173 (0.23)	0.146 (0.25)	0.174 (0.23)
BANCRE	0.073* (0.04)	0.083* (0.04)	0.079* (0.05)	0.073* (0.04)
OPECOM	0.474*** (0.13)	0.463*** (0.13)	0.477*** (0.14)	0.472*** (0.13)
PRICOM	0.077 (0.17)	0.059 (0.17)	0.033 (0.17)	0.077 (0.17)
SPIOFF	-0.043 (0.25)	-0.067 (0.25)	-0.098 (0.26)	-0.047 (0.25)
Const.	-2.729*** (0.50)	-2.802*** (0.50)	-2.856*** (0.51)	-2.722*** (0.51)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
N	561	558	558	561
Pseudo R ²	0.15	0.16	0.17	0.15
対数尤度	-305.30	-301.07	-296.68	-305.27
Wald test(χ^2) ¹⁾	101.25***	107.80***	114.24***	102.71***

注) 1. 帰無仮説: 全ての係数がゼロ。

2. 括弧内は、Whiteの修正法による分散不均一性の下でも一貫性のある標準誤差。***: 1%水準で有意, **: 5%水準で有意, *: 10%水準で有意。

出所) 筆者推定。各変数の定義、記述統計量及び出典は、表3を参照。

の是非に関するロシア企業の意思決定に重大な影響を及ぼしていることを実証している。他方、PRICOM及びSPIOFFの非有意な推定結果は、社会主義企業からの経営資産の継承と執行機関

編成の因果関係に関する理論仮説が、現実の理解にとって必ずしも妥当ではないことを表している。

合議執行機関人員規模(COLSIZ)の決定要因に関する分析結果は、表5の通りである。同表には、合議執行機関設置の有無から生じるサンプル・セレクション・バイアスの可能性に対処するため、推定第一段階の従属変数を、合議執行機関設置確率(COLEXE)とするヘックマン二段階選択モデル(Heckman two-step selection model)の最尤法による推定結果が報告されている¹⁹⁾。標準誤差の推定には、再びホワイトの修正法が適用されている。

表5から、合議執行機関の人員規模と有意に相関する独立変数は、非常に限定的であることが分かる。理論的予想に合致して、民間投資家の所有比率(OWNPRI)は、10%水準で有意に正に推定されているが、その種差に注目すると、実際に統計上有意な影響力を発揮しているのは、非金融機関法人の株式所有(OWNCOR)に限られる。他方、合議執行機関設置確率に関する分析結果と同様に、OWNFEDは再び有意に正に推定されており、国有企業における執行機関の編成に対する連邦政府の強い政策的関与が浮き彫りになっている。その一方、OWNREGの推定値はここでもやはり非有意であり、公有企業の経営監督体制に対する地域政府や地方政府の中立的態度が再確認された。

MANSHAは、10%水準で有意にCOLSIZと負に相関しており、自社株式を多数保有する経営者ないし経営者集団の存在は、合議執行機関の組織的膨張を抑制する方向に作用することが、ここに示唆されている。表4及びこの推定結果から、経営者達は、集団経営責任制を公式化する内在的な必要があれば、合議執行機関の設置そのものに対しては強く抵抗しないものの、同役員職の適用範囲が幅広く設定されることによって、株式会社法が定める取締役兼任制限が上級管理職の発言権を著しく制約するような事態は、極力回避しようとしている様を窺い知ることができる²⁰⁾。合議執行機関役員取締役兼任制限が、経営者に対する監督体制の強化を目的とするならば、法制度設計の見直しが必要であろう。

残る独立変数の中で、合議執行機関の人員規模に顕著なインパクトをもたらしているのは、唯一会社規模のみであり、それは、COMSIZの1%水準で有意に正の推定結果に明確に示されている。その他の要因、即ち、企業集団への参画、事業活動の多角化や国際化、研究開発・

