

日本企業：進化する行動と構造

—総合政策学の視点から—

岡部光明*

2005年11月

21世紀COEプログラム

「日本・アジアにおける総合政策学先導拠点」

慶應義塾大学大学院 政策・メディア研究科

本稿作成に際し、文部科学省21世紀COE研究資金、学術振興野村基金、慶應義塾特別研究費から研究資金の援助を受けた。なお、本稿を大幅に圧縮し、平易化したものが浅子和美・篠原総一（編）『入門・日本経済（第3版）』（有斐閣、2006年刊行）に集録される予定である。

* 慶應義塾大学大学院 政策・メディア研究科／総合政策学部（okabe@sfc.keio.ac.jp）

日本企業：進化する行動と構造
—総合政策学の視点から—

岡部光明

【概要】

企業は、資本、労働、技術を結合することによって社会に必要な財やサービスを効率的に生産する役割をもった組織体であり、その典型は会社（営利法人）である。本稿では、日本企業の行動および構造の特徴とその変化につき、各種研究領域の概念や研究成果を自由に援用すること（総合政策学的接近）によって一つの新しい鳥瞰図を描くことを試みた。「会社は誰のものか」という問いに対して（a）株主に所属する、（b）株主だけでなく従業員、経営者など利害関係者全員に所属する、という対照的な見解がある。（a）は、社会の流動性が高く、資本市場が高度に発達した英米の企業を比較的良好に描写する一方、（b）は従来の日本企業の実体をよく捉えている。重要な点は、いずれの見方をするにしても、優れた業績を挙げている企業は、結果的に企業本来の使命を良く達成している点にある。日本企業は、従来、長期継続的な取引関係（長期雇用、メインバンク制等）を通じて、情報の非対称性の緩和、リスクの相互負担、個別企業固有技能への人的投資促進などを図ることができ、それによって経済発展を達成した。しかし1990年代以降は、情報技術革新、東アジア諸国の追上げといった環境変化にともない、革新的製品の開発と販売、そして量的拡大よりも資本効率の高い経営、が要請されている。その場合、企業経営への規律づけは、M&A（企業の合併と買収）など株式市場からの圧力が次第にそして不可避的に大きな役割を演じる。こうした状況にあって、日本企業は人的要素の重要性を再認識する必要がある、一方政府は企業が対応しやすいように各種制度を一層整備してゆくことが要請されている。

キーワード：コーポレートガバナンス、ステークホルダー、線形計画法の双対定理、M&A、制度の補完性

はじめに

企業、あるいはより日常的な親しみ易い用語でいう場合の会社（営利法人）は、非常に多様な側面をもつ組織体である。このため、企業の姿には一国の内外の歴史や経済社会環境、ならびに各種公共政策とそれらの変化が様々なかたちで投影される。一方、企業は経済のエンジンとして、その行動が経済全体の動向に大きな影響を与える。したがって、日本企業の行動と構造がどのような特徴をもち、それが近年どのように変化してきたかを理解することは、日本経済全体の特徴とその変化を多面的に理解する場合（日本経済論）には有用かつ不可欠の切り口といえる。

本稿は、このような視点にたって日本企業の行動と構造、そして近年におけるそれらの変化をできるかぎり多面的かつ明瞭に浮かび上がらせることを目的としている¹⁾。企業という一つの社会組織は、その多面的性格のゆえに様々な視点ないし学問分野からの研究があるが、ここでは（1）各種の視点（ミクロおよびマクロ経済学、情報の経済理論、契約理論、金融論、経営学、組織論、経済史、比較制度分析、公共政策論、商法論、数理計画論など）から従来なされてきた諸研究を必要に応じて自由に利用して総合政策学的に接近すること、（2）議論の根拠となる現象はできる限り実証的に（関連する統計データ等で）示すこと、を念頭におき、日本企業の理解にとって一つの新しい鳥瞰図を描くこととしたい。

第1節では、企業（会社）の種類を述べるとともに、企業活動が日本経済全体にとって基幹的重要性を持つことを確認する。第2節では「企業とは何か」に関する二つの対照的見解を提示し、それを通じて従来の日本企業の特徴を浮き彫りにする。第3節では、日本企業を構成する様々な要素（したがって企業システム自体）が大きな構造変化をみつつあることを分析する。第4節では、従来の日本企業のガバナンスの特徴、限界、新しい動きを整理する。第5節では、やや一般的見地から望ましいコーポレートガバナンスの仕組みを議論する。第6節では、今後の企業経営ならびに公共政策についての課題を指摘する。なお付論では、企業行動や経済システムの作動の理解に深く関係する（線形計画法における）双対定理とその経済学的含意を述べる。

1 企業（会社）の種類と性格

1-1 会社の持つ多様な側面

「企業」（business firm）あるいは日常的に「会社」（corporation）とよばれる組織は、設立形態、目的、規模、所有者などによって幾つかの分類が可能である²⁾。しかし本稿では、とくに断らない限り、非政府、営利目的、そして有限責任の法人企業を指すこととし、「企業」と「会社」を相互互換

1) 本稿は、岡部（2002b、2003a、2003c）、Okabe（2005）を基礎としつつ、その後の研究および事態展開を踏まえて新規に執筆したものである。

2) 設立形態で大別すると公企業と私企業があり、後者には個人企業と共同企業がある。共同企業には、法人格を持つ法人企業と、法人格を持たない非法人企業（匿名組合、民法上の組合、権利能力のない社団等）がある。法人企業としては、営利法人（会社）、公益法人（社団法人、財団法人、NPO法人）、両者の中間的組織（協同組合等）が区別される。

的に使うことにする。こうした企業あるいは会社のうち、日本を代表するような規模の大きいものは、株式公開企業（証券取引所上場企業）である場合が多い。

明治時代の用語法によれば、会社とは同じ志をもつものごとを行なう集団（結社）の意味をもっていた。こうした語源をもつ会社は、現在でもその意味を含めて多面的な存在といえる。すなわち会社は、従業員からみれば、社員とその家族の生活を支える組織体、あるいは個人の自己実現のための場所という性格を持つ。他方、株主からみれば利益を稼ぎ出してその分配を受けるための装置といえる。そして社会全体からみれば、その要請に応じて製品やサービスを効率的に提供するとともに、そのことによって利益を追及する組織とみることができる。会社は、このように様々な顔をもつため、多くの研究領域や視角から研究され、論じられてきている。このことが示すように、企業あるいは会社を理解するには、第一に、単に経済学ないし経営学的観点からだけではなく、多面的な視点が欠かせない。第二に、そうはいっても会社は営利を目的とする社団法人を意味するので、その視点が中心になる必要がある。経済学ないし経営学の視点から理解する会社に限定しても、様々な研究領域があり、現におびただしい研究結果がある³⁾。また近年は、後述するようにコーポレート・ガバナンス（企業統轄）という複合的視点を必要とする研究も急増している。

1-2 会社の種類

わが国では、法律上、会社には従来4つの形態が存在してきた。すなわち、株式会社、有限会社、合資会社、合名会社である。しかし、2005年に成立した改正会社法（2006年度施行）⁴⁾の下では、このうち有限会社が廃止される一方、合同会社が新規に導入される。この結果、4つの形態が存在することに変わりはないものの、その4形態の内訳が従来とは異なるものとなる。ただ、会社といえば、株式会社がもっとも一般的である。その理由は、株式会社の場合、株式を公開すれば不特定多数の人々から広く資金を集められる一方、資金提供者である株主にとってはリスクが出資額の範囲にとどまるメリットがあるからである。したがって以下では、特に断らない限り株式会社を念頭において議論することとしたい。

大企業と中小企業

次に、会社を経済的側面からみると、幾つかの分類が可能である。そのうち、最もよく用いられまた有用性が大きい区分の一つは、大企業と中小企業という分類である。両者を区分する場合、通常、大企業は資本金10億円以上あるいは従業員数1,000人以上という基準が用いられることが多く、それ未満が中小企業とされる⁵⁾。

3) 企業に関する代表的論文を集録した論集も少なくない。便利なものを幾つか指摘しておく。Clarke (2005、全5巻)は、企業論の古典的論文から現代のものまでを収録しているほか、世界の地域ごとのコーポレートガバナンス（英米、欧州、アジア、体制移行国）に関する論文も収録している。また Buckley and Michie (1996) も、同様に企業論について古典的論文から比較的現代の論文まで代表的なものを収録している。日本企業については、今井・小宮（1989）が一つの標準書といえるほか、刊行時点がやや古いがその時点までの代表的論文が伊丹・加護野・伊藤（1993、全4巻）に収録されている。また日本企業の20世紀転換点以降、高度成長開始直前までの歴史的かつ計量的分析を行った浩瀚な研究として宮島（2004）がある。

4) 日本では、会社はこれまで商法ほか各種法規に分散規定されていたが、今次改正は会社関係事項を一つの法典に統合するものであり、現行商法の施行（1899年）以来最大の抜本的改正とされる。

表 1 企業規模別にみた日本企業：大企業と中小企業

	企業数	売上高	設備投資額	常用労働者数	自己資本比率
合計	2,701,573社	1,420兆円	40兆円	41,007千人	29.8%
うち大企業	5,623	539	23	7,928	37.4
中小企業	2,695,950	881	17	33,079	20.9
(構成比)					
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	-
うち大企業	0.2	38.0	57.4	19.3	-
中小企業	99.8	62.0	42.6	80.7	-

(注) 1. 大企業は、資本金 10 億円以上の企業（ただし常用労働者数については従業員 1,000 人以上の企業）。

2. 企業数、売上高、設備投資額、自己資本比率は財務省「法人企業統計」（平成 16 年度）、また常用労働者数は厚生労働省「雇用動向調査」（平成 15 年 1 月現在）をもとに筆者が作成。

日本の企業部門の特徴は、第一に、中小企業のウエイトの高さである。企業数や雇用者数で圧倒的な比率を占めるほか、企業活動に関する各種量的指標についても、達観すれば概ね大企業と同程度の規模を持つ。日本企業を統計的にみると（表 1）、全国に約 270 万社を数える。そのうち 269 万社余りが中小企業であり、大企業はわずか約 5,600 社である。つまり日本の企業は、企業数でみると全体の 99.8% が中小企業である。また雇用者数でみても、大企業で働く労働者は全体の 2 割弱であり、残り 8 割強が中小企業で働いているのが実態である。一方、売上高における中小企業の比率は 6 割強、設備投資額におけるその比率は約 4 割であり、企業数や労働者の比率の場合ほど大きい数字ではないものの、日本経済にとって中小企業の活動がいかに重要であるかがわかる。

第二の特徴は、自己資本比率をみると、大企業では比較的高い（37.4%）一方、中小企業ではそれよりも平均的には低いこと（20.9%）である。これは、従来から指摘されてきたように、平均的な姿として中小企業は経営が比較的脆弱である（あるいは廃業・倒産・新規設立など新陳代謝がより活発である）ことを示唆している。ちなみに、企業からみた景気の判断を示す指標をみると（後掲図 1）、それが大きな変動を示す点で大企業と同様であるものの、景況感の高さ自体は大企業の場合よりも恒常的に低いものとどまっている。

ベンチャー企業、バーチャル企業

いま一つ別の会社分類法として、ベンチャー企業とそれ以外の企業という分け方がある。ベンチャー企業とは、一般に、独自の技術開発力によって新しい事業分野を開拓しようというリスクテイク精神に満ちた若い中小企業、を指す⁵⁾。こうしたタイプの企業は、日本経済を活性化するうえで増加することが期待されている。ただ、これらの企業は、知名度の低さや銀行借入に際しての担保物件の欠如など、企業成長の初期に特有の資金調達面での制約に直面する場合が多い。またリスクに対して果敢に挑戦する起業家をいかに創出させるかという人材育成も重要な問題である。このため、ベン

5) この 2 分類よりもより実体に即した分類として、大企業、中堅企業、中小企業という 3 分類がなされる場合も少なくない。

6) ベンチャー企業の概要とその経営に関しては、例えば松田（2001）を参照。

チャー企業育成のための各種制度の整備、拡充は日本経済にとって近年大きな政策課題となっている。

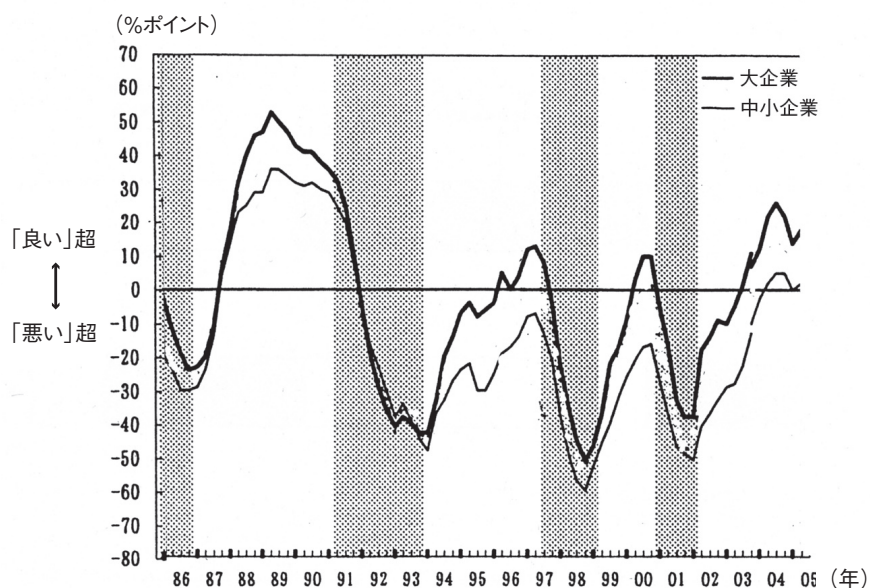
また、従来の会社とは物理的形態において異なった特徴を持つバーチャル企業（virtual corporation）と、それ以外の（従来の）企業という区分も可能である。バーチャル（仮想）企業とは、通常、社屋や生産設備など一般に企業が保有する物理的設備を原則として所有せず、資材ないし製品の調達ないし仕入れ、製品の販売、さらには研究開発等をコンピューター・ネットワークを活用した外部委託（アウトソーシング）によって行なう事業の形態、ないしそうした事業形態をとる企業、を意味している。このため、人的資源や物理的設備を地理的に一か所に集積する必要がなく、各地に散在するそれらのネットワーク組織（networked organization）自体が企業となるため「仮想」企業と称される。この形態は、多様な状況に対する適合の容易性と弾力性にその特徴がある。

