

コーポレートガバナンスと中小企業

—中小企業の生産性向上を促す「攻めのガバナンス」—

藤 野 洋
(商工総合研究所)
主任 研究員

< 要 旨 >

- 株式会社（以下、会社）は「有限責任」という特権を通じて株主から小口・多数の資金を集めてリスクのある事業を行う「資本主義経済のエンジン」としての役割を担っている。しかし、私益の追求やリスク回避によって経営者が株主の利益を損なうエージェンシー問題が生じることがある。コーポレートガバナンスは、株主に経営者を監督させ利益の最大化を目指す経営を促すための枠組みであり、その現代的な目的はイノベーションによる生産性の向上である。主要な仕組みは、取締役（会）・株主総会等の会社機関、取締役の義務、情報開示、市場メカニズム等であるが、実効性の鍵は「自己監査」の構造の排除である。
- 中小企業は所有と経営が未分離でありエージェンシー問題が起きず、意思決定の迅速性が主要な長所である。一方、リスク耐性の低さ、株主のモニタリングが自己監査になること、情報開示に対する認識の低さが問題点である。中小企業特有のガバナンスの仕組みとして、簡素で選択肢の多い会社機関、サプライチェーンの下流からの監督、本家・分家間の相互牽制、婿養子への事業承継等がある。
- 1990年代末期以降、メインバンク制度の有効性が低下したことなどから、中小企業は自己資本の増強と金融機関借入への依存度の引き下げという財務戦略を採用し、リスク回避的な経営を行っている。こうしたこともあり、日本の中小企業の実績は大企業と比べても、国際的にみても低く、コーポレートガバナンスの改善による生産性向上が求められている。リスクテイクを促し生産性を引き上げるためには、①英国の電子的な決算書の登録・開示のシステムに範を取る公告・開示の強行法規化とそれを通じた様々な債権者による社外からのガバナンスの強化、②公的支援機関等の広義のステークホルダーによる支援の強化、及び、③銀行出身幹部の派遣等を通じた銀行の助言機能の強化等、中小企業にとっての「攻めのガバナンス」が必要である。

目次

はじめに

1. コーポレートガバナンスとは
 - 1.1 「株式会社」の機能・特徴
 - 1.2 コーポレートガバナンスの課題
 - 1.3 コーポレートガバナンスの仕組み
 - 1.4 コーポレートガバナンスの実効性
2. 中小企業のコーポレートガバナンス
 - 2.1 中小企業のガバナンス上の特徴
 - 2.2 中小企業特有のコーポレートガバナンスの仕組み

- 2.3 中小企業のコーポレートガバナンスの実態
 - 2.4 コーポレートガバナンスと中小企業の生産性
 - 2.5 リスクテイクの状況
 3. 中小企業のコーポレートガバナンス改革
 - 3.1 情報開示
 - 3.2 ステークホルダーの関与
 - 3.3 銀行の関与
- おわりに

はじめに

2000年代初頭に大手企業の不祥事が頻発したのと同時期にコーポレートガバナンスが注目されたこともあり、日本ではこれまで法令順守を中心とする「『守り』のガバナンス」に意識が傾きがちであった。しかし、近年、企業価値・生産性の向上、あるいはイノベーションを指向する「『攻め』のコーポレートガバナンス」の必要性に対する認識が高まっている。具体的には、「『日本再興戦略』改訂2015」で「『攻め』のガバナンス」を促すツールとしてコーポレートガバナンス・コードを活用し、所有と経営が分離した上場大企業の生産性の革命的な向上（生産性革命）を目指すと政府が表明した（28頁）。

一方、殆どが同族経営で非公開の中小企業（中小閉鎖会社）については、かねてから生産性向上が重要と指摘されてきたが、コーポレー

トガバナンスの理論は大規模公開会社を対象としてきたため、学際的にみても国際的にみても、中小企業についての研究は発展途上にある。

そこで、先ず、「株式会社（corporation）」を対象としてコーポレートガバナンスの歴史的背景・定義、主に公開会社を中心に発展したガバナンスについて課題を整理する（第1章）。その上で、中小企業（中小閉鎖会社）のガバナンスの特徴を論じる（第2章）。以上を踏まえて公開会社の理論を中小企業に拡張し、「生産性向上に資するコーポレートガバナンス」（＝「攻めのガバナンス」）に必要な制度等を考察する（第3章）。

なお、本稿の分析の対象は「株式会社」である¹（他の形態の会社との混同の懸念がない場合には単に「会社」と記載する）。また、便宜的に、大規模公開会社を「大企業」、中小閉鎖会社を「中小企業」と呼ぶ。

1 以下の点に留意されたい。

①特例有限会社（2006年の会社法施行後も株式会社に転換していない有限会社）も株式会社とみなして議論を進める。

②統計の制約のため、株式会社以外の形態の企業・法人（数は多くない）を含めて各種統計の分析を行う場合がある。

1. コーポレートガバナンスとは

「コーポレートガバナンス (corporate governance)」という用語の意味と内容を正確に言い表すことは必ずしも容易ではない。一般的な訳語である「企業統治」の意味として高等学校の政治・経済の教科書では、「企業的意思決定の仕組み」²と説明されている。しかし、このような端的な説明では、コーポレートガバナンスの内実を理解することはできない。

コーポレートガバナンスに関しては、以下の論点を詳しく検討する必要がある。

- (a) 株式会社の目的・機能は何か。
- (b) 会社の活動について意思決定をする権限を持つのは誰か (誰であるべきか)。
- (c) 会社の活動を統括する取締役と経営者に課される規範はどのようなものか。
- (d) その規範を体現するための組織・仕組みはどのようなものか。

1.1 「株式会社」の機能・特徴

世界で最初に設立された「株式会社」は東インド会社であるとの認識が通説である。東インド会社は、東インド貿易という当時としてはリスクの高い事業を行うために創設された。「制度」としての株式会社はリスクマネーを小口に分割し多くの公衆 (出資者・株主) から円滑に資金調達する仕組みとして確立された。その特徴は、①分割及び譲渡可能な株式、②有限責任制、③所有者から分離した経営者を統治する会社機関、④事業の継続性、である。

(1) 法人格により株主に特権的に付与される有限責任

この内、最も重要な特質が「有限責任」である。株式会社は「法人格」を有し、法律的な行為能力を有する一方で、会社の行為に対する株主の責任は出資額に限られる。東インド会社等の初期の (株式) 会社制度では、会社は国王等の行政機関の特別な許可 (特許) によって設立され、法人格を特権的に付与されていた (法人設立の「特許主義」)。独立した会社が事業に失敗して債権者に損失を与えても、その責任は法人格によって遮断され出資者 (株主) は出資額以上の責任を問われない。つまり、「有限責任」は会社にはリスクマネーを供給することの代償として出資者 (株主) が得る「特権」なのである。

その後、資本主義経済と市民的自由の拡大に伴って、会社に対する規制を緩和する必要が生じ、19世紀には規則・法律に準拠していれば自由に会社を設立できるようになった (法人設立の「準則主義」への転換)。これに伴い、経営者による出資金の私的流用や債権者への支払いを逃れるための計画倒産のような有限責任の濫用による乱脈経営を防止するために、株主・債権者保護の制度 (会社法、会計等) が構築された。

加えて、有限責任の対価として、株主が会社から収益 (リターン) を受け取る権利の対象は、付加価値が債権者 (従業員や仕入先等) に人件費や利息として分配された後に残った残り (残余)、即ち「利益」に限定される (残余

² 「改訂版 高等学校 政治・経済」(数研出版、2014) 103頁。

しか受け取る権利がない者を「残余請求権者」という)。このため、残余請求権者である株主は付加価値あるいは利益が増えるほど自らの取り分が増えるため、利益あるいは企業価値の最大化に最も関心が高く、生産性向上を求める。このように、会社機関（後述）を通じて経営に関与し、会社と言う「資本主義経済のエンジン」の性能（＝生産性）を上げるターボチャージャーのような役割を果たすのが株主であり、会社法によって「所有権者的な存在」³として位置付けられる。

株主は会社にはリスクマネーを供給するインセンティブを持ちやすいという点も重要である。株主は、有限責任制度によって「限られた責任・リスク」だけ負担すればよいという特権を持つ一方で、残余請求権者として「アップサイド・リターン」（上振れする可能性のある収益）を会社から得ることができるためである。端的にいうと、会社は「リミテッドリスク・ハイリターン」という非対称的なリスク・リターン・プロファイル⁴（以下では、「プロファイル」と略す）を有するのである。また、株式会社の破綻というリスクに関しても、株式の自由な譲渡性があるため、株主は分散投資によるリスク分散や株式売却によるリスクの他者への移転が可能なた

めリスク中立的（確率的な期待値を最大化するように投資を行うスタンス・態度）であり、この性質も株主の会社への投資を促進する。加えて、成功確率が低い「イノベーション」を通じた生産性上昇が現代の経済では重要になっており、非対称的なプロファイルを持つ株主にとって、株式会社は不確実性の高いイノベティブな事業への投資を行うためにも有効な仕組みである。

こうした「株式会社」の機能・特徴からみると、会社の目的の第一は「利潤・利益の計上」すなわち「営利」であることが分かる⁵。会社の「所有者本人」的な存在であり、経営を担わない株主の一般的な投資の動機は、配当の受取あるいは保有株式の値上がりを通じた経済的効用の最大化である。このため、株主の「代理人的な存在」⁶である経営者にとって、利益の最大化が「資本主義経済のエンジン」である会社を経営する上での基本的な行為規範となる。

(2) 所有と経営の分離に伴うエージェンシー問題

大企業では、一般的に株主と会社組織の経営者が異なる。このように所有と経営が分離した会社では、株主（プリンシパル：本人）は経営者を代理人（エージェント）として経営を委

3 株主は会社名義の資産に対する排他的な使用・収益・処分直接的な権限を持っていない。この3つの権限が「所有権」の根本的要素であるため、「会社の所有者は株主である」という論理は厳密には正しくない。しかし、米国では、「株式」が会社名義の資産の代替物とみなされていることもあり、この論理が社会規範として定着している。このため、本稿では原則として「所有者的」と記載するが、議論の単純化のために「所有者」と記載する場合もある。

4 リスク・リターン・プロファイルは、リスクとリターンの関係のこと。通常はハイリスクならばハイリターン、ローリスクならばローリターンというように、リスクとリターンの高低は対称的である。

5 従って、利潤動機で活動する「株式会社」の行為と関係者間の規律を規整することが法律としての会社法の目的となる。日本の旧商法（会社法編）の第52～54条では株式会社が「営利社団法人」であることが明確に規定されていた。しかし、現行の日本の会社法では、第2条第1号で「会社」を「株式会社、合名会社、合資会社又は合同会社をいう」としか規定していない。この改正について、立法当局の担当者（相澤哲）は「会社法上、会社の株主・社員には、利益配当請求権・残余財産分配請求権が認められていることは明らかであり、会社が対外的活動を通じて上げた利益を社員に分配することを意味する『営利を目的とする』という用語を用いる必要がないという理由による」として実質的な変更ではないと述べている（相澤哲編著『一問一答新・会社法（改訂版）』（商事法務、2009）23頁）。

6 民法上の「代理」では、代理人の権限の範囲が定められている場合が多い。一方、コーポレートガバナンス論では、経営者を「代理人」とみなすが、「不完備契約」（後述）のために、権限・裁量の範囲の確定が「不可能」と定義されるため、「代理人的」と記載している（ただし、議論の単純化のために「代理人」、「エージェント」と記載する場合がある）。

任することによって生じうる損失・費用（エージェンシー費用）を負担する必要がある。これを、株主・経営者間の「プリンシパル＝エージェント問題」あるいは「エージェンシー問題」と言う（エージェンシー問題を研究する理論を、「プリンシパル＝エージェント理論」あるいは「エージェンシー理論」という）。

会社の経営には極めて多数の意思決定が必要であり、株主は経営者の行動や意思決定の全てを監視するために、経営者の行動基準、権限・裁量の範囲を契約として完全に網羅して定款に「書く」ことはできない（不完備契約）。また、株主が持っている情報は実際の経営の現場にいる経営者に比べて少ない（情報の非対称性）。不完備契約と情報の非対称性のために、株主の利益を犠牲にして経営者（代理人）が私益を実現しても株主は経営者の不適切な行動を掣肘して自身の利益を守ることが難しい。経営者が得た私益は株主にとっては損失である。この状況が「エージェンシー問題」の第一の形態である。

さらに、エージェンシー問題は経営者のリスク回避によっても発生する。経営者は会社の業績低迷や破綻による職業・収入・社会的信用の喪失を恐れ、リスクを回避して「そこそこの」利益の計上を目指し保身を図るインセンティブを有する。このため経営者は、株主が負担可能な水準のリスクを有する事業よりも期待収益の低い安全・確実な事業を優先するインセンティブを持つ。経営者が利益を最大化する「努力」を怠ると、利益は株主の期待値を下回り、株主

は潜在的かつ計測困難な損失、即ちエージェンシー費用を被り、会社の生産性が達成可能な水準を下回る。これがエージェンシー問題の第二の形態である。

両形態でのエージェンシー費用は、株主の望まない行為を経営者が行うことによって発生する（潜在的）損失であり、この削減のための仕組みが必要とされている。

コーポレートガバナンスは、「会社の意思決定の仕組み」としてエージェンシー問題を緩和し経営の適法性・効率性を担保するために重要である。

標準的理論に基づき「コーポレートガバナンス」を定義すると、「株式会社の所有権者的な地位を会社法で株主に与え、経営者を監督させエージェンシー費用の削減を通じて利益の最大化を目指す経営を促すためのフレームワーク」である。さらに、現代のコーポレートガバナンスの目的は「エージェンシー問題を抑制し、現代資本主義経済の発展の源泉である『イノベーション』によって生産性・収益性を向上させること」であると言える。経済が長期的に停滞している日本では、この目的に資する制度・環境を会社の内外に構築することが、重要な課題となっている。

1.2 コーポレートガバナンスの課題⁷

(1) 経営者のリスク回避

会社法制の整備等もあり、ガバナンスが脆弱な一部の会社を別にすると、現代の大規模上場会社では、第一の形態のエージェンシー問題は

⁷ 本章はButler (1989) に多くを負っている (Henry N. Butler, *The Contractual Theory of the Corporation*, 11 (4) GEO. MASON. U. L. REV. 99 (1989) at 109, retrieved on May. 23rd, 2017 at https://www.law.gmu.edu/assets/files/publications/working_papers/1219ContractualTheory.pdf).

起こりにくくなった。一方、経営者のリスク回避に起因する第二の形態が問題化している。具体的には、経営者は適切なインセンティブが付与されないと倒産リスクの回避を優先する。このため、リスク中立的であれば企業価値（総資産）を引き上げるために投資すべきプロジェクトを経営者が行わず⁸、株主への配当よりも内部留保を「相対的に」重視する⁹。これは、分散投資が可能でリスク中立的な株主が期待利益率（生産性）の高い投資先に受取配当を再投資する機会を阻害するため、こうした経営者のリスク回避は株主の利益に反することになる。

(2) リスク・コストの外部化

株主は非対称的なプロファイルを特権的に享受することを前述したが、「ハイリターン」と対称的關係にあるはずの「ハイリスク」の内、「株主が負担しない部分」の負担者は誰か。それは「非任意債権者」¹⁰である（非任意債権者へのリスク・コストの「外部化 (externalization)」と言う）。

非任意債権者の第一の例が会社に対して企業特殊的な人的資本¹¹への投資を行って、投資に対する収益として報酬・賃金を得ている経営者と従業員である。会社の倒産時に労働法制等によって保護される彼らの労働債権は倒産時

までに確定した賃金（フロー）に限定される。このため、他社で転用できない人的資本を時間と労力をかけてストックとして蓄積すると、会社の倒産によりそのストックの価値が消失するリスクに晒される¹²。

第二に、有限責任を原因として誘発される会社の行為によっても、非任意債権者は発生する。例えば、ある大企業が子会社を經由して環境法への違反が明白な環境破壊を行う場合に、環境破壊による損害を被った犠牲者、すなわち非任意債権者は、子会社に資力がなければ賠償請求等の救済を受けることができない。このケースでは子会社によって倒産リスクが遮断されるため、大企業（の経営者）のリスク負担が過剰になる。環境基準を定めた法律改正の遅れによって、違法行為ではないが明らかに損害を被る犠牲者が発生するような環境破壊も、ハードローや裁判による救済を期待できない¹³。

(3) 意思決定の遅さ

日本の大企業は戦略的な意思決定のスピードで海外の大企業に劣ると言われている。

キャッチアップの終了により、日本企業は自力でのフロンティアの開拓を求められているのに加えて、後発者との競争上、製品の開発と市場への投入を迅速化する必要がある。しかも、

8 これを「負債効果不足 (underleveraged)」といい、負債のレバレッジ効果（後述）の活用不足を意味しており、レバレッジ効果の指標である財務レバレッジ（＝総資産÷純資産（倍））が低下する（負債導入の抑制で総資産が増えないことによる）。なお、財務レバレッジの規模別の国際比較を第2章で行う。

9 これを「配当支払問題 (dividend payout problem)」といい、純資産の増加により財務レバレッジの上昇が抑制される。

10 Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW (1991) at 52-54.