表5. 合議執行機関の人員規模に関するヘックマン二段階最尤法推定

従属変数 モデル	COLSIZ			
	[1]	[2]	[3]	[4]
OWNOUT	0.023 (0.02)			0.023 (0.02)
OWNSTA		0.031 (0.02)		
OWNFED			0.059** (0.03)	
OWNREG			-0.052 (0.04)	
OWNPRI		0.029* (0.02)		
OWNBAN			-0.001 (0.07)	
OWNFIN			0.035 (0.04)	
OWNCOR			0.036** (0.02)	
OWNFOR			0.005 (0.03)	
MANSHA	-0.137* (0.07)	-0.125* (0.07)	-0.117* (0.07)	-0.137* (0.07)
GROFIR	-0.025 (0.08)	-0.026 (0.08)	-0.023 (0.08)	
GROCOR				0.030 (0.17)
GROAFF				-0.031 (0.08)
INSCEO	-0.026 (0.07)	-0.022 (0.07)	-0.024 (0.07)	-0.023 (0.07)
NEWCEO	-0.082 (0.07)	-0.075 (0.07)	-0.085 (0.07)	-0.079 (0.07)
COMSIZ	0.087*** (0.03)	0.085*** (0.03)	0.087*** (0.03)	0.088*** (0.03)
BUSLIN	0.019 (0.01)	0.020 (0.01)	0.018 (0.01)	0.019 (0.01)
EXPSHA	-0.017 (0.03)	-0.021 (0.03)	-0.020 (0.03)	-0.018 (0.03)
NEWPRO	-0.084 (0.08)	-0.092 (0.08)	-0.089 (0.08)	-0.084 (0.08)
MARFIN	0.046 (0.11)	0.027 (0.11)	0.015 (0.12)	0.040 (0.11)
BANCRE	-0.009 (0.02)	-0.012 (0.02)	-0.007 (0.02)	-0.008 (0.02)
OPECOM	0.096 (0.08)	0.093 (0.08)	0.081 (0.08)	0.102 (0.08)
PRICOM	-0.037 (0.08)	-0.047 (0.08)	-0.051 (0.08)	-0.036 (0.08)
SPIOFF	0.024 (0.14)	0.022 (0.14)	0.017 (0.14)	0.029 (0.14)
Const.	1.532*** (0.28)	1.531*** (0.29)	1.506*** (0.29)	1.516*** (0.28)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
N ¹⁾	557	554	554	557
対数尤度	-392.66	-387.04	-380.30	-392.55
Wald test(χ^2) ²⁾	82.33***	79.11***	82.31***	84.72***
ρ	-0.05	-0.08	-0.11	-0.04
Wald test(χ^2) ³⁾	0.02	0.06	0.11	0.01

注) 1. 第二段階推定時の観測値(number of uncensored observations)は、何れも 184。

2. 帰無仮説：全ての係数がゼロ。

3. 推定式の独立性に関する検定。帰無仮説： $\rho=0$ 。

4. 括弧内は、White の修正法による分散不均一性の下でも一様性のある標準誤差。***：1%水準で有意、**：5%水準で有意、*：10%水準で有意。

出所) 筆者推定。各変数の定義、記述統計量及び出典は、表3を参照。

イノベーション活動の積極性、外部資金調達活動、会社形態及び社会主義企業からの組織的連続性は、合議執行機関の役員数となら統計的に有意に相関していない。この推定結果から、恐らくロシアでは、合議執行機関役員に適格な上級管理職の範囲は、会社組織の大きさに決定的に依存しており、会社事業の活動や歴史を特徴付けるその他の要因にはあまり左右されていないとの推察を得ることができよう。

5.3 推定結果の頑健性

表4及び表5に報告した実証結果の全般的頑健性を点検するために、筆者は、回帰モデルに様々なサンプル制約を課した補足的推計作業を行い、このような標本操作が、推定結果に重大な変更をもたらさないことを確認した。即ち、(1)分析対象を工業企業に限定した場合、(2)会社組織や事業活動に関してやや特異な国家規制が導入されている燃料・エネルギー産業、冶金産業及び通信産業を標本集団から一切排除した場合、(3)いわゆる超大規模企業を分析対象から排除するために、標本集団の会社規模を、全標本の平均従業員数±1標準偏差に限定した場合、(4)分析対象を有価証券未発行企業に限った場合、(5)分析対象を企業集団未加入企業(独立系企業)に絞った場合、(6)取締役会非設置会社の観測値を一切用いなかった場合、(7)分析対象を開放株式会社と閉鎖株式会社と区分した場合、(8)所有構造と経営監督機関の同時性が推定結果にもたらすバイアスの可能性に配慮して、調査時以前数年間に所有構造の著しい変動を経験した企業を分析対象から一切排除した場合、(9)同様の観点から、調査時以前数年間に最高経営責任者及び経営陣の交代が観察された企業を一切排除した場合の9ケースである。