1-3 経済活動のエンジンとしての会社

経済全体の活動（あるいは景気）は多様な要因が合成された結果として現れるものである。そうした要因のうち決定的影響力を持つのは企業の活動である。特に企業の実物投資活動（在庫投資、設備投資）は経済全体にとってエンジンともいうべき力を持っており、景気変動の根源となる。また、企業の生産ないし雇用態度も、企業部門や家計部門への影響を通じて景気動向に大きな影響を与える。このように企業の活動は、経済全体の活動ないし景気動向と表裏一体の関係にある⁷⁾。

そうした性格を持つ企業活動の状況を総合的に表わす重要指標として「企業の業況判断指数」（日

図1 企業の景況感と景気：ほぼ平行の動き



(注) 1. 企業業況判断指数（「良い」と答えた企業の割合から「悪い」と答えた企業の割合を引いた値）。製造業の場合を表示。

2. 2004年3月調査以降はそれ以前の計数と連続しない（調査対象企業の変更等による）。

3. シェドーで示された期間は景気後退期（内閣府による定義）。

(出所) 日本銀行「全国企業短期経済動向調査」（短観）。

本銀行調べ)がある。図1で明らかなように、この指標は、単に大きく変動するだけでなく景気の山ないし谷の時期とほぼ同時期に下方屈折ないし上方屈折することがみてとれる。つまりこの指標は、景気動向を示す優れた同時指標である。このように、企業ないし企業の動向に焦点をあてることは、マクロ経済動向を把握するうえで不可欠であることがわかる。

1-4 会社は誰のものか

では、会社は一体誰のものなのか。この種の実体調査は比較的古くから行われている。ただ、誰に対して回答を求めるか、どのような調査方法をとるか、などで結果は相当異なったものとなるが、最近のアンケート調査の一例を表2で示してある。これによると(1)「株主のもの」と考える人が最も多いこと、(2)「社員のもの」「経営者のもの」「社会全体のもの」など各種のステークホルダー(利害関係者)それぞれに帰属するという見方も一般的であること、がわかる。このうち、(1)は従来に比べると大きな変化であり、(2)は従来からみられる見解といえる⁸⁾。

このことから考えると、会社とは何かという理解は、従来から大きく変化した側面がある一方、他方では変化しない側面もある(会社とは複雑な側面を持つ)ことが示唆されている。そこで次に、これら二つはどのように理解できるのかを考えよう。

2 企業とは何か：二つの対照的見解

以上みたような日本企業の特徴、あるいはより一般的に企業とは何かという問題を理解するには、企業を二つの類型によって整理することが有用である。この区分を座標軸にすれば(1)日本企業の

表2 会社は誰のものか

回答	構成比(%)
株主のもの	31.6
社員のもの	25.2
経営者のもの	23.0
社会全体のもの	15.3
その他	4.9
合計	100.0

(注) 1. 「一般的に会社は誰のものだとあなたは考えますか」との問いに対する回答。

2. 調査対象は、法人向けインターネット調査サービス会員(20歳-60歳)。回答数544名。

(出所) インテージおよびYahoo! Japanの共同調査「会社は誰のものか」(2005年6月)。

〈<http://www.intage.co.jp/news/2005/nr050622.html>〉

7) 景気変動の要因と景気予測については岡部(2003b)を参照。

8) ちなみに、20年以上前に行われた調査では「株主のもの」18%、「株主に加え従業員・経営者も含めた全員のもの」64%、その他および無回答18%、となっている(日本経済新聞、1981年8月6日)。

特徴を国際比較の観点から浮き彫りにできる（空間的比較）、（2）日本企業の行動や構造の時系列的变化を理解しやすい（時間的比較）、（3）企業構造と一見関連が乏しいと思われる金融システムと密接に関連づけて幅広い視点から理解できる（複眼的理解）、などの長所がある。

2-1 企業の二類型

これまでの日本（1980年代前半までの半世紀に亘る日本）および主要国における企業の実情を踏まえると、「企業とは何か」という問題を二つの対照的な観点から整理できる（表3）。一つは、資金の提供という視点に立つ金融契約論を基礎として企業を理解する見解であり、もう一つは、企業の利害関係者を重視して企業を理解する見解である。

株主中心の企業理解

第一の金融契約論の観点は、主として英米企業を描写する場合に適合する企業モデルである（A-型企業）。この観点からみると、企業は株主のものであり⁹⁾、経営者は株主に代わって企業経営を委託されている代理人（エージェント）に過ぎない、とされる。そして企業の行動目的は株主にとっての貢献であるから、利潤最大化（短期的にみると株式配当額最大化）ないし株価最大化（長期に亘る

表3 企業とは何か：二つの対照的な見解

	金融契約論に基づく見解	利害関係者を重視する見解
企業の所有者	・ 資金提供者である株主に所属。経営者は株主の代理人に過ぎない。	・ 多くの利害関係者（株主・経営者・従業員・取引銀行などのステークホルダー）全員に企業は所属。
行動目的	・ 利潤最大化ないし株価最大化（容易に数量化可能）。	・ 規模最大化（従来）。ステークホルダー全体の利益最大化（尺度は多面的、数量化が困難）。
経営者とその監督者	・ 企業外部から選任される取締役が経営者を監督。	・ 企業内部から昇進する者が経営者や取締役となる場合が比較的多い。
経営の規律づけ	・ 企業外部者によるモニタリング（外部者モデル）。 ・ 株式市場における株主の行動（株式売買、株主発言、M&A）。	・ 企業内部の情報保有者（内部昇進取締役、メインバンク）によるモニタリングが中心（内部者モデル）。 ・ 社会的評判、株式市場。かつてはメインバンクや監督官庁。
企業の本質	・ 資金（資本ストック）。	・ 人間の集合。
従業員の位置づけ	・ 企業からみると労務提供者。従業員からみれば企業はもっぱら生活の糧を得る場所。	・ 従業員にとって企業は重要な生活共同体であり、人間的成長をはかることもできる場所。
暗黙の前提条件	・ 企業の所有者変更や雇用調整は迅速に可能、かつそのコストも小（資金と労働力の流動性が大）。	・ ステークホルダーの長期的関与が特徴であり、その変更には時間を要しコスト也大（流動性は比較的小）。
該当する企業	・ 英米の企業。	・ 日本（従来の）やドイツの企業。
当該見解の主唱者	・ 金融論、契約論の学者。 ・ 英米では経営者・研究者を問わず主流の思想。	・ 経営学者、企業経営者。 ・ 日本の経営者・研究者に比較的多い考え方。

（注）筆者作成。

配当流列の割引現在価値の総和である株価の最大化)になる。そして、株主の代理人である経営者が適切に企業経営を行なっているかどうかは、企業外部から選任される取締役によって監督される、という理解がなされる。具体的には、株主総会における株主の発言(“voice”)があるほか、企業業績が悪化した企業の株式売却(“exit”)ないし株式買収を通じる企業の合併・買収など、株式市場における株主の行動によって経営が規律(discipline)づけられる、という理解である。

これは、資金提供に伴う資金提供者の権限を基本としているので金融契約論的視点(finance approach)、株主を基礎として企業を理解する立場であるからシェアホルダー的見解(shareholder view)、あるいは企業経営者を株主の代理者として理解する立場であるのでエージェンシーの観点からの理解(agency view)、などとよばれる。また、企業経営をモニター(監視)する主体とモニターされる主体である企業の位置関係をもとに性格付けるならば、株式市場がモニターであるので「外部者」モデル(“outsider” model)といえる。そして金融システムの観点からいえば、これは「市場中心型の金融」と密接に関連している。

この見解によれば、企業の本質的要素は、資金あるいはそれを具体化した資本ストックである。文字通り「資本」主義といえる。そして従業員は、企業からみれば労務提供者であり、従業員からみれば企業はもっぱら生活の糧を得る場所と位置づけられる。

以上のような企業観の主唱者は、金融論(Shleifer and Vishny 1997; Bolton, Becht, and Roell 2002; 小佐野2001、2005)や契約論(Zingales 1998)の研究者に広くみられるものである。また英米では、企業の実態がこのような視点によって特徴づけられるので、経営者、研究者を問わず主流の企業観となっている。それは、米国社会の諸特徴(継続的な移民流入、社会の開放性と高い流動性、個人主義の価値観、よく発達した資本市場等)を強く反映したものである、といえよう。

利害関係者全員を主眼におく企業理解

これに対し第二の見解、すなわち企業の利害関係者を中心に企業を捉える観点は、日本の高度経済成長期から資産価格バブル期(1980年代半ば)前までの日本企業やドイツ企業の幾つかの側面に適合するモデルである(J-型企業)。この観点に立てば、企業は単に株主のものであるというよりも、長期間に亘って関与コミットをしている従業員をはじめ、経営者、取引銀行などのステークホルダー全員に所属するものである、と理解される。このため、企業の行動目的は、単に短期的な利益ないし株主配当の最大化というよりも、ステークホルダー全体の利益最大化になる。その場合の尺度としては、長期的利益、あるいは(高度成長期の日本企業にみられたように)その基礎となる企業規模ないし市場における製品シェアの最大化、などである場合が少なくない。こうした企業の経営は、もっぱら企業内部から昇進する経営者によって行われ、その監督は内部昇進した取締役や借入先銀行(メインバンク)によって行われる場合が従来多かった。

9) 注意する必要があるのは、「会社は株主のものである」という場合、株主は会社そのものを所有するのではない点である。会社は「法人」として独立して存在しており、株主は投資資金と引き換えに会社における各種の権利(取締役選出、剰余金の配分決定、配当の配分決定等)の束(nexus of contracts)を保持しているに過ぎない。したがって、ある個人がAデパートの株式を所有しているとしても、そのデパートの食品売場に陳列されている果物を取って食べれば、窃盗罪になる(岩井2005)。

これは、企業には多くの利害関係者が関与していることを重視して企業を理解する立場であるからステークホルダー的見解（stakeholder view）ということができる。また、企業経営のモニタリングに際しては、企業内部の情報をふんだんに持つ内部昇進した取締役、あるいは融資関係ないし株式の相互保有によって緊密な関係を持つメインバンクが中心となるので「内部者」モデル（“insider” model）と性格づけることができる。金融システムの観点からいえば「銀行中心型の金融」と密接に関連している。

この見解の下では、企業にとって本質的に重要なのは、資金というよりもむしろ従業員や経営者といった人的資源であり、企業は従業員にとって生活共同体であり、人間的成長をはかることもできる場所、と認識される。つまり「資本」主義に対して「人本」主義（伊丹2000）、あるいは「従業員管理企業」という視点ともいえる。

以上のような企業観は、学界では経営学者の多く（伊丹1993、2000；高橋2005；アベグレン2004；ドラッカー2005）によって支持されている見解であり、そのほか金融論から比較的遠い領域の経済学者（岩井2003、2005）や企業の国際比較研究を行なう場合（青木1995；青木・奥野1996；Aoki 2000）に採用されている。日本では、こうした理解が日本企業の特徴を良く捉えているため、経営者や経営コンサルタントの多く（岩井ほか2005）はこの見方に立つようにうかがわれる。また、日本人研究者も、この企業モデルを基礎として企業を理解するケースが欧米の研究者に比べれば多いようにうかがわれる。それは、日本社会の諸特徴（個人よりも共同体を重視する伝統、移民の流入が極めて少ない均質的な社会、銀行を中心とする従来の金融方式等）を反映したものである、といえよう。

2-2 二類型の評価と展望

上記のような二つの企業観のうち、どちらが企業の本質をよりの確に把握しているといえるであろうか。また、そうした企業観と密接に関係することであるが、どのタイプの企業がより「優れた」企業といえるのか（英米型、日本ドイツ型のいずれがより優れているのか）。さらに、経済取引グローバル化の進展により企業の二つのタイプはいずれかひとつの（あるいは第三の）タイプに収斂するのであろうか。これらは、いずれも興味ある、そして重要な問題であり、これらに関する研究が国内外で活発に進められている。ここでは、これらの問題を的確に理解するうえで重要と思われる論点を一般的視角から整理しておくことにしたい。

二類型の表裏一体性：双対性

上記二つの企業観¹⁰⁾のうち、一つは、端的に言えば資本（株主利益）の最適化を解く装置として企業をみるのに対して、もう一つは、労働（従業員の経済的満足度や働き甲斐など）の最適化を図る