11 「企業特殊な人的資本 (firm-specific human capital)」は、経営者や従業員がその会社でのみ利用可能な人脈・ノウハウ、機械の操作方法といった無形資産。この資産の蓄積には時間と労力がかかり、他社で転用することはできない。

12 汎用的な生産要素しか提供しない従業員、サプライヤー、金融機関は任意債権者であり、理論的にはリスクプレミアムを含んだ賃金・価格・金利で取引できるため、リスクに晒されていない (Easterbrook & Fischel, *supra* note 11 at 50-52.)。また、所有と経営が一致した閉鎖会社では経営者は株主でもあるので、企業特殊な人的資本への投資を行っているとしても非任意債権者ではない。

13 ハードローは、国家権力が執行を強制可能な拘束力のある法律（成文法、判例法の別を問わない）。同様の議論は環境法だけでなく、製造物責任法や不法行為法等の外部不経済に関する法・規制に関しても成り立つ（ゲラード・ヘリティッヒ＝神田秀樹「債権者保護」レイニア・クラークマン他著（布井千博監訳）『会社法の解剖学 比較法的&機能的アプローチ』（レクシスネクシス・ジャパン、2009）、97,98頁。Brigitte Harr, *Piercing the Corporate Veil and Shareholders' Product and Environmental Liability in American Law as Remedy for Capital Market Failure- New Development and Implications for European and German Law after "Centros"*, 2 EUROPEAN BUSINESS ORGANIZATION LAW REVIEW 317 (2000) at 325.)

有効な技術の特性やビジネスモデルの予測は困難な場合が多いため、多くの方向・分野で事業の芽を育てる必要がある。このため、失敗に終わるリスクのあるプロジェクトへの投資、あるいは人材の投入という困難な意思決定を迅速に行うことが必要になる。

企業の意思決定のスピードの研究者であるアイゼンハート（スタンフォード大学教授）は、意思決定の遅い企業は意見の対立を恐れコンセンサスを重視しているが、「複雑な事業条件下ではコンセンサスは…甘い考えである」¹⁴と論じている。意思決定の遅い企業でコンセンサスが形成されるのは、株主総会の期限が迫る等「やむを得ない状況」に追い込まれた場合等である¹⁵。これでは、質の高い意思決定は期待しがたい。

コーポレートガバナンス論からこの点を見ると、日本の大企業の大株を占める監査役会設置会社では、取締役会が経営の執行と監督を同時に担い、アクセルとブレーキの役割を兼ねる。このため、リスクのある意思決定には慎重になり、スタッフ部門に対して、現実には困難な新規事業の市場予測の精度向上を求めがちである。その結果、最終的な意思決定になかなか辿り着けない¹⁶。

また、担うべきリスクに比べて経営者の報酬が少ないことも意思決定の迅速化を阻害する。

1.3 コーポレートガバナンスの仕組み

コーポレートガバナンスの中心的なインフラ

は、資本主義経済のエンジンである会社の統治機構を規整する「会社法」である。ただ、法律だけでは現実の経営の監督は難しいため、市場メカニズム等の多重的な仕組みによるガバナンスの効率化・最適化が企図されている。そこで以下では、主要な仕組みについて、会社法制を根拠とするもの（会社機関（取締役会、株主総会）、取締役・経営者の義務、情報開示）について論じ、その次に市場メカニズムによるもの、さらに、コーポレートガバナンスのサブシステムとしての内部統制について言及する。

(1) 会社機関

①取締役会

会社の行為の意思決定者は経営者である。その決定権限は本来「株主」が持つべきであるが、会社法に基づいて株主が経営者に権限を委譲し経営を委任している。経営者が事業に失敗したら、株主は株主総会、または法律的には株主の代表である取締役会で減俸や解任という形で経営者の責任を問う。この株主総会や取締役会が主要な「会社機関」であり、その他の機関（監査役（会）、監査等委員会等）を組み合わせて株主は経営者が行う経営を監督（モニタリング）する。

会社機関の中核となる取締役会の役割を効率化するために、日本の会社法では株式会社には多様な機関形態の適用が可能である。上場大企業は殆どの場合、「大会社」の「公開会社」¹⁷であり、監査役会設置会社、指名委員会

14 Kathleen M. Eisenhardt, *Speed and Strategic Choice: How Managers Accelerate Decision Making*, 32(3) CALIFORNIA MANAGEMENT REVIEW 39 (1990) at 50.

15 Eisenhardt, *supra* note 14 at 49-51.

16 Eisenhardt, *supra* note 15 at 41-45. 一方、アイゼンハートによると、意思決定の速い企業では「予測」よりも「足元の情報 (real time information)」に基づいて、素早く判断している。

17 「大会社」は最終事業年度において、資本金の額が5億円以上であるか、または負債の部の額が200億円以上である株式会社。「公開会社」は株式の全部または一部が譲渡制限株式でない株式会社。公開会社の大会社は、伝統的な株式市場に上場している企業が「イメージ」される。

等設置会社、監査等委員会設置会社の3種類の中から組織形態を選ばなければならない。

監査役会設置会社は東証の上場会社で約4分の3を占めており¹⁸、取締役会と監査役会の両機関が経営のトップである（代表）取締役の行為を監督する。ただ、監査役会設置会社の取締役会は、取締役が監督だけでなく業務執行も担当するため、「監督」と「執行（経営）」の分離が不十分である。監査役会の監督の有効性を高めるために、監査役（3人以上）の内、過半数の社外監査役の選任が義務付けられている。しかし、世界的には、執行と監督の分離が重要と認識されており、①取締役が自己監査（自分で自分を監督すること）になること、②監査役に取締役会での議決権がないことから、特に海外の機関投資家から有効性を疑問視されている。

このため、2003年に執行と監督を分離する指名委員会等設置会社が制度化された（制度化時の名称は「委員会等設置会社」）。代表執行役が経営戦略に基づく業務執行に特化する一方、戦略の承認と業務執行の監督は2人以上の社外取締役を含む取締役会が行い、取締役会傘下の指名・報酬・監査の3委員会が業務執行を評価する（各委員会の過半数は社外取締役）。この制度は、意思決定のスピードを重視する米国の制度に範を取ったものであるが、社外取締役に指名・報酬・監査についてのイニシアティブを取られることへの懸念もあり、指名委員会等設置会社が東証上場会社に占める構

成比は2%にとどまっている。

こうした事態を打開するために監査等委員会設置会社が2015年に制度化された。これは、監査役会の替わりに取締役会の下部組織として3人以上の取締役に構成される監査等委員会を設置する機関形態であり、監査等委員の過半数は社外取締役であることが義務付けられているため、最低2人の社外取締役の選任が必要になる。監査等委員会には、監査等委員以外の取締役の報酬と指名に関する株主総会での意見陳述権がある。また、①取締役会の過半数が社外取締役である場合と②定款で定めた場合には、取締役会は特定の取締役に業務執行の重要事項の一部または全部を委任することができる。これらによって、監督と執行の分離及び意思決定の迅速化を同時に実現することが企図されており、監査等委員会設置会社に移行する会社が急増しており、東証の上場会社数の2割に達している。

②株主総会

株主も会社の業務の執行と監督について大きな権限を有している。特に、取締役会と並ぶ重要な会社機関である株主総会において株主が行使する諸権利が重要である。株主総会での採決は資本多数決であるため、議決権比率が鍵となる。取締役の選任・解任、監査役の選任、取締役・監査役の報酬、等の普通決議を成立させるには2分の1超の議決権が必要であり、2分の1超の議決権を持つ株主、すなわち支配株主が取締役会の支配を通じて会社の

18 東証上場会社（1部、2部、マザーズ、JASDAQ）の3,532社（外国会社を除く。2017年6月9日時点）の中で、2,735社（77.4%）が監査役（会）設置会社である（大会社でない上場会社が含まれるため、監査役設置会社が含まれる）。なお、後述する指名委員会等設置会社は71社（2.0%）、監査等委員会設置会社は726社（20.6%）である（東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス情報サービス」Web, <http://www2.tse.or.jp/tseHpFront/CGK010010.Action.do?Show=Show>（2017年6月12日閲覧））。

所有者的な地位に立つと考えられている。ただ、合併等の組織再編や事業の全部譲渡等の会社の基礎的変更、あるいは主に業務執行取締役の執行状況を監督する役割を担う監査等委員あるいは監査役の解任には特別決議が求められ3分の2以上の議決権が必要となる。これは、支配株主が取締役の支配を通じて少数株主の利益を毀損する可能性がある決議事項では普通決議より多くの議決権を加重すべきだからである。加えて、公開会社において、①株式の自由な譲渡を制限するなど株主の権利を制限する事項、②株主平等原則に抵触する事項を決議するためには特殊決議が必要であり、①には3分の2以上、②には4分の3以上の議決権を必要とする。さらに、特殊決議を株主総会で決議するためには総株主の半数以上の「人数」の賛成が必要であり、「議決権」を基に定足数が計算される普通決議や特別決議に比べて要件が加重されている。これは、株式会社制度の原則である株式の自由譲渡や株主平等原則に抵触する事項については、より慎重な扱いが必要になるためである。

なお、株主は、株主総会での議決権だけでなく、様々な株主権に基づいてコーポレートガバナンスに関わる。

(2) 取締役・経営者

取締役（会）と株主（総会）の間には情報の非対称性があり、株主は取締役に幅広い「裁量権」を付与し、会社の業務執行と監督を委任せざるをえない。このため、取締役の適法かつ効率的な活動・意思決定に対する行為規範

として取締役の信任義務が法定されている。

①信任義務の法理

エージェンシー問題の内、第一の形態は、会社法で取締役の義務を規整することによってある程度抑制できる。具体的には、取締役に課す信任義務 (fiduciary duty) であり、これは主に、経営者の違法行為、あるいは違法ではないが不適切な私益の追求によって、株主が会社に抛出した資本と株主に帰属すべき留保利益が毀損されることを防ぐ「守りのガバナンス」の手段である。

信任義務は、日米の通説では忠実義務 (duty of loyalty) と注意義務 (duty of care) を併せたものと考えられている¹⁹。忠実義務は、取締役と経営者は「会社」に対して忠実に行動する義務を負うというものであり、多数説では「会社」は「株主」を指すと考えられている。換言すると、取締役・経営者は株主の利益に反する行為をすることは許されないということである。

委託者、兼受益者 (株主) は受任者 (取締役・経営者) に比べて、経営の専門知識・技能等で劣るため、株主と取締役・経営者は通常の契約関係で前提となる「対等な関係」にない。ここから、「信任関係は契約ではない」と解される²⁰。この見地から、取締役の「裁量権」の広範さとバランスを取るために、信任義務は通常の契約関係での義務に比べて厳しいものとなる。エージェンシー理論では、株主と取締役・経営者間の関係を「代理契約」と措定しており、日本の会社法でも取締役には民法の委任契約に伴う義務が援用されている。法律的な「契約」

¹⁹ 英国では、特別な場合を除き注意義務は信任義務ではないと考えられている。

²⁰ 樋口範雄『フィデューシャリーの時代』(有斐閣、1999) 121頁「第5章信託は契約ではないーフランケル説」参照。

は全ての条件を「書く」ことができるのが原則であるが、実際には株主と取締役・経営者間の取り決めは不完備契約であり、株主は情報劣位である。経済理論では、この情報劣位を補正する方策として、契約関係よりも厳しい義務を取締役・経営者に課すために信任義務の法理が発展しエージェンシー費用の削減に資すると考えられている²¹。

②経営判断原則

会社の経営は想定外の環境変化などのリスクに晒されるため、経営者の判断が常に正しい結果をもたらすとは限らない。「善意で」、「会社の最善の利益に」合致すると判断したにも拘らず事業が上手くいかず株主が損失を被ることがありうる。このような場合においても、事後的に裁判所によって経営判断の誤りの責任を追及されるとすれば取締役と経営者はリスク回避的になるか、極論すると、取締役・経営者のなり手がいなくなりかねない。株式会社の本質的な機能が「小口・多数の資金を糾合して、リスクを伴う事業を行うための仕組み」であることに鑑みると、リスク回避の蔓延や取締役・経営者のプールの枯渇は経済発展の見地からは望ましくない。このため、英米法では、「経営判断原則 (business judgment rule)」が確立しており、以下の2つの基準からなる。

- (a) 取締役・経営者が会社に対して利益相反の立場にいない (忠実義務違反がない)。
- (b) 取締役・経営者が管理者として求めら

れる注意を払い、善意で会社の最善の利益に合致すると信じる方法で個々に独立した経営判断を行う (注意義務違反がない)。

これらを遵守して、取締役会が妥当なプロセスを経て決定した事項、あるいは経営者に委任した行為の結果、株主が損失を被ったとしても、取締役と経営者は信任義務違反を理由として責任を追及されない。日本でも、取締役・経営者の忠実義務・注意義務に対する責任を問う裁判では、実質的に経営判断原則に基づいて責任が判断されるケースが多い²²。

③株主代表訴訟

経営判断原則に合致しない行為によって「会社」に損害を与えている取締役・経営者等の責任を追及する方法が株主代表訴訟である。日本では、1株²³を保有する株主は株主代表訴訟を提起することができる。1993年の商法改正で請求金額に関わりなく費用が少額 (改正時は8,200円、現在は1万3千円) に定められたことから、代表訴訟の件数が著しく増加した。

株主代表訴訟がコーポレートガバナンスに一石を投じた事件が大和銀行事件である。被告である代表取締役ら11名が同行の内部統制 (後述) のシステムを適切に整備していなかったことから、ニューヨーク支店の行員が銀行に多額の損害を与えたと2000年の一審で認定され、被告に総額7億7,500万ドル (当時の換算レートで約829億円) の損害賠償が命じられた²⁴。

21 Oliver Hart, *An Economist's View of Fiduciary Duty*, 43 (3) THE UNIVERSITY OF TORONTO LAW JOURNAL 299 (1993).

ただし、信任関係の法理は法の外延を不明確にするため、取締役・経営者にとっては自らの行為の法的結果に対する予見可能性が低下しリスクテイクを躊躇させるという批判もありうる。

22 経営判断原則とは別に、取締役等の役員の任務懈怠の責任を軽減する方法として、日本では①責任の (一部) 免除 (会社法425条)、②社外取締役を対象とする責任限定契約 (同427条9)、③D&O保険 (会社役員賠償責任保険) がある。

23 定款で単元未満株主の権利制限を設ける場合には1単元。

24 二審では、新旧役員49名が連帯して2億5千万円を賠償することで和解が成立した。

これを契機として、内部統制システムの整備の必要性に対する認識が高まった。

(3) 情報開示

株主は会社の資産に対する担保権を持たず、「タイムリーなディスクロージャー（適時開示）」を基に会社の状況を把握した上で取締役等の経営の妥当性を検討し投資判断を行う。会社法では会計帳簿、計算書類等（損益計算書、貸借対照表、株主資本変動計算書等）、事業報告²⁵の作成および保存が義務付けられている。計算書類等の開示の方法としては、株主への送付や、一部のインターネットでの開示、本店での備置きがある。さらに、一定の計算書類を通常株主総会後遅滞なく官報、時事に関する日刊新聞紙、あるいはインターネットで公告しなければならない²⁶。実態としては、（年次）有価証券報告書を自社のWeb上で公開する形で公告を行う株式上場会社が多い。これらの主眼は、投資家、即ち株主に対して投資判断に必要な会社の情報を迅速に開示することによって、株式市場の効率性を高めることである。加えて、公告は、債権者にとっても当該会社との取引の可否を判断する手段として重要である。

(4) 市場メカニズム

第二の形態のエージェンシー問題を会社法制で直接的に規整することは困難である。経営者のリスク回避的指向を軽減し「攻めのガバナンス」を会社に促すには、次のような市場メカニズムによって経営者のインセンティブを刺激することが重要である。

第一に、企業支配権市場²⁷である。典型的な例をあげると、企業の市場価値（株式時価総額）が潜在的な資産価値を下回ると、株価を高めうると考える者がTOB（公開市場買付）によって敵対的買収を申し出る可能性が高まる。TOBを恐れる経営者は財務レバレッジの引き上げでROE（株主資本利益率）を高める（財務レバレッジとROEの関係は後述）。ROEが上昇しエージェンシー費用が最小化された（潜在的）申し出人が判断する場合にはTOBは行われぬ。この企業支配権市場が上場会社の経営への規律として機能している。

第二に、経営者への業績連動報酬である。特に、ストックオプションのような株価を基準とする報酬は経営者・株主間の対立を解消する。

第三に、製品市場での競争である。この競争で敗北すると経営者の業績連動報酬が減少するため、株主と経営者の目的が利益向上に一致し、エージェンシー問題が緩和される。

第四に、経営者市場での競争である。転職時の報酬は経営者個人の「生産性（≡株主利益）」で決まるため、経営者間の競争もエージェンシー費用の削減に寄与する。

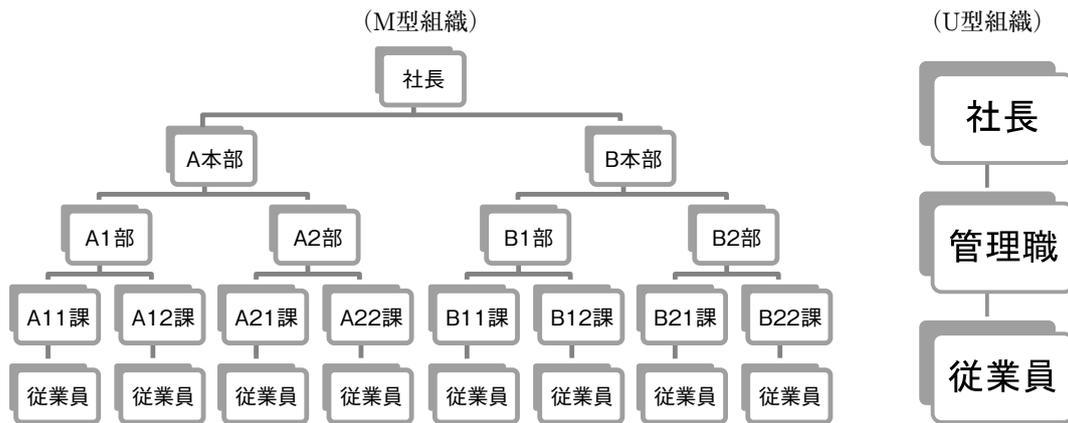
第五に、組織と階層である。米国で1920年代初めに大企業で進んだM型組織への置換もガバナンスに影響している。M型組織の特徴である総合本社は長期的な企業活動の戦略策定を行うが、実証研究ではM型組織はU型組織より効率的であり、エージェンシー問題を緩和することが示唆されている（図表1）。

