

経営パフォーマンスとインセンティブに関する分析^{*1}

鈴木 誠^{*2}

要 約

本稿では、経営パフォーマンスとインセンティブに関する実証的な分析を行った。先行研究では、企業の経済的価値の増加を Tobin の Q によって計測し、Q の値と経営インセンティブとの関係について検討することが一般的である。わが国企業においても、経営インセンティブとされる役員による株式保有が企業の経済的価値の増加に有効であるとの分析結果が得られている。

本稿では、経営パフォーマンスをインセンティブにより利益を得る役員に帰属する資産価値の増加として認識することとした。具体的には、役員のインセンティブとして株式保有やストックオプションを考えるならば、所有者である役員個人のこれら資産の増加が報酬とされるので、株価の上昇（株式リターン）を経営パフォーマンスの代理変数として用いることは合理的であると考えられるからである。

経営インセンティブの要素としては、株式保有とストックオプションを取り上げた。役員による株式保有は以前より認められており、公表されたデータにおける唯一のインセンティブとされてきたが、近年ストックオプションが解禁され、新たなインセンティブとしての期待から導入する企業が相次いでいる。ストックオプションについては、財務省財務総合政策研究所によるアンケート調査（1999年11月実施）を利用して、その効果を分析した。

役員による株式保有について、1971年から5年毎に区分して経営パフォーマンスの代理変数である株式リターンとの関係を分析したところ、1995年以前では想定されるインセンティブとしての効果とはまったく逆の結果が得られ、株式保有が役員をむしろエンタレンチメントしていることが示唆されている。一方、96年以降については、株式保有がインセンティブとして有効であることが統計的に有意に観察された。

ストックオプションによるインセンティブの効果は、2000年、2001年ではそれぞれ統計的に有意であるという結果が得られた。したがって、ストックオプションは株式保有に代替するインセンティブとして有効と見られる。しかし、経営の規律付けとして期待される社外取締役や執行役員制に関しては、有意な結果は得られていない。これは、インセンティブの計測には制度の導入時から株価パフォーマンス計測までの期間が短すぎたことにより、十分な結果が得られなかったと考えられる。また、ストックオプション

* 1 本稿は2001年9月4日財務省財務総合政策研究所において開催された「わが国のコーポレートファイナンスとコーポレートガバナンスに関する研究会」のコンファレンスにおいて発表された内容である。研究会を通して座長である大村敬一内閣府官房審議官（早稲田大学客員教授）からは多くの有益なコメントを頂戴した。また、コンファレンスの席上、宮島英昭早稲田大学教授、首藤恵中央大学教授、松浦克己横浜市立大学教授、米澤康博横浜国立大学教授、若杉敬明東京大学教授、並びに増子信財務総合政策研究所研究員（現明治生命）から有益なコメントを頂戴した。記して感謝したい。

* 2 大和総研アメリカ、主任研究員

の付与の形態と対象に関して、経営パフォーマンスとの関係を調べたが、社外取締役や執行役員制の導入と同様、統計的に有意な結果が得られていない。被説明変数を株式リターンから ROE に置き換えて、収益への貢献という見地からも検討してみたが、同様に有意な結果は得られなかった。ただし、ストックオプションの付与の形態は格差を設けた方が効果的であると考えられることや付与する対象は管理職以上とする方が有効と見られるなどの示唆が得られた。わが国の企業は新たなシステムを導入し、大きく転換を図る一方で、従来のシステムをかたくなに守っていく姿勢も見られる。アンケートによれば、終身雇用制を維持している企業は約 7 割にのぼり、終身雇用制を維持するために新たに導入したシステムが有効に機能しないケースも考えられる。終身雇用制を今後も維持していくのであれば、社員全員を対象とした適切なインセンティブの導入が不可欠であると考えられ、企業の今後の重要な課題であると見られる。

I. はじめに

バブル崩壊後のわが国企業の業績低迷の原因として、わが国におけるコーポレートガバナンスの欠如が取り上げられることが多い。この結果、わが国の一部の企業では、日本型といわれる企業経営システムからの転換を図り、米国や英国に代表されるアングロサクソン型の経営に見られる特徴を採り入れはじめた。たとえば、ソニーは社外取締役や執行役員制、そしてワラント債による擬似ストックオプションの付与、CEO（最高経営責任者）や COO（最高業務執行責任者）の導入など、わが国企業の先駆けとなっている。

1999年11月に実施された財務省財務総合政策研究所のアンケートによれば、ストックオプションの導入はインセンティブの向上を意図するという企業が回答のほぼ半数を占め、企業経営において重要な役割を果たすと期待される。また、社外取締役や執行役員を導入する企業は、検討中である企業を含めると過半数を超えて回答されており、経営者に対するガバナンスファクターとして機能することが期待される。

しかしながら、これら諸策の導入の根源は、株主を重視した経営政策であり、株主を放置して諸策を講じることは、本末転倒といわざるを

得ない。

わが国では、明治32年の商法において、取締役の選出は株主から行うという規定があった。この規定は、取締役選出の自由度を欠くという点、および経営と所有の分離を促進するという観点から、昭和13年に撤廃されることとなったが、取締役が株式を保有することは、株主と取締役の利害関係を一致させることとなり、株主重視の政策が実施される可能性が高いシステムであったという点は評価される。しかし、その後、役員（以後、取締役と役員を同義語として用いている）による株式保有は、インサイダー情報に基づく取引の自粛から年々低下し、現在では、平均で 2 % 台まで落ち込んでいる。このように著しく低下した比率であっても、最近のデータに基づく先行研究によれば、企業価値の上昇に寄与していると報告されており、役員による株式保有が経営インセンティブとして一定の役割を果たしていると思われる。

本稿では、企業の経営パフォーマンスとインセンティブについて実証的な検討を試みる。特に、これまで Tobin の Q に基づく企業価値の増加とインセンティブに関する実証的な検証が行われてきたが、本稿では役員による株式保有

やストックオプションなど個人に帰属する価値の増加は株価の上昇を通して享受されるという視点から、経営パフォーマンスの尺度として株式リターンを用いた分析を行った点が先行研究とは異なる。また、実証分析は2部構成とし、前段は従来の経営インセンティブと位置付けられる役員による株式保有に焦点をあて、70年代から2000年までの分析を行い、経営パフォーマンスとの関係を検討した。後段では、財務省のアンケートに注目して、2000年、および2001年を分析期間とする実証検討を行った。具体的には、アンケートに取り上げられたストックオプションの導入、ストックオプションの付与の形態や対象、社外取締役や執行役員制の導入などの回答結果を用いた。経営パフォーマンスとの