10) この二つの企業観は、法律論で従来展開されてきた法人擬制説と法人実在説の対立に一脈通じるものがある。すなわち、法人擬制説によれば、本来の法的主体は自然人（一人一人の個人）に限られるので、法人は実在しないものを法律によってあたかも実在するかのように擬制している、とみる。これは本文で述べた株主中心の企業理解に近い。一方、法人実在説は、自然人のほかに社会的実体として存在し活動する主体があり、法人はそれに該当する、とみる。これは、ステークホルダー視点からの企業理解に近いといえよう。

という側面を重視して企業を理解する、といえる。一見全く異なり矛盾するかの印象を与えるこの二つの視点は、論理的にはどう理解すればよいのか。その答えはこうである。

この二つの視点は、論理上、経済的に表裏一体である現象をそれぞれ異なる側面から記述し、理解しようとするものであり、したがって本質的にはいずれの視点をとろうとも同一の帰結をもたらす、と理解できる。線形計画法あるいはミクロ経済学の概念を用いれば、二つの視点は双対関係(duality)にあり、したがってその最適解はいずれの視点をとるとしても同一になる¹¹⁾。すなわち、社員や顧客の満足度を一定にして株主の利益を最大化しようとする企業と、株主の利益を一定にして従業員や顧客の満足度を最大化しようとする企業は、実は全く同じ帰結を導く、という理解が論理上できる¹²⁾。この場合は、いずれの行動原理に従う企業であっても、事業内容の選択や社員の配置等は同じ選択を行なうことになる。したがって、株主利益の最大化と、社員の満足度の最大化は、本質的に同一のことがらを異なる面からみているということができ、両者は矛盾する視点でなくコインの両面(双対関係)といえる。ちなみに、日本企業約30社をとりあげ、そのうち収益性、安全性、成長性において優秀と評価される企業の共通点は企業の「形式」ではなく経営の中味であると結論づけた研究(新原 2003)がある。それはまさにこのことを示すといえよう。なお、双対問題の厳密な記述とその経済学的含意は、付論を参照されたい。

企業とその他制度の相互補完性

企業は、経済システムの中において他の各種制度から独立して存在するものではない。経済全体のシステムは相互に補完しあういくつかのサブ・システムによって構成されており、企業もその他の多くの制度と相互関係を持ち、システムの一環として存在するものである。比較制度分析の用語を用いれば、企業もその他制度との間で制度的補完性(institutional complementarity)を持って成立していること(青木 1995; 青木・奥野 1996)を認識する必要がある。

上記の英米型企业(A-企業)の場合、金融面では株式市場を中心とする市場型金融(直接金融)システムと一体となって成立しており、また雇用面では流動性の高い労働市場を前提とすることによってはじめてこのタイプの企業を特徴づけることができる。一方、日本ドイツ型企业(J-企業)の場合、金融面では企業の銀行借入を中心とする銀行型金融(間接金融)システムが対応しており、また雇用あるいは企業間取引においては、短期の個別完結的取引よりもむしろ長期継続的取引(長期雇用、株式の相互保有等)という特徴をもったサブシステムが前提となって、このタイプの企業が生まれている。このように、ある国の経済における企業は、その国の金融システム、雇用システム、企業間取引の慣行など、その他多くのシステムとその特徴と一体となって一つの類型を作りだしている。したがって、企業を理解する場合、次の点に留意しておく必要がある。

第一に、日本企業あるいはある国の企業を理解しようとするれば、それは単に企業だけでなくそれを

11) 両者を双対関係として理解する視点は、小林(2005)に依拠しており、以下の記述もそれに依存するところが大きい。

12) 例えば、ある製品を製造するときに、「コストを一定にして生産量を最大にする」という問題と、「生産量を一定にしてコストを最小化する」という問題は、表現は異なるものの全く同じ内容の問題であり、どちらも「製品一つあたりの製造コストを最小にする」というに等しい。どちらの問題を解いても、材料の比率、仕入れ先、販売先などの選択は全く同じになる。

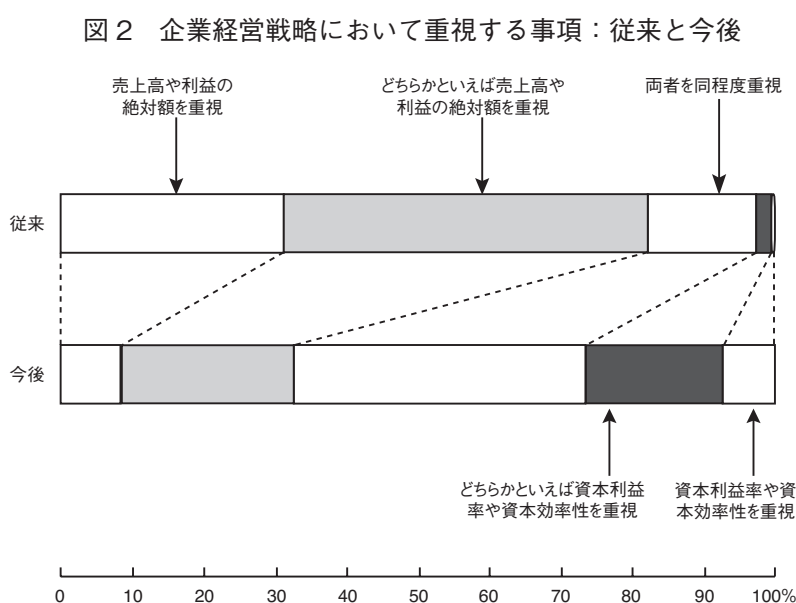
取り巻く各種システム（とくに金融システム、雇用システム）をも同時に考慮することによって初めての確な理解ができることである。さらに、金融システムや雇用システムは、当該国の歴史的、文化的、政策的要因を大きく反映して成立していることから、結局企業もそうした多様な要因を反映したものになる。企業論が多面的かつ多様にならざるを得ない理由がここにあり、そこに企業論の難しさと魅力が潜んでいるともいえる。

第二に、企業のあり方を公共政策によって変更しようとする場合、その影響は当初緩やかなものにならざるを得ない場合が多いことである。なぜなら、制度的補完性を前提とすれば、特定の一つの制度だけを変更しようとしてもそれはきわめて困難であり、他の関連制度も同時にそして相互補完的に変化させることによって初めて当該制度の変化も可能になるからである。こうした観点から最近の日本企業をみると、次節でみるように、その行動パターンは規模拡大指向から株主資本利益率（ROE）引上げへと大きな変化を示している。そうした変化の裏には、後述するように、(a) 企業の資金調達が銀行型金融から市場型金融に転換していること、(b) 労働市場において流動性が高まっていること、(c) 情報通信技術（IT）やインターネットの発達により企業間取引が固定的長期継続的な色彩を従来に比べて薄めていること、などが同時に進行していることを強く反映している。

なお、普遍性のある最適企業制度はあるのか、そして各国の制度は一形態に収斂するか、という問題は、5-2で論じることにする。

3 日本の企業システム：従来の構造と近年における変化

日本の企業システムは、従来どのような特徴を持ち、それはどのように機能したのであろうか。ま



(注) 金融保険業を除く上場企業 2146 社に対するアンケート調査（1999 年 1 月実施）。
 (出所) 経済企画庁調査局「平成 10 年度企業行動に関するアンケート調査」1999 年。

た、それらは近年どのように変化してきているのだろうか。ここでは、これらの問題につき先行研究をもとに整理する。

まず日本企業の行動が近年どのように変化しているかを大企業約2000社に対するアンケート調査(図2)によってみると、二つの特徴を指摘できる。第一に、従来は売上高や利益の絶対額など「規模」の拡大を重視した、との回答が圧倒的に多いことである(全体の80%強)。第二に、しかしその後はこうした規模重視の回答が激減し(約30%に低下)、それに代わって資本利益率や資本効率性など「効率性を重視する」との回答が急増しており、この回答に「効率性と規模を同程度重視」を加えると全体の約70%を占めるに至っていることである。つまり、日本企業の行動は、従来の「規模重視」から「効率(資本効率)重視」へと近年大きな変化を見せている。

3-1 従来の日本企業の行動原理とその背景

上記のような規模拡大を重視する従来の経営は、それなりの根拠を持つものであった¹³⁾。

規模拡大経営を促す長期雇用制度

一つは、日本では従来、企業規模が企業の知名度や名声と密接に関係し、また行政対応における有利さにもつながっていたため、経営幹部はとりわけ企業の成長を重視する経営を行なったからである。いま一つには、従来支配的であった長期雇用という慣行の下では景気変動に応じて従業員を解雇することが困難であり、人件費は変動費用というよりもむしろ固定費用の性格を強く持っていたため、製品1単位あたりのコストを引き下げて利益を確保するには、売上の増大(企業成長)を図る必要があったからである。

このように、かつての日本企業の規模拡大(成長)志向は、経営視点の特徴と長期雇用制度に伴う人件費圧力から生まれてきた、と理解できる。そして、このような企業行動は、実は金融面からも強固に支えられていた。それが、いわゆるメインバンク(主力銀行)制である。また、それを成立させる重要な要因として、銀行と企業間の株式持合が存在した。

メインバンク制と株式持合

日本では、第二次大戦後1990年代前半までの長期間、企業と銀行がきわめて密接かつ長期的な取引関係を維持する慣行、すなわちメインバンク制(main bank system)と称される金融の仕組みが支配的であった¹⁴⁾。間接金融(銀行を経由する資金調達)から直接金融(資本市場からの調達)へのシフトが徐々に進んでいた1990年代前半においても、大企業では90%以上の企業が依然としてメインバンク(平均的には1つないし2つの主たる取引銀行)を持っていた。

企業と銀行の間においてメインバンク関係があるとは、一般に(a)企業は当該銀行から多額の資金融資を長期継続的に受けていること、(b)銀行は当該企業の重要な株主であること、(c)融資以外

13) Okabe (1992)、岡部 (1997)。

14) 以下に述べるメインバンクの概念や機能の詳細は、岡部 (1999、第1章、第2章)を参照。

でも多種の取引（外国為替取扱い、社債の受託業務など）があること、(d) 銀行は当該企業に役員を派遣するなど人的にも密接な関係をもっていること、(e) 当該企業が経営危機に陥った場合には経営支援を行う場合が多いこと、などの実態があることを指している。つまり企業と銀行が多面的な関係を持つ点に特徴がある。

企業は、このようにメインバンク関係を維持することによって、必要となる資金を量的に確保できた。しかも、この仕組みは、企業の投資プロジェクトや経営に関する情報を常時銀行に伝達することを可能とする（情報の非対称性を緩和する）ものであったため、金利面でも比較的低位の借入金利を可能にした。さらに、企業が経営危機に陥った場合、メインバンクは経営支援をすることが多かったため、企業はリスクの大きい事業を行うことも可能となった。日本のかつての高度成長にとって、メインバンクのこれらの働きが大きな貢献をしたことは、広く認識されている。

こうした場合、メインバンクは（1）投資資金の効率的供給、（2）企業経営のモニタリング（監視）、（3）企業経営のリスクに対する「保険」の提供、といった機能を果たしたことが多くの研究によって指摘されている。つまりメインバンク制は、企業の資金調達面で貢献したうえ、企業経営の効率性を維持させ、そして企業がリスクの大きい事業を行うことを可能とした。このため、日本経済のかつての高度成長にとって重要な役割を果たしたと評価できる。そしてメインバンク制を支える一つの要因として、銀行と企業の間における株式持合があったわけである。

なお、メインバンクの機能のうち、企業をモニターし企業経営の効率性を保証するという機能が実際にどの程度のものだったのかに関しては様々な議論があり、学界での見解も収斂していない。しかし、1980年代までの日本企業の国際的な活躍ぶりから推すと、こうした企業モニタリング機能が少なくともある程度は作用し、日本企業の経営を規律づける役割を果たした、と考えるのが妥当と思われる。

3-2 日本企業を取巻く環境の変化

日本企業の従来の行動を支えた上記の仕組みは、すでにみたように1980年代半ば以降大きく変化した。それはなぜか。それをもたらした要因としては、企業の金融方式や所有構造など企業が直接関係する面がまず幾つか指摘できる。そして労働市場における流動性の高まりなど、国内における環境変化も見逃せない。さらに金融市場のグローバル化、東アジア諸国との競合激化など、国際環境の変化もまた日本企業の行動パターンを変える要因となっている。以下では、これらの変化のうち、(a) 資金調達パターン of 劇的変化、(b) メインバンク制の変容、(c) 株式持合いの縮小、をやや詳しくみよう。

資金調達パターンの劇的変化

企業行動を変化させた第一の要因は、企業の資金調達パターンが近年劇的に変化していることである。いま1990年から2001年までの日本企業の資金調達動向をみると（表4）、次の特徴を指摘できる。すなわち（1）調達総額は顕著な減少傾向をたどったこと、（2）内部資金の利用が常に圧倒的な重要性を持つこと、（3）外部資金の調達は劇的に減少していること（1998-2001年には調達額がマイナス、すなわち純返済に転化）、そして（4）外部資金調達のうち、株式調達は従来のレベルを維持した一

表4 民間非金融法人企業の資金調達額（年平均、兆円）

	1990～93年	1994～97年	1998～2001年
資金調達額合計	86.2	53.0	37.7
内部資金	52.5	48.1	43.6
外部資金	33.7	4.9	-5.9
増資	2.7	2.4	2.1
社債	2.7	-0.8	-0.7
借入金	28.3	3.3	-7.3