25 事業報告には、①計算書類等に記載されない会社の状況に関する重要な事項、②法令遵守体制、③内部統制システム、④会社の財務・事業方針の決定を支配する者のあり方に関する基本方針（敵対的買収防衛策など）が記載される。

26 大会社では貸借対照表と損益計算書、大会社以外の会社では貸借対照表（公告の媒体が官報または時事に関する日刊新聞紙の場合はその要旨で足りる）。

27 企業支配権市場（market for corporate control）は効率的市場仮説の成立を前提としている。

(図表1) M型組織とU型組織



(注)・筆者作成。

・M型組織 (the multi-divisional form organization) では、社長 (トップマネジメント) 直属の総合本社 (General Office) が、傘下の事業部門に資金を配分する。U型組織 (the unitary form organization) は階層の数がM型組織より少ない。

M型組織の効率性について、2009年にノーベル経済学賞を受賞したウィリアムソンは事業部制の長所を挙げている。具体的には、多くの事業部門を統括する総合本社が各部門に資金を配分する際に、利益率 (生産性) の高い部門に有利な条件で配分する仕組み、つまり、「資本市場のミニチュア版」(傍点筆者) が社内形成されることによって企業経営の効率性が高まると論じている²⁸。さらに、企業内の組織の階層だけでなく、複数の企業で構成される階層についても同様であり、例えば日本のトヨタとそのサプライヤーの間での下請系列的な取引のガバナンスのメカニズムとして、協力会が組織化され、取引条件等に関する情報が共有されていることが効率性を高める、と指摘した²⁹。

(5) 内部統制

コーポレートガバナンスの有効性を確保するサブシステムとして、米国のCOSO³⁰の枠組みを基に構築される内部統制 (internal control) のシステムがある。

内部統制システムは、財務報告の信頼性の確保が主目的であることから、社内で保有するリスクの「最小化」が主眼となりがちである。

しかし、内部統制の新しいシステムとして、2004年に構築されたCOSO ERM³¹の枠組みは、リスクの最小化ではなく、自社の経営戦略に合致する最適な水準のリスク・エクスポージャー (リスクに晒されている各種資産の構成) を構築することにより期待利益の拡大とその確率の引き上げを同時に達成することが目的とされて

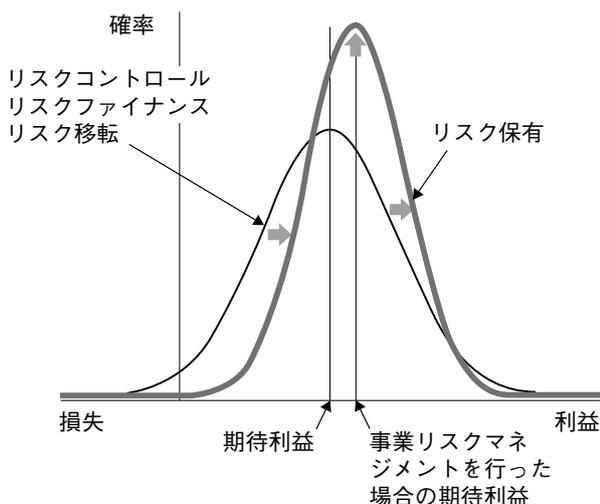
28 ウィリアムソンの「事業部制」に関する議論は、チャンドラーの著書『組織は戦略に従う』に大きく負っている (Oliver Williamson, THE ECONOMIC INSTITUTION OF CAPITALISM (1985) at 281)。チャンドラーは、M型組織が機能する条件として、各事業部門出身ではないゼネラリストのトップマネジメントが特定の部門の利害ではなく、全社的な利害を基に戦略的に意思決定を下すことを示している (アルフレッド・チャンドラー (有賀裕子訳)『組織は戦略に従う』(ダイヤモンド社、2004) 391～397頁 (原著: Alfred D. Chandler Jr., STRATEGY AND STRUCTURE (1962))。)

29 Williamson, *supra* note 28 at 120-123. ウィリアムソンが1983年に来日し、トヨタとそのサプライヤーにインタビューした結果に基づいている。ただし、当時の貿易摩擦の影響で下請系列的取引が変質する可能性があることも指摘している。下請系列的な取引の歴史的な経緯と経済理論的な意義、及びその変質については、藤野洋「企業間取引の適正化についての研究—優越的地位の濫用の『法と経済学 (law & economics)』の視点からの考察—」商工金融第64巻第1号23頁 (2014)、28～35頁も参照されたい。

30 The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (トレッドウェイ委員会支援組織委員会)

31 Enterprise Risk Management (全社的なリスクマネジメント。当初は、「事業リスクマネジメント」とも呼ばれた)

(図表2) ERM (事業リスクマネジメント) の効果



(資料) 経済産業省「通商白書2004」、http://warp.da.ndl.go.jp/info:ndljp/pid/243417/www.meti.go.jp/policy/trade_policy/whitepaper/html/2004html.html (2017年3月14日閲覧)
(出所) 経済産業省「事業リスクマネジメント-テキスト」
(注) ERM: Enterprise Risk Management

いる(図表2)。具体的には、リスクの「コントロール³²(回避、分離、結合等)」、「ファイナンス(保険等)」、「保有」、「移転」を組み合わせるもので、リスク回避に傾きがちな経営者にリスク中立的な経営を促すシステムである。

1.4 コーポレートガバナンスの実効性

(1) 内部ガバナンスと外部ガバナンス

コーポレートガバナンスの実効性を高める各種の仕組みの内、「社内」で社長³³を中心とする経営陣に対して行われるモニタリングを「内部ガバナンス(internal governance)」、「社外」から経営陣に対して行われるモニタリングを「外部ガバナンス(external governance)」と

言う³⁴。

内部ガバナンスに属す仕組みとして第一に、会社機関の一つである取締役会による監督がある。ただ、監査役(会)設置会社では、社内取締役は代表取締役である経営トップの意向に反対しにくいケースが少なくないため、社外取締役の導入が課題になっている。第二に、業績連動報酬も経営陣に生産性の向上に対するインセンティブを付与する。第三に、取締役会による監督が有効である場合には、内部統制システム等も内部ガバナンスとして機能する。

一方、外部ガバナンスの主たる担い手は株主であり、株主総会での議決権の行使等で経営陣をモニタリングする。株主の情報不足を補完する手段が情報開示である。また、各種の市場メカニズム(企業支配権市場、製品市場、業績連動報酬³⁵、経営者市場、下請系列的取引等のサプライチェーン)も経営陣に対する社外からのモニタリングとして機能する。

なお、かつて日本ではいわゆる「メインバンク制度」も外部ガバナンスのシステムとして機能していたと考えられてきたが、1990年代以降大きく変質した。これに関しては、次章以降の中小企業のコーポレートガバナンスに関する分析で論じる。

(2) 実効性を規定する要因

コーポレートガバナンスの実効性確保のためには、内部ガバナンスと外部ガバナンスを組み合わせ、そのバランスを適切に取る必要がある。

³²「分離」は、リスクの対象を分離して他への影響を遮断すること。「結合」は同種のリスクをまとめることにより、管理しやすくすること。リスクの「保有」、「移転」、「保険」を「リスク・ファイナンス」と総称することもある。

³³ 監査役(会)設置会社、監査等委員会設置会社では代表取締役、委員会等設置会社では代表執行役。

³⁴ 株主による経営者のモニタリングを「外部ガバナンス」、コア従業員(筆者注:会社の経営に不可欠な人的資本を提供する中核的な従業員)による経営者のモニタリングを「内部ガバナンス」と呼ぶ場合もある(宍戸善一=後藤元「インセンティブ・バーゲニング、企業法、立法政策」宍戸善一=後藤元編著『コーポレート・ガバナンス改革の提言-企業価値向上・経済活性化への道筋』(商事法務、2016)1頁、24頁)。

³⁵ 業績連動報酬は、その賛否が株主総会等、株主の適切な意思決定に基づいて付与される場合には、内部ガバナンスとしてだけでなく、外部ガバナンスとしての性質も持つ。

その際、株主の代理人的存在である経営陣、特にトップに対するモニタリングが鍵である。内部ガバナンスにおいては社外取締役が、外部ガバナンスにおいては株主総会や市場メカニズムが重要である。これはガバナンスの仕組みから「社長」あるいは社内役員等の経営陣による「自己監査」の構造を極力排除することが重要なためである。

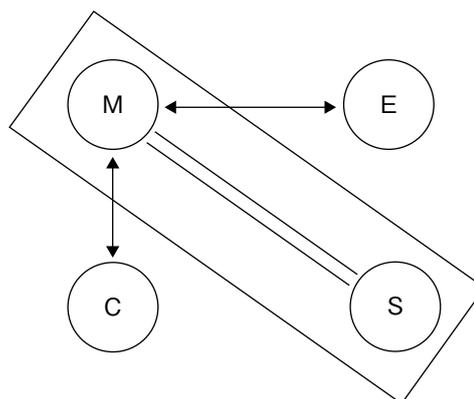
2. 中小企業のコーポレートガバナンス

2.1 中小企業のガバナンス上の特徴

まず、宍戸善一橋大学大学院教授が提唱する物的資本と人的資本を拠出する4当事者の間で構成される企業イメージを基に、中小企業の統治構造の特徴を論じる（図表3）。

中小企業では同一人物が物的資本の拠出者（株主）と人的資本の拠出者（経営者）を兼ねている（S=M）。所有と経営が一致している閉鎖会社であるため、エージェント問題は発生しないことが、大企業との本質的な相違点である。経営者兼株主は従業員（E：人的資本の拠出者）を雇用し、銀行や仕入先等の債権者（C：物的資本の拠出者）との間で資金の調達・運用、取引の条件を交渉する。こうした閉鎖会社では、階層構造が短いため経営者が迅速に意思決定

（図表3）同族経営の中小企業の統治イメージ（4当事者モデル）



（出所）宍戸善一橋大学大学院教授作成

（注）・中小企業は中小閉鎖会社である。

・S=株主、M=経営者、C=債権者、E=従業員

・S,C：物的資本の拠出者、M,E：人的資本の拠出者

・矢印は交渉、二重線は一致を意味する。

を行えることが長所の一つである。

中小企業は、所有と経営の一致により株主利益最大化原則に従う必要性が低いため、中核的な従業員や仕入先が実施する関係特殊的投資を保護し、短期的な利害よりも長期的な友好関係を重視することもできる³⁶。これがもう一つの長所である。しかし、経営者の議決権比率が50%以下になると、非同族の株主から配当の増大を要求される可能性が生じるため、所有と経営が未分離の同族会社に止まる中小企業が多い³⁷（図表4）。

36 長谷川博和=米田隆「ファミリービジネスの発展成長とガバナンス」一橋ビジネスレビュー 63巻2号48頁（2015）、49頁。

37 個人所得税と法人税の間の税制上の取り扱いの違いも同族の中小企業が多数派を占める一因となっている。即ち、個人所得税は超過累進課税であり所得が増えるほど限界税率が高くなる一方、法人（所得）税は基本的にはフラットレート課税の国が多い。このため、法人所得（利益）が一定金額を超えると、法人税の平均税率は所得税よりも低くなる（ただし、日本の法人税には留保金課税（法人所得の内部留保に対する追加的課税）の制度がある）。

(図表4) 日本の法人企業の所有構造(2014年度、資本金階級別)

資本金	サンプル数	構成比：%			
		特定同族会社①	同族会社②	非同族会社	①+②
1,000万円以下	2,232,175	0.0	96.9	3.1	96.9
1,000万円超1億円以下	351,170	0.0	91.8	8.2	91.8
1億円超50億円以下	19,082	26.2	51.8	22.1	77.9
50億円超100億円以下	761	5.7	51.8	42.6	57.4
100億円超	1,093	2.9	45.1	52.0	48.0
全体	2,604,281	0.2	95.8	4.0	96.0

(資料) 国税庁「平成26年度分 会社標本調査-調査結果報告-税務統計から見た法人企業の実態」(2016)

(注)・対象法人の形態は、株式会社、合名会社、合資会社、合同会社、その他。

・特定同族会社：発行済株式総数の50%超を1株主グループにより支配されている会社（以下「被支配会社」という）で、被支配会社であることについての判定の基礎となった株主等のうちに被支配会社でない法人がある場合には、その法人をその判定の基礎となる株主等から除外して判定するとした場合においても被支配会社となるもの（資本金の額又は出資金の額が1億円以下である被支配会社を除く）。

(※) 資本金の額又は出資金の額が1億円以下である被支配会社であっても、次に掲げる法人との間に当該法人による完全支配関係がある普通法人については、特定同族会社を含む。

(イ) 資本金の額又は出資金の額が5億円以上である法人

(ロ) 保険業法に規定する相互会社（外国相互会社を含む）

(ハ) 法人税法第4条の7に規定する受託法人

・同族会社：会社の株主等の上位3株主グループが有する株式数又は出資の金額等の合計が、その法人の発行済株式の総数又は出資の総額等の50%超に相当する法人。

・非同族会社 特定同族会社及び同族会社以外の法人。

2.2 中小企業特有のコーポレートガバナンスの仕組み

以下では、日本を念頭において、中小企業特有のコーポレートガバナンスの仕組みを内部ガバナンスと外部ガバナンスに分けて述べる。

(1) 内部ガバナンス

① 機関設計の多様性

中小企業の殆どは非公開会社の非大会社であり³⁸、日本の会社法では非公開・非大会社は取締役会設置会社あるいは取締役会非設置会社として設立可能である。

取締役会設置会社では、監査役設置会社あるいは会計参与設置会社のいずれかとする必要がある。これは中小企業としては事業規模が比較的大きいため債権者等が相対的に多く、破綻した場合に株主だけでなく社会に対して一定の悪影響を及ぼす可能性のある会社を想定し

た機関設計である。ただ、定款での定めによって監査役の監査の範囲を会計に関するものに限定でき、公開会社の非大会社よりもガバナンスの強度を弱めている。

取締役会非設置会社では、株主総会と取締役の設置による設立が可能で、最も簡素な機関設計として経営者である取締役1人と経営者と関係の深い少数の株主（多くの場合、取締役とその同族）で構成される株主総会での設立も可能である。創業促進が政策的な課題となっているため、マイクロ規模の企業の創業時の機関形態としての利用が主に想定されている。このような機関を許容する理由としては、マイクロ規模の企業では債権者が少ないため、破綻時の社会への影響が限定的と考えられることがある。ただ、このケースでは監査役の設置が義務づけられていないため、株主（総会）による経

38「非公開会社の非大会社」と「公開会社の大会社」（前掲注17参照）以外の会社について付言すると、「非公開会社の大会社」は非上場の大企業・中堅企業、「公開会社の非大会社」は新興株式市場への上場・店頭登録を行う新興企業が想定される。ただし、「非公開会社」は全ての株式が譲渡制限株式会社である会社であり、株式市場に上場、あるいは店頭登録していないという意味ではないことに留意されたい。また、本稿では、「非公開会社」、「非大会社」はそれぞれ「公開会社でない会社」、「大会社でない会社」の便宜的な呼称として用いていることにも留意されたい。

営のモニタリングがガバナンスの実効性にとって重要である。

以上のように、会社法は、会社の規模や株式の譲渡制限の有無、および破綻時の債権者等への影響に応じてガバナンスの強度に変化をつけており、中小企業はライフステージや事業内容に応じて多様な機関形態を柔軟に採用することが可能になっている。

②迅速な意思決定を可能とする階層構造

中小企業の中でも、比較的規模の大きい企業ではM型組織が利用されるが、規模が比較的小さく、事業分野や製品のラインアップが一定の範囲に限定される企業ではU型組織が形成される（前掲図表1）。U型組織の中小企業では経営者と従業員の距離が近い（例：社長→取締役兼務部長→課長→担当者）ため、迅速な意思決定が可能になる。

一方、中小企業は人材や資金等の様々な経営資源が必ずしも潤沢ではないため、中核的な事業分野とその近接分野での新規事業や販売先の開拓による発展を目指す経営戦略を採ることが多い。しかし、破壊的イノベーションを起こすライバルに対抗するためには、自身がイノベーションを起こす必要があるが、U型組織の中小企業では経営資源の不足のために複数の分野でイノベーションを目指す経営戦略を採ることが難しい。こうしたこともあり、中小企業は大企業に比べるとリスク耐性が低いという弱点を有し、経営戦略がリスク回避的になること

がある。

③「番頭」的な幹部の存在

中小企業の事業規模がある程度大きくなると、同族だけでは労働力が不足するため外部から雇用した従業員を幹部として育成し、長期にわたって経営者の補佐役を担わせることが多い。いわゆる「番頭」的な幹部であり、支配株主でもある経営者が取締役任命することもある。ただ、代表取締役の監督よりも、経営陣の一角を占めて事業が円滑に進むように、経理・総務など、補佐的職務に従事することが多い。