分析において、ストックオプションに従来のインセンティブである株式保有に代わる効果が期待される。さらに、わが国においてストックオプションの付与の形態や対象に関する学説や実証研究などが見られないことから、経営パフォーマンスへの有効性について併せて検討した。また、近年相次いで導入する企業の多い社外取締役や執行役員制もガバナンスや経営効率化の一助となると見られ、経営パフォーマンスへの効果が期待される。

以下の構成は、第Ⅱ節で先行研究について述べ、第Ⅲ節では実証分析の方法について概観する。第Ⅳ節以下で分析データ、計測式を示し、第Ⅵ節では計測結果について述べる。第Ⅶ節は結語である。

Ⅱ．先行研究

役員（取締役）による自社株式の保有と企業の価値あるいはパフォーマンスとの関係について、これまでいくつかの実証分析が行われてきた。たとえば、Morck, Shleifer and Vishny (1988) は1980年の米国企業371社を対象としてTobinのQと取締役の株式所有比率との関係を回帰分析を用いて検証したところ、非単調な線形関係が確認されたと報告している。McConnell and Servaes (1990) は、1976年の1173社と1986年の1093社に分析対象を拡張して再検討したところ、1976年のサンプルに関しては、取締役の保有比率が50%に達するまでTobinのQは増加し、50%を超えたところでやや低下する傾向が見られた。86年については、取締役保有比率が40%まではTobinのQは増加し、その後、緩やかに減少に転じていると報告している。彼らのほかにも、Hoderness and Sheehan (1988), Hermalin and Weisbach (1991) などの研究でも経営者の株式保有による効果の有効性が検証されている。

わが国企業については、Litenberger and Push-

ner (1994) が取締役の株式保有比率と会計利益との間に正の相関があることを報告している。また、Xu (1997) は役員保有株比率がTobinのQを上昇させ、とりわけその傾向が独立企業に強いことを示した。佐々木・米澤 (2000) は、92年から96年の財務データを基に278社をサンプルとしてガバナンス構造とTobinのQに関する分析を行っている。彼らの結果によれば、役員保有株式がTobinのQに有意にプラスの影響を与えていることが報告されている。

この他、株式の保有に関連した研究として、Linternberger and Pushner (1994) によれば、金融機関による株式の所有は企業の生産性を高める一方、他企業による株式保有は生産性を低下させる傾向にあると述べている。そして、法人間の株式持合いは、経営者を市場による規律付けから遠ざけていると報告している。米沢・宮崎 (1996) は電気機器と機械産業において、外国人投資家と金融機関の保有株比率が企業の生産性を高めっていると主張している。鈴木・胥 (2000) は96年のデータに基づいた分析を行い、

金融機関の株式保有比率と企業のパフォーマンスの代理変数である株式リターンやROAとの間には、正の相関がみられ、金融機関による株式保有が経営効率を高める可能性があることを報告している。

以上から、米国の研究によれば、役員による

株式保有はインセンティブとなるものの、一定水準を超えると、エントレンチメントの効果が強くなる傾向が見られる一方、わが国の最近の研究では、役員による株式保有は企業価値の向上に貢献しているとまとめられるだろう。

Ⅲ．実証分析

本稿では、基本的に2つの分析を行った。第1の分析では、過去のわが国企業における経営インセンティブのファクターである役員の株式保有の検討を実証的に行った。分析期間はデータが利用可能な1971年から2000年までを5年毎に区分し、6期間について検討した。わが国では役員のインセンティブとされる社用車の利用や役員交際費などは営業経費として一括され、個別に財務諸表上に公開されないことがない。そこで、インセンティブとして考えられる要素のうち唯一公表される役員保有株式を取り上げ、経営インセンティブの代理変数として機能しているかどうか検討した。

過去の研究によれば、一般に企業の経済的価値の増加をTobinのQによって計測し、Q値の増加と経営インセンティブとの関係が検討されてきた。この結果、役員による株式保有はTobinのQなど企業価値を高めてきたとされるが、役員にとって保有する株式の価値の増加が本人に帰属する資産価値の増加であり、企業の本質的な経済価値の増加よりも株式市場での評価額の増加、すなわち株価の上昇（株式リターン）が重要視されていると考えられる。また、わが国の企業においてTobinのQを用いた経済的価値を企業の評価尺度として利用されることは稀であることから、本稿では企業パフォーマンスの代理変数として株式リターンを利用することとした。

第2の分析は、財務省財務総合政策研究所によって1999年11月に実施されたアンケート結果（以下、財務省アンケートと表記する）に基づいた分析である。商法の改正によって、株式保有だけでなく、経営インセンティブとしてストックオプションの導入も可能となった。ストックオプションは、権利の付与の仕方が企業によってまちまちであり、その付与のあり方についてさまざまな議論が行われているが、アンケート結果を踏まえ、2000年と2001年¹⁾のデータを用いて、経営インセンティブとなるべき要素が有効に作用しているかどうかを検討した。また、経営インセンティブにとどまらず、経営者をガバナンスするという点から、社外取締役や執行役員制の導入なども始まり、わが国企業における経営形態が徐々に変容し始めていることがアンケート結果からも伺えることから、同時にこれら要素におけるガバナンスの効果についても併せて検討することとした。

1) ただし、2001年に関しては、利用したデータは6月時点で可能なものとした。

IV. 分析データ

実証分析に用いたサンプルは東証上場企業である。分析年度によってサンプル数は異なるが、当該年度に存在し、かつ有価証券報告書において役員保有株数ならびに金融機関保有株数がともに存在する企業とした。なお、株式リターンは東京証券取引所において取引された株価から算出したものを利用している。

実証分析で利用する変数の記述統計量を見ると、表1のように役員による株式保有比率が年々低下している傾向がわかる。そもそもわが国では昭和13年の商法改正において取締役就任の条件として株主から選出する、すなわち取締役役に就任するにあたり自社株式を一定数所有するとされた規制が撤廃された。むしろ、インサイダー取引規制強化の動きに鑑み、企業の重要案件を決定する取締役が株式を取得し保有する

ということは、好ましくないといった風潮から、年々わが国の役員による株式保有比率は低下の一途を辿ったと見られる。他国の状況と比較するならば、米国や英国²⁾では平均10%程度の保有比率と報告されており、わが国の水準を遠く上回っている。このような数値のみから判断するならば、役員による株式保有比率の低さは、十分なインセンティブとなるというよりもむしろ、他の株主からの経営介入を受ける可能性が考えられるところであるが、株式持合いによって経営の自由が確保されてきたと言われる。