（出典）財務省「法人企業統計調査」（各年）により作成。

方、金融機関からの借入れ調達が急テンポで減少していること、である。

このうち、(1) は1990年代の長期不況に伴う設備投資停滞を反映したものであることが明らかである。では(2) 以下の特徴はなぜみられたのか。まず(2) は、日本や米国で比較的妥当性が高いとされる企業の資金調達に関する選好順調達仮説（ペッキング・オーダー理論）¹⁵⁾ が示唆するように、企業は比較的成本の低い内部資金を先ず利用したためである、と説明ができよう。そして外部資金調達に関する(3) および(4) は、金融超緩和政策のもとで確かに資金調達コストが低水準となり外部調達が比較的容易化したものの、それを行なうよりもむしろ倒産リスクの回避を優先したこと、つまり経営リスクを増大させる債務（確定利払い契約による資金調達）を削減する一方、資金的バッファーである自己資本の充実を図ったこと、によると考えられる。

上記のように外部調達が次第に株式調達に重点が移ったことは、必然的に株主を満足させるために高い株主資本利益率（return on equity、ROE）を達成せざるを得なくなったことを意味する。このため企業は（量的拡大ではなく）資本利益率の引上げを経営戦略において重視するようになったわけである。一方、企業が金融機関からの借入れ調達を急テンポで減少させたことは、従来のメインバンク制を大きく変化させ、それが日本の企業行動ならびに企業システムを様々な面から大きく変えることとなった。

メインバンク制の変容

このように、企業は全体として銀行借入に依存しなくなったことから、メインバンク関係の特徴づける長期継続的な銀行借入（上記15ページのaの現象）が消失した。一方、企業では、メインバンクと長期継続的な関係を維持するために相互に株式を持ち合ってきたがその必要性が乏しくなったうえ、上記のようにROEの引上げが新たな経営目標となった。このため、従来ROEへの配慮を余り考慮せずに長期保有していた銀行株式を大量に売却する行動にでた。この結果、企業と銀行の間における株式持合（上記bの現象）も解消する傾向をたどった。さらに企業は、従来ほどメインバンクに依存する必要がなくなったことから銀行からの人材受け入れを減らし、この結果、銀行との間における人的関係（上記dの現象）も希薄化した。このように、従来メインバンク制を特徴づけていた現象な

15) 詳細は、岡部（1999、第1章4節）を参照。

いし要因は1990年代を通じて次第に消失した。確かに、資本市場からの資金調達が困難な中小企業の場合には、メインバンク関係が依然重要な役割を演じており、このためメインバンク制が崩壊したというのは言い過ぎであろう。しかし、従来のメインバンク制が現在大きく変容していることは間違いない。なお、経営危機時における企業とメインバンクの関係（上記e）については後述する。

以上から明らかなように、メインバンクへの依存を必要としなくなった企業は、従来長期に保有していた低利回りの銀行（メインバンク）株式の売却するなど、ROEの引上げを強く意識した行動をするようになった。

株式持合いの縮小

日本の企業システムに関するここ10-15年間の大きな変化の一つは、株式持合いの縮小である¹⁶⁾。部門別株式保有比率の推移をみると（図3）、大きな特徴を三つ指摘できる。

第一は、金融機関による株式保有および事業法人による株式保有が最近約15年間ほぼ一貫して減少を続けていることである。これは、事業法人と金融機関の間における株式の相互保有が傾向的に減少していることを示唆している¹⁷⁾。その背景には、前述したようにメインバンク慣行の希薄化があり、各種統計によれば事業会社による銀行株式の売却がとりわけ顕著である。事業会社は従来、メインバンク関係を維持するため、取引先銀行の株式を投資資産としてよりもむしろ長期継続的關係を維持する証しとして保有する傾向が強かった。しかし、事業会社は銀行金融に依存する必要性が薄れたうえ、自社のROEを高めるため投資資産としての魅力が大きいとはいえない銀行株式を積極的に売却した。

第二は、外国人による日本株保有が急増していることである。この結果、2004年には日本企業が発行した全株式のおよそ四分の一近くが外国人保有となっている。外国人投資家は、投資対象となる日本企業の経営に株主として参加するというよりも、もともと投資収益率を重視した株式買付けを基本的な投資目的としている。このため、投資対象はROEが高い企業の株式が中心となる。一方、外国人持株比率の高い企業では、株主としての外国人投資家の意向をも反映した経営（ROEを高める経営）にシフトする圧力が強まることになる。このようにして、多くの企業が量的拡大よりも資本効率向上を経営戦略の中心に置くようになる。

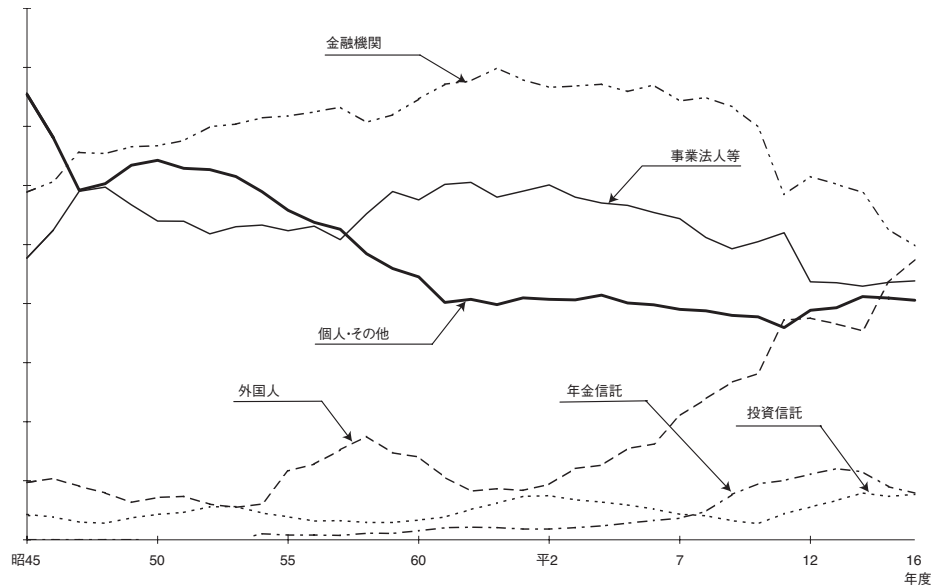
第三は、年金信託や投資信託など国内の機関投資家による株式保有が傾向的にみれば次第に増加していることである。これら投資家の投資動機も、外国人投資家と同様に基本的には投資収益にあり、ROEが高い企業の株式を選択的に購入する傾向を強めている。こうした状況は、事業会社に対してROE重視への経営圧力として作用する。これは外国人投資家の場合と同様である。

以上を達観すれば、これまで金融機関と事業会社の間でみられた株式持合いは急速に解消しつつあり、その場合に市場に放出される株式の多くは、ROEを重視する外国人投資家や国内の機関投資家に

16) 株式持ち合いの実態とその変化、背景、影響、将来展望など、この問題に焦点を当てたものとして岡部（2002a）、Okabe（2002）がある。詳細はこれらを参照。

17) 図4は株式の相互保有自体を示すものではないが、別の株式持ち合い統計によってこの傾向を確認することができる（岡部2002a、表3-2）。また金融機関同士（大手銀行グループと地方銀行）の株式持ち合いも縮小が進む傾向にある（日本経済新聞、2004年7月10日）。これに対して、事業会社相互間での株式持ち合いは、分社化・子会社化など事業の再編成が進んでいることを反映してあまり低下していないとみられる。

図3 部門別株式保有比率の推移



(出所) 全国証券取引所「平成16年度株式分布状況調査」平成17年6月。

によって保有されている。この結果、事業会社の経営がROE重視に傾斜してきている、と整理できる。

4 従来型コーポレート・ガバナンスの限界と新しい動き

ここでは、以上みたような1980年代以降の日本の企業システム自体の大きな構造変化に伴い、日本企業の効率性を保証する仕組みが1980年代後半以降次第に崩れ、1990年代を通してその問題が深刻化したことをまず説明する。すなわち、メインバンク関係を支えてきた条件が消滅したことに伴い、メインバンクによる企業モニタリングの機能、あるいはメインバンクのコーポレート・ガバナンスという規律づけ機能は大きく後退することとなった。

ここで、コーポレート・ガバナンスとは「企業がその本来の役割（効率的な活動、革新的商品の継続的開発等）を果たすことができるように企業内外の利害関係者の行動が調整され、また企業経営が規律づけられる仕組み」と定義しておこう¹⁸⁾。つまり、日本企業のコーポレート・ガバナンスは1980年代に入って次第に「空白化」せざるを得なかった、といえる。一方、それを解決する新しい動きが政策面および市場内部に次第に広がったことにも注目する必要がある。そして日本企業は、現在もなお経営の効率化と革新性を発揮できる新しいシステムを確立する過程にあることを以下で明らかにする。

4-1 メインバンクの企業モニタリング機能の喪失

18) コーポレートガバナンスの概説書としては、深尾（1999）、田村（2002）が手ごろである。

19) 比較的初期になされた最も網羅的な研究として Aoki and Patrick（1994）がある。

メインバンクは、実際に日本企業の経営をモニターしその効率性を保証していたのだろうか。これには様々な理論的および実証的研究がある¹⁹⁾。研究の流れに即してみると、比較的早期の研究はメインバンクの企業モニタリング（監視）機能を評価するものが多かったが、近年では従来主張されたモニタリング機能は過大評価であったとする研究がむしろ多くなっている（例えば Weinstein and Yafeh 1998）。

例えば、一つには、メインバンクが取引先企業をモニタリングするとはいっても、企業が一定水準以上の利益をあげていれば、メインバンクは従来から経営介入することはなく、介入は企業が財務危機に陥ったときに限られていた（状態依存的ガバナンス、state-contingent governance）。このため、モニタリング機能は、それがあったとしても元来限定的であった、との議論が可能である。いま一つには、日本企業の効率性が確保されたのは、メインバンクによるモニタリングが作用したからではなく、企業が販売する製品の海外市場における熾烈な競争があったことが主因である（堀内・花崎 2000）、とする見解もある。学界での見解が収斂しているとはいえないが、企業が依然として純負債を抱える²⁰⁾以上、また1980年代までの日本企業の国際的な活躍ぶりから推すと、モニタリング機能は、前述したとおり、程度はともかく存在したと考えるのが妥当であろう。

しかし、前述したようにメインバンクの様相が大きく変化した状況では、その企業モニタリング機能を支える条件の多くが消滅した。このため、その機能は大きく崩れ、日本企業のコーポレート・ガバナンスは1980年代には次第に「空白化」していたといえる²¹⁾。

例えば、1980年代後半の資産価格バブル期において、銀行が取引先企業の投機的行動を引き止めることができなかったのは、メインバンクの規律づけ機能がもはや作用しなかったこと（日本企業のコーポレート・ガバナンスが空白化していたこと）を示唆している。ただし、これには、企業体としての銀行自体に対するモニタリング（あるいは銀行のガバナンス）が欠如していたことが加担した面もある。その意味で、日本企業のコーポレート・ガバナンスの空白化は、単に事業会社だけでなく銀行にも生じており、それがバブル発生とその後の長期経済停滞の一つの要因となったといえる。

モニタリング弱体化のいま一つの例は、銀行のいわゆる追い貸し（経営再建の見込みが乏しい企業に対して銀行が貸出を継続または拡大すること）にみられる。すなわち1990年代前半、銀行は収益率が低迷していた不動産業やサービス業への貸出を本来ならば回収する立場にあった。しかし、銀行が貸出回収行動に出れば当該企業は資金繰り難をきたして倒産し、銀行はそれだけ不良債権の増加を計上せざるを得なかった。こうした事態を避けるため、多くの銀行が融資を逆に増加させるという対応（追い貸し）をおこなった。その結果、銀行はこれら業種の企業経営を効率化すべくモニターするどころか、むしろ経営が困難化した企業にとっての救済機関という性格を持つことになり、企業経営の規律を弛緩させた可能性が高い。このことは相当数の実証研究によって確認されている（内閣府 2001、第2-2-6図；内閣府 2002、3章2節3；小林・加藤 2001、第4章；関根・小林・才田 2003；

20) 前掲表4で示した企業の資金調達とは毎年の調達額（フロー）であるが、これまでの調達と返済を差引累計したもの（金融資産および金融負債の残高。ストック）でみると企業は引続き資金調達主体である。すなわち、2002年3月末における事業会社（民間非金融法人企業）の金融資産は688兆円、金融負債は1,101兆円であり、差し引き413兆円の金融債務を持っている。このため、企業に対して金融面からの規律づけが引続き作用する状況にある。

21) 岡部（1999、第2章）。

鹿野・福澤 2005)。銀行のこうした行動は、貸出先企業の経営を監視する能力が結果的に衰退したことを示している。

日本企業の効率性を保証する仕組みは、このように1980年代後半以降次第に崩れ、1990年代を通してその問題が深刻化した。「失われた10年」と称される1990年代の長期不況の原因の一つは、このように日本企業の経営効率化が促される仕組みが崩壊していたことにあるといえよう。では、このような深刻な状況はその後、改善ないし修復されつつあるのだろうか。

4-2 進化過程にあるコーポレート・ガバナンス

メインバンクによる企業モニタリングがもはや実効性を持たなくなったとすれば、それに代わってどのような仕組みが構築されつつあるのだろうか。新しい仕組みは一朝一夕に形成されるものではない。それは、従来の仕組みの部分的変更が累積することによって形成されるものであり（経路依存性²²⁾、path dependency)、それに対しては市場の力と公共政策による枠組み形成の両方が作用する。現在は、まさにそのような過程が日本で進行している時期といえる。