前述の通り、合議執行機関人員規模の決定要因を分析するに際しては、サンプル・セレクション・バイアスの可能性に対応したヘックマン二段階モデルを最尤法で推定した。しかし、表5の通り、推定式の独立性に関するワルド検定は、全てのモデルについて帰無仮説($\rho=0$)を棄却できない。更に、通常の二段階推定も行ったところ、データの切断による分布の歪みを調整する逆ミルズ比は、統計的に有意ではなかった。そこで、代替的分析手法として、観測値を合議執行機関設置会社に限定した上で、COLSIZを従属変数とする最小二乗法モデル及び合議執行機関役員数を左辺に置くポワソン回帰モデルの推定を行ったところ、これら代替モデルの推定結果も、表5のそれと大差ないことが確

認された。

従って、本節に報告した実証結果は、以上の意味で統計的に頑健であると判断される。

6. 結語

本稿は、2005年上半期にロシア全土で実施した企業アンケート調査の諸結果に基づいて、株式会社における執行機関の編成状況を明らかにすると共に、複層型経営監督機構の要となる合議執行機関の設置確率及び人員規模の決定要因を実証的に分析した。

我々の調査結果から、合議執行機関の設置は、株式会社法の規定上、会社の完全な任意に委ねられているにも拘らず、被調査企業の3社に1社が、単独執行機関と共に同機関を併設しており、更に、その人員規模は、最低2名から最大23名まで大変様々であることが確認された。また、異なる産業部門の間で、合議執行機関の設置確率と人員規模に統計的に有意な差異が存在することも明らかとなった。

前節に報告した回帰分析の諸結果は、社会主義時代からの組織的連続性に関連した仮説H₇を除く全ての理論仮説を、全面的ないし部分的に支持している。換言すれば、出資者として連邦政府が参加し、株式所有を通じて特定の企業集団に所属し、内部昇進者を経営トップに掲げ、会社規模が大きく、研究開発やイノベーション事業に意欲的で、金融機関から積極的に資金を調達し、なおかつ会社形態として開放会社を選択する株式会社であればあるほど、当該企業に合議執行機関が設置される確率が高いのである。また、合議執行機関の人員規模は、連邦政府や非金融法人株主の所有比率及び会社規模に正に比例し、経営者ないし経営者集団が大株主の企業において抑制される傾向が強いことも合わせて判明した。

第2節において、合議執行機関の設置と、これに伴う複層型経営監督体制の構築は、経営監督機能と集団経営責任制の強化に結び付く可能性が指摘された。しかしながら、本稿の実証結果は、経営者サイドからの集団経営体制の必要が、当該企業をして、合議執行機関の設置を決定せしめる主要な動因である一方、コーポレート・ガバナンス法典の勧奨に熱心な連邦政府を除けば、外部投資家側の経営監督機能強化策としての合議執行機関への関心は、総じて低いことを強く示唆している²¹⁾。合議執行機関を、経営規律化の用具として十分に機能させるためには、法制度設計の更なる洗練化と合議執行機関の制度的趣旨に関する投資家や株主への一層の

周知徹底が必要であろう。

本稿におけるもう一つの興味深い事実発見は、近年のグローバリゼーション圧力が、ロシア企業の機関構造にもたらす特異な影響である。即ち、我々は、外国投資の受け入れや製品輸出を通じて事業活動の国際化を進めるロシア企業は、合議執行機関の設置を回避する傾向が強いことを見出した。先進諸国や有力多国籍企業が先導する企業統治システムの国際標準化と収斂に向けたダイナミズムは、海外市場に目を向けるロシア企業をも激しく巻き込み、その意思決定に多大な影響を及ぼしている(Hopt and Leyens, 2004; Долгопятова, 2009)。国際社会の隅々に及ぶこの傾向がもはや止められないものである限り、ロシア企業研究も、グローバリゼーションの文脈を軽視してはならないのであろう。

(一橋大学経済研究所)