特に、有力な株主と考えられる金融機関の保有比率は70年代から安定して20%以上の割合を維持しており、企業経営者を「物言わぬ株主」としてインプリシットに支援していたと考えるならば、わが国の経営者側と判断される株式保

表1 記述統計量(1)

単位：%

	71-75	76-80	81-85	86-90	91-95	96-00
役員保有比率						
平均	6.52	5.32	5.93	3.13	2.42	2.48
標準偏差	8.96	7.61	2.46	5.42	4.66	5.65
メジアン	2.57	1.67	1.12	0.70	0.47	0.40
金融機関保有比率						
平均	26.16	28.03	29.54	34.03	35.44	31.80
標準偏差	15.93	15.83	14.98	15.97	15.01	15.24
メジアン	24.99	27.06	29.09	34.16	35.73	31.69
ROE						
平均	4.14	4.22	4.21	4.35	2.52	2.43
標準偏差	6.34	5.86	5.86	4.35	4.16	4.83
メジアン	6.64	3.41	3.44	3.91	2.18	2.07
5年間の累積ROR						
平均	77.66	84.11	85.13	96.29	-19.44	-36.02
標準偏差	111.95	149.73	108.86	135.04	36.33	81.09
メジアン	53.68	45.45	60.23	64.87	-22.80	-57.00

(出所) 有価証券報告書、東京証券取引所

2) Morck, Shlerfer and Vishny [1988] によれば、米国における役員による平均株式保有比率は10.6%、中央値は3.4%と報告されている。英国では、Short and Keasy [1999] によると、平均11.47%、中央値4.11%と述べられている。

有比率は格段と高くなる。したがって、経営破綻に直面して債権者を代表した銀行による直接的な経営介入が行われない限り、経営の自由度は経営者（取締役等）に確保され、市場からの Discipline は受けにくい構造が出来あがっていたと考えられる。

経営パフォーマンスの代理変数とした株式リターンは、年率リターンを用いると各年で変動が大きく安定した傾向が得にくいことから、ここでは、5年毎の累積したリターンを用いた。ただし、財務省のアンケートに基づく2000年、2001年の分析においては、当該年のリターンを用いることとした（表2参照）。

また、財務省アンケート結果は以下の表3から表8に示されている様に、ストックオプションの導入、ストックオプションの導入の形態、執行役員制の導入、社外取締役制の導入、そして終身雇用制度の5項目について、本稿での検討に利用した。

表2 ROR の記述統計量(2)		単位：％	
		2000年	2001年
ROR			
平均		-4.01	17.47
標準偏差		35.03	28.72
メジアン		-8.29	14.70

ただし、2001年は6月まで
(出所) 東京証券取引所

ストックオプションの導入については、表3に示される導入済み、導入予定、導入検討を行っている企業についてダミー変数に1を与え、予定していない企業と区分した。導入に前向きの企業は38%で、資本金規模の大きい企業ほどストックオプションの導入に積極的である。

また、ストックオプションの付与については、付与する形態と付与する対象の2通りに区分した（表4参照）。付与する形態については、一律に付与する場合と格差を持たせて付与する（非一律の）場合とに分け、それぞれダミー変数（1,0）で区分した。付与する対象は、一律、非一律を問わず、役員、管理職、全職員毎でそれぞれダミー変数によって区分した。アンケート結果によれば、ストックオプションを導入済みの企業のうち、一律付与は20%に過ぎず、過半数の企業は格差を設けた付与を行っている。また、付与の対象については、経営者のみへの付与は15%に過ぎず、管理職以上の役職員への付与が過半数を占める。また、全社員への付与も16%と経営者への付与を上回り、個人的なインセンティブというより、格差はあるがかなり広く社員に配分されており、いわばマーケットに連動した賞与としての性格が強いと見られる。

直接的にインセンティブとは結びつかないが、新たなコーポレートガバナンスの枠組みとして導入されている執行役員や社外取締役について

表3 ストックオプション 単位：件数，％

資本金規模別	導入済み	導入予定	導入検討	考えていない	わからない	計
10億円未満	6	4	8	43	15	76
比率	8	5	11	57	20	100
10-30億円	28	8	73	144	49	302
比率	9	3	24	48	16	100
30-100億円	42	9	104	176	80	411
比率	10	2	25	43	19	100
100-300億円	21	5	75	105	57	263
比率	8	2	29	40	22	100
300億円以上	18	1	49	60	28	156
比率	12	1	31	38	18	100
合計	115	27	309	528	229	1208
比率	10	2	26	44	19	100

(出所) 財務総合政策研究所アンケート調査結果（1999年11月実施）

経営パフォーマンスとインセンティブに関する分析

表4 ストックオプションの付与の形態

単位：件数，％

資本金規模別	経営者	一律付与 管理職	全職員	経営者	格差有り 管理職	全職員	その他	計
10億円未満	0	1	1	0	3	1	0	6
比率	0	17	17	0	50	17	0	100
10－30億円	3	2	1	2	14	3	2	27
比率	11	7	4	7	52	11	7	100
30－100億円	0	5	3	2	21	6	6	43
比率	0	12	7	5	49	14	14	100
100－300億円	0	5	0	1	7	3	4	20
比率	0	25	0	5	35	15	20	100
300億円以上	0	2	0	9	3	1	3	18
比率	0	11	0	50	17	6	17	100
合計	3	15	5	14	48	14	15	114
比率	3	13	4	12	42	12	13	100

(出所) 財務総合政策研究所アンケート調査結果(1999年11月実施)

表5 ストックオプションの導入理由(2つまで回答可)

単位：件数，％

資本金規模別	インセン ティブ	経営姿勢 を示す	優秀な人 材確保	市場からの 報酬を得る	成長性を 示す	その他	計
10億円未満	11	6	4	2	0	0	23
比率	48	26	17	9	0	0	100
10－30億円	80	22	30	27	15	0	174
比率	46	13	17	16	9	0	100
30－100億円	132	31	44	25	28	3	263
比率	50	12	17	10	11	1	100
100－300億円	85	18	27	19	22	2	173
比率	49	10	16	11	13	1	100
300億円以上	56	7	21	7	14	6	111
比率	50	6	19	6	13	5	100
合計	364	84	126	80	79	11	744
比率	49	11	17	11	11	1	100

(出所) 財務総合政策研究所アンケート調査結果(1999年11月実施)

表6 執行役員

単位：件数，％

資本金規模別	導入済み	導入予定	導入検討	考えていない	計
10億円未満	6	4	20	43	73
比率	8	5	27	59	100
10－30億円	29	5	95	155	284
比率	10	2	33	55	100
30－100億円	40	8	146	193	387
比率	10	2	38	50	100
100－300億円	31	5	115	101	252
比率	12	2	46	40	100
300億円以上	41	4	52	52	149
比率	28	3	35	35	100
合計	147	26	428	544	1145
比率	13	2	37	48	100