日本最古の企業と言われる金剛組（建設業）の39代当主は、「代々番頭さんの役割は大きかった」と「お金をちゃんと出し入れする、経理関係の番頭」の重要性を指摘している³⁹。山櫻（名刺等紙製品製造販売）の代表取締役社長も「大番頭格の社員で、50数年務め上げて最後は専務までなった方がいた。僕から見ても優秀で、数字に強いし、仕入れ交渉が賢い」と番頭の重要性を指摘している⁴⁰。業歴の長い中小企業では、代替わりした経営トップを2世代にわたって「番頭」が補佐するケースもある。極端な例をみると、印傳屋上原勇七（かばん、袋物製造）では、専務取締役として番頭役を務めた取締役相談役の子息が取締役総務部長に就任しており、親子二代にわたって番頭格として同社を支えている⁴¹。しかし、山櫻の社長は「…番頭さんというのは…力を持ち、すべての意見が大番頭に集中していた。このあたりのギャツ

39 曾根秀一「世界最古の企業 金剛組の叢智に学ぶ－伝統産業のビジネスシステムから見た長期存続の条件」一橋ビジネスレビュー 63巻2号70頁（2015）、80頁。なお、曾根（2015）では、この引用の原典は、曾根秀一＝加護野忠男＝吉村典久「（調査報告）長寿企業における事業承継と同族経営」神戸大学大学院経営学研究科Discussion Paper Series, 2010-67（2010）、11頁であると記載されているが、曾根ほか（2010）は神戸大学大学院経営学研究科のWebでは閲覧不可となっている（https://www.b.kobe-u.ac.jp/paper/2010_67.html（2017年7月4日閲覧））。

40 日本取締役協会編「長きにわたり成長を続ける、強く良い企業・経営のスピリットを求めて－日本取締役協会 中堅・ファミリー企業委員会 講演録 2007年～2010年－」（2013）208頁。

41 帝国データバンク史料館・産業調査部編著「百年続く企業の条件」（朝日新聞出版、2009）103,104頁。

プは未だに修正している」⁴²と述べ、番頭的幹部が自らに集まる情報を基に実権を握ることによって代表取締役の権限が空洞化するリスクを示唆している。

④社是・社訓・経営理念等

社是・社訓・経営理念（以下、「社是等」と略す）に基づいて事業を行っている企業が少なくない⁴³。これが経営の健全性や法令等遵守の規範となり、内部統制の代替物として、中小企業のコーポレートガバナンスにとって重要な役割を負っている。なお、欧米では、ファミリービジネスの株主・経営者として会社に関与する同族である「家族」を対象として、「家族憲章」を制定し、会社での意思決定や情報共有などのガバナンス関連のデフォルトルール⁴⁴を定めている会社もある。

(2) 外部ガバナンス

①サプライチェーンを通じた規律づけ

ウィリアムソンはトヨタの「階層」を下請系列的取引に拡張して、サプライチェーン全体でのガバナンスの有効性を論じた。大方が中堅・中小企業である2次（Tier 2）以下のサプライヤー⁴⁵にとっては、トヨタを起点として自社に流入する情報や生産要素は経営に不可欠な資源・資本である。このため、トヨタはTier 1のグループ企業を経由してサプライチェーンに属すサプライヤーの経営について指導・助言を行

い、規律づけることができる立場にいる。

例えば、トヨタはサプライヤーから年1回決算書の提出を受け、そのサプライヤーの生産性を算出し部品の納入単価決定の検討材料としていた⁴⁶。サプライヤーに生産性向上を指導した上で単価を設定したため、サプライヤーの経営の健全化にも寄与した。これがサプライチェーンを通じた外部ガバナンスであり、製品市場を通じたガバナンスの特殊形とみることができる。この他にも、トヨタはサプライヤー企業の内部ガバナンスの強化も指導した。例えば、社長や工場長に社内の制度・組織、業務システムに関する改善を指導したり、サプライヤーの団体である協豊会に設けた「経営研究会」での活動を通じて近代的な経営体制・ガバナンス体制の構築を促した⁴⁷。

日本の機械金属工業ではバブル崩壊までは重要なサプライヤーに対しては、資本参加や経営幹部の派遣、あるいは技術支援といった生産要素の提供を行うことが珍しくなかった。しかし、バブル崩壊後、生産アーキテクチャーのモジュール化と生産拠点のグローバル化が進行したため、多くの発注企業がサプライヤーとの取引の優先順位を「価格」に置く「独立当事者間取引」に移行した⁴⁸。この結果、サプライチェーンの階層を通じた外部ガバナンスの有効性が低下しているとみられる。

42 日本取締役協会、前掲注40、208頁。

43 藤野洋『「企業の社会的責任（CSR）」に関する研究－中小企業の経営理念と「企業の社会的責任（CSR）」に関するケーススタディー』商工金融第62巻第10号30頁（2012）。

44 大澤真（2015）によると、家族憲章には①家族の理念・価値観、②円滑な意思決定・情報共有、③会社経営上の意思決定への関与、④後継者育成と入社ルール、⑤自社株式承継・買取等に関するルール、⑥自社株式以外の資産の運用・管理、⑦懲罰ルールと紛争解決プロセスが定められる（大澤真「ファミリービジネスの強みと課題－解決策としての家族憲章とファミリーオフィス」一橋ビジネスレビュー63巻2号57頁（2015）、60～64頁）。

45 トヨタの場合、1次サプライヤー（Tier 1）の殆どが大会社の公開会社である。加えて、トヨタが資本参加して企業グループを形成し経営に対して直接的に関与している。

46 前田陽「トヨタ自動車における購買管理システムと原価管理—1930年代から1960年代までの期間に着目して—」明大商学論集97巻1号29頁（2006）、37頁。

47 前田・前掲注46、39～41頁。

48 藤野・前掲注29、28～35頁。

②本家・分家間の棲み分け・相互牽制

中小企業では、内部ガバナンスの中核である取締役会による代表取締役の暴走に対する牽制が効きにくい。この点がリスク耐性の低さと並ぶガバナンス上の弱点である。これらを緩和するために、本家が競合しない事業・製品分野を分家に分離し棲み分けによりリスクを分散する場合や、本家・分家の当主の間で相互牽制の仕組みを設ける場合がある。

例えば、西川（寝具・インテリア用品製造・販売）では、のれん分けした「別家」が本家の経営を監督するという江戸時代に構築した制度を衣替えし、グループの中核企業6社の代表者が月1回集まる会議を経営者の相互監督システムとして設けている⁴⁹。一方、ナベヤ・グループ（本家：ナベヤ（工具製造）、岡本（水道バルブ製造）、分家：鍋谷バイテック（機械部品製造）、岡本工機（キャスター製造））では、本家と分家の相互牽制の仕組みを残しつつ、グループとしての永続性の源泉である新事業の創造を促すために事業・製品分野ごとに棲み分けを行い各社の独立性を重視している。具体的には、相互牽制の仕組みである役員相互派遣について、75歳時点で他社の役員を退く「同族定年制」を設けた。これは、他家の役員の就任期間が長くなると、経営に過剰に干渉してしまうのを防ぐためである⁵⁰。ここでの「干渉」は就任期間の長期化に伴い思考が保守化しイノベーションに対して消極的になることを意味して

いると考えられる。

以上からは本家・分家間の相互牽制は、経営者の暴走と過剰なリスク負担の防止には寄与するが、リスク回避的な保守的経営に傾く可能性もあり、ナベヤ・グループのような棲み分けが必要になる場合があることが示唆される。

③婿養子への事業承継

ファミリービジネスへの注目が国際的に高まる中、日本のファミリー企業についての研究も行われているが、「婿養子への事業承継」を市場メカニズムの代替物と捉える実証研究がある⁵¹。これによると、婿養子は遅くとも30歳代には将来の幹部候補として入社し社内の業務に精通した後に、他の取締役よりも低い年齢で将来の経営者候補として取締役に就任する。このようなプロセスを経て能力・実績を検証して最終的に現在の経営者が経営権を委譲する。中小企業の場合、経営者の同族に適切な後継者がいない場合に、有能な経営者の選出プロセスとして、息女の意味の尊重を前提として婿養子を後継者として迎えるケースがある。日本では雇用の流動性が低いいため経営者市場が未発達であると言われるが、婿養子への事業承継がその代替物となっている。

④メインバンク制度

日本の金融システムは高度成長期までは間接金融中心で構築され、「メインバンク制度」が企業に対する外部ガバナンスとして機能していたと言われている。この制度は、メイン銀行⁵²

49 日本経済新聞社編著『200年企業』（日本経済新聞出版社、2010）46～49頁。

50 日本経済新聞社・前掲注49、42～44頁。

51 宍戸善一＝柳川範之＝齋藤卓爾＝太宰北斗「日本企業のコーポレート・ガバナンスの今後のあり方―ファミリー企業からの示唆」宍戸善一＝後藤元編著『コーポレート・ガバナンス改革の提言―企業価値向上・経済活性化への道筋』（商事法務、2016）155～178頁。ただし、この研究の対象は上場ファミリー企業である。

52 預金取扱金融機関全般を「銀行」と便宜的に総称することがある。また、銀行に公的金融機関を含める場合もある。メイン銀行は、通常、企業にとって最も多くの貸出残高を融資している銀行のことである。

が、①平時には主要資産に対する担保権を取得して企業から財務を中心とする情報開示を受け融資取引を行うとともに、従業員の給与振込を含む企業の経常的な取引の決済等の総合取引により高い収益性を確保し、②経営危機時には銀行が企業に経営者を派遣するなど、担保価値を超えて全面的に経営再建を支援する、というプロセスである。

担保で債権が保全されているメイン銀行は、平時には企業の経営状態をモニタリングするものの、赤字を計上しておらず滞りなく利払いと長期借入の分割返済をしていれば、積極的に経営に介入しない。しかし、企業の経営悪化時には連鎖倒産の防止等のために、企業を銀行の管理下に置き経営の主導権を握る。このように、資金供給先の経営状態に応じてモニタリングや介入の強度を変えるガバナンスを「状態依存型ガバナンス (contingent governance)」という。メインバンク制度が存続できた一因は、バブル崩壊までは株価と地価が上昇基調で推移していたため、経営再建に失敗しても担保不動産の処分や銀行の保有株式の含み益で貸倒損失を吸収できたことである。

しかし、金融自由化による大企業の銀行への依存度低下に加えて、バブル崩壊による株価・地価等の資産価格の暴落以降、従来型のメインバンク制度が機能しなくなっている。経営再建の支援のために保全不足の貸出を増やした企業が結果的に倒産し貸倒損失が増加すると、銀行は株主から代表訴訟を提起されるリスクが高まる。銀行がこのリスクを警戒して企業との関

係を独立当事者間取引に移したこともメインバンク制度の機能不全の一因と考えられる。

(3) 問題点

経営資源の制約から、中小企業には、基本的には大企業よりもリスク耐性が低いという弱点がある。加えて、中小企業特有のガバナンス上の問題点を内包している。

最大の問題点は所有と経営が未分離で、外部ガバナンス、特に株主からの規律が働かないことである。このため、経営者が過度にリスク回避的な場合には、会社の有している人材や資産を活かし切れず、低い生産性に止まることがある。逆に、過度にリスク選好が高い場合、社内の規則や人材の能力を無視してリスクの高い事業に会社の資源を投入することがある。こうした経営者の暴走への歯止めとして、大企業では取締役会での牽制に加えて内部統制がシステム化されるが、中小企業では、システムの構築に必要な経営資源や認識が不足しているケースが少なくない⁵³。

加えて、中小企業では情報開示に対する認識が低いことも大きな問題である。法律的には会社法で計算書類（決算書）の公告が定められており、インターネットでの決算のみの電子公告も可能である。しかし、実態としては公告が履行されていない⁵⁴。

2.3 中小企業のコーポレートガバナンスの実態

中小企業の実質的な意思決定機関をみると（図表5）、全体では「取締役会」が3分の2を上回る一方、「経営者のみ」は2割にとどまってい

53 ただし、既に述べたように、社是等に内部統制的な思考の大まかな方針を謳っている会社が少なくない。

54 同様の指摘は、浜田道代「企業と公示制度」竹内昭夫=龍田節編著『現代企業法講座第1巻 企業法総論』（東京大学出版会、1984）137頁、164～166頁、弥永真生「計算書類の登記所における公開」商事1474号8頁（1997）8頁、神田秀樹『会社法』（弘文堂、第16版、2014）283頁、瀬谷ゆり子「会社法における事業報告・財務報告の開示と責任—有限責任の対価」桃山学院大学総合研究所紀要33巻1号47頁（2007）52頁でもなされている。

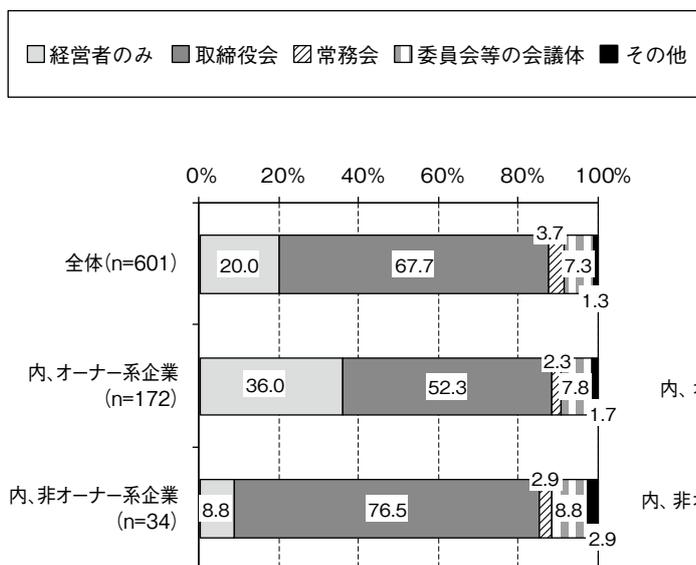
る。ただ、オーナー系企業では合議に時間がかかる「取締役会」が5割にとどまる一方、結論を1人で出す「経営者のみ」が3分の1を超えており、オーナー経営者が意思決定の迅速性を重視していることが示唆されている⁵⁵。

意思決定の方法をみると（図表6）、全体では「メンバーが議論後に経営者が決定」が首位、「意見を参考にして専ら経営者が決定」が2位となっており、他者からの情報のインプットを基に経営者が判断を下していることが分かる。「経営者が単独で決定」が少ないことも考え併せると、経営者の独断での暴走に対する歯止めの必要性が認識されていると思われる。オーナー

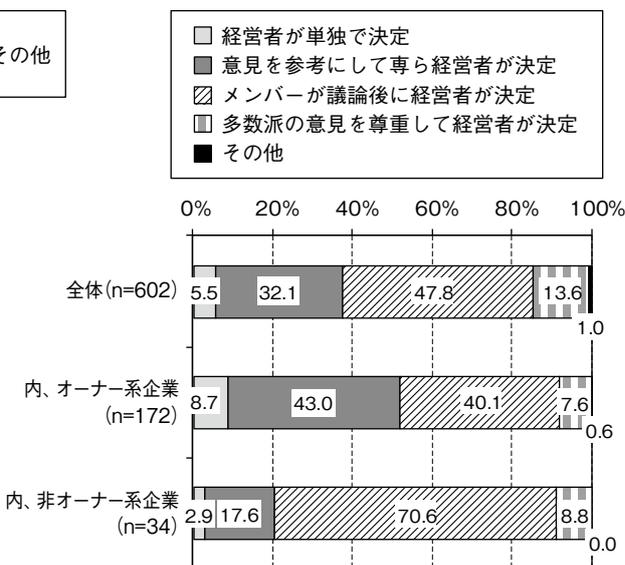
系企業でも「メンバーが議論後に経営者が決定」と「意見を参考にして専ら経営者が決定」が上位2項目を占めているが、後者が前者をやや上回っており、非オーナー系企業に比べると意思決定における経営者への依存度が高いと推察される。

また、中小企業がコーポレートガバナンス構築のために重要と考える取組のDIをみると（図表7）、「(a) 法令等遵守（コンプライアンス）の重視・徹底」（50.8）、「(b) 企業理念の明確化」（43.8）、「(c) 内部統制の仕組みの強化」（29.8）、「(d) ステークホルダーへの説明責任の重視・徹底」（17.1）、「(e) 迅速かつ適切なディスクロ

（図表5）中小企業の実質的な意思決定機関



（図表6）中小企業の意思決定の方法



（資料）中小企業総合事業団「平成13年度 中小企業動向等調査 中小企業におけるコーポレート・ガバナンスー成長企業にみる経営システムと情報開示」（2002年3月）

- （注）1. 従業員50人以上の未公開企業2,872社と、1999年以降に新興株式市場（JASDAQ、東証マザーズ、NASDAQ Japan）に公開した339社の計3,211社を対象とし、609社から回答を得た。
2. オーナー系企業（所有と経営の一致度が高い企業）は、経営者の出身を「創業者」あるいは、「二代目以上（創業者一族）」と回答し、経営者及びその親族の保有株式が全体に占める割合が63.9%以上の企業。
3. 非オーナー系企業（所有と経営の一致度が低い企業）は、経営者の出身を「従業員出身」、「他社からの出向」、「外部からの登用」、あるいは「その他」と回答し、経営者及びその親族の保有株式が全体に占める割合が63.9%以上の企業。
4. 63.9%は株主構成の設問で経営者及びその親族の保有株式が全体に占める割合の回答の平均値（回答企業数372社）。
5. 四捨五入の関係上、内訳の合計が100にならない場合がある。

⁵⁵ 取締役会の承認事項については、実質的な決定後に取締役会で追認していると推察される。なお、大規模公開会社でも常務取締役以上の役員で構成される「常務会」で重要事項の決定を前捌きして取締役会に上程することが珍しくない。

ージャーの重視・徹底」(11.4)となっており、情報開示に対する認識の遅れが垣間見られる。

さらに、情報開示の対象と内容をみると(図表8)、「株主」と「取引金融機関」(≒銀行)に対する「決算書」以外は殆ど5割を下回っており、決算書等の「公告」に対する認識が低いことが分かる。