注

* 本稿は、一橋大学経済研究所と国立大学高等経済院産業・市場研究所の共同研究プロジェクト「ロシア経済の企業統治と統合プロセス」の研究成果の一部である。本研究に際して、筆者は、科学研究費補助金基盤研究(A)「比較移行経済論の確立：市場経済化20年史のメタ分析」(課題番号: 23243032)、同基盤研究(B)「所有者-経営者-従業員関係からみたロシア企業：企業統治の変化と労務管理」(課題番号 21402025)、京都大学経済研究所及び一橋大学経済研究所共同利用・共同研究拠点事業平成23年度プロジェクト研究からの資金的支援を得た。本稿の執筆に当たっては、久保克行氏(早稲田大学)、田畑理一氏(大阪市立大学)、堀江典生氏(富山大学)、溝端佐登史氏(京都大学)より貴重なコメントを頂いた。また、2011年12月21日開催の一橋大学経済研究所定例研究会の場では、討論者である杉浦史和氏(帝京大学)の他、田畑伸一郎氏(北海道大学)、並びに同僚の阿部修人氏、久保庭真彰氏、都留康氏、森口千晶氏より示唆的なご意見を賜った。更に、研究資料やデータの収集に際しては、志田仁完氏、京都大学経済研究所プロジェクト研究資料室及び一橋大学経済研究所資料室から支援頂いた。記して謝意を表したい。無論、残された過ちは、全て筆者の責に帰するものである。

1) 紙幅の制約上、各国の制度内容には立ち入らない。詳しくは、Lausten(2002), Eriksson *et al.*(2003), van Ees *et al.*(2003), Gorton and Schmid(2004), Her and Mahajan(2005), Maury(2006), Cho and Rui(2009)らの各国研究及びHopt and Leyens(2004), 菊澤(2004), 和田(2005), Jungmann(2006), Enriques and Volpin(2007), Maitland-Walker(2008)らの国際比較研究を参照。

2) 1995年12月26日付「株式会社に関する」連邦法を指す。なお、本節及び次節の記述は、実証分析が基礎とする共同企業調査の実施時期に有効な法令の

内容を反映している。

3) ロシア株式会社の法制構造は、Iwasaki(2007a)で詳しく解説している。同様の観点から、加藤(2009)及び藤原(2009)も大いに参考になる。

4) 社長(ないしCEOや総支配人)及び副社長が主体で、全体の94.8%を占める。残る回答者は、取締役会会長(1.6%)及び企業統治問題担当部長(3.6%)で構成されている。

5) 労働者株式会社(人民企業)は、この点の他にも、会社設立の仕方から、資本管理原則、経営監督機構の権限配分、会社役員の選任や報酬の決定方法に至るまで、標準的な株式会社とは非常に異なる特徴を持っている(Iwasaki, 2007a, pp. 240-243)。

6) 調査方法及び調査結果の更なる詳細は、Dolgopyatova and Iwasaki(2006)及びDolgopyatova *et al.* (2009, Appendix)を参照されたい。

7) 選任された役員の権利と義務は、同人と会社との間で締結される契約書によって規定され、取締役会会長ないし取締役会から委任された者が、会社を代表して、執行機関役員との契約書に署名する。会社と執行役員との関係には、株式会社法に抵触しない範囲でのみ労働法が適用される(株69条3項)。但し、Iwasaki(2007a, pp. 231-232)で指摘した通り、会社と執行役員の契約関係が、本質的に民法に基づいた委任関係的性格のものなのか、労働法に拠るものなのかという点は、途中解任された役員の権利問題を巡って激しい論争がある。Могилевский(2001, C. 299-300)、Рубеко(2007, C. 146-147)及びКыров(2009, C. 213)を参照。

8) 合議執行機関会議の定足数と役員の投票権について、株式会社法は、合議執行機関会議の定足数は、選任された役員の半数以上でなければならず、同機関役員の投票権は、他の役員を含めて、他者への委譲を一切認めないと規定している(70条2項)。

9) 2002年4月4日付「コーポレート・ガバナンス法典の採用勧告に関する」連邦有価証券市場委員会決定。

10) 具体的には、(1)会社の優先的活動方針や財務・経営計画を含む最重要文書の策定、(2)会社総資産の5%以上に相当する取引や融資の承認、(3)小会社、支店、代理店等の組織と経営に係る一連の事項及び(4)内部就労規則や職務指示書をはじめとする会社内部文書の承認等が列挙されている。

11) 事実、コーポレート・ガバナンス法典は、取締役会に対して、6週に1度以上の会合を持つよう勧告しているのに対して(3章4節4.2.1項)、合議執行機関には、週1度以上の会議開催を求めている(4章4節4.1.1項)。

12) 商用企業データベース SPARK(<http://www.spark.interfax.ru/Front/index.aspx>)を用いた補足調査。補足調査実施に際するスペトラーナ・アブダシェヴァ教授及びタチアーナ・ドルゴピャートヴァ教授のご助力に感謝する。