(出所) 財務総合政策研究所アンケート調査結果(1999年11月実施)

経営パフォーマンスとインセンティブに関する分析

表7 社外取締役

単位：件数，％

資本金規模別	導入済み	導入予定	導入検討	考えていない	計
10億円未満	28	1	15	28	72
比率	39	1	21	39	100
10－30億円	94	5	59	129	287
比率	33	2	21	45	100
30－100億円	110	3	107	166	386
比率	28	1	28	43	100
100－300億円	58	2	83	105	248
比率	23	1	33	42	100
300億円以上	53	2	47	43	145
比率	37	1	32	30	100
合計	343	13	311	471	1138
比率	30	1	27	41	10

(出所) 財務総合政策研究所アンケート調査結果(1999年11月実施)

表8 終身雇用について

単位：件数，％

資本金規模別	そうである	どちらかという そう	ちがう	そうではない	その他	計
10億円未満	24	40	7	3	1	75
比率	32	53	9	4	1	100
10－30億円	74	158	48	24	1	305
比率	24	52	16	8	0	100
30－100億円	71	192	102	41	3	409
比率	17	47	25	10	1	100
100－300億円	46	123	67	27	1	264
比率	17	47	25	10	0	100
300億円以上	26	71	38	22	0	157
比率	17	45	24	14	0	100
合計	241	584	262	117	0	1210
比率	20	48	22	10	0	100

(出所) 財務総合政策研究所アンケート調査結果(1999年11月実施)

は、表6，7に示されるように、それぞれ52％，59％の企業が導入に前向きである。特に資本金が300億円以上の企業では、いずれも6割を超す企業で導入済み、あるいは、導入を検討している。社外取締役の導入の理由として「決定に関して社外からのコンセンサスが得やすい」や「経営の透明性を確保するため」といった回答が大半を占めるが、回答した企業が資本金300億円を超す大企業であることを考えると、大企業の抱える組織や意思決定の硬直性を改善する目的で導入を検討している企業が少なくないと見られ、経営パフォーマンスにおいてこれら制度導入の効果が期待される。分析では、導

入済み、導入予定、導入検討を行う企業については、ダミー変数に1を与え、検討していない企業と区分した。

また、雇用制度に関するアンケートでは、依然として7割近い企業が終身雇用制であると回答している。わが国で一般的である終身雇用の慣行は、経営者に経営権と人事権が集中し、社内外からの規律付けが行われ難い環境となる傾向にある。こうした環境を改善する目的で社外取締役の導入に前向きとなるわけであるが、終身雇用制において社員の代表としての位置付けが強い内部取締役と社外取締役との対立の可能性が考えられる。また、社外取締役は外部者で

あるためにあくまでもアドバイザーと位置付けられてしまい、期待される機能が果たせなくなる可能性も考えられる。このように終身雇用制を存続している企業とそうでない企業で大きく経営パフォーマンスに差が生じると考えられる

ことから、これらを区分することとした。具体的には、終身雇用について、「そうである」と「どちらかというところである」と回答した企業について、ダミー変数に1を与えることとして区分した。

V. 計測式

まず、第1の分析として従来の経営インセンティブと経営パフォーマンスの分析を行う。経営パフォーマンスを示す代理変数とした株式リターンを被説明変数とし、経営インセンティブの代理変数である役員保有株式比率を説明変数とした回帰モデルに基づく分析を行った。ただし、株価は企業業績の影響を大きく受けることから、ROE（自己資本利益率）をコントロール変数とした他、金融機関による株式保有が市場からの要求を遮断し、企業経営者の交代や経営改善を目的とした企業買収などを妨げ、インプリシットに経営者を支援してきたといわれることから、同様にコントロール変数とした。回帰式を示すと以下の(1)式のようなものである。

$$RoR = a_1 + a_2Yakuin + a_3ROE + a_4Kinyu + \varepsilon \quad (1)$$

各説明変数のパラメータの符号は、次のように考えられる。役員による株式保有は自らが株式を保有することで、他の株主との利害を一致させ、その帰属価値を高める経営を行うと考えられることから、株式リターンと正の関係が想定される。コントロール変数とした金融機関による株式保有は、「物言わぬ株主」として企業経営者をインプリシットに支援していたと考えられることから、役員による株式保有と同様に正の関係が想定される。また、業績の代理変数であるROEについても、業績の向上は、配当を通じた株主の帰属価値の拡大に繋がることから同様に正と考えられる。

第2の分析では、2000年と2001年6月までの

株式リターンとアンケート結果に基づいた分析である。まず、ストックオプションの導入、社外取締役制や執行役員制など、新たな経営インセンティブやガバナンスの要素について検討をおこなう。ここで分析に利用した回帰モデルは以下の(2)式のようなものである。

$$\begin{aligned} RoR = & a_1 + a_2Yakuin + a_3Kinyu + a_4STOP \\ & + a_5SHIN + a_6SYAGA + a_7ROE \\ & + a_8KOYO + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

ストックオプションの付与は、株主と経営者の将来の利益を一致させようとする施策であるから、ストックオプションを付与することは、株式保有と同様に企業経営者のインセンティブとなると見られる。したがって、株式リターンとは正の関係があると想定される。また、執行役員制や社外取締役制の導入は、新たなガバナンスの枠組みとして内部から経営への規律付けが可能とされると期待される。したがって、これらの要素も株式リターンとは正の関係が想定される。コントロール変数の符号は以下のように考えられる。(1)式で述べたように、金融機関による株式保有の符号条件は、役員による株式リターンと同様と考えられる。また、業績の代理変数であるROEも、株式リターンと正の関係が見られると考えられる。日本型雇用慣行である終身雇用制は、新たなガバナンスの枠組みが効率的に機能する上で妨げとなると見られることから、株式リターンと負の関係があるとみられる。

次に、ストックオプションの付与の形態と付与する対象に関する効果について注目し、株式リターンとの関係を以下の(3)式によって検討した。

$$\begin{aligned} RoR = & a_1 + a_2ST-K1 + a_3ST-K2 + a_4ST-T1 \\ & + a_5ST-T2 + a_6ST-T3 + a_7STOP \\ & + a_8ROE + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

ここで、ストックオプションの付与する形態

と対象に関する株式リターンとの関係は、事前に想定することはできない。コントロール変数とした業績の代理変数である ROE は、経営のパフォーマンスを示す株式リターンと正の相関が想定される。なお、ストックオプションの付与の形態や対象はいずれも、ストックオプションを導入していることが前提とされることから、ストックオプションをすでに導入している企業ダミー³⁾も導入した。