日本企業のパフォーマンスをコーポレート・ガバナンスのあり方と関連づけて分析した一つの実証研究（岡部・藤井2004）によれば、(1) 近年では資本市場による企業の規律付け機能が次第に明確化しつつある（例えば外国人持株比率の高い企業は良好なパフォーマンスを示す）、(2) メインバンクは過剰な融資（追い貸し等）を通じて企業経営を非効率的にする方向に作用している、(3) 企業と銀行の間における株式持合は企業経営に対する規律づけを弱め、経営の効率性向上を阻害している可能性が大きい、などの結果が得られている。

また企業の内部統治組織のあり方も含めて行われた別の実証研究（宮島・原村・稲垣2003；Miyajima and Kuroki 2006）によれば、良い経営パフォーマンス（トービンのQで評価）を示す企業の特徴は、市場型金融であること、外国人（機関投資家）持株比率が高いこと、取締役会の改革が進んでいること、などであると結論づけられている。逆に、パフォーマンスが悪い企業は、銀行金融が中心であり、株式持合が継続し、企業情報の開示が遅れており、そして取締役会改革も遅延している企業の場合である、としている。

これらの研究結果を踏まえれば、次のことがいえる。第一に、日本企業のガバナンスは全体として市場規律型の要素を次第に増加させていることである。第二に、そうした要素を多く持つ企業は、そうでない企業よりも実際により良いパフォーマンスを示していることである。第三に、以上の結果、日本企業は所有構造やガバナンスの仕組みなどの面で企業毎の差異が大きく、現時点ではそれが経営状

22) 現在の制度 (Z_t) は、程度はともかく必然的に過去の制度 (Z_{t-1}) に依存して成立していることを指す。これは本文で述べた要因から生じるほか、公共政策の影響を評価するうえでも一つの重要なポイントになる。ただ、政策論においてこれを強調しすぎると敗北主義に陥る危険があるので注意する必要がある。経路依存性は、一般的に

$$Z_t = \alpha + \beta Z_{t-1} \quad (0 < \beta < 1)$$

と表現できる（岡部 2002a、6 章）。ここにおいて、 Z_t は Z_{t-1} の関数となっており、本文で述べた要因のほか公共政策の実行姿勢もパラメータ β の値を左右すると理解できる（漸進的政策の場合には β の値が 1 に近くなる一方、急進的・抜本的政策ではそれがむしろ 0 に近くなる）。

況の差異として現れている面が少なくないことである。そして第四に、日本企業のガバナンス構造については効率性向上のためには、資本市場の機能向上をはじめコーポレートガバナンスの仕組み改善のための制度ないし慣行の整備が要請されることである。

4-3 資本市場による規律づけ圧力と政策対応

日本のコーポレート・ガバナンスは、市場の力と公共政策の双方が相まって、いま徐々にその新しい姿が形成されつつある。そこでは、外国人投資家等の比率上昇、増加するM&A（合併と買収）の圧力、ガバナンス強化のための政策対応、の3つがとくに重要な要因として作用している。

外国人投資家等の比率上昇

第一の要因は、すでに述べたとおり、ROEに敏感な投資家（外国人投資家や国内機関投資家）の比率が上昇していることである。こうした株式保有構造の変化は、日本企業のガバナンスにおいて資本市場による規律づけ（英米型ガバナンス）の要素を次第に増加させ、その経路を通して経営を効率化させることを意味する。

増加するM&A（合併と買収）の圧力

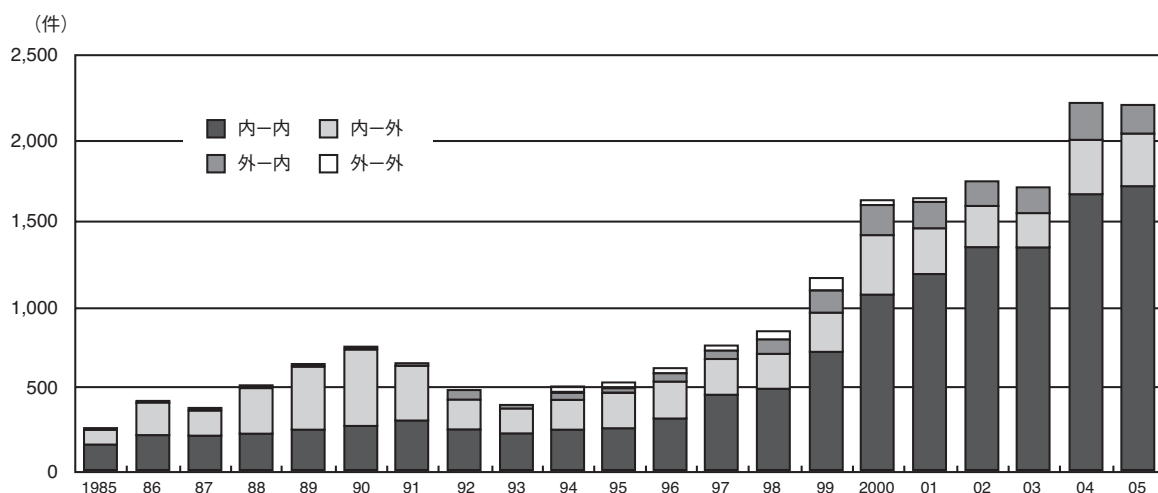
第二の要因は、日本企業にとってM&A（合併と買収）の圧力が次第に強まっていることである。あるいは、それを一つの要因と考えるよりも、むしろそれ自体がガバナンス構造の一つの新しい側面である、というのが適切かもしれない²³⁾。

日本企業が関係するM&Aの件数をみると（図4）、二つの大きな特徴を指摘できる。一つは、1985年から1990年代半ばまでは年平均約500件に止まっていたが、その後急増傾向を示していることである。この結果、2004年度には約2200件とそれまでの約4倍になった。いま一つは、従来のM&Aは日本企業による外国企業に対するM&Aが主体であった（特に1980年代後半のバブル期には日本企業による外国企業買収が目立った）のに対して、1997年頃以降は日本企業同士のM&Aが大半を占めるようになったことである。なぜこのように日本企業同士のM&Aが1997年ごろから急増しているのだろうか。

その背景は、第一に、日本企業を取り巻く国内外の経営環境の変化（低成長、NIES製品の競争力向上等）に対して、企業は生き残りのための合理化策を緊急かつ効率的に推進する必要に迫られ、その手段としてM&Aを採っていることがある。確かにM&Aは、企業買収側にとって幾つかのメリットがある。第一に、時間やコストを節約しつつ新分野進出や経営多角化ができることである。第二に、自ら事業を新規に立上げるよりもすでに事業を行なっている会社の買収はリスクが比較的少なくて済むことである。そして第三に、既存の事業内容の補完（自社に欠けている技術、販売チャネル、販売地域、顧客などの入手）やシナジー効果（複数の事業内容の相互強化によって市場競争力が高まる効

23) 実務としてのM&Aは、法律やファイナンスに関する高度の知識が要請される専門性の高い分野である。関連書籍は最近急増しているが、差し当たり藤原（2005）、渡辺・井上・佐山（2005）が良い参考書といえよう。

図4 M&A（企業の合併および買収）件数の推移



(備考) 内-内：日本企業同士のM & A。内-外：日本企業による外国企業へのM & A。

外-内：外国企業による日本企業へのM & A。外-外：日本企業が海外で買収した企業が絡むM & A。

(出所) レコフ社のM&A専門誌「マール」(統計とデータ)。<<http://www.recof.co.jp/web/fm/graphdata>>

果) が期待できることである。つまりM&Aは、株主価値の向上を重視する経営にとって、時間の節約が可能でありかつ戦略的に利用できる企業再組織化の手段である、といえる。一方、被買収企業からみると、不採算ないし低成長の事業から比較的容易に撤退でき、また投下資本を早期回収に回収できるので、企業価値を上げることができる。このようにM&A両側の事情があるため、構造調整を迫られていた日本企業²⁴⁾はこの時期にM&Aを積極的に利用するようになった、と理解できる。

第二に、会社組織の再編ないしM&Aを容易にする法制度の整備が1997年以降なされてきたことである。具体的には、前述したとおり1997以降、独禁法改正(1997)、商法改正(1999、2001、2003)、民事再生法(2000)、改正会社更生法(2003)など、M&Aを促進する措置が相次いでとられたことが指摘できる。

M&Aの増加は、日本のコーポレート・ガバナンスにとって何を意味するのか。それを一言でいえば、日本においても経営支配権の市場(market for corporate control)が形成されつつある、といえる。その点では、日本のコーポレート・ガバナンスにおいて英米型の色彩が加わってきているといえる。また、日本におけるM&Aの規模は主要国におけるそれと比較して極めて小さいこと²⁵⁾から推すと、今後さらに増加する可能性が大きい。さらに、M&Aの拡大は、企業構造の再構築が依然として課題である日本の企業部門(とくに前述した旧来のガバナンス構造から脱却できていない企業群)にとって有効な対応手段であり、このためこの市場の拡大は望ましいと判断される。

ただし、企業の本質は、すでに見た通り、瞬時に移動できる資本というよりもむしろ比較的長期間コミットしたヒトの集合体とみるべきである。このため、企業が商品と同列に扱われその時々の株主

24) 1997年頃以降の日本企業は、過剰設備、過剰債務、過剰人員の「三つの過剰」に苦しむ状況にあった(経済企画庁1999、第2章)。

25) M&A件数の対上場企業数(1990-1999平均)は、日本の場合6.4%であるのに対して、米国65.6%、英国53.6%、ドイツ35.5%、フランス56.0、世界49か国平均23.5%などとなっている(Rossi and Volpin 2004、表1)。

の意向だけによって従業員の命運が大きく左右されるという事態は、ステークホルダーである従業員にとって望ましくないだけでなく、彼らが保有する当該企業固有の様々な無形資産（firm-specific skills）の価値を毀損する可能性がある。もしそうなれば、M&Aは企業自体の価値をむしろ損なう可能性がある。2005年にみられたライブドア社によるニッポン放送株の買収騒ぎ²⁶⁾は、まさにこの問題を浮かび上がらせる出来事であった。このことは、一方でM&Aの持つ望ましい機能を活かすべく各種制度を整備する必要がある一方、他方ではM&Aの持つ短期的視点が企業価値の源泉に対して悪影響をもらさないような仕組み（敵対的買収に対する防衛策²⁷⁾）も同時に整備する必要性を示唆している。日本にとってこの面での制度を充実させるとともにM&A市場の定着を図ってゆくことがなお課題として残されている。

ガバナンス強化のための政策対応

第三の要因は、日本企業のガバナンスを強化するため政府による政策が継続的に推進されてきたことである。こうした制度変更は、三点を基本的方向としてこれまで対応がなされてきた（日下部2005）。第一に、企業組織や企業合併などについて組織法制上、選択の自由度を高めることである。これには独禁法制の整備、会社組織形態の多様化、倒産法制や事業再生法制の整備などが含まれる。第二に、市場機能を強化することである。これには、規制緩和や公益事業分野の民間開放、カルテル規制の強化などが該当する。第三は、コーポレート・ガバナンス構造の多様化を図ることである。そのいわば総仕上げとして、2005年の改正会社法の成立がある（2006年度に施行見込み）。この新しい法制の下では、会社の設立をはじめ、会社合併などの組織再編、M&A（企業の合併および買収）とその防衛策など幅広い分野で規制が緩和され、機動的な企業経営が可能となる。つまり法制に関する限り、その整備が1997年から10年近くかけて行われた結果、現在は一部領域（敵対的買収に関する制度の詳細部分の整備等）を除き概ね完成した状況となっている（日下部2005）。

これら法改正のうちとくに重要なのは、ガバナンスの仕組みとして英米型の「委員会等設置会社」が選択肢に加わったことである（商法改正により2003年に施行）。この措置により、取締役会の方式として、2種類の中から一つを選択することが可能となった。二つの方式の一つは従来型の制度（監査役会が取締役会を監査する仕組み）であり、もう一つは、取締役会は経営の監視に特化し、経営に関する実際の職務執行は執行役が担う「委員会等設置会社」という新しい企業ガバナンス制度である。後者の場合、ガバナンスの形態として具体的には（1）取締役会は経営の監視に特化する一方、経営に関する実際の職務執行は執行役が担当する、（2）監査役を置かない代わりに、取締役会の中に取締役で構成する3つの重要な委員会（指名、報酬、監査）を設置する²⁸⁾、（3）各委員会の委員の過半

26) ライブドア社（インターネット関連会社）が2005年2月、ニッポン放送の発行済み株式の35%を一挙に買付けた企業買収。前者は、後者の筆頭株主であるフジテレビジョンを中核としてインターネットとテレビ・ラジオを融合する事業展開を計画していたため経営主導権を巡る争いが続いたが、約2か月後にライブドアとフジテレビジョンは資本・業務の提携に合意して和解した。

27) 例えば、毒薬条項（poison pills）と称される敵対的買収に対抗する企業の防衛策。これは、被買収企業が既存の一般株主に時価を下回る価格で株式を引き受ける権利（新株予約権）を与え、買収者の支配権を弱める措置である。

28) ちなみに、オーストラリア（連邦レベルで統一会社法を1981年に規定）でもその会社法においてこれら3つの委員会の設置が要請されており、同国では最近4つ目としてコーポレートガバナンス委員会を設置する企業が増えている（Shailer 2004）。