2.4 コーポレートガバナンスと中小企業の生産性

(1) 労働生産性⁵⁶

日本では長期的に中小企業の生産性が大企

業の約半分にとどまっている(図表9)。

従業員規模別に法人形態の中小企業の生産性をみると⁵⁷(図表10)、「5人以下」を除くと大きな格差はない。「5人以下」の生産性も「51人以上」の9割程度であり、中小企業内での格差はそれほど大きくない。

欧州をみると(図表11)、EU(28カ国)では規模が小さい企業ほど生産性が低くなっている。主要国の状況をもて、ドイツ、フランス、イタリアではEU(28カ国)と概ね同様の傾向を示している。

EU28カ国でみると、個人自営・マイクロ企

(図表7) 中小企業のコーポレートガバナンス構築における重要な取組(2007年:単数回答:%)

	非常に重要である①	重要である	重要ではない②	DI(=①-②)
(a) 法令等遵守(コンプライアンス)の重視・徹底	52.4	46.0	1.5	50.8
(b) 企業理念の明確化	46.5	50.9	2.7	43.8
(c) 内部統制の仕組みの強化	33.6	62.6	3.8	29.8
(d) ステークホルダーへの説明責任の重視・徹底	23.9	69.2	6.8	17.1
(e) 迅速かつ適切なディスクロージャーの重視・徹底	21.8	67.9	10.4	11.4

資料: ㈱東京商工リサーチ「資金調達に関する実態調査」(2007年11月)

出所: 中小企業庁「中小企業白書2008」

注: ・回答の内、「わからない」の比率((a) 9.1%, (b) 9.6%, (c) 10.5%, (d) 19.7%, (e) 17.5%)を除き、残りの3つの回答(「①非常に重要である」、「重要である」、「②重要ではない」)の構成比の合計が100(%)になるように規準化している。

・各取組の重要性の評価は、「重要である」を中立、「①非常に重要である」を積極、「②重要ではない」を消極とみなしている。DIのプラス幅の大きさが重視の度合いを示す。

・四捨五入の関係上、各回答の和が100にならない場合がある。

(図表8) 企業情報の開示先(2007年:複数回答:%)

	株主	取引金融機関	従業員	主要取引先・顧客	開示していない	信用調査機関
決算書	71.6	87.8	26.3	29.9	3.1	55.6
年次報告書	48.1	42.6	23.5	10.2	16.4	12.2
事業計画	41.6	40.7	39.9	7.8	17.5	6.7
リスク情報	32.5	17.0	27.3	6.4	31.6	5.3

資料: ㈱東京商工リサーチ「資金調達に関する実態調査」(2007年11月)

出所: 中小企業庁「中小企業白書2008」

注: 回答企業は中小企業。

⁵⁶ 労働統計が企業規模別に整備されていないため、米国の規模別の労働生産性を算出することはできない。

⁵⁷ 図表9と異なる統計と規模区分を用いていることに留意されたい。

業（従業員0～9人。以下、「個人・マイクロ」）の生産性は、日本と同様に大企業の約半分である。また、中規模企業と比べても個人・マイクロは約6割にとどまっており、日本に比べると中小企業内部での格差が大きい。

ここで特筆すべきは、英国で個人・マイクロの生産性が、中規模企業だけでなく大企業をも上回っていることである（中規模企業も大企業を上回っている）。

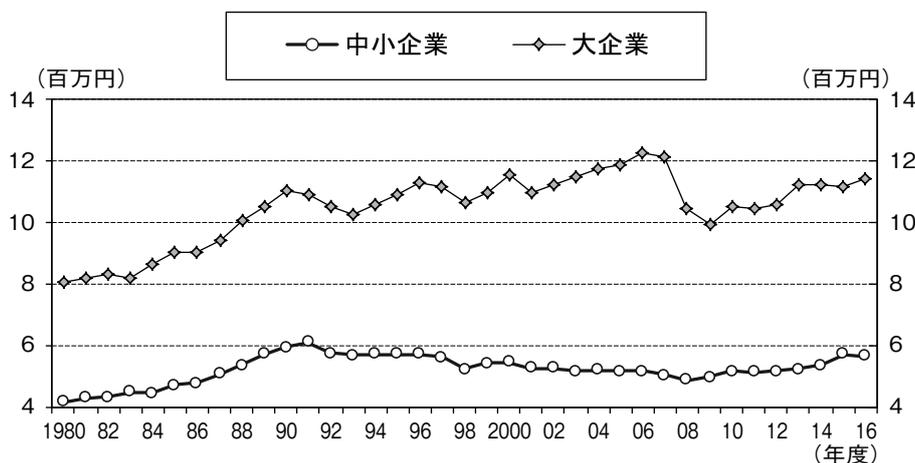
これには、英国政府が個人自営業の起業促

進を経済政策の中心的課題と位置づけ、多岐にわたる中小企業政策を展開したことが寄与している⁵⁸。加えて、英国ではITの活用も交えて、全ての有限責任の事業体に対する情報開示を強行法規化（後述）しており、コーポレートガバナンスの水準が他国に比べて高いことが影響している可能性があると思われる。

(2) ROE（株主資本利益率）

次に、ROE（株主資本利益率）を資本生産性（＝付加価値÷総資本）の代理変数として、

(図表9) 日本の企業規模別の労働生産性



(資料) 財務省「法人企業統計調査（四半期別）」

(注) 中小企業は、金融・保険業を除く資本金1千万円以上1億円未満の営利法人。大企業は同1億円以上の法人企業。

・労働生産性＝付加価値額÷人員

・付加価値額＝売上高－原材料など他企業の付加価値

＝人件費＋減価償却費＋経常利益＋支払利息等－受取利息等

(図表10) 日本の法人形態の中小企業の労働生産性（2015年度、従業員規模別：全産業）

	計	5人以下	6～20人	21～50人	51人以上
労働生産性(千円/人)	5,146	4,698	5,275	5,136	5,278
母集団企業数(社)	1,485,107	949,683	366,148	108,567	60,708

(資料) 中小企業庁「中小企業実態基本調査（平成28年速報（平成27年度決算実績）」

(注) 労働生産性（千円/人）＝付加価値額÷従業員数

付加価値額＝（売上原価のうち労務費、減価償却費）

＋（販売費及び一般管理費のうち人件費、地代家賃、減価償却費、従業員教育費、租税公課）

＋（営業外費用のうち支払利息・割引料）＋経常利益

⁵⁸ 2010年代以降の英国の中小企業政策については、藤野洋「欧州における地域活性化のための中小企業政策－英国の政策・企業法制を中心に－」商工金融第66巻第4号22頁（2016）、及び同「『ヤング報告』にみる英国の中小企業政策の将来像－日本の起業・創業と小規模企業の成長促進のための政策への含意－」商工金融第67巻第2号22頁（2017）を参照されたい。

(図表11) 欧州と域内主要国の企業の労働生産性 (2014年) (従業員規模別。金融業を除く。千ユーロ/人)

	全体	従業員数規模別				
		0~9人 (個人自営・ マイクロ)	10~19人 (小規模①)	20~49人 (小規模②)	50~249人 (中規模)	250人以上 (大規模)
EU (28カ国)	48.4	34.0	40.4	45.8	53.6	61.8
ドイツ	55.1	44.0	40.0	46.1	55.6	68.4
フランス	57.2	41.5	-	56.3	62.2	-
イタリア	45.4	28.6	43.4	-	62.5	-
英国	65.6	71.2	53.1	52.8	69.8	67.2

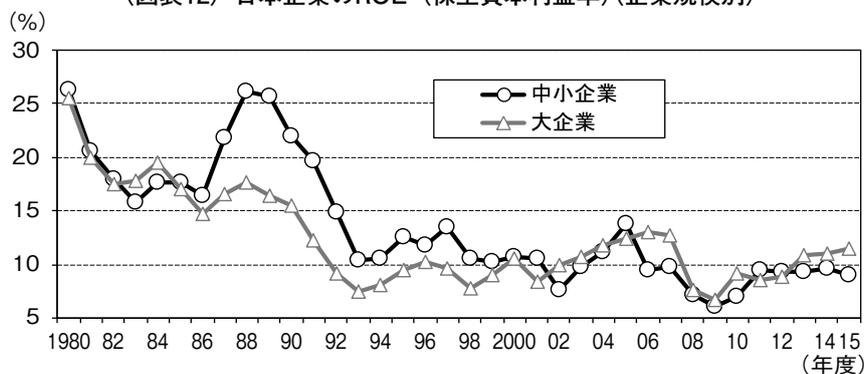
(source) EU, EUROSTAT, retrieved on Mar. 8th, 2017 at <http://ec.europa.eu/eurostat/web/structural-business-statistics/data/database>
 (note) ・労働生産性=要素費用表示の粗付加価値 (GVA) ÷従業員数
 ・フランスの小規模①と大規模、イタリアの小規模②と大規模は入手不能。

企業規模別に国際比較を行う⁵⁹。

日本のROEを企業規模別にみると (図表12)、1980年代初頭には中小企業・大企業ともに約25%という高い水準にあった。その後、バブル経済期に中小企業で20%超となったが、1990年代前半以降大企業・中小企業ともに10%を挟んで、5~15%の範囲での推移が続いている。

一方、2000年以降の欧州主要国企業のROEを企業規模別にみると (図表13)、ドイツの中小企業は15%前後で推移しており、日本の中小企業を概ね上回っている。また、ドイツの大企業は中小企業を下回る年が多いが、殆どの年で10%超となっており、日本の大企業を上回る年が多い。

(図表12) 日本企業のROE (株主資本利益率) (企業規模別)



(資料) 財務省「法人企業統計年報」

(注) ・中小企業は資本金1億円未満、大企業は同1億円以上の企業。

$$\begin{aligned} \text{株主資本利益率} &= \text{経常利益} \div \text{純資産} (\%) \\ &= (\text{経常利益} \div \text{総資産}) (\%) \times (\text{総資産} \div \text{純資産}) (\text{倍}) \\ &= \text{総資産経常利益率} (\%) \times \text{財務レバレッジ} (\text{倍}) \end{aligned}$$

⁵⁹ ROE (Return on Equity = 利益 ÷ 純資産 (%)) の分子には、通常は当期利益を用いるが、本稿では特別損益の影響を除外するために経常利益を用いている。また、ROEを資本生産性の代理変数として分析する理由は以下の4点である。

- (a) 従業員や金融機関を含む債権者がいない場合、ROEは資本生産性と一致する (ROEは資本生産性の特殊形である)。
- (b) 日米欧3地域を企業規模別に分析できる (米国の労働生産性は算出できない)。
- (c) 日本では、コーポレートガバナンス改革を提言した「伊藤レポート」が、当期利益を分子とするROEを8%以上に引き上げることを、国内外の投資家に対する企業価値向上の目標として上場会社はコミットすべきと主張した。本稿の文脈では、企業価値の向上と生産性の向上を類似した概念として把握している。
- (d) 攻めのガバナンスには「リスク中立的な経営」が必要であるが、(完全ではないものの) リスクテイクの指標とみることができる「財務レバレッジ」 (= 総資産 ÷ 純資産 (倍) : (後述)) を分析する基礎となる。

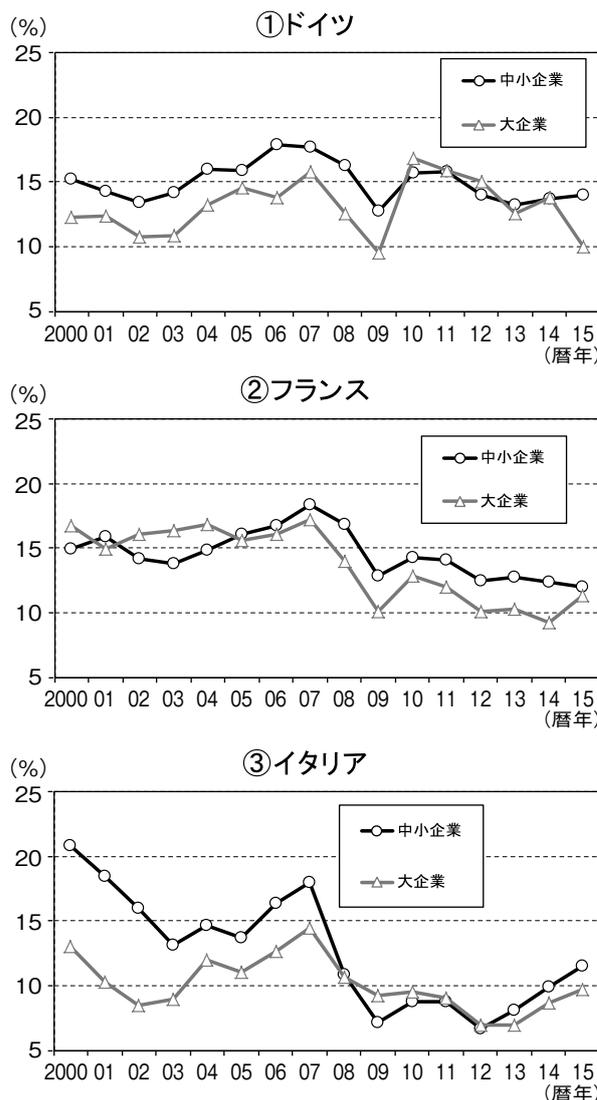
フランスでは、中小企業のROEは2000年代前半に15%前後で推移しリーマンショック発生前の2007年にピーク（18.3%）に達した。2008年以降は低下基調で推移しているが、12%以上を維持し、殆どの年で日本の中小企業を上回っている。大企業は近年10%前後で推移している。

イタリアの中小企業は2000年代初頭には20%を超えていたが、その後は15%前後で推移した。2008年と2009年に急低下したが、2012年をボトムとして3年連続で上昇し、2015年には10%を上回った。大企業は10%を挟んで推移しているが、2009年以降10%割れで推移している。

次に、2006年初から2016年末までの米国内企業（製造業）のROE（移動平均）を企業規模別にみると（図表14）、中小企業ではリーマンショック後を除くと25～30%の範囲で推移しており、概ね日欧の中小企業を上回っている。また、中小企業は殆どの期間で大企業を上回っている。

なお、データの入手が可能な製造業、鉱業、卸売業、小売業、情報関連⁶⁰、専門・技術サービス⁶¹の6業種を対象として米国の大企業⁶²・全産業の2016年第4四半期のROEを試算すると約14%になり、日本（2015年：11.5%）、欧州（同：ドイツ：10.0%、フランス：11.4%、イタリア：9.7%）の大企業に比べて高いことが分かる。

（図表13）欧州主要国企業のROE（株主資本利益率）
（企業規模別）



(source) eccbso (European Committee of Central Balance Sheet Data Offices), BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonized) DATABASE, retrieved on Mar. 21st, 2017 at <https://www.bach.banque-france.fr/?page=bach>.

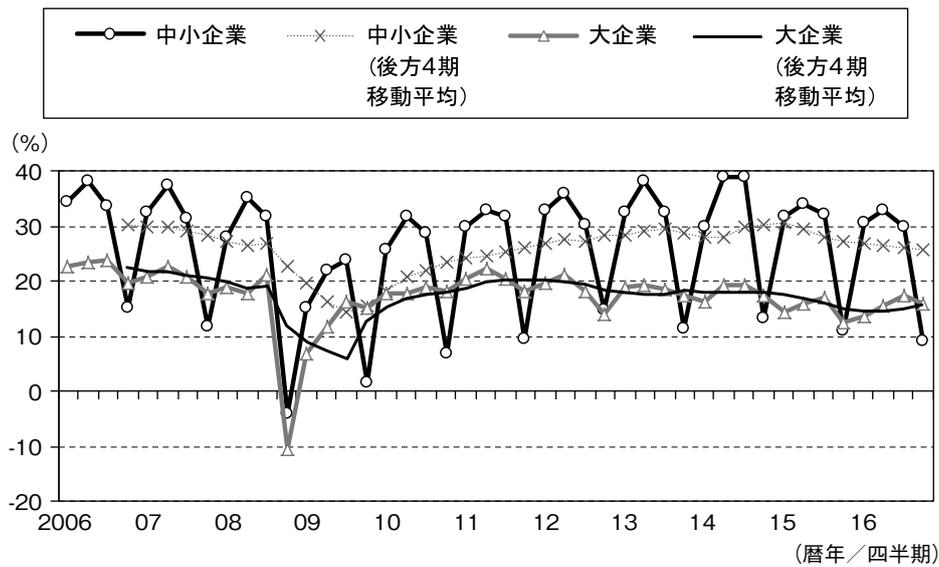
(note) ・対象は金融業を除く全産業（重複計上防止のため持株会社、本部を除く）
 ・規模の区分は、中小企業は従業員数249人以下、大企業は同250人以上。
 ・株主資本利益率=経常利益÷純資産(%)
 = 総資産経常利益率(%)×財務レバレッジ(倍)

60 (インターネットを除く) 出版、映像・音響記録産業、(インターネットを除く) 放送、通信他。

61 コンピュータ・システム・デザイン及び同関連産業、経営・技術コンサルティング、科学研究・開発サービス他。

62 製造業では総資産2,500万ドル以上、製造業以外では同5,000万ドル以上。中小企業は製造業以外のデータがない。

(図表14) 米国製造業のROE (株主資本利益率) (企業規模別)



(source) United States Census Bureau, Quarterly Financial Report, retrieved on Mar. 21st, 2017 at <https://www.census.gov/econ/qfr/historic.html>.