VI. 計測結果

第1の計測結果は以下の表9のとおりである。71年から2000年まで共通して見られる特徴として、コントロールファクターで業績の代理変数である ROE の符号が1%の水準で有意に正で、好業績であれば株式リターンが高いことが示されている。一方、経営インセンティブの代理変数である役員による株式保有は、バブルの期間であった85年から90年までと96年から2000年までの2つの期間を除いて、他の期間では想定とは逆に有意に負の符号が観察されている。これらの期間では、役員による株式保有が経営インセンティブとして働いていないことを示すとともに、外部からの規律付けを緩和する方向に作用していた、換言すれば経営者自身のエントレンチメントとして作用していたことが示唆される。金融機関による株式保有も役員の保有と同様の傾向が観察されることから、市場からの経営者への規律付けを緩和する一助となっていたと見られる。バブル期の86年から90年は、企業の時価発行増資が活発化したことにより、役員の保有株式比率の平均値が80年代前半からほぼ半減することとなったほか、役員による株式保有のt値が有意でなくなっていることに見られるように、バブルによる株価上昇により、株式

リターンと経営インセンティブの関係が希薄となってしまうためであろうと考えられる。一方、金融機関による株式保有は有意に正と観察され、当時旺盛であった企業の時価発行増資の引き受け手である金融機関は、企業の経営に一定の影響力を確保していたことが示唆される。さらに、96年以降については、役員保有株比率は1%の水準で有意に正の符号が観察され、役員による株式保有が経営インセンティブとして機能していることが示唆される。近年の計測結果は、先行研究と同様の傾向が示されていることが確認された。

以上のように、わが国の過去の分析において、役員の株式保有による経営インセンティブが経営のパフォーマンスに有効と観察されるようになったのは90年代後半からであり、70年代から90年代前半までは、むしろ、役員による株式保有は市場からの企業経営に関する規律付けを緩和し、役員自らをエントレンチメントする役割を果たしていたと考えられる。これはさらに、金融機関による株式保有によって強固なものとされていたと推測される。

第2の分析では、財務省のアンケート結果を用いて、2000年、ならびに2001年を分析対象と

3) すでに導入している場合フラグに1を与える。

経営パフォーマンスとインセンティブに関する分析

表9 計測結果

	71－75年			76－80年			81－85年		
	1	2	3	1	2	3	1	2	3
切片	68.02	74.08	80.74	134.14	138.17	97.10	106.53	106.87	80.90
t 値	14.85	16.26	32.68	28.91	30.29	40.25	30.42	31.19	48.00
役員保有株比率	－0.71	－0.43	－0.54	－2.49	－2.30	－1.66	－0.11	－0.10	－0.29
t 値	－3.05	－1.86	－2.73	－9.33	－8.71	－6.41	－0.47	－0.43	－1.24
金融機関保有株比率	－0.17	－0.23		－1.40	－1.34		－0.83	－8.69	
t 値	－1.31	－1.75		－10.98	－10.57		－8.69		
ROE	2.33			1.51			0.11		
t 値	7.66			4.53			0.48		
R ²	0.021	0.028	0.019	0.029	0.025	0.007	0.013	0.013	0.003

	86－90年			91－95年			86－00年		
	1	2	3	1	2	3	1	2	3
切片	117.70	113.57	92.77	－25.35	－23.71	－17.85	－64.61	－60.57	－38.70
t 値	26.05	26.12	47.07	－22.02	－20.44	－36.56	－26.65	－23.74	－33.31
役員保有株比率	1.72	1.54	1.84	－0.54	－0.41	－0.48	0.47	1.25	1.03
t 値	0.63	0.86	0.83	－6.13	－4.39	－5.14	2.63	6.63	5.47
金融機関保有株比率	0.54	0.58		－0.11	－0.16		0.33	0.67	
t 値	4.97	5.36		－3.76	－5.57		4.96	9.61	
ROE	0.13			1.41			6.27		
t 値	3.33			13.74			26.22		
R ²	0.011	0.010	0.005	0.033	0.008	0.004	0.119	0.020	0.005

表10 2000年に関する計測結果

	1	2	3	4	5	6	7
切片	－20.76	－24.26	－21.48	－20.20	－24.44	－21.41	－20.31
t 値	－3.42	－4.77	－4.18	－3.62	－4.76	－4.14	－3.62
役員保有株比率	0.38	0.25	0.24	0.24	0.27	0.23	0.25
t 値	1.60	1.07	0.96	0.99	1.11	0.92	1.01
ストックオプション導入	5.30			5.39			5.43
t 値	2.01			2.02			2.03
執行役員		－0.25			－0.25		
t 値		－0.10			－0.10		
社外取締役			－1.45			－1.44	
t 値			－0.59			－0.58	
ROE					0.09	0.04	0.07
t 値					3.30	3.14	3.20
金融機関保有株比率		0.31	0.28	0.29	0.30	0.28	0.29
t 値		3.59	3.30	3.14	3.45	3.27	3.02
終身雇用		12.47	11.35	11.02	12.62	11.28	11.11
t 値		2.99	2.76	2.43	3.01	2.72	2.44
R ²	0.013	0.029	0.025	0.032	0.029	0.025	0.032

表11 2001年に関する計測結果

	1	2	3	4	5	6	7
切片	19.43	17.53	18.01	20.26	21.01	21.23	22.51
t 値	13.36	4.05	4.16	4.49	4.95	5.01	5.10
役員保有株比率	0.02	0.20	0.38	0.01	0.10	0.09	0.25
t 値	0.13	0.95	1.70	0.04	0.49	0.43	1.23
ストックオプション導入	6.33			6.08			5.22
t 値	2.99			2.81			2.47
執行役員		-1.91			-2.00		
t 値		-0.92			-0.98		
社外取締役			-1.05			-0.54	
t 値			-0.50			-0.27	
ROE					1.66	1.63	1.51
t 値					6.71	6.72	6.00
金融機関保有株比率		0.05	0.07	0.06	0.04	0.01	0.04
t 値		0.74	1.04	0.76	0.57	0.20	0.49
終身雇用		3.82	3.72	1.08	1.11	1.10	0.88
t 値		1.08	1.08	0.30	0.32	0.33	0.25
R ²	0.013	0.005	0.006	0.014	0.057	0.060	0.064

したものである。まず、表10、11に見られるように、役員による株式保有は5%の有意水準に至らぬものの、正の符号を示しており、経営インセンティブとして引き続き機能していることが示唆される。