数はそれぞれ社外取締役が務める、などが要請されている。

2003年6月末時点では、上場企業のうちとくに海外投資家との接点が多い約40社が新制度の委員会等設置会社に移行するにとどまっており、この方式が今後急速に一般化する可能性は大きくないようである²⁹⁾。しかし、この法規改正は、これまでの日本企業のガバナンスを多様化させる一つの要因であることは間違いない。ちなみに、2003年時点における日本の大企業400社に対する調査によれば、製造業では1990年以降、事業、組織、企業ガバナンスの各側面において、すでに企業間の多様性が拡大する傾向が確認されている（財務省総合政策研究所 2003）。

なお、上記のような一連の政府による政策対応が現に企業構造を変えたというよりも、公共政策は現実に生じていた様々な国内外の圧力にいわば受動的に対応したに過ぎないのではないか、という議論（公共政策の内生性という視点）もみられる。たしかに、公共政策にはそうした面もある。例えば、日本における金融自由化に関しては、従来の規制が市場の実勢に抗しきれなくなった結果、たまたま米国からの政治圧力も加わって規制の緩和ないし撤廃に追い込まれたこと（1984年の日米円・ドル委員会報告書を受けてなされた日本金融市場の大幅自由化）はその好例であろう。しかし、市場等の圧力と公共政策による方向づけは、相互に影響を及ぼしあっているとみるべきであり、また少なくとも政策の内容は政府が主体的に判断して実施できる面が大きいこと（例えば一つの制度を強制規定するか、それとも選択性にするかは政策判断ができること等）は認識しておく必要がある。コーポレート・ガバナンスの構造など一国経済にとっての基本構造を形成するうえで、公共政策が大きな役割を果たすことは疑いないところである。

5 最近の動向と将来のコーポレート・ガバナンス像

5-1 最近の動向：企業の内部ガバナンスの変化

日本企業のガバナンス構造の近年の変化は、どのように総括できるだろうか。大きく捉えると二つの面から特徴づけることができる（Miyajima 2005）。一つは、企業外部のステークホルダー（株主、負債保有者）は確かに市場型ないしアメリカ型となりつつあり、金融資本市場からの影響力を強めるようになっていることである。もう一つは、一方で企業内部のガバナンス構造（取締役会、経営インセンティブの仕組み）は依然として従来の日本的色彩を引きずっていることである。前者についてはすでにみたので、ここでは後者をみておきたい。

まず、取締役会の構造を概観すると（表5）、取締役の人数は1990年代前半はほとんど変化がなかったが、1997年ごろ以降は緩やかながら減少する傾向にある（1990-1996年には1社平均17.4人であったが2001年には14.7人に減少）。また、内部昇進の取締役が多いという日本企業の大きな特徴は

29) 新制度2年目の2004年時点で実施されたある調査（日本監査役協会 2004）によれば、委員会等設置会社へ「既に移行済み」「今後移行することを決定」「移行を検討中」の合計は上場会社のうち3.1%にしか達していない一方、「移行予定はない」とする会社が86.0%に上っている。一方、生命保険協会によるアンケート調査（平成15年度）でも、委員会等設置会社の制度を「既に導入済み」と「導入する計画がある」の合計は5.5%に止まっており、大半の企業は「導入する計画はない」（52.4%）あるいは「未定」（41.3%）としている。（<http://www.seiho.or.jp/news/h15/pdf/kabu03/kigyouanke.pdf>）

表5 取締役会の規模と構成の変化

	取締役の人数（1社平均）	内部昇進取締役の比率
1990年	17.4人	70.0%
1996年	17.7	66.4
2001年	14.7	63.2

（注）株式上場企業約1100社の平均（サンプルは調査年毎に多少異なる）。

（出所）Abe and Shimizutani（2005）。

依然崩れていないものの、外部取締役を積極的に任用する企業が近年増えているため、内部昇進取締役の比率は緩やかながら低下している（1990年は70.0%であったが2001年には63.2%に低下）。このように社外取締役を起用する企業は着実に増加しており、2004年には上場企業のうち3社に1社でそれがみられる状況になっている³⁰⁾。

また、経営者や従業員に経営効率化のインセンティブを与えるストックオプション制度³¹⁾は、日本における同制度発足（1997年）以降着実に増加し、2005年には株式上場企業の約4割がそれを導入するに至っている³²⁾。

一方、企業の経営とそれに対するモニタリングを明確に分離する仕組みである委員会等設置会社を導入する企業は、既述のとおり全体としてごく一部にとどまっている³³⁾。なお、委員会等設置会社に移行する場合には社外取締役を一定割合任命することが義務づけられているが、移行会社においては、社外取締役の存在は取締役会に対して緊張感め高めそれを活性化したとの評価が多い³⁴⁾。

つまり、最近の日本企業の内部のガバナンス構造をみると（1）取締役会、経営インセンティブ、経営とモニタリングの分離などに関しては緩やかながら外観的に英米型に近づく方向で変化している、（2）しかし関連事項を全体としてみるとその動きは極めて緩やかなもの（あるいは小規模に）止まっている、といえよう。こうした事情の背景としては、経路依存性³⁵⁾が作用していることに加え、日本ではコーポレートガバナンスの仕組みに関する法制が多くの選択肢の中から選べる仕組みになっていること（従来型の小さな変更にとどまることも可能であること）が指摘できよう。

5-2 望ましいコーポレート・ガバナンスの仕組み

上記のような近年の動向は、ゆくゆく日本企業にとって望ましいコーポレートガバナンス³⁶⁾の仕組みをもたらすのであろうか。ここでは、まずコーポレートガバナンスと企業パフォーマンスの関係を整理し、次いで、普遍性のある最適コーポレートガバナンスとは何か、あるいはそういうものは存

30) 上場企業2,108社に対する調査によれば、630社が社外取締役を導入している（日本経済新聞、2004年8月22日）。

31) スtockオプション制度とは、会社が取締役や従業員に対して、予め定められた価額（権利行使価額）で会社の株式を取得することのできる権利を付与する制度。取締役や従業員は、株価が上昇した時点で権利行使を行って会社の株式を取得し、それを売却することによって株価上昇分の報酬が得られる。その報酬額が企業の業績向上による株価の上昇と直接連動することから、取締役や従業員に業績向上へのインセンティブを与えるとされる。

32) 日興コーディアル証券等による調査。（<http://www.nikko.co.jp/news/2005/pdf/050617.pdf>）

33) 前出の注29を参照。

34) 委員会等設置会社に移行した41社の社長を対象とした調査（日本経済新聞、2004年6月26日）。

35) 前出の注22を参照。

36) コーポレートガバナンスの意味は第4節冒頭で定義した。

在するのか、を議論する。そして、各国のコーポレートガバナンス制度は何か一つの形態に収斂するのかどうか、を検討する。

コーポレートガバナンスと企業パフォーマンスの関係

コーポレートガバナンスのあり方が企業のパフォーマンスに影響を与えることは、理論的にもまた実証的にも明らかにされている。まず、もっとも原初的な会社形態である個人企業、あるいは創業者一族企業（創業者一族によってその株式が保有されそして経営されている企業）を取り上げよう。この場合には、所有と経営が一体化しているため、それらが分離している場合に発生する非効率性（エージェンシーコスト）は生じないと予想される。現に、日本の創業者一族企業を対象として1990-98年のデータに基づいてなされた一つの実証研究（斎藤 2005）によれば、創業者一族企業の利益率は、非一族企業よりも有意に高い、との結果が得られている。これは、一般企業（非一族企業）では所有と経営の分離から非効率性（エージェンシーコスト）が生じるのに対して、一族企業の場合にはそれが比較的少ないことを示唆している。換言すれば、一般企業では、所有と経営の分離から生じる非効率性を小さくするためのガバナンスの仕組みの良否が、企業のパフォーマンスに対して大きな影響を与える可能性が大きいといえる。

現に、既存の実証研究を整理した国際機関の報告（OECD 2004a、ボックス1-3）によれば、(1) エージェンシーコストはどの国でも存在すること、(2) ガバナンスと企業パフォーマンスが一方向の因果関係にあるかどうかは議論の余地がある（双方向の関係にある可能性も少なくない）ものの、ガバナンスのあり方がパフォーマンスに重要な影響を与えていることは疑いないこと、(3) 株主の権利減少はパフォーマンスの低下と関係を持つこと（株主によるモニター度合の低下はエージェンシーコストを増大させる）、(4) 資本市場の整備、債務者の権利強化、会計標準の改善は、いずれも企業パフォーマンスの改善につながることで、などが多くの研究によって明らかになっている、としている。

以上を踏まえると、日本の企業（もっぱら大企業ないし中堅企業を念頭におく）にとって最良のコーポレートガバナンスとはどのようなものなのか。これは興味ある、そして重要な検討課題であり単純に解答するのは困難であるが、まず次の一般的な論点から議論する必要がある。一つは、普遍性のある最適企業制度はあるのかという問題であり、もう一つは、各国の制度はそうした一形態（あるいは何らかの第三の形態）に収斂するのかという問題である。

各国共通に適用可能な最良制度はあるか

第一の問題は、どの国にも通用する一つの最良システム（one-size-fits-all）は果たして存在するのかどうか、である。第二の問題は、もしそれが存在するならば、各国のガバナンスの仕組みはそれに向かって収斂する可能性を持つかどうか、である。そして第三の問題は、もし一つの最良システムが存在しないならば、なぜそれは存在しないのか、そして各国はどのような制度を目指すべきか、である。

まず、一つの最良システムが存在するのかどうか。これを検討するには、各国のコーポレートガバナンスの制度とそのパフォーマンスとの関連についての国際比較研究が重要な手がかりを与えて

くれる。この面での国際比較研究は、ここ10年余り次第に活発になってきており、日本語でも多くの書籍等がある³⁷⁾。ここでは、ごく最近公表された網羅的な研究である Becht, Jenkinson, and Mayer (2005) を取り上げよう。彼らは、研究対象として先進諸国はもとより、途上国、中欧・東欧諸国などをも加えて幅広く分析を行っている。

そこでの結論は、第一に、各国に適用可能な一つの優れたコーポレートガバナンスがあるのかどうかは比較研究からは不明である、というものである。少なくとも英米型の金融市場および規制システムを尺度としてみると、現時点に関してもまた歴史的にみても各国のパフォーマンスは区々であり、まだわからないことが多い、と結論している。そして、単に所有権の分散、活発に取引がなされる株式市場、投資家の強い保護、を主張するだけでは不十分である（もっと踏み込んだ理論が必要）としている。とくに、各種のコーポレートガバナンスシステムには、それぞれ長所がある一方で独自に異なった問題があらわれる（長所と短所を併せ持つ）ことが強調されている。例えば、資本市場の機能を最大限活かし効率性が高いとされる米国型システムにおいても、エンロン社の経営スキャンダルにみられるような問題が発生することが避けられない（次ページのコラム参照）。したがって、どの国にも通用する理想的な一つのシステムが存在するわけではない、としている。

第二に、政府による規制、ないしガバナンス関連政策のうち重要なのは、情報公開と経営の透明性に関する事項であり、それらを促進することが重要である、としている。なぜなら、それらは金融・資本市場をよく機能させ、企業パフォーマンスを改善するうえで不可欠の条件（十分条件ではないが必要条件）だから、と指摘している。一方、規制のあり方で議論が分かれるのは、M&Aに関する規制であると指摘、その理由はそれが金融システムの根幹にかかわる問題であるうえ、企業をとりまく各種利害関係者のあり方に大きな影響を与えることがらであり、経済システムの根幹にかかわることであるため、との解釈が提示されている。

以上の知見を前提とすれば（1）各国に共通して推薦できる一つの理想型ガバナンスは存在しないこと、（2）各国のコーポレートガバナンスはそれぞれ改善する余地がありうること、そして（3）その場合に採られるべき制度政策の内容は各国の諸制度のあり方を反映して異なること、が結論できよう。したがって、上記の第二の問題（各国のガバナンス構造は収斂するのか、それとも多様性を維持するのか）、第三の問題（収斂しない場合の理由と政策対応）は、まとめて次のように考えることができる。

各国制度の収斂問題の考え方

すなわち各国のガバナンス構造は、一方で金融資本市場のグローバル化に伴って均一化する力が作用する。しかし、そこには経路依存性（前出の注22を参照）が作用するので、金融取引のグローバル化が進んでも先進国の企業構造は大きく異なっていた状況が続く（つまり収斂しない）。

そうした経路依存性は、理論的に考えると二つの源を持つ（Bebchuk and Roe 2004）。一つは、企

37) 手ごろな書籍としては、日本語によるものとして深尾・森田（1997）、菊澤（2004）があり、英文では Prowse（1994）、Allen and Gale（2000）、OECD（2004a、2004b）などがある。

コラム 米国エンロン社の倒産と企業ガバナンス制度改革

米国の総合エネルギー会社の大手エンロン社は、巨額の粉飾決算の表面化などから 2001 年末に倒産した*。この事件は、一つの大企業の経営破綻劇というよりも、むしろ米国における資本主義成立の基礎に関わる多くの問題を浮き彫りにし、これを契機に米国のコーポレートガバナンス制度が大きく改革されたことによって記憶される（石川 2002、淵田・大崎 2002）。

同社の倒産が米国経済や社会一般に大きなショックを与えたのは、(1) 企業内部の体制、(2) 企業監査システム、(3) 外部の企業評価機関、のいずれもが適切に機能していなかった点にある。