(note) ・中小企業は総資産2,500万ドル未満、大企業は同2,500万ドル以上。
 ・ROE=経常利益(年率換算)÷純資産(%)
 =総資産経常利益率(%)×財務レバレッジ(倍)
 ・後方4期移動平均は、3四半期前から当四半期までの単純平均であり季節性が排除される。このため、移動平均の変化は実数値に対して3四半期遅れる。

(3) 労働生産性とROEの国際比較からの含意

労働生産性とROEを考え併せると、中小企業の生産性は、米国・英国が最も高いグループを形成し、次いでドイツ・フランスのグループ、日本・イタリアのグループの順になっていると推測される⁶³。英米は市場メカニズム重視のアンгло・アメリカン的なコーポレートガバナンスの旗手である。一方、独仏はEUの統合プロセスの中で市場メカニズムの活用にも取り組んでいるが、政府による規制も相対的に重視する大陸欧州型のガバナンスを特徴としている。これらの特徴が両グループの中小企業の労働生産性やROEにも反映されていると考えられる。

一方、日本とイタリアの中小企業の生産性は英米と独仏に劣っている。

このような状況を踏まえると、規制改革と市場メカニズムの一層の活用を含むコーポレートガバナンスに関する改善が必要なが示唆される。実際、2017年6月に日本政府が公表した「未来投資戦略2017」では、「規制改革・行政手続き簡素化・IT化の一体的推進」と「『稼ぐ力』の強化(コーポレートガバナンス改革を形式から実質へ)」が課題とされており、後者では、市場メカニズムによるガバナンスの典型的なツールである「業績連動報酬を含む経営陣への適切なインセンティブ付けが不十分」と指摘さ

63 労働生産性(=付加価値÷従業員数)は生産活動における「労働」の効率性を測る指標である。例えば、ドイツではEU28カ国と同様に中小企業が大企業を下回っており、1単位の付加価値を生産するために、大企業よりも多くの従業員が必要であることを示している。付加価値は利益と人件費と支払利息の和であるが、従業員1人当たりの人件費が大企業に比べて少ないため、労働生産性が大企業を下回る。つまり、ドイツでは中小企業は大企業よりも労働集約的なのである。一方、ROE(=経常利益÷純資産)は生産活動における「(株主)資本」の効率性を測る資本生産性の特殊形である。ドイツでは大企業のROEが中小企業を下回っている。これは、1単位の経常利益を上げるために、大企業が中小企業よりも多くの資本を必要とすることを意味する。つまり、大企業は中小企業よりも資本集約的なのである。本稿では「生産性」を広義で把握しており、労働の効率性である労働生産性と資本の効率性であるROEを比較衡量して分析していることに留意されたい。

れている。

ただ、コーポレートガバナンスを強化して労働生産性やROEの向上を目指すとしても、企業経営にはリスクがつきものである。そこで、次にリスクテイクの状況を分析する。

2.5 リスクテイクの状況

(1) 生産性向上に必要なリスクテイク

資本生産性の代理変数としてのROE（＝経常利益÷純資産）は、総資産経常利益率（ROA＝経常利益÷総資産）と財務レバレッジ（Financial Leverage：FL＝総資産÷純資産）の積である（前掲図表12（注）参照）。仮に、ROAが一定であるとすれば、FLを引き上げればROEは上昇する。総資産は負債と純資産の和であるため、純資産（＝株主資本）を一定とすれば、FLの引き上げは負債の増加を意味する。

会社にとって株主資本は返済不要であるが、負債は債権者に対して期限に返済しなければならない。負債を導入して行う事業が予定した収

益を必ず生み出すとは限らないため、FLの上昇は会社にとって潜在的な倒産リスクの上昇を意味する。FLの引き上げによるROEの上昇を「負債のレバレッジ効果」というが、FLを引き上げレバレッジ効果を高めるほどリスクも高まる。

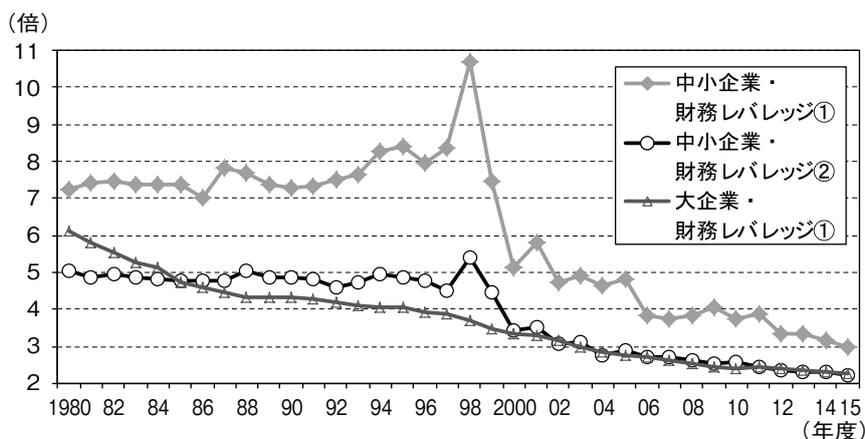
事業の失敗や経済環境の変化によって、負債を返済するキャッシュフローを確保できず、その結果としてFLが上昇し、「意図せざるリスク負担度の上昇」に陥ることもある点には留意する必要があるものの、FLの上昇は会社によるリスクテイクの度合いを示す指標とみることができる。そこで、以下では主要国の企業規模別のFLの推移を概観する。

(2) リスクテイクの企業規模別・国際比較

①日本

大企業をみると、FLが1980年代初頭の約6倍から近年の2倍強にまで低下傾向で推移している（図表15）。特に、80年代に急低下しており、

（図表15） 日本企業の財務レバレッジ（企業規模別）



（資料）財務省「法人企業統計年報」

（注）・中小企業は資本金1億円未満、大企業は同1億円以上の企業。

・財務レバレッジ①＝総資産÷純資産（倍）

・財務レバレッジ②＝総資産÷（純資産＋金融機関以外からの借入金）（倍）

（②では金融機関以外からの借入金を疑似エクイティとみなしている）

ナンスに比重を移したことが示唆されている。FLは自己資本比率の逆数であるため、財務の安全性は高まったが、リスク負担の度合い（以下、リスク負担度）を引き下げたとみることができる。この結果、ROEは1991年度に15%を割り込み、1990年代後半以降は10%を挟んで概ね横ばいで推移している（前掲図表12）。

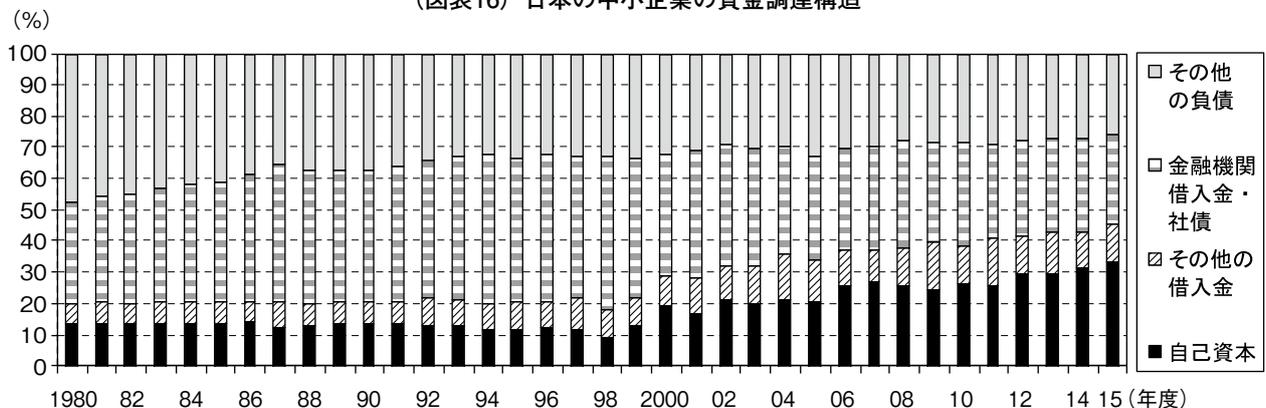
中小企業については2種類のFLをみる。第一に、通常のFL（財務レバレッジ①）は1990年代半までの7～8倍から97年以降の金融危機時には11倍近くにまで上昇した。これは意図せざるリスク負担度の上昇と考えられる。その後、低下傾向で推移しており、中小企業は意図的にリスク負担度を引き下げたとみられる。第二に、広義のFL（財務レバレッジ②）をみる。これは、分母を純資産（自己資本）と金融機関以外からの借入金（以下、「その他借入金」という）の和としたもので、経営者、関係会社等が債権者であることが多い「その他借入金」は返済を繰り延べることが可能であるため、自己資本と性格が似通った「疑似エクイティ（quasi equity）」であるとみなしたものである（つまり、

純資産とその他借入金の和を「広義の自己資本」とみなしている）。広義のFLは1990年代までは概ね5倍近辺で推移しており、リスク負担度が極めて安定していた。2000年代に入ると広義のFLは大企業のFLと概ね同じ軌道を描いて低下している。

これは、中小企業の資金調達構造にも表れているように（図表16）、自己資本の充実に疑似エクイティ（その他借入金）を組み合わせるとリスク負担度を引き下げたとみることができる。1990年代初頭までは15%超と高かった中小企業のROEは、ROAが2%超を維持したことに加えて、高いFLに支えられていた。換言すると、中小企業は金融機関借入によるリスク負担を恐れずに負債のレバレッジ効果で高いROEを確保していたのである。その後、中小企業のROEが10%を挟んで横ばい圏内で推移しているのは、ROAが上昇傾向を示す一方でFLが低下傾向で推移しているためであり、収益性は上がったが、リスク負担度が低下したことを示している。

1990年代の金融危機に伴う混乱は1999年版

（図表16）日本の中小企業の資金調達構造



（資料）財務省「法人企業統計年報」

（注）・中小企業は資本金1億円未満。

・社債の殆どは金融機関が引き受けている私募債であり、実質的な性格は金融機関からの長期借入金である。

経済白書では「リスク秩序の崩壊」と表現され、金融危機時の「貸し渋り」と呼ばれる金融機関の貸出態度の厳格化は、それまで恒常的にロールオーバーされ、中小企業が暗黙裡に疑似エクイティと認識していた経常的な短期運転資金借入の回収を通じて「資本金の回収にも近いようなインパクト」を中小企業に及ぼした⁶⁴。この経験により、中小企業はいざという時にメイン銀行が助けてくれるとは限らないと考え、その対策として広義の自己資本の増強と金融機関借入への依存度の引き下げという、財務戦略を採用したと考えられる。

実際、中小企業の資金調達構造をみると（前掲図表16）、2000年代に金融機関借入金・社債の構成比が低下する一方、広義の自己資本比率は上昇した。

このように、2000年代に、大企業、中小企業ともにリスク負担度を引き下げ、リスク回避的な経営を指向している。

参考までに、日本の中小企業のリスクテイクの行動をみると（図表17）、「①過去3年」につ

いても、「②今後」についても、「コスト削減のための行動」が首位となっている。一方、リスクテイクの行動として、より本質的な項目である「新規事業の立ち上げ、既存事業の転換」、「新規サービス・製品の開発、展開」、「今までにない新規需要の創造」、「新地域・セグメントへの展開」をみると、過去3年で取り組んだ企業は「新規サービス・製品の開発、展開」では半数を超えているが、その他の3項目は半数に達していない。企業が今後考えている項目は「新規サービス・製品の開発、展開」では6割に達しているものの、その他の3項目は5割台にとどまっており、リスクテイクに積極的でない状況が窺われる。

②欧州・米国

欧州主要国（ドイツ、フランス、イタリア）の2000年代のFLを規模別にみると（図表18）、いずれの国でも規模の大小を問わず、概ね低下傾向で推移しており、リーマンショックや通貨危機の影響で企業がリスク回避的な経営に傾いていると考えられる。

（図表17）中小企業の過去3年と今後のリスクテイク行動（単数回答：％）

リスクテイク行動	①過去3年			②今後		
	回答企業数	取り組んだ（％）	取り組んでいない（％）	回答企業数	考えている（％）	考えていない（％）
コスト削減のための行動	3,334	79.4	20.6	2,954	87.3	12.7
新規事業の立ち上げ、既存事業の転換	3,220	46.0	54.0	3,222	54.4	45.6
既存事業の拡大	3,142	69.1	30.9	2,986	74.4	25.6
新規サービス・製品の開発、展開	3,141	57.4	42.6	3,022	65.4	34.4
生産性の向上に向けた行動	3,086	69.8	30.2	2,909	80.2	19.8
今までにない新規需要の創造	2,820	34.9	65.1	2,981	56.0	44.0
新地域・セグメントへの展開	2,849	43.8	56.2	2,898	51.2	48.8

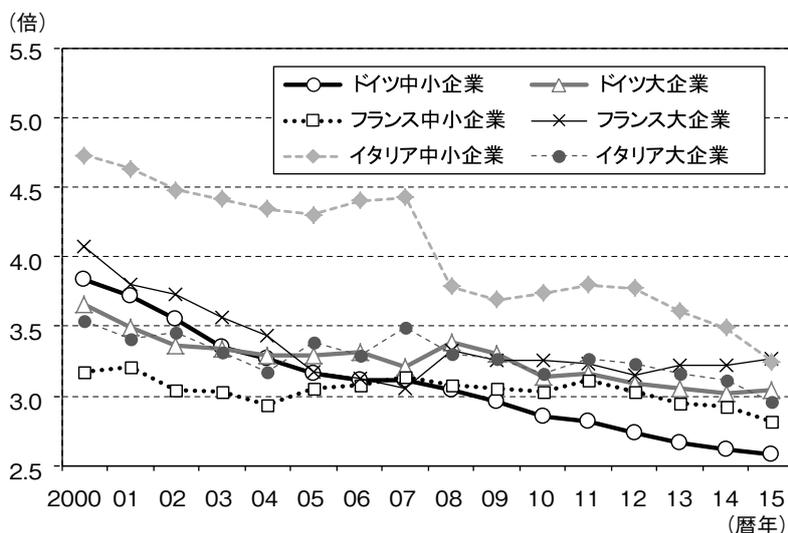
資料：中小企業庁委託「中小企業の成長と投資行動に関するアンケート調査」（2015年12月、株式会社データバンク）

64 内閣府「1999年版経済白書」、<http://www5.cao.go.jp/jj/wp/wp-je99/wp-je99-00302.html>（2017年7月12日閲覧）。

米国製造業の2006年以降のFLをみると（図表19）、大企業では意図せざるリスク負担度の上昇とみられるリーマンショックの時期を除く

と2014年頃までは概ね2.25倍程度で推移していた。近年約2.50倍に上昇しているが、これは、同時期にROAが低下しているため、レバレッ

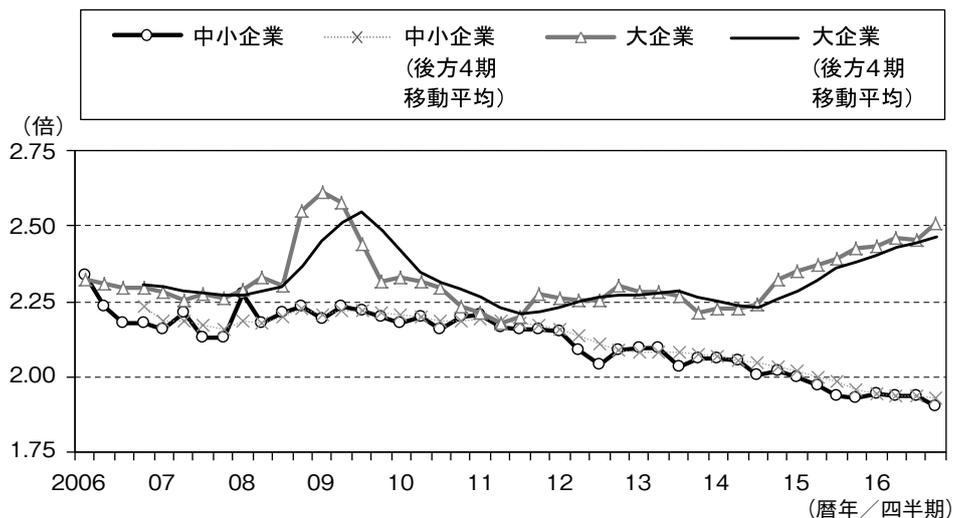
（図表18）欧州主要国企業の財務レバレッジ（企業規模別）



(source) eccbso (European Committee of Central Balance Sheet Data Offices), BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonized) DATABASE, retrieved on Mar. 21st, 2017 at <https://www.bach.banque-france.fr/?page=bach>.

(note) ・対象は金融業を除く全産業（重複計上防止のため持株会社、本部を除く）
 ・企業規模の区分は、中小企業は従業員数249人以下、大企業は同250人以上。
 ・財務レバレッジ=総資産÷純資産（倍）

（図表19）米国製造業の財務レバレッジ（企業規模別）



(source) United States Census Bureau, Quarterly Financial Report, retrieved on Mar. 21st, 2017 at <https://www.census.gov/econ/qfr/historic.html>.