アンケートに基づいて、ストックオプションの導入に前向きの企業を示すダミー変数は1%の水準で有意に正を示しており、役員による株式保有に代替する新たな経営インセンティブとしての効果が期待できることを示唆している。ただし、一方で、経営の規律付け機能が期待される社外取締役は統計的に有意とはいえないものの、符号はいずれも負となっており、期待された効果が確認されていない。そこで、執行役員制と社外取締役制を既に導入している企業と未導入の企業（導入予定、導入検討、考えていないと回答した企業）とをダミー変数（1,0）で区分し直し、同様の計測を行ったがここでも有意な結果は得られなかった。

このように統計的に有意ではない結果が得られた理由として、第1に実施、あるいは採用予定とされた時点から計測時点までの期間が十分でないことがあげられる。社外取締役や執行役

員といった新たな経営システムの導入が利益やファンダメンタルズを通して株価に貢献するには、ある程度の期間が必要と考えられるためである。したがって、本計測の結果は、新たなシステムの導入の効果を市場価値で計測したというより、むしろ株式市場における企業のアナウンスメント効果を観測したと位置付けることができる。観測結果が統計的に有意でなかったことは、株式市場が企業のアナウンスメントを ignore した、すなわち、社外取締役制や執行役員制の導入というアナウンスメントについて、株式市場は評価しなかったということができる。

社外取締役制や執行役員制については、今後一定期間を経た後に導入の効果の検証が必要とされる。特に、今後の商法改正で社外取締役の導入が義務化される方向にあることから、導入前後のパフォーマンスの検討など社外取締役の導入について本格的な検討が可能となると見られる。

一方、執行役員制の導入については、社外取締役のような商法上の規定が設けられる予定にはない。また、執行役員は名称として「役員」とされるが、商法上の取締役のような規定がな

いために、執行役員の役割がかならずしも明確ではなく、取締役の人数合わせで導入されたケースが多いと言われる。したがって、執行役員を取締役と部長職の中間に位置するひとつの職位として埋没させてしまうのであれば、執行役員による経営パフォーマンスへの貢献は期待できないと見られる。

コントロール変数として導入した業績指標である ROE は、過去の分析と同様に統計的に有意に正の符号が観察されており、業績が好調であれば株式リターンが高いことを示している。金融機関による株式保有は、2000年については有意に正の符号が観察され、2001年では統計的に有意とはいえないが正の符号が得られた。金融機関は不良債権の償却を進めるために、株式持合いの見直しによる選別化を進めている。この結果、金融機関によるスクリーニングを実施した後継続して保有されるということは、ある意味で優良企業と解釈することができることから、いずれも正の符号が観察されたと見られる。終身雇用制度に関するダミーは、2000年においては1%の水準で有意に正を示している。2001年では有意とはいえないものの、同様に正の符号が観察され、当初想定された符号とは逆の結果が見られた。このような結果は、終身雇用制がまだ多数を占める状況で、終身雇用制を積極的に維持したというより、むしろ雇用制度の改革に手をつけていないことが影響しているとみられる。不況時の企業の対応として、人員削減などが進められやすいが、雇用制度を抜本的に見直す企業は少ない。したがって、歴史の長い企業、従業員が多い企業ほど雇用制度を見直しにくいと考えられ、終身雇用制が存続される一方、比較的新しいハイテク企業は能力重視主義を導入するために、終身雇用制度からの切り替えをいち早く実施していたとみられる。この結果、ハイテクバブルの崩壊した2000年では、伝統的企業の株式リターンが相対的に高かったことから、株式リターンと終身雇用制の関係には、有意に正の相関が観察されたと考えられる。

次に、ストックオプションの付与する形態と

対象に関する分析を行った。ストックオプションが新たな経営インセンティブとなることから、効果的な付与の形態と対象の分析は重要と考えられる。

分析結果によれば、ストックオプションの導入は統計的に有意な結果が得られる一方、表12、13に見られるように付与や形態に関して統計的に有意な結果は得られていない。唯一、2001年の付与の対象を役員とした場合に統計的に有意に負の結果が得られており、役員への株式オプションの付与は一律、非一律を問わず株式リターンの上昇に寄与していないことが示唆されるだけである。

このような計測結果が得られた背景には、先ほどの分析で社外取締役や執行役員制の導入について統計的に有意な結果が得られなかったように、ストックオプションの付与の形態や付与した対象の相違が効果として現れるには、十分な時間的猶予が必要であったためと考えられる。したがって、ストックオプションの導入は役職員の新たなインセンティブと位置付けられたとしても、その付与に関する微妙な相違まで株式リターンには反映されなかったと見られる。

なお、追加的にストックオプションの付与の形態や対象に関して、被説明変数を利益の代理変数である ROE とした場合について検討した。この結果は表14に示すように、株式リターンを被説明変数とした場合と同様に統計的に有意な結果は得られていない。したがって、ストックオプションの付与の形態と対象を特定した場合では、株式リターン、企業業績ともにインセンティブとして有意な効果は認められなかったといえることができる。むしろ、「ストックオプション導入」というアナウンスメントに株価は感応したが、さらに詳細な情報である付与の形態や対象に関するアナウンスメントには優劣判断が困難であるため感応しなかったと解釈した方が理解しやすい。今後、一定期間を経た後に、インセンティブとして効果的なストックオプションの付与の形態や対象に関する検討を行う必要があると見られる。

経営パフォーマンスとインセンティブに関する分析

表12 ストックオプションの付与の形態と株式リターンとの関係（2000年）

		1	2	3	4	5	6
切片		-11.66	-11.92	-11.35	-12.02	-11.60	-10.78
t 値		-2.44	-2.46	-2.36	-2.50	-2.43	-2.30
付与の形態（一律）	ST-K 1	-5.47					
t 値		-0.49					
付与の形態（非一律）	ST-K 2		1.64				
t 値			0.29				
付与の対象（役員）	ST-T 1			-5.08			-4.91
t 値				-0.57			-0.55
付与の対象（管理職）	ST-T 2				5.01		4.41
t 値					0.76		0.67
付与の対象（全社員）	ST-T 3					-8.21	-7.36
t 値						-0.62	-0.55
ストックオプション導入	STOP	6.08	6.29	5.98	6.57	6.12	6.06
t 値		2.10	2.09	2.06	2.21	2.12	1.99
ROE	ROE	0.04	0.05	0.04	0.05	0.05	0.04
t 値		2.32	2.30	2.28	2.30	2.31	2.29
R ²		0.017	0.017	0.018	0.017	0.017	0.018