13) 1994年11月30日付民法典第I部を指す。

14) 両者の間には、最低資本金、株主数、並びに情報公開義務の点でも一定の差が設けられている。詳しくは、Iwasaki(2007a; 2007b)を参照。

15) 管理部は、1927年6月29日に公布された

「国有工業トラスト規定の承認に関する」ソ連中央執行委員会・人民委員会議決定の中で、工業企業の中核的な業務執行機関として早くも登場しており、その後も、1965年10月4日付「社会主義国有生産企業規定の承認に関する」ソ連閣僚会議決定、1990年7月19日付「株式会社・有限会社規定及び有価証券規定の承認に関する」ソ連閣僚会議決定、1990年12月25日付「株式会社規定の承認に関する」ロシア連邦共和国閣僚会議決定及び1992年7月1日付「国有企業及び国有企業自主合同の株式会社への改組の為の組織的措置に関する」ロシア連邦大統領令という一連の政府文書の中に脈々と受け継がれてきた。ソ連及びロシア企業の機関構造を巡るこの間の歴史的経緯は、溝端(1996, 第IV部第4章)及び加藤(2006, 第1章)に詳しい。

16) この通り、OWNOUTからは、国内個人株主が一切排除されている。これは、形式的には外部株主の範疇に属する経営者や従業員の家系、親戚、知人による株式所有の効果を除くための措置である。

17) なお、後述する単変量解析ではその実数を、回帰分析では自然対数をそれぞれ用いる。

18) なお、回帰分析に際して同時推定される独立変数間の相関係数は、絶対値の平均値(標準偏差)が0.090(0.090)、最大値は0.543であり、全ての組み合わせが、多重共線性の存在を疑うべき閾値0.700を下回っている。

19) 推定に用いる独立変数が、第一段階と第二段階でかなり重複する場合、プロビット法と最小二乗法を組み合わせた従来の二段階推定法は、多重共線性の問題を招きやすく望ましくない(北村, 2009)。そのため本稿では、二段階選択モデルの推定方法として最尤法を用いた。

20) 本稿と同じデータセットを用いて、取締役会の役員構成を分析したIwasaki(2008)や岩崎(2010)において、合議執行機関の設置は、当該企業の社外取締役比率になら統計的に有意な影響を及ぼさないことが確認されている。かかる分析結果は、ここに指摘した意味での、上級管理職達による取締役兼任制限規定の回避行動を原因とするものなのであろう。

21) このことは、外部投資家と経営者とのエージェント問題の深刻さを代理する取締役会の社外役員比率や過去の財務指標といった一連の変数が、合議執行機関の設置確率や人員規模となら有意に相関していないという補足的な推定結果によっても裏付けられている。この点に関する久保克行氏の御示唆に感謝する。

参考文献

- 藤原克美(2009)「ロシアにおける株式会社：移行経済と株式会社」細川孝・桜井徹編著『転換期の株式会社：拡大する影響力と改革課題』ミネルヴァ書房、pp. 193-216。
- 岩崎一郎(2010)「ロシア企業の取締役会構成：株式会社のミクロ実証分析」『経済研究』第61巻第4号、pp. 358-379。
- 加藤志津子(2006)『市場経済移行期のロシア企業：ゴルバチョフ、エリツィン、プーチンの時代』文眞堂。