(note) ・中小企業は総資産2,500万ドル未満、大企業は同2,500万ドル以上。
 ・財務レバレッジ=総資産÷純資産(倍)
 ・後方4期移動平均は、3四半期前から当四半期までの単純平均であり季節性が排除される。このため、移動平均の変化は実数値に対して3四半期遅れる。

ジ効果でROEを維持し株式市場での評価を保つためと思われる⁶⁵。一方、中小企業のFLは2010年頃までは2.25倍弱で推移していたが、2011年以降低下傾向で推移し、このところ2倍を切っている。この間、ROAが上昇傾向を示しており、ROEは30%程度で概ね横ばいで推移している。つまり、大企業とは逆に、米国の中小企業はリスク負担度を引き下げ一方で、収益性の改善によってROEを維持している。

以上のFLの動きを整理すると、米国の大企業を除き、日欧の大企業・中小企業、米国の中小製造業ではリスク回避の傾向が強まっているとみられる。

3. 中小企業のコーポレートガバナンス改革

以下では、これまでの議論を踏まえて日本の中小企業のコーポレートガバナンスの改革について論じる。

3.1 情報開示

(1) 日本の状況

2003年版中小企業白書によると、中小企業への融資審査での最大の問題点として、大手行、地銀・第二地銀、信金・信組のいずれの金融機関も過半数が「開示される情報の量が少ない」ことを挙げ、地銀・第二地銀の6割は「決算書に信頼が置けない」としている。

こうした中、政府及び関係機関は、2005年8

月に「中小企業の会計に関する指針」（以下、中小指針）を策定した。2012年2月には中小指針に比べて簡便な「中小企業の会計に関する基本要領」（以下、中小要領）を公表し、以降3年間を集中広報・普及期間と位置づけ普及・活用促進に取り組んだ。2015年6月には、2017年度までを対象期間とするアクションプランを策定し、中小要領の一層の普及促進に取り組んでいる。

「有限責任」の特権性を考慮すると、銀行以外の債権者にとっても取引の安全性を判断する手段として公告による会計情報の開示が重要である。しかし、現状ではコストが僅少である電子公告もあまり普及していない。その理由として、①情報開示が有限責任と言う「特権」を享受するための条件であることへの認識不足、②自社の業績あるいは会計の質に自信がなく、債権者との取引に悪影響が及ぶことへの懸念、③（実際には小さい）公告の費用負担への忌避感、④公告の順守を当局が事実上執行していないこと、が考えられる。

このような状況の改善方法を検討するために、コーポレートガバナンスに関して世界を主導している英国のITを活用した公告・開示制度を見てみる。

(2) 英国の公告・開示制度⁶⁶

英国では、有限責任閉鎖会社（Pvt. Ltd.）は徴税当局である歳入関税庁（HMRC）に納税申告書と決算書（計算書類）を、商業登記を主

65 その他の業種（鉱業、卸売業、小売業、情報関連、専門・技術サービス）でも近年FLが上昇傾向を示している。

66 EUは加盟国に対して原則として全ての企業が公的登録機関に計算書類を登録するシステムの構築を義務付けている。一方、国レベルでの商業登記の制度がない米国では、殆どの閉鎖会社が財務情報の開示を義務づけられていない（Benito Arruñada, *Mandatory Accounting Disclosure by Small Private Companies*, *European Journal of Law and Economics* (2011), at 2, retrieved on Aug. 16th, 2017 at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1141905）。

管する会社登記局（CH）に計算書類を登録（filing）することが義務付けられている^{67,68}。

小規模会社（**図表20**）は、基本的には貸借対照表（以下、B/S）、損益計算書（以下、P/L）、及び取締役報告書⁶⁹のCHへの登録義務を負う。ただ、小規模会社はCHに対して①フル規格の計算書類を簡略化した要約計算書類（abridged accounts）を登録すること、及び②P/Lの登録を省略すること、ができる⁷⁰。さらに、マイクロ事業体（前掲**図表20**）の決算書類はその他の小規模会社の決算書よりも簡略化されている。一方、中規模会社（前掲**図表20**）にはB/S、P/L、取締役報告書、登録済監査人の署名入り監査報告書のCHへの登録義務がある。このように、企業規模に応じて情報開示の質と量を調整している。

登録は電子的に行うことが原則となっており、HMRCとCHに別々に登録することも、CATO（Company Accounts and Tax Online）という名称のHMRCのシステム（2014年稼働）を用いてCHと同時に登録することもできる。登録された計算書類とその他の書類はCHのWebで1件について1ポンド（約145円）で閲覧することができる。CHが行うWebでの計算書類の情報開示は“WebCheck Service”と呼ばれるサービスの一環である。WebCheck Serviceは、政府情報のオープン化の具体策として2000年に企業の基本情報の開示からスタートし、その後紙で提出された計算書類の画像ファイルが開示され、さらに現在は電子的に登録された計算書類の開示が行われている。2017年3月末時点で389万6,755社がCHに計算書類

(図表20) 英国会社法での中小企業の規模区分

	①～③の内、2項目を充足する			その他
	① 取引高	② 総資産	③ 従業員数	
小規模会社 (Small Companies)	1,020万 ポンド以下	510万 ポンド以下	50人以下	公開会社、EEA（欧州経済地域）加盟国で株式が売買されている会社、保険会社、銀行、電子マネー発行者等を除く。
マイクロ事業体 (Micro Entities)	63万2,000 ポンド以下	31万6,000 ポンド以下	10人以下	会社だけでなく、組合等も含まれる
中規模会社 (Medium-sized Companies)	3,600万 ポンド以下	1,800万 ポンド以下	250人以下	

筆者作成

67 有限責任閉鎖会社（Pvt. Ltd. : Private Limited Company）は、多くの中小企業が利用している法人格。日本の非公開株式会社に相当する。歳入関税庁（HMRC : Her Majesty's Revenue & Customs）は日本の国税庁に相当する。会社登記局（CH : Companies House）は日本の法務局の商業登記部門に相当する。

68 ICAEW（The Institute of Chartered Accountants in England and Wales）, *Filing Options under the New Small Companies Regime* (2017), retrieved on Jul. 26th, 2017 at <https://www.icaew.com/-/media/corporate/files/technical/financial-reporting/factsheets/uk-gaap/new-uk-gaap/small-company-filing-options-faqs-final-updated-31012017.ashx?la=en>.

69 取締役報告書（Directors' Report）には、①会社の主要な活動、②会社取締役の詳細、③政治献金・支出、④慈善的寄付、⑤自己株式の取得、⑥（従業員数250人超の場合）ハンディキャップのある人の雇用・教育・訓練の方針、を記載しなければならない（FRC（Financial Reporting Council）, *Financial Reporting Standard for Small Entities (effective January 2015)* (2013) at 47-49, retrieved on Aug. 16th, 2017 at [https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Accounting-and-Reporting-Policy/FRSSE-\(effective-January-2015\).aspx](https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Accounting-and-Reporting-Policy/FRSSE-(effective-January-2015).aspx)).

70 CHへのP/Lの登録の省略が許容される理由としては、①P/Lの開示を通じて競合他社に自社の費用構造を知られたくないとする小規模会社が政治的に反対すること、②債権者が取引の安全を判断するために重要な情報はB/Sで開示される資産と負債・資本の状況であること、③B/Sの資本の部の時系列での変化から損益状況がある程度分かること、が考えられる。ただし、国際会計基準（IAS）に準拠している小規模会社はフル規格の決算書を登録しなければならない。

を登録している⁷¹。

CHへの計算書類の登録は決算期末から9ヵ月以内に、HMRCへの納税申告書と計算書類の登録は納税年度（通常、決算期と同じ）から12ヵ月以内に行わなければならない。CHへの登録を執行する仕組みとして、第一に期限到来前にCHから各企業に向けたリマインダーが主に電子メールで通知される。第二に、登録遅延の罰則（a late filing penalty (LFP)）が行政上のペナルティとして課される。LFPの金額は、遅延期間が長くなるほど多くなるため、期限の順守に対するインセンティブとなっている。

英国ではこのようなインセンティブとITシステムの利用によって、徴税当局（HMRC）と会社登記の担当部局（CH）が連携して納税申告と決算公告を低コストで執行する体制が構築されている。また、英国では、「中小企業用IFRS」を自国の中小企業向けの会計基準（FRS）に組み込むとともに実情に合わせて修正し、決算書を作成する基準⁷²を策定し、中小企業の会計書類の作成負担の軽減にも配慮している。

CHの2015/16年の年次報告書によると、商業登記をしている企業の内、決算書の公告を懈怠している企業は0.9%と僅かに止まっており、公告が期限に間に合わなかった企業も4.6%に過ぎない⁷³。

さらに、英国政府は公的データの戦略的活用の一環として、WebCheckだけでなくCH内の

他のデータベース及び他の公的機関のデータベースを連結する新しいシステム（The Companies House Service (CHS)）に数年の内に移行する予定である。一部の基本的な企業情報は2015年6月に試行版としてCHSでの開示が始まっている。これらを通じて英国政府は経済の生産性向上のために公的データの利便性を高める方針である。政府部門全体が「中小企業優先（Think Small First.）」を経済政策の柱としており、この納税申告と連動した決算公告のIT化によって中小企業の事務の簡素化・負担軽減とデータ活用による生産性向上を目指している⁷⁴。

加えてこれらは、各種の債権者で構成される市場の価格メカニズムを通じて外部ガバナンスの水準を引き上げ、中小企業に対する規律付けにも寄与すると思われる。例えば、ある中小企業（A）を主要販売先とする別の中小企業（B）はWebCheckで販売先の経営状況をモニターし、倒産リスクに応じたりスクプレミアムを加算した価格で取引することが可能になるため、BとAの取引市場における価格メカニズムを通じてBはAに対して経営改善のインセンティブを付与することになる（AもBの経営状況を踏まえて取引価格を提示できるため、AとBは相互に経営改善のインセンティブを付与する）。

現状では特殊な法人格の会社等、一部が電子的登録をできないが、CHは2018年3月まで

71 Companies House, *Annual Report and Accounts 2016/17* (2017a) at 2, retrieved on Jul. 31st, 2017 at https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/633763/CompaniesHouse_AnnualReport_2017_web_version.pdf.

72 FRC, *supra* note 69 at 94.

73 Companies House, *Annual Report and Accounts 2008/09* (2009) at 2, retrieved on Jul 27th, 2017 at https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/248247/0708.pdf.

74 Small Business, Enterprise and Employment Act 2015 (SBEEA : 2015年中小企業、企業家精神、雇用法)によって、この方針と具体策が規定されている。SBEEAは「ヤング報告」の提言を法律として具体化したものであり、CHSもSBEEAの具体策の一部である（ヤング報告については、藤野（2017）前掲注58を参照）。

に99%の企業を計算書類の電子的登録の対象とするようにサービスを改善し⁷⁵、2020年までに対象企業の95%が計算書類の電子的登録を履行することを戦略目標としている⁷⁶。

以上から、英国に範を取った決算公告の改革が、コーポレートガバナンスの水準向上を通じた中小企業の生産性向上が課題となっている日本にとって重要であると示唆される。

(3) 「日本版CATO」構築の提言

日本で決算の電子公告の普及が進まない理由は、公告の媒体を各企業が決めるため、全企業の公告の有無を当局が1社ずつ確認するためのコストが極めて高いことである。このため、罰則が当局の執行手段として機能していない。これに対して、英国では計算書類が原則として電子的に「登録」されるため、CHが迅速に、かつ低コストで公告の有無・遅延状況を検索できる。

そこで、以下のような決算公告の仕組みを日本でも強行法規化することを提言する。

会社は規模の大小を問わず、法人税の申告のために納税申告書に決算書を添付する。殆どの決算書は電子データで作成されていることから、この電子データの提出を義務付け、国税庁から決算公告を所管する法務省にデータを移送し、法務局の商業登記簿にひも付けして、商業

登記簿の情報開示システムである一般財団法人民事法務協会の「インターネット登記情報提供サービス」のWebで開示する。つまり、CATOとWebCheck Serviceの機能を兼ねたシステムを構築する。本稿では、この仕組みを「日本版CATO」と仮称する⁷⁷。

「有限責任の特権性」⁷⁸を考慮すると、決算公告は株主だけでなく、各種の債権者、より広く言えば社会に対する会社の義務であるにも拘らず、現状では資金供給者である株主と金融機関にだけ決算書を開示する中小企業が殆どである（前掲図表8）。しかし、従業員や仕入先といった債権者も取引の安全性の判断のために決算書の開示を受ける正当な権利を有している。英国では99.1%の企業がCHに対する決算書（計算書類）の登録を順守しており、WebCheckで開示されていることを踏まえると、日本の状況は是正されるべきである。「日本版CATO」では金融機関から融資を受けていない中小企業も対象となり、金融機関だけでなく、一般債権者が直面している情報の非対称性も軽減され、外部ガバナンスが強まることが利点である。これにより、無借金企業も含めて、中小企業に生産性向上を促す市場メカニズムの機能が高まる。加えて、中小企業自体も日本版CATOによって販売先の候補となる他の閉鎖会

75 Companies House, *Business plan 2017 to 2018* (2017c) at 9, retrieved on Aug.2nd, 2017 at https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/609263/Companies_House_Business_Plan_2017-18.pdf.

76 Companies House, *Our strategy 2017 to 2020* (2017d) at 16, retrieved on Aug.2nd, 2017 at https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/609467/Companies_House_Strategy_2017-2020.pdf.

現状では、期限内の履行率が95.4%、最終的履行率が99.1%であることから、戦略目標の95%は期限内の履行率と推測される。

77 顧問税理士から税務署へのネット経由での提出も認めることが考えられる。また、現行の会社法440条で公告を義務付けられていない特例有限会社を日本版CATOの対象外とすることや、デジタルデータで決算書を作成していない可能性がある会社、例えば、生業的な性格が強い零細規模の株式会社の決算書を当局がデジタル化することも考えられる。加えて、英国のように、P/Lの登録の省略を許容するか否かについては、①会社法で大会社はB/SとP/Lの両方の公告が義務付けられているのに対して、非大会社はB/Sの公告のみ義務づけられていること、②企業間取引の適正化の状況、を踏まえた検討を要する。

78 英国では有限責任という「特権」の享受の対価として情報開示が会社の「責任」であるとの法的・社会的規範が確立している。例えば、2014/2015年の年次報告書でCHの議長は有限責任の特権性の代償としての情報開示に対する責任を指摘している（Companies House, *Annual Report and Accounts 2014/15* (2015) at 3, retrieved on Jul. 28th, 2017 at https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/446159/Annual_Report_201415.pdf）。

社との取引の安全性を判断できる⁷⁹。このため、経済活動の活発化を通じてマクロ的生産性の上昇に寄与すると考えられる。さらに、金融関連のテクノロジーによって提供されるサービスの開発・提供を行うベンチャー企業（以下、「FinTech VB」）によるイノベーションを惹起し、より利便性の高い信用情報サービスや会計ソフトの開発、人工知能を利用した与信審査の精度向上、あるいはFinTech VBと金融機関との協働による効率的な資金供給手段の開発が促進されることが考えられる。これらは、銀行による外部ガバナンスの再構築にとって、日本版CATOが重要な役割を担うことを示唆している。

なお、日本版CATOでの公告に対するインセンティブとして、過料（罰金）に加えて日本版CATOに継続的に登録する企業への信用保証枠の加算や制度融資等での優遇等が考えられる。

3.2 ステークホルダーの関与

次に、所有と経営が未分離の中小企業において、各種のステークホルダーがコーポレートガバナンスに関与する場合の論点について述べる。

第一に、経営者と株主が一致している中小企業では、その企業にとって不可欠の人的資本あるいは他人資本を供給する「従業員」と「債権者」が主要なステークホルダーであり、株主とその他の多様なステークホルダーの間で対立

する利害を経営者が調整することになる⁸⁰。中小企業では、経営者兼株主が自らの利益を抑制すれば、他のステークホルダーの利益を優先することもできる。つまり、ステークホルダーに会社経営に関与する権限を事実上認め、ステークホルダー毎に異なる利害を経営者が調整するのである。しかし、これは経営トップが持つ経営の自律性を相対的に低下させるほか、このような利害の調整は法制や理論に依拠しないため、全てのステークホルダーが調整の結果に納得するとは限らない。すると、中小企業の長所である意思決定の迅速性が阻害されるという形で「取引費用」⁸¹が発生しかねない。この結果、付加価値の引き上げを通じた生産性の向上、あるいは企業価値の向上が阻害される可能性がある。一方、強力なリーダーシップを有する経営者の利害調整が成功する場合には、従業員と債権者の「努力」に対するインセンティブが高まり生産性向上に資する可能性もある。

第二に、所在する地域の経済発展にとって中小企業の生産性向上が不可欠であるとすれば、広義のステークホルダーとしての「地域社会」の利益を保護するために、地域社会を代理して公的機関⁸²が地域の中小企業の発展を支援することが正当化される余地がある。例えば、①中小機構や商工会議所・商工会、業界団体等が行う経営指導、②これらの機関が策定する行動規範（code of conduct）の普及を通じた内部ガバナンスの水準向上に対する支援、が考えられる。ただし、このような公的機関の関与を広

79 Arruñada (2011) もこの便益を指摘している (Arruñada, *supra* note 67 at 9)。

80 債権者は金融機関（銀行）とその他の一般債権者に分類されるが、銀行については項を改めて論じる。

81 取引費用は価格メカニズムを通じた生産活動のオーガナイズに必要な調整・交渉等の費用のこと (ロナルド・H・コース (宮沢健一他訳) 『企業・市場・法』 (東洋経済新報社、1992)、第2章「企業の本質」参照)。

82 本稿では、公的機関には政府・自治体や公的支援機関だけでなく地域の経済団体や業界団体も含める。ただし、中小企業再生支援協議会については、次項で銀行と一体で論じる。