すなわち (1) については、企業経営に責任を持つべき経営陣が自ら会計報告書を粉飾していたうえ、監査委員会も経営陣の不正を指摘する機能を果たせなかった。(2) については、同社の会計監査を行っていた監査法人が不正を見逃したうえ証拠隠滅まで図っており、また米国会計基準の抜け穴が同社によって悪用された（財務状況を実体以上に良く見せる会計操作を可能にした）。(3) については、市場の視点から企業評価の役割を持つ証券アナリストや格付け会社も同社の業績悪化や会計操作を見逃し（破綻直前まで同社を優良企業と評価していた）、また企業制度全体を監督する立場にある証券取引委員会（SEC）も有効な改善策を打ち出せなかった。

米国の企業経営を巡るこのような危機的事態に対して大統領、米国議会、証券取引所は迅速かつ積極的な対応を行い、2002 年 7 月には企業改革法（サーベンス＝オクスリー法）を成立させるなど、企業会計、資本市場、コーポレートガバナンスなど多岐にわたる改革が行われた。

これら一連の出来事は幾つかの示唆を与えている。第一に、英米型企業システムといえども、制度が整備されていなければそれが円滑に機能せず欠陥が現れることである。第二に、市場の機能を高めてそれを活用する以上、何よりも企業経営の透明性と各種企業情報（リスク、会計方針）の開示が基本的に重要になることである。第三に、そしてより一般的なことがらとしていえば、問題発生に伴って迅速かつ多岐にわたる対応がなされるという米国の自浄能力の高さは多に学ぶ余地があることである。

業の保有構造である。当初の企業構造（株式保有）は、関係者のインセンティブと企業支配力を反映したものとなっている（したがって効率的）と考えられるので、それを換えようとするれば関係者のインセンティブと企業支配力の変更を伴うために抵抗が生じるからである。もう一つは、企業関係法規である。企業関係法規は保有構造を規定する一方、それは当初の保有構造を反映して規定されたという面（法規の内生性）がある。つまり、保有構造が変わりにくい（上記第一の面がある）以上、法規も変わりにくくなり、両者は相互補強的に作用して経路依存性を形成することになる。

また、企業のガバナンス構造は、金融市場よりも国際流動性が少ない労働市場と密接に関連しているため、これが均一化を阻止する要因として作用する。さらに、公共政策の対応も各国で異なった対応をする合理的理由があるため、これもまた均一化を阻止する要因となる。つまり企業のガバナンス構造は、経済構造を反映するにとどまらず、各国の政治的、文化的、歴史的事情を反映したものであるため、多様性が継続する（Miyajima 2005）といってもよい。

したがって、各国のガバナンス構造は、全体としてある程度一つの方向に収斂する力が働くものの、

* 以下の記述は、もっぱら石川（2002）、および淵田・大崎（2002）に依存している。

むしろ多様性を維持する力が大きいと推測される。換言すれば、望ましいガバナンスを導くための各種機能は収斂する一方、それを実現する制度枠組みは多様性を維持する（functional convergence and institutional diversity）といえよう。

政策対応における留意点

上記の最適企業制度の有無の問題、そして各国制度の収斂問題を踏まえ、ここでは、政策対応の上で留意すべきいくつかの点を指摘しておこう。

第一は、企業の構造を評価するうえでは、企業活動を取り巻く歴史的な環境に留意する必要があることである。例えば、従業員管理企業という色彩を持っていたかつての日本企業（J-企業）の場合、それと補完的な長期継続的取引を保証する各種の仕組み（メインバンク制、株式相互保有、長期雇用制等）が確立していた。これにより、関係者間で情報の共有度合いを高めることによって情報の非対称性（informational asymmetry）の問題を解決した。その結果、生産面や資金調達面で効率性を発揮するとともに、英米型企业と比べて長期的視点に立つ投資や経営（long-termism）が可能となり、1980年後半まで国際的に競争優位性を発揮した³⁸⁾。またこの時期には、家電製品や自動車を効率的に生産する技術（process innovation）によって量的拡大をはかり、製品を日本内外の市場に比較的容易に販売できる条件に恵まれていたため、この時期の日本の企業システムは、合理性を持つものとして国内外で高く評価された。

しかし、当時は良いパフォーマンスを示したこのシステムも、その後は企業ガバナンスの空白化、低い資本効率の表面化、中国等による量産品攻勢、IT革新による情報コストの劇的低下など、諸条件が大きく変化することによって適合性を喪失した。この事例から明らかなように、一つのシステムがどの時期においても最適であることは困難であること、つまり最適な企業システムはその時期の諸条件によって規定されること、がわが国の経験からもわかる。

第二は、国ごとの歴史的、社会的、文化的条件の差異によって、企業システムの評価は異なってくることに留意する必要がある。例えば、第2節で述べた二つの企業類型は、それぞれ幾つかの暗黙の前提があって初めて機能するものである。英米型企业（A-企業）の場合、企業の所有者は株主である、と理解されているためその変更は簡単かつ迅速に可能であり、また雇用の調整も同様でありそのためのコストも比較的小さい。つまり、市場や社会の流動性が比較的大きいということが前提とされている。これに対して日本ドイツ型企业（J-企業）の場合には、従業員や取引先銀行（メインバンク）を中心とするステークホルダーの長期的な相互コミットメントに特徴があり、その変更には時間を必要とするうえそのコストも比較的大きい。つまり、市場や社会の流動性が比較的小さいことを前提としたシステムである。

以上の議論をやや具体的にすると、所有と経営が截然と分離している英米型企业（A-企業）は、遠隔地に分散して在住する株主が企業を保有する一方、組織内に集中した経営陣が企業を管理する制度である、と理解できる。それはいわば分業の利益という効率性を持つが、その反面、経営者は株

38) これらの仕組みの特徴、機能するメカニズム、評価などは、岡部（1999、第1章:2002a）、Okabe (2002)、Sheard (1995) を参照。

主の代理人であることに伴う問題（いわゆるエージェンシーコストと称される非効率性、そして不安定性）が不可避である。これは2001年末のエンロン社倒産の事情に如実に現れている。では、所有と経営の分離の程度が少ない日本ドイツ型企业（J-企業）がより優れたシステムかといえば、必ずしもそうではない。後者においては、別の問題が不可避的に随伴する。例えば、資本市場からの圧力が小さいことに伴う経営の弛緩と非効率化、リスクの大きいプロジェクトの推進（その資金調達）の困難性などである。このようにみると、国や時代のいかんにかかわらず最適といえる企業制度が存在するとは考えるべきではなく、国ごとにそして時代ごとに種々の対応をしてゆくことによって制度改善を図ってゆかざるを得ない（Roe 2004）と認識する必要がある。

つまり留意すべき点は、市場や社会の流動性は、結局その国の歴史的経緯や社会における価値（例えば継続的な移民の流入、文化や言語の多様性、底流にある個人主義思想など）に深く根差す面があることである。したがって、ある国にとって最適な企業システムは、これらの条件が異なる別の国にとって最適なシステムになる可能性は少ないことになる。このように考えると、一つのシステムがどの国においても最適であることは期待できないこと、つまり最適な企業システムはその国の諸条件によって規定されること、がわかる。政策対応に際しては、この点を十分認識する必要がある。

6 企業経営の課題と公共政策の課題

以上から明らかなように、将来の日本企業のイメージは、短期的には近年の傾向を延長して予測できる面がある一方、長期的には企業経営者の取組みおよび政府の公共政策によって能動的に創造できる面が大きい³⁹⁾。ここでは、そういう積極的な視点にたち、企業経営の課題、および公共政策の課題をそれぞれ指摘しておきたい。

6-1 企業経営の課題

企業経営における課題（ミクロ的課題）は、第一に、経営の手法や組織を効率的かつ革新誘導的なものにする努力が引続き求められることである。日本企業は、従来から研究開発投資を活発に行っており、その水準は国際的に見ても比較的高い。しかし、実証研究の結果によれば、それに見合うだけの生産性の向上が必ずしも実現してこなかった可能性がある（内閣府 2005、第3章第4節）。このため、今後は、研究開発投資の大小を問題とするよりも、むしろ知識マネジメントや技術マネジメントを向上するなど、経営のあり方の工夫、組織の工夫の余地が大きい。そうすれば製品ならびに製造プロセスのイノベーションを推し進め、生産性を一層向上させることができよう。その場合に重要なのは、IT（情報技術）革新およびインターネットの発達に伴って産業構造が変化しているため、企業の組織構造も従来の垂直統合型が必ずしも適さなくなっていること（池田 1997、2005）を認識する必要がある点である。IT革新を反映した合理的な組織に変革してゆくことは、企業経営にとって直接かつ緊急の課題となっている。

39) 「未来——それは予測するものでなく構築するものである」（フランスの作家サンテグシュペリ）。

第二に、企業における人的要素の重要性を再確認することである。既述のとおり（2-1を参照）、企業は決して株主だけのものでなく、比較的長期間コミットしている（当該企業に固有の人的投資をしている）従業員や経営者といったステークホルダーのものでもあり、またそうした人的要素は企業価値の究極の源泉でもある（岩井 2003、2005；Roberts 2004）。このため、企業経営においてはこれらステークホルダーを重視することが本来的に要請されるばかりか、そうした経営方針は究極的に企業利潤を生み出す源泉を確保することを意味する。

非常に興味深いことに、日本を代表する優秀企業（収益性、安全性、成長性で評価）30社の共通点は、株式市場の反応を基礎とした米国式経営を採っていることによって特徴づけられるのではなく、根本的には人を大切にしたい経営（金銭や昇進よりも究極には仕事を通じて充実感を与える経営）を行っている点であるという報告（新原 2003）がある。また、日本の代表企業の一つである松下電器産業（株）の創始者、松下幸之助は「従業員は幸せに働いているか」どうかを常に問い、それを経営の究極の課題と考えていた（平田 2005）。さらに「経営」とは、古くは人間の生涯教育（人間形成）を意味する仏教用語であり、このため企業経営は、業を企てる（人間が生きていく）場が人間形成の場になるように努めてゆくことである、という解釈（松原 1999）もある。これらは、企業経営にとって人的要素がいかに重要であるかを物語るといえよう。

第三に、企業の社会的責任（corporate social responsibility, CSR）を明確に認識し、その達成を企業経営の基本とすることである。「CSR」は近年盛んに議論されているが、なかには適切とはいえない視点も散見されるので、ここでは筆者なりに整理しておきたい。ポイントは、企業の社会的責任とは何か、そして企業はそれをどのようにして果たすか、である。

まず、CSRとは何かに関してよくみられる考え方には二つのタイプがある。一つは、企業は利潤追求だけでなく、それ以外の各種目標（例えば環境問題への取組み、メセナと称される芸術文化支援の活動、法律遵守、社会的倫理の尊重等）をも同時に達成する必要がある、という考え方である。もう一つは、利潤追求を経営目標にするのではなく、公共的意図を持って経営を行なうべきである、として経営原則そのものを改める必要があるとする考え方である。つまり一般に議論されるCSRの内容は多種多様であり、またそれらに該当するとして列挙される項目を選ぶ動機も様々である。確かに、これらの項目自体は、たいいてい社会として必要かつ望ましいことがらである点はほとんど疑問の余地がない。しかし、これら一連のリスト項目の達成を企業（法人営利企業）の役割として期待することが、果たして社会全体として適切かどうか、その点は注意深い議論と判断が必要と思われる。

企業の最も基本的な役割は、社会が必要とする製品やサービスを開発し、それを効率的に生産して提供する一方、株主の利益や従業員の生活と生き甲斐など多様なステークホルダーの利益を最も効果的に増進することにある、といえる。したがって、それらに直接関連する活動こそが本来のCSRであり、それを通して企業は社会に貢献すべきである、といえる。経済政策論の考え方を応用すれば、企業（法人営利企業）という主体が幾つかの政策目標を達成する能力を持つとしても、企業を活用するだけでそれらすべての目標を同時かつ的確に達成することは不可能であり、複数の目標を達成するには別の主体（例えばNPO/NGO）を導入し、後者にその役割を割り当てるのが効率的である（ティン

バーゲンの原理)。そして新たな実施主体を追加的に導入するにしても、企業はその最も本来的な役割を演じることが肝要であり、そうした対応（ある種の分業といえる）を通してこそ社会全体として最も確実に各種目標が達成できる（マンデルの定理）⁴⁰⁾。

このように考えると、CSRとは結局、自己責任の経営を正直かつ誠実（integrity）なやり方で行なうこと（平田 2005）にほかならない、といえる。実は、企業にとってはこれだけでも非常に重い責任であり、従来それを果たせていなかった企業も少なくない。例えば、公企業に対する談合、収賄事件、薬害エイズ問題、総会屋への不正利益供与、証券会社の損失補填、銀行の不良債権の隠ぺいと飛ばし、自動車会社のリコール隠し、輸入牛肉偽造による公金の搾取など、近年日本ではあらゆる業界にわたって不祥事が明るみにでた。これらの問題が生じないように企業経営者が努力することがCSRの本質である、と筆者は考えている⁴¹⁾。経営者は、時間やエネルギーを先ずこれらの点にこそ集中させるべきである。そうした努力をすれば、結果として企業の長期的利益と長期的にみた株価を増大させることになろう。それらの行動とは距離のある各種の一般的な社会目標を達成するには、例えばNPO/NGOがふさわしい。そして、政府にはそうした新しい主体が円滑に設立して活動でき、そしてその成果が評価されるための各種制度を整備する義務がある、と考えるべきであろう。

6-2 公共政策の課題

個別企業の経営努力では対処できない課題も多い。そこに公共政策の役割がある。とくに日本企業のガバナンスをより合理的な構造にし、企業部門が全体として本来的な機能を果たすための環境ないし制度を整備することが政府に求められる。