- 加藤志津子(2009)「ロシアのコーポレート・ガバナンスの特徴と課題」海道ノブチカ・風間信隆編著『コーポレート・ガバナンスと経営学：グローバル化・グローバル化下の変化と多様性』ミネルヴァ書房, pp. 187-206.
- 菊澤研宗(2004)『比較コーポレート・ガバナンス論：組織の経済学アプローチ』有斐閣.
- 北村行伸(2009)『ミクロ計量経済学入門』日本評論社.
- 溝端佐登史(1996)『ロシア経済・経営システム研究：ソ連邦・ロシア企業・産業分析』法律文化社.
- 溝端佐登史(2004)「国有企業の民営化と企業統治」大津定美・吉井昌彦編著『ロシア・東欧経済論』ミネルヴァ書房, pp. 61-83.
- 和田宗久(2005)「北欧諸国における会社法制の概要と近時の動向」『季刊 企業と法創造』第1巻第4号, pp. 149-154.
- Abe, N. and I. Iwasaki (2010) "Organisational Culture and Corporate Governance in Russia: A Study on Managerial Turnover," *Post-Communist Economics*, Vol. 22, No. 4, pp. 449-470.
- Avdasheva, S. (2005) "Business Groups in Russian Industries," in Oleinik, A. N. (ed.), *The Institutional Economics of Russia's Transformation*, Ashgate: Aldershot, pp. 290-308.
- Bantel, K. A. and S. E. Jackson (1989) "Top Management and Innovations in Banking: Does the Composition of the Top Team Make a Difference?" *Strategic Management Journal*, Vol. 10, No. S1, pp. 107-124.
- Braendle, U. C. and J. Noll (2006) "On the Convergence of National Corporate Governance Systems." *Journal of Interdisciplinary Economics*, Vol. 17, No. 1-2, pp. 57-81.
- Cho, S. and O. M. Rui (2009) "Exploring the Effects of China's Two-Tier Board System and Ownership Structure on Firm Performance and Earnings Informativeness," *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, No. 1, pp. 95-118.
- Cohen, S. S. and G. Boyd (eds.) (2000) *Corporate Governance and Globalization: Long Range Planning Issues*, E. Elgar: Cheltenham.
- Dolgopyatova, T. G. and I. Iwasaki (2006) Exploring Russian Corporations: Interim Report on the Japan-Russia Joint Research Project on Corporate Governance and Integration Processes in the Russian Economy (IER Discussion Paper Series No. B35), Institute of Economic Research, Hitotsubashi University: Tokyo.
- Dolgopyatova, T., I. Iwasaki and A. A. Yakovlev (eds.) (2009) *Organization and Development of Russian Business: A Firm-Level Analysis*, Palgrave Macmillan: Basingstoke.
- Enriques, L. and P. Volpin (2007) "Corporate Governance Reforms in Continental Europe," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21, No. 1, pp. 117-140.
- Eriksson, T., E. S. Madsen, M. Dilling-Hansen and V. Smith (2003) "Determinants of CEO and Board Turnover," *Empirica*, Vol. 28, No. 3, pp. 243-257.
- Frye, T. M. and I. Iwasaki (2011) "Government Directors and Business-State Relations in Russia," *European Journal of Political Economy*, Vol. 27, No. 4, pp. 642-658.
- Gorton, G. and F. A. Schmid (2004) "Capital, Labor, and the Firm: A Study of German Codetermination," *Journal of the European Economic Association*, Vol. 2, No. 5, pp. 863-905.
- Granovetter, M. S. (1973) "The Strength of Weak Ties," *American Journal of Sociology*, Vol. 78, No. 6, pp. 1360-1380.
- Hackman, B. K. and D. C. Dunphy (1990) "Managerial Delegation," *International Review of Industrial and Organizational Psychology*, Vol. 5, pp. 35-57.
- Haleblian, J. and S. Finkelstein (1993) "Top Management Team Size, CEO Dominance, and Firm Performance: The Moderating Roles of Environmental Turbulence and Discretion," *Academy of Management Journal*, Vol. 36, No. 4, pp. 844-863.
- Her, M. M. and A. Mahajan (2005) "Family Control, Two-Tier Boards and Firm Performance: Lessons from the Taiwanese Experience," *Journal of Asia-Pacific Business*, Vol. 6, No. 2, pp. 69-89.
- Hopt, K. J. and P. C. Leyens (2004) "Board Models in Europe: Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy," *European Company and Financial Law Review*, Vol. 1, No. 2, pp. 135-168.
- Iwasaki, I. (2007a) "Corporate Law and Governance Mechanism in Russia," in Dallago, B. and I. Iwasaki (eds.), *Corporate Restructuring and Governance in Transition Economies*, Palgrave Macmillan: Basingstoke, pp. 213-249.
- Iwasaki, I. (2007b) "Legal Forms of Joint Stock Companies and Corporate Behavior in Russia," *Problems of Economic Transition*, Vol. 50, No. 5, pp. 73-86.
- Iwasaki, I. (2007c) "Enterprise Reform and Corporate Governance in Russia: A Quantitative Survey," *Journal of Economic Surveys*, Vol. 21, No. 5, pp. 849-902.
- Iwasaki, I. (2008) "The Determinants of Board Composition in a Transforming Economy: Evidence from Russia," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, No. 5, pp. 532-549.
- Jensen, M. C. (2000) *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, Harvard University Press: Cambridge, Mass.
- Johnson, J. A. and B. Wechsler (1990) "The Development of an Interorganizational Network in State Government: Improved Performance through Action Research," *International Journal of Public Administration*, Vol. 13, No. 5, pp. 689-706.
- Jungmann, C. (2006) "The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tire and Two-Tire Board Systems: Evidence from the UK and Germany,"