義の外部ガバナンスとみなす場合、これらには企業に対する強制力がなく、各企業が任意に支援措置を受け入れるかどうかを判断するため、ガバナンスの強度は限定的である。

中小企業の内部ガバナンスの高度化に寄与しうる行動規範の例として、東京商工会議所が策定した「企業行動規範（第3版）」がある⁸³。これは、社会的責任の国際規格であるISO26000を踏まえて、株主だけでなくステークホルダーの利益も考慮するコーポレートガバナンスのモデル（ステークホルダー・モデル）を念頭において2013年に策定されたが、商工会議所の会員企業に遍く普及しているとは考えにくい。しかし、ハードローである会社法でステークホルダー・モデルを規範化することが難しいことを考慮すると、一定の意義がある。図表5.6でみたように、意思決定の権限は経営者が握っており、従業員出身の取締役が牽制役として機能していない場合には、社長は社内からの意見を牽制ではなく助言として理解するだろう。中小企業は大企業と比べると多様な情報に接する機会が乏しいため、公的支援機関による（広義の）外部ガバナンスは、経営者が「外部」からの客観的情報に基づく中立的意見を真摯に傾聴する機会となりうる。既に述べたように、コーポレートガバナンスの実効性確保の要諦は、「自己監査」の構造を極力排除することである。しかし、中小企業では株主（=経営者）による外部ガバナンスは必然的に自己監査になる。公的支援機関が社外のステークホルダーと

して行う広義の外部ガバナンスは単独では実効性が低い、その他のステークホルダーとは異なり中立的である。このため、経営者の取引費用を軽減し、意思決定の迅速性の維持に寄与する可能性がある。従って、会社の生産性向上を実現するために、既に述べたその他の仕組みと適切に組み合わせる必要がある。

3.3 銀行の関与

ROEの向上に必要な財務レバレッジの引き上げのためには、銀行が中小企業に対して行う外部ガバナンスの実効性を改善し、中小企業と銀行の信頼関係を回復する必要がある。

銀行の職員1人が担当する中小企業数を試算すると、約26社と多数に及ぶ。しかし、全ての職員が取引先中小企業に実効的な外部ガバナンスを行う経験・能力を持つとは限らない。実際には、そのような経験・能力の持ち主はかなりのベテラン職員に限られよう。日米での社外取締役の兼務に対する制限⁸⁴をみても、全ての中小企業に対して銀行の職員が有効な外部ガバナンスを行うことができるとは考えにくい。従って、銀行は個々の中小企業との取引状況、企業の経営状態（成長性の高低、業績の好不調等）、及び保全状況に応じて強度を変える状態依存型ガバナンスを採用せざるを得ない。そこで、中小企業と銀行が置かれている状況に応じた銀行の外部ガバナンスを考察する。

第一に、赤字あるいは収支均衡状態の企業に対する外部ガバナンスをみてみよう。2015年

83 ①法令の遵守、②人権の尊重、③環境への対応、④従業員の就業環境整備、⑤顧客・消費者からの信頼獲得、⑥取引先との相互発展、⑦地域との共存、⑧出資者・資金提供者の理解と支持、⑨政治・行政との健全な関係、⑩反社会的勢力への対処、の10項目で構成されている（東京商工会議所「企業行動規範（第3版）」（2013）、https://www.tokyo-ccior.jp/survey/various/field/file/kihan_25954.pdf（2017年8月31日閲覧））。

84 米国の議決権行使助言会社であるグラスルイスは非上場企業の経営者や大学教授が社外取締役を兼務できる社数を4社までに制限することを、助言先に推奨している（2016年11月22日日本経済新聞朝刊15面）。日本でも日立製作所や日本製紙では社外役員が他社の役員を兼務する上限を4社に規定している（2016年3月2日日本経済新聞朝刊3面）。

度の資本金1億円以下の単体申告法人2,608,472社を中小企業とみなした場合、これらの内、税務上の赤字あるいは収支均衡の状態を意味する「欠損」⁸⁵を計上した法人(1,685,435社)の割合は約3分の2(64.6%)である(以下では、収支均衡を含めて「赤字」と言う)。つまり、銀行の職員が担当する26社の中小企業の中で17社が(税務上の)赤字と概算される。これらの企業も、雇用吸収力の維持・向上のためには生産性の引き上げが必要である。全ての企業に銀行の職員がきめ細かい外部ガバナンスを行うことは事実上困難であろう。従って、これらの内、マイクロ規模の赤字企業に対しては、日本版CATOを通じて価格(市場)メカニズムによるガバナンスで生産性を向上させるべきである。その際銀行は経営改善可能な企業には情報提供によるメンタリングを実施し、改善が難しい会社には公的支援機関と連携して他社への事業譲渡等を破綻前に促すことが必要であろう。

銀行が外部ガバナンスとして関与する必要性が高いケースは地域の中核的企業の再生であろう。なぜならば、当該企業の破綻を端緒とする連鎖倒産を通じて、地域の多くのステークホルダーが損失を被り、人口減少が顕著な地域経済を疲弊させ、ひいては銀行自体の経営に対して長期的に悪影響を及ぼすからである。中核的企業の再生に対する銀行の外部ガバナンスにとって、中立的な立場から多様なステークホルダーの利害を調整する中小企業再生支援協議会のような公的機関との連携の有効性が高い

と考えられる。

次に、黒字を安定的に計上している企業の増益について銀行はどのように外部ガバナンスとして関与すべきであろうか。通常、黒字企業の経営者は外部のステークホルダーの経営に対する「介入」を好まない。しかし、経営資源が不足しがちな中小企業の経営者は銀行のように多くの情報を持つステークホルダーの「助言」には耳を傾ける可能性が高い。これに関して、銀行からの出向者あるいは出身者である幹部従業員や役員(以下では、「銀行出身幹部」と総称する)は銀行から有益な情報を入手可能であり、このような者が行う助言は経営者にとって貴重と考えられる。経験が豊富な銀行出身幹部が経営指導的な助言を行うことによって、生産性向上を目指すガバナンス、すなわち「攻めのガバナンス」の水準向上に貢献するのである。生産性向上にはイノベーションが必要であるが、イノベーションを目指すプロジェクトは失敗のリスクを伴う。大企業はリスク分散のためにイノベーションを目指すプロジェクトを複数同時に実施する戦略を採ることができるが、中小企業にはそのような戦略の採用は難しい。このため、銀行出身幹部が銀行から得た情報に基づいて適切な戦略を経営者に具申して、経営者の思考様式をリスク回避からリスク中立に向けることが生産性向上にとって重要であろう。金融庁が喫緊の課題と考えている銀行、特に地域金融機関のビジネスモデルの進化のためにも、銀行が「銀行出身幹部」の育成に力を入れ中小企業経営者の銀行に対する信頼を回復し、経

85 正確には、所得金額が負(損失)又は0(繰越欠損金を控除した結果、所得金額が0となった場合を含む)である法人(年2回以上事業年度を持つ法人については、全ての事業年度が欠損となった法人)。このため、財務上の単年度収支が黒字の企業も含まれる可能性が高い。従って、財務上の赤字企業の割合は税務上の欠損企業割合よりも低いと考えられる。

営者がリスクテイクを積極化し投資活動を活発化することが中小企業と日本経済の生産性の向上にとって重要性を増すと考えられる。

おわりに

中小企業の長所は意思決定の迅速性であるが、日本では中小企業が1990年代末期の金融危機以降、銀行に対する信頼を喪失し、リスク回避的な経営を行ってきた。こうしたこともあり、日本では中小企業の実産性は大企業と比べても国際的にみても劣っている。しかし、疲弊が懸念される地域経済の主な担い手である中小企業の実産性の引き上げが地域金融機関の経営と日本経済にとっても課題であり、中小企業のコーポレートガバナンスの強化が必要である。中小企業では、所有と経営が一致している

ためエージェント問題が発生しないが、株主による外部ガバナンスは自己監査になるため、その強度・効果に限界がある。従って、中小企業特有の内部ガバナンスと外部ガバナンスの仕組みを多重的に組み合わせることが重要である。さらに、①「日本版CATO」による決算書類の開示の強行法規化を通じて、様々な債権者による外部ガバナンスを強めること、②公的支援機関等による関与を通じた外部ガバナンスの強化、及び、③銀行出身幹部の助言機能の強化を通じた銀行の外部ガバナンスの再構築、について本稿で提言した。これらによってリスク中立的な事業・投資活動を促し生産性を引き上げることが、中小企業にとっての「攻めのガバナンス」であることを最後に強調したい。

【引用・参考文献】

(邦文)

- 相澤哲編著 (2009) 『一問一答 新・会社法 [改訂版]』
- 青木昌彦 (瀧澤弘和=谷口和弘訳) (2003) 『比較制度分析に向けて』 [原著: Masahiko Aoki, TOWARDS A COMPARATIVE INSTITUTIONAL ANALYSIS (2001)]
- 入山章栄 (2015) 「世界標準の経営理論—第12回リアル・オプション理論」 DIAMONDハーバード・ビジネス・レビュー 40巻8号124頁
- 岩井克人 (2002) 「株式会社の本質: その法律的構造と経済的機能」 大塚啓二郎=福田慎一=中山幹夫=本多佑三編 『現代経済学の潮流2002』 73頁
- 江頭憲治郎 (2014) 『株式会社法』 (第5版)
- 大澤真 (2015) 「ファミリービジネスの強みと課題—解決策としての家族憲章とファミリーオフィサー—」 一橋ビジネスレビュー 63巻2号57頁
- 大野正道編著 (2010) 『非公開会社法原理—最新会社法II—』
- 岡室博之 (2002) 「中小企業のコーポレート・ガバナンスと経営成果」 中小公庫マンスリー 49巻2号6頁

- 神田秀樹 (2014) 『会社法』 (第16版)
- ロナルド・H・コース (宮沢健一他訳) 『企業・市場・法』 (1992) (原著: Ronald H. Coase, THE FIRM, THE MARKET, AND THE LAW (1988))
- 佐々木真佑 (2017) 「本邦中小企業の取引金融機関数に係る実証分析—決定要因と経済的ショックによる変動—」 日本政策金融公庫論集 34号61頁
- 宍戸善一 (2006) 『動機付けの仕組としての企業—インセンティブ・システムの法制度論』
- 宍戸善一=後藤元 (2016) 「インセンティブ・バーゲニング、企業法、立法政策」 宍戸善一=後藤元編著 『コーポレート・ガバナンス改革の提言—企業価値向上・経済活性化への道筋』 1頁
- 宍戸善一=柳川範之=齋藤卓爾=太宰北斗 (2016) 「日本企業のコーポレート・ガバナンスの今後のあり方—ファミリー企業からの示唆」 宍戸善一=後藤元編著 『コーポレート・ガバナンス改革の提言—企業価値向上・経済活性化への道筋』 155頁
- 瀬谷ゆり子 (2007) 「会社法における事業報告・財務

- 報告の開示と責任－有限責任の対価」桃山学院大学総合研究所紀要33巻1号47頁
- 曾根秀一 (2015)「世界最古の企業 金剛組の叡智に学ぶ－伝統産業のビジネスシステムから見た長期存続の条件」一橋ビジネスレビュー 63巻2号70頁
 - 谷口勢津夫 (2017)「同族会社税制の沿革及び現状と課題」税研32巻6号34頁
 - アルフレッド・チャンドラー (有賀裕子訳)『組織は戦略に従う』(2004) (原著: Alfred D. Chandler Jr., STRATEGY AND STRUCTURE (1962).)
 - 帝国データバンク史料館・産業調査部編著 (2009)『百年続く企業の条件』
 - 中野常男 (2002)「株式会社と企業統治: その歴史的考察－オランダ・イギリス両東インド会社にみる会社機関の態様と機能－『経営研究』神戸大学大学院経営研究科, No. 48, <http://www.lib.kobe-u.ac.jp/repository/80510001.pdf>
 - 二重橋法律事務所編、大塚和成他編著 (2014)『Q&A 平成26年改正会社法』
 - 日本経済新聞社編著 (2010)『200年企業』
 - 日本取締役協会編 (2013)『長きにわたり成長を続ける、強くて良い企業・経営のスピリットを求めて－日本取締役協会 中堅・ファミリー企業員会 講演録 2007年～2010年－』
 - 布井千博 (2011)『基本講義 会社法』
 - オリバー・ハート (鳥居昭夫訳) (2010)『企業 契約 金融構造』(原著: Oliver Hart, FIRMS, CONTRACTS, AND FINANCIAL STRUCTURE (1995))
 - 浜田道代 (1984)「企業と公示制度」竹内昭夫=龍田節編著『現代企業法講座第1巻 企業法総論』137頁
 - A.A.バーリー =G.C.ミーンズ (北島忠男訳) (1958)『近代株式会社と私有財産』〔原著: Adolf A. Berle Jr. & Gardiner C. Means, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY (1932)〕
 - 樋口範雄 (1999)『フィデューシャリーの時代』
 - 藤野洋 (2012)『『企業の社会的責任 (CSR)』に関する研究－中小企業の経営理念と『企業の社会的責任 (CSR)』に関するケーススタディー』商工金融第62巻第10号30頁
 - 藤野洋 (2014)「企業間取引の適正化についての研究－優越的地位の濫用の『法と経済学 (law & economics)』の視点からの考察－」商工金融第64巻第1号23頁
 - 藤野洋 (2016)「欧州における地域活性化のための中
- 小企業政策－英国の政策・企業法制を中心に－」商工金融第66巻第4号22頁
 - 藤野洋 (2017)『『ヤング報告』にみる英国の中小企業政策の将来像－日本の起業・創業と小規模企業の成長促進のための政策への含意－』商工金融第67巻第2号22頁
 - ゲラード・ヘリティッヒ=神田秀樹 (2009)「債権者保護」レイニア・クラークマン他著 (布井千博監訳)『会社法の解剖学 比較法的&機能的アプローチ』91頁
 - 前田陽 (2006)「トヨタ自動車における購買管理システムと原価管理－1930年代から1960年代までの期間に着目して－」明大商学論集97巻1号29頁
 - 弥永真生 (1997)「計算書類の登記所における公開」商事1474号8頁
 - 米田保晴 (2016)「平成26年会社法改正後の株式会社の機関設計－株式会社の機関 (会社法第295条～第430条) の効果的教授法の試み: 6区画と10類型による説明－」信州大学法学論集27号179頁
- (英文)
- Alchian, Armen A. & Harold Demsetz (1972), Production, Information Costs, and Economic Organization, 62 (5) American Economic Review 777.
 - Arruñada, Benito (2011), Mandatory Accounting Disclosure by Small Private Companies, European Journal of Law and Economics, at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1141905.
 - Blair, Margaret M. & Lynn A. Stout (1999), A Team Production Theory of Corporate Law, 85 (2) Va. L. Rev. 247 at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=425500
 - Butler, Henry N. (1989), The Contractual Theory of the Corporation, 11 (4) GEO. MASON. U. L. REV. 99 at https://www.law.gmu.edu/assets/files/publications/working_papers/1219ContractualTheory.pdf.
 - Companies House (2009), Annual Report and Accounts 2008/09, at https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/248247/0708.pdf.
 - Companies House (2015), Annual Report and Accounts 2014/15, at https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/446159/Annual_Report_201415.pdf.

- Companies House (2017a), Annual Report and Accounts 2016/17, at https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/633763/CompaniesHouse_AnnualReport_2017_web_version.pdf.
- Companies House (2017b), Companies Register Activity 2016/17, at <https://www.gov.uk/government/statistics/companies-register-activities-statistical-release-20162017>.
- Companies House (2017c), Business plan 2017 to 2018, at https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/609263/Companies_House_Business_Plan_2017-18.pdf.
- Companies House (2017d), Our strategy 2017 to 2020, at https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/609467/Companies_House_Strategy_2017-2020.pdf.
- Company Law Review Steering Group (2000), Modern Company Law for a Competitive Economy: Developing the Framework, at <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20090609063720/http://www.berr.gov.uk/files/file23259.pdf>.
- Department for Business, Innovation and Skills (BIS) (2012), Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision-making – Professor John Kay Speech at Kay Review Launch, at <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121204121011/http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/k/12-996-kay-review-of-equity-markets-speech-and-presentation.pdf>.
- Easterbrook, Frank H. & Daniel R. Fischel (1991), THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW.
- Eisenhardt, Kathleen M. (1990), Speed and Strategic Choice: How Managers Accelerate Decision Making, 32 (3) CALIFORNIA MANAGEMENT REVIEW 39.
- FRC (Financial Reporting Council) (2013), Financial Reporting Standard for Small Entities (effective January 2015) at [https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Accounting-and-Reporting-Policy/FRSSE-\(effective-January-2015\).aspx](https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Accounting-and-Reporting-Policy/FRSSE-(effective-January-2015).aspx).
- Harr, Brigitte (2000), Piercing the Corporate Veil and Shareholders' Product and Environmental Liability in American Law as Remedy for Capital Market Failure- New Development and Implications for European and German Law after "Centros", 2 EUROPEAN BUSINESS ORGANIZATION LAW REVIEW 317
- Hart, Oliver (1993), An Economist's View of Fiduciary Duty, 43 (3) THE UNIVERSITY OF TORONTO LAW JOURNAL 299.
- ICAEW (The Institute of Chartered Accountants in England and Wales) (2017), Filing Options under the New Small Companies Regime, at <https://www.icaew.com/-/media/corporate/files/technical/financial-reporting/factsheets/uk-gaap/new-uk-gaap/small-company-filing-options-faqs-final-updated-31012017.ashx?la=en>.
- Iwai, Katsuhito (2001), What Is Corporation? –The Corporate Personality Controversy and Comparative Corporate Governance, CIREJ-F-100 (Revised : Aug. 2003).
- Jensen, Michael C. & William H. Meckling (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, 3 (4) JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 305.
- Kay, John (2012), The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making-Final Report, at http://www.ecgi.org/conferences/eu-actionplan2013/documents/kay_review_final_report.pdf.
- Macey, Jonathan R. (1991), An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties, 21 Stetson L. Rev. 23 at http://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2729&context=fss_papers.
- Mehrotra, Vikas, Randall Morck, Jungwook Shim & Yupana Wiwattanakantang (2011), Adoptive Expectations: Rising Sons in Japanese Family Firms, NBER Working Paper, at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1784152.
- Williamson, Oliver (1985), THE ECONOMIC INSTITUTION OF CAPITALISM.