表13 ストックオプションの付与の形態と株式リターンとの関係（2001年）

		1	2	3	4	5	6
切片		12.59	14.76	14.40	13.96	13.14	12.97
t 値		6.40	6.63	6.67	6.42	6.39	5.28
付与の形態（一律）	ST-K 1	-3.85					
t 値		-0.44					
付与の形態（非一律）	ST-K 2		2.85				
t 値			1.96				
付与の対象（役員）	ST-T 1			-6.94			-6.38
t 値				-2.45			-2.29
付与の対象（管理職）	ST-T 2				3.24		4.25
t 値					0.63		0.81
付与の対象（全社員）	ST-T 3					-0.71	-6.70
t 値						-0.07	-0.64
ストックオプション導入	STOP	5.46	4.34	4.92	5.31	5.33	4.10
t 値		2.41	2.45	2.18	2.28	2.37	2.10
ROE	ROE	0.24	0.23	0.23	0.24	0.39	0.23
t 値		5.86	5.93	5.98	5.89	5.86	5.80
R ²		0.043	0.046	0.045	0.046	0.048	0.041

計測結果からは統計的に有意な結果は得られていないが、得られた符号からいくつかの示唆が得られる。まず、ストックオプションの付与の形態に関して、ストックオプションを一律に付与する場合は符号がマイナス、格差を設けて付与する場合はプラスの符号が得られており、

格差を設けた付与の形態の方が経営インセンティブとして有効であることが示唆される。次に、ストックオプションの付与の対象についてであるが、役員に付与した場合（一律、非一律共に含む）、2000年は負、2001年は1%の水準で有意に負が観察され、役員への付与は効果的ではな

表14 2000年に関する計測結果

		1	2	3	4	5
切片		8.98	8.68	8.98	8.98	8.98
t 値		17.89	17.89	17.89	17.88	17.88
付与の形態（一律）	ST-K 1	-2.76				
t 値		-0.84				
付与の形態（非一律）	ST-K 2		0.91			
t 値			1.55			
付与の対象（役員）	ST-T 1			-2.19		
t 値				-1.77		
付与の対象（管理職）	ST-T 2				0.28	
t 値					0.15	
付与の対象（全社員）	ST-T 3					1.51
t 値						0.40
ストックオプション導入	STOP	0.09	0.13	0.09	0.10	0.08
t 値		2.12	2.16	2.12	2.54	1.98
R ²		0.12	0.13	0.13	0.12	0.10

ただし、被説明変数を ROE とした場合。

いと示唆される。また、同様の傾向が全職員を対象としてストックオプションを付与した場合も観察されており、インセンティブとして効果的とはいえないことが示唆される。一方、管理職以上への付与は正の符号がどちらの期間においても観察され、経営パフォーマンスの向上に

有効である可能性が示唆される。管理職は職務内容や在籍年限に基づいた賃金設定のケースが少なく、横並び一律であることが多いことから、管理職へのストックオプションの付与はインセンティブとして効果的であると示唆される。

VII. 結語

本稿では、経営パフォーマンスと経営インセンティブに関する実証的な分析を行った。役員による株式の保有やストックオプションの価値の源泉は、株式市場で取引される株価にほかならないことから、経営パフォーマンスの代理変数として株式リターンを利用した。したがって、分析上は株式リターンと経営インセンティブに関する分析を行ったことになる。

90年代後半以降に関しては、先行研究でも報告されているように、役員による株式保有は経営インセンティブとして機能していることが確認されたが、バブル期を除き、70年代から90年代前半までは、役員の株式保有はインセンティ

ブというよりむしろ、経営者自身のエンタレンチメントとしての効果が観察された。「物言わぬ株主」といわれた金融機関についても同様の傾向が見られた。企業の役員の保有する株式はわずか数%に過ぎないことから、本来であれば市場からの規律付けによって経営への介入が行われるはずである。しかし、20%を超える株式を保有する金融機関の経営者の擁護によって、市場からの規律付けが緩和されることとなったと見られる。

財務省のアンケートに基づく分析では、ストックオプションの採用の有無、ストックオプションの付与の形態と範囲、そして、社外取締

役や執行役員の採用の見直しなどを基にして、経営パフォーマンスとの関係を実証的に分析した。近年の役員による株式保有と同様にストックオプションの採用企業では、有意に株式リターンが高く、経営インセンティブとして機能していることがわかった。しかし、経営の規律付けとして期待される社外取締役や執行役員制に関しては、有意な結果は得られていない。これは、インセンティブの計測には制度の導入時から株価パフォーマンス計測までの期間が短すぎたことにより、十分な結果が得られなかったと考えられる。むしろ、このような計測結果は、社外取締役や執行役員制の導入に関する株式市場におけるアナウンスメント効果を反映していると解釈される。今後、2002年の商法改正において社外取締役の導入義務化が検討されており、社外取締役の機能の評価は本格的な導入後とすべきであろう。一方、従来の取締役が改組されて生じた執行役員の評価は別と見られる。実証分析の結果では、社外取締役と同じような結果が観察されたが、執行役員とは名称こそ「役員」であるが、商法上は被雇用者であり、一般の社員の身分と何ら変わらない。従って、部長職と取締役の間に埋没された役職となってしまうならば、経営の向上に資する可能性は低いと見られる。

この他、アンケートのストックオプションの付与の形態と対象に関して、回答をダミーフラグに置き換えて経営パフォーマンスとの関係を調べた。分析結果では、社外取締役や執行役員制の導入と同様、統計的に有意な結果が得られ

ていない。被説明変数を株式リターンから ROE に置き換えて、収益への貢献という見地からも検討してみたが、同様に有意な結果は得られなかった。したがって、ストックオプションに関する付与の形態や対象に関する相違は、現時点ではインセンティブとしての効果が認められないこととなる。しかし、これらの結果は導入による効果を測定する上で十分な時間を経っていないためと考えられることから、今後の検討が必要となるだろう。

ただし、統計的には有意な結果が得られていないが、いくつかの示唆が得られた。ストックオプションの付与の形態は、非一律の付与、すなわち付与するにあたり格差を設ける方がインセンティブとして好ましいようであること、そして付与する対象は役員、あるいは全社員に付与するよりも管理職以上のマネジメントに携わる社員に付与する方が効果的とみられることなどが挙げられる。米国では、ストックオプションの付与は役員を対象として実施されるケースが一般的であるため、興味深い結果である。