- European Company and Financial Law Review*, Vol. 3, No. 4, pp. 426-474.
- Lausten, M. (2002) "CEO Turnover, Firm Performance and Corporate Governance: Empirical Evidence on Danish Firms," *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 20, No. 3, pp. 391-414.
- Linck, J. S., J. M. Netter and T. Yang (2008) "The Determinants of Board Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, No. 2, pp. 308-328.
- Maitland-Walker, J. (ed.) (2008) *Guide to European Company Laws*, Third Edition, Sweet and Maxwell: London.
- Maury, B. (2006) "Corporate Performance, Corporate Governance and Top Executive Turnover in Finland," *European Financial Management*, Vol. 12, No. 2, pp. 221-248.
- Radygin, A. (2006) "Corporate Governance, Integration and Reorganisation: The Contemporary Trends of Russian Corporate Groups," *Economic Change and Restructuring*, Vol. 39, No. 3-4, pp. 261-323.
- Schilling, M. A. and C. C. Phelps (2007) "Interfirm Collaboration Networks: The Impact of Large-Scale Network Structure on Firm Innovation," *Management Science*, Vol. 53, No. 7, pp. 1113-1126.
- van Ees, H., T. J.B.M. Postma and E. Sterken (2003) "Board Characteristics and Corporate Performance in the Netherlands," *Eastern Economic Journal*, Vol. 29, No. 1, pp. 41-58.
- Weisbach, M. S. (1988) "Outside Directors and CEO Turnover," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, No. 1-2, pp. 431-460.
- Williamson, O. E. (1996) *The Mechanism of Governance*, Oxford University Press: New York and Oxford.
- Yukl, G. and P. P. Fu (1999) "Determinants of Delegation and Consultation by Managers," *Journal of Organizational Behavior*, Vol. 20, No. 2, pp. 219-232.
- Демидова, Е. (2007) Враждебные поглощения и защита от них в условиях корпоративного рынка России// Вопросы Экономики, No. 10, С. 70-84.
- Долгопятова, Т. (2009) Корпоративное управление в российских компаниях: роль глобализации и кризиса// Вопросы Экономики, No. 6, С. 83-96.
- Ионцев, М. (2002) Акционерное общество: правовые основы, имущественные отношения, управление и контроль, защита прав акционером, Ось-89: Москва.
- Кыров, А. А. (2009) Комментарий к федеральному закону «об акционерных обществах», Проспект: Москва.
- Могилевский, С. Д. (2001) Органы управления хозяйственными обществами: правовой аспект, Дело: Москва.
- Радыгин, А. (2009) Российский рынок слияний и поглощений: этапы, особенности, перспективы// Вопросы Экономики, No. 10, С. 23-45.
- Рубеко, Г. Л. (2007) Правовой статус органов управления акционерных обществ, Статут: Москва.
- Федеральная служба государственной статистики (Rosstat) (2005) Российский статистический ежегодник 2004, Rosstat: Москва.
- Шапкина, Г. С. (2009) Применение акционерного законодательства, Статут: Москва.
(法令リスト)
- Гражданский кодекс РФ: часть первая от 30 ноября 1994 г. № 52-ФЗ. (с изменениями на 1 января 2005 г.)
- Кодекс корпоративного поведения прилагаемый к Распоряжению ФКЦБ России от 4 апреля 2002 г. № 421/р.
- Постановление Совета Министров РСФСР «Об утверждении положения об акционерных обществах» от 25 декабря 1990 г. № 601.
- Постановление Совета Министров СССР «Об утверждении положения о социалистическом государственном производственном предприятии» от 4 октября 1965 г. № 731.
- Постановление Совета Министров СССР «Об утверждении положения об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью и положения о ценных бумагах» от 19 июня 1990 г. № 590.
- Постановление ЦИК и СНК СССР «Об утверждении положения о государственных промышленных трестах» от 29 июня 1927 г.
- Указ Президента РФ «Об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий, добровольных объединений государственных предприятий в акционерные общества» от 1 июля 1992 г. № 721.
- Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ. (с изменениями на 29 декабря 2004 г.)