以上の分析を通して経営パフォーマンスに関するインセンティブが近年有効に作用していることが確認されたが、一方で、雇用に関するアンケート結果が示すように7割程度の企業が未だに終身雇用制を採用している。終身雇用制が今後もわが国で維持されていくのであれば、役員のモチベーションを高めるだけでなく、全社員のモチベーションを高め、適切なインセンティブを導入する取り組みも、近い将来企業にとって重要な課題となると見られる。

参 考 文 献

- Aoki, Masahiko (1992), The Contingent Governance of Team Production : An Analysis of Institutional Complementarity, *International Economic Review* 35, pp.657-676
- Berglof, Eric and Perotti, Enrico W. (1994), The Governance Structure of the Japanese financial Keiretsu, *Journal of Financial Economics* 36, pp.259-284
- Brickley, James A., Lease, Ronald C. and Smith, Clifford W. Jr. (1988), Ownership structure and voting on antitakeover amendments, *Journal of Financial Economics* 20, pp.267-291
- Cable, J. and Yasuki, H. (1985), Internal Organization, Business groups and Corporate Performance

- ance : An Empirical test of the Multi-divisional hypothesis in Japan, *International Journal of Industrial Organization*, pp.401-420
- Caves, R and Uekusa, M (1976), *Industrial Organization in Japan*, Brookings
- Chang, C. (1992), Capital Structure as an Optimal Contract between Employees and Investors, *Journal of Finance* 47, pp. 1141-1158
- Cotter, J.F. and Zenner, M. (1994), How managerial wealth affects the tender offer process, *Journal of Financial Economics* 35, pp. 63-97
- Demetz, Harold and Lehn, Kenneth (1985), The structure of corporate ownership : Causes and consequences, *Journal of Political Economy* 93, pp. 1155-1177
- Denis, D.J. and Denis, D.K. (1994), Majority owner managers and organizational efficiency, *Journal of Corporate Finance* 1, pp. 91-118
- Denis, D.J., Denis, D.K. and Sarin, Atulya (1997), Owner Structure and top executive turnover, *Journal of Financial Economics* 45, pp. 193-221
- Dewatripont, M., and Tirole, J. (1994), A Theory of Debt and Equity : Diversity of Securities and Manager- Shareholder Congruence, *Quarterly Journal of Economics*, 109, pp. 1027-1054
- Dewatripont, M., and Tirole, J. (1994), *The Prudential Regulation of Banks*, MIT Press
- Dewatripont, M., and Tirole, J. (1994), 『銀行規制の新潮流』, 北村行伸・渡辺努訳, 東洋経済新報社
- Hart, O. and Moore, J. (1995), Debt and seniority : An analysis of the role of hard claims in constraining management, *American Economic Review* 85, pp.567-585
- Hermalin, Benjamin E. and Weisbach, Michel S. (1991), The effect of board compositions and direct incentives on firm performance, *Financial Management* 20, pp.101-112
- Holderness, C. G. and Sheehan, D.P. (1988), The role of majority shareholders in published corporations, *Journal of Financial Economics* 20, pp. 317-346
- Hoshi, T., Kashyap, A. and Scharfstein, D. (1990), The Role of Banks in Reducing the Cost of financial distress in Japan, *Journal of Financial Economics* 27, pp. 67-88
- Hoshi, T., Kashyap, A. and Scharfstein, D. (1991), Corporate Structure Liquidity and Investment, Evidence from Japanese Industrial groups, *Quarterly Journal of Economics* 106, pp. 33-60
- Jensen, M.C. (1986), The modern industrial revolution, exits and the failure of internal control systems, *Journal of Finance* 48, pp. 831-880
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976), Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360
- Jensen, Michael, Solberg, R., Thomas Donald P. and Zorn, S. (1992), Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27 No. 2, pp 247-263
- Kaplan, S.N. (1994), Top executive rewards and firm performance : A comparison of Japan and the US., *Journal of Political Economy* 102, No. 3, pp 510-546
- Kaplan, S. N. and Minton, B. (1994), Appointments of outsiders to Japanese boards : determinants and implication of managers, *Journal of Financial Economics* 36, pp.225-258
- Kirkelison, Wayne H., Partch, M. Megan and Sha, Kshitij (1997), ownership and operating performance of companies that go public, *Journal of Financial Economics* 20, pp. 281-307
- Kini Omesh, William Kracaw, and Shzad Mian (1995), corporate takeovers, firm performance and board composition, *Journal of Corporate Finance* 1, pp. 383-412
- Lichtenberger, F.R. and Pushner, G.M. (1994), Ownership Structure and corporate performance in Japan, *Japan and World Economy* 6, pp. 239-261

- Lipton, martin and Jay W. Lorsch (1992), A modest proposal for improved corporate governance, *Business Lawyer* 48, pp 59-77
- Loderer, Claudio and Martin, Kenneth (1997), Executive stock ownership and performance taking faint traces, *Journal of Financial Economics* 45, pp223-255
- Loderer, Claudio and Sheehan, D.P. (1987), Corporate bankruptcy and managers self serving behavior, *Journal of Finance* 44, pp. 1059-1075
- McConnell, J.J, and Servaes, H. (1990), Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economics* 27, pp. 595-612
- McConnell, J.J, and Servaes, H. (1995), Equity ownership and two faces of debt, *Journal of Financial Economics* 39, pp131-157
- Mehran, H. T. (1995), Executive Compensation Structure, Ownership Structure and Firm Performance, *Journal of Financial Economics* 38, pp 163-184
- Morck, R., Shlerfer, A. and vishny, R.Q. (1988), Management Ownership and Market Valuation, An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics* 20, pp. 293-316
- Morck, R. and Nakamura, M., (1999), Banks and corporate control in Japan, *Journal of Finance* 54, pp. 319-339
- Myers, Stewart C. and Nicholas S. Majylof (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* 13, pp. 187-221
- Weinstein, David E., and Yafeh, Yishay (1997), On the cost of a bank-centered financial system : evidence from then changing main bank relation in Japan, *Journal of Finance* 55, pp. 65-672
- Xu, Peng (1997), Ownership Structure, Capital Structure and Market Valuation : Evidence in Japan, *Hosei university working Paper*
- 上柳克朗・鴻 常夫・竹内昭夫 (1987), 『新版 注釈会社法 (6)』 有斐閣
- 佐々木隆文・米澤康博 (2000), 「コーポレート・ガバナンスと株主価値」, 証券アナリストジャーナル, pp. 28-46
- 鈴木 誠・胥 鵬 (2000), 「取締役人数と企業経営」, 証券アナリストジャーナル38, pp. 47-65
- 三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之 (199108), 『会社法の経済学』 東京大学出版会
- 谷川寧彦[1999], 「最近の企業経済学について」, 現代ファイナンス, No. 5, pp 69-87