従業員の権益の明文化

第一の課題は、とくに日本において企業の重要なステークホルダーである従業員の関与を、企業経営ならびに利益分配の面で明文化した制度とすることである。従業員の企業に対するコミットメント（企業固有技能への人的投資）が企業にとって基本的にも重要である以上、それが企業活動のうえで反映される仕組みが明確な制度として存在するのが合理的である。従来の日本では、例えば長期雇用の暗黙の保証、企業業績を反映したボーナス制度等のかたちでそれがみられたということもできる。しかし、従業員（場合によっては経営者）のコミットメントの重要性に照らした場合、幾つかの面で制度的対応をすることが望ましい。

その一つは、従業員の経営参加である。OECD (2004a)の調査に基づき、従業員の経営参加がOECD諸国で制度的にどう規定されているかをみると（表6）、幾つかの特徴が指摘できる。すなわち（1）国ごとに差異が非常に大きい（しかも各国の制度は多様でありイエスかノーかの二分判定になじまない面が多い）、（2）概して北欧や欧州大陸諸国では従業員の参加が法律ないし憲法で規定さ

40) ティンバーゲンの原理とは「政府が n 個の独立した政策目標を同時に達成するには、政府は n 個の独立した政策手段を保持している必要がある」という要請である。マンデルの定理とは「各政策手段は、それが相対的に最も効果を発揮する政策目標に割当られるべきである」という命題である（政策割当ての原理、あるいは経済政策における比較優位の原理ともいわれる）。両者とも経済政策における基本的命題とされる。これら二つの定理の解説は、例えば浅子（2000、第4章）を参照。

41) こうした見解は、例えば *The Economist* (2005) にもみられる。

表6 従業員の経営参加に関する国際比較

	従業員による 取締役選出の有無	従業員協議会 の設置を法定	従業員の経営 参加を憲法に記載
オーストリア	○	○	×
デンマーク	○	○	×
ドイツ	○	○	×
ノルウェー	○	×	○
スウェーデン	○	×	×
スペイン	×	○	×
フランス	×	○	○
イタリア	×	×	○
日本	×	×	×
オーストラリア	×	×	×
スイス	×	×	×
英国	×	×	×
米国	×	×	×

(出所) OECD (2004a)、Table 3-1-A。同表に示されている OECD 加盟国 (28 か国) のうち主要国を中心に引用者 (岡部) が抜粋し配列替えをして作成。

れている、(3) 法律ないし金融制度が英米型である場合には従業員の参加は概して法定されていない、(4) 日本は金融制度が英米型とは大きく異なるうえ、従業員が企業の重要なステークホルダーであるにもかかわらず、従業員の経営参加が法規上規定されていない、などである。むろん、法規上の規定の有無と、実体的な経営参加の程度は同一のことではないが、この表にみられる各国の制度から判断すると、日本では、従業員が企業の重要なステークホルダーであるだけに一定の経営参加を法定する (権利と責任をより公共的なものにする) のが合理的であり、また望ましいと思われる。ちなみにドイツでは、従業員の経営への参画を基本的な柱とする共同決定法が1976年に制定されており、従業員が経営の戦略的事項の決定に関与する制度を採用している (岡部1999、ボックス2-1)⁴²⁾。

いまひとつは、従業員が企業に対して保有する暗黙の権益 (例えば定年退職時まで持ち越される比較的巨額の債権である企業年金の受給権) を時期分散化し明示化することである。そのために、例えば従業員が自社株を保有する制度 (従業員持株制度) を導入すれば、従業員は一般にその権益を明示的に証券のかたちで保有できる。ちなみに、米国ではESOP (Employment Stock Ownership Plan、イーソップ) と称する従業員持株制度が普及している。また、同様に従業員の権益を明示化する制度としてストックオプション (自社株購入権)⁴³⁾ の制度も存在する。日本では2002年にこの制度が導入され、その後導入する企業が相次いでいる。

従業員持株制度はもっぱら一般従業員に対してふさわしい一方、ストックオプション制度は経営者あるいは中核的従業員に対してふさわしいという主張があり (小佐野2005)、それは納得できること

42) ステークホルダーによる経営参加をこのように法定化すべきとの主張は、Jackson (2002) によってもなされている。

43) 予め決められた価格 (行使価格) と期間において、自社の株式を購入することができる権利。株価が上昇していれば、行使時の株価と行使価格の差が収益となる。

といえる（岡部2005）。これらいずれの場合でも、従業員あるいは経営者に対する報酬を企業の収益ないし株価に連動させている点が特徴的であり、したがって従業員の経営参加意識を高めることを意図した制度である（ただしその実効性については議論の余地が多いようである）。しかし、より重要なのは、これらはいずれも従業員の権益を契約ないし証券というかたちで明示することになる点である。日本企業の従業員あるいは経営者の権益がこのように制度的に明示される傾向が広まることが期待される。

金融環境の整備

第二の課題は、企業のガバナンスを強化し、本来の目的を持った企業を増加させるために金融環境を整備することである。

確かに、日本企業は資金需要を傾向的に低下させており、この結果、資金調達面では外部からの規律づけ効果が弱まっている可能性がある。また、金融革新が一般に従来のコーポレートガバナンス過程を弱める可能性がある（Davis 1999）、との指摘もある。例えば、株式投資は株主に二つの権限（利益分配、企業管理権ないし投票権）を付与しているが、金融革新はこの二つの権限を分離（アンバンドル）させるので、株主投票権に全く関心を示さないケースが生じることが指摘されている⁴⁴⁾。しかし、企業部門は依然として純金融負債残高を擁していることや、企業に対する新しい規律づけメカニズムといえるM&A（資本市場における規律づけ）が増加していることなどを想起すれば、金融資本市場がコーポレートガバナンスの過程で依然として大きな役割を果たすことに変わりはない。したがって、企業のガバナンスを強化するうえで金融市場における関連諸側面の制度整備は不可欠の政策課題である。

その第一は、株式保有主体のうち機関投資家の重要性が次第に高まる傾向にあるため、機関投資家が株主として企業のガバナンスに関与する仕組みや慣行を整備、充実させることである。機関投資家とは、小口投資家から集めた資金を取りまとめてその小口投資家のために運用すること（リスク、収益、満期等の点で彼らの満足に見合ったものとする）を専門とする金融仲介機関である。具体的には、年金基金、投資信託、生命保険会社などが代表的なものである。

日本でも今後はその大きな成長が期待される。なぜなら、第1に、日本の家計部門が利用可能な金融商品はこれまできわめて限られてきたが、同部門の従来からのリスク回避的投資態度から推すと、今後は一挙にハイリスク-ハイリターン型の商品（株式）が伸びると考えるよりも、中リスク-中リターン型の商品（投資信託など）が選好される可能性が大きいと考えられるからである。第2に、人口高齢化に伴い年金基金の量的な重要性が一層高まるにつれ、同基金は株式を含めた資産運用を今後増大させると予想されるからである。現に、部門別株式保有比率をみると、年金信託などの機関投資家の比率が傾向的に高まっている（前掲図3）。

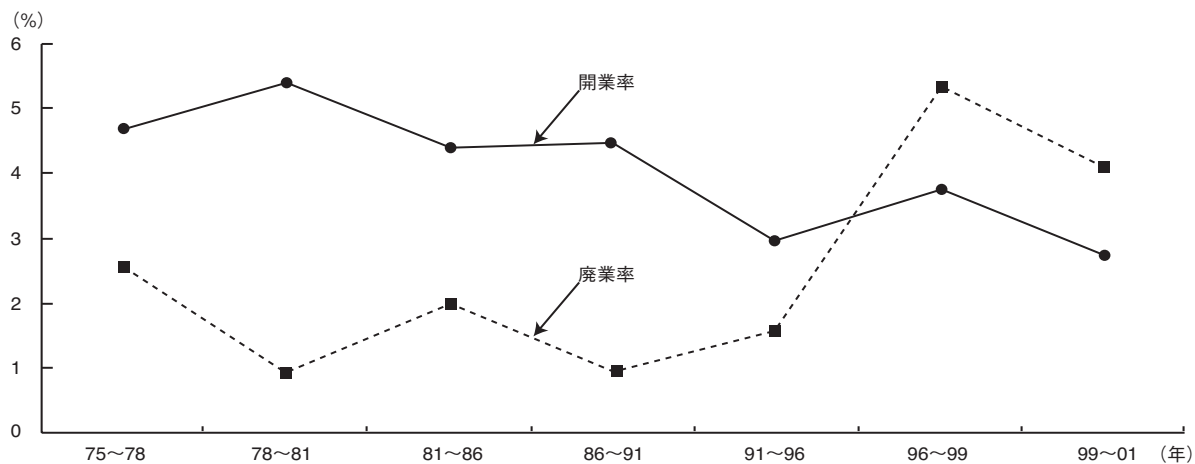
44) 例えば、ワラント債の場合、ワラント（新株引受権）に投資する投資家は、原株式が生みだす利益にリンクした収益を受取るが、株主としての投票権は持たない。また、ワラント発行者は原株式をヘッジ手段として購入することも可能であり、その場合は投票権行使のインセンティブはない。

このように機関投資家が量的に成長すれば、企業ガバナンスにも大きな影響がでることになる。なぜなら、機関投資家には受託者責任 (fiduciary duty)、すなわち資金運用を託された保険会社や年金基金は個人受益者の代理人として収益の最大化を実現するためにあらゆる努力を払う義務を負うこと、が規定されているからである。このため、機関投資家の資産運用に際しては、投資対象となる株式は自ずから収益率の高いものに傾斜することになり、その結果、株式市場を通じて企業経営の効率化圧力が強まる（非効率的な企業ではその株価の下落を防止するために経営効率化を図る）可能性が大きい。現に、米国では1980年代半ば以降、年金の運用等に関する各種の制度改革が実施され、企業年金の受託者は、投資先企業の経営に株主として積極的に関与すること（例えば機関投資家による議決権行使）が求められるようになり、その結果、米国における企業ガバナンスが強化された面があるといわれる（三和 1999、浅井 2002）。日本においても、確かに近年は機関投資家が「モノ言う株主」(voice) となりつつある⁴⁵⁾。しかし、現行制度では機関投資家の受託者責任は非常にあいまいであり、その制度的改善が今後の課題として残されている（川北 2003）ほか、例えば米国におけるその代表的な存在であるカルパース（カリフォルニア州職員退職年金基金）に比べるとその役割はまだ小さく、今後の課題が多いといえよう。

なお、以上では企業一般（非金融企業）のガバナンスを議論したが、そのほか金融機関（銀行のほか投資信託などの機関投資家）自体のコーポレートガバナンスの改善、そしてそのための制度整備も重要な問題であり、それらは依然大きな課題として残されている（二上 2004、Anderson and Campbell 2004）。

金融環境に関する第二の課題は、時代にマッチしなくなった企業や業種が淘汰される一方、革新的

図5 開業率と廃業率の推移



(注) 1. 非一次産業。会社企業数ベース。このほかに事業所数ベースの統計もあるが概ね同一傾向がみられる。

2. 開業率＝開業企業数（年平均）÷企業数（前回調査時点）。

廃業率＝廃業企業数（年平均）÷企業数（前回調査時点）。

(出所) 経済産業省「中小企業白書 2003 年版」第 2-2-4 図。

45) 例えば、厚生年金基金連合会は、2004 年 6 月に開催された日本企業の株主総会において、議決権行使の対象となった会社提案 4,490 件のうち 1,743 件（件数全体の 28%）に反対投票をした（日本経済新聞、2004 年 6 月 28 日）。

表7 ベンチャー企業の収益とリスクの特徴

	ROEの平均	ROEの標準偏差	財務レバレッジ
大企業	7.7%	0.09%	190%
ベンチャー企業	2.3%	0.32%	226%

(注)

1. ROE（自己資本利益率）＝税引後当期純利益÷自己資本。

財務レバレッジ＝（負債÷自己資本）÷自己資本。

2. 情報通信業種を対象。ベンチャー企業としてジャスダック91社、大企業として東証1部81社をそれぞれ採用（平成15年度）。

3. この計算は赤野滋友氏（岡部研究会所属）による。

な企業が誕生し成長できるような環境を整備することである。企業の開業率と廃業率の推移をみると（図5）、1975年以降いわゆるバブル期（1980年代後半）にかけては活発な参入（高い開業率）がみられる一方、退出は低位（低い廃業率）にとどまった。この結果、企業数の増加が続いたことが推測できる。しかし、バブル崩壊（1991年）とそれによる長期不況に突入するにともなって廃業率が上昇に転じる一方、開業率は急低下した。この結果、廃業率が開業率を上回る状況（つまり会社数の減少）が1990年代後半以降続いている。近年の動向をみると、廃業率は1990年代後半（経済構造調整の大幅進展期）に比べるとやや低下しているものの、開業率は依然低下傾向を改めるに至っていない。

新しい企業が参入し活躍することは、経済全体を牽引するエンジンを起動させることを意味する。したがって、開業率を上げるのが当面の大きな課題といえる。とくに、リスクをとって事業を立上げようとするベンチャー企業の育成、そしてそのための資金調達（リスクキャピタルの供給）環境の整備が引続き課題である。

ベンチャー企業の経営指標をみると（表7）、いくつかの特徴を指摘できる。第一に、自己資本に比べ借入金などの負債の比率が高いこと（財務レバレッジが高いこと）である。第二に、ベンチャー企業はそうした財務リスクのほか事業面でも比較的大きなリスクをとる行動をするため、ROE（株主資本利益率）は平均的にみて大企業よりも大きく劣後することである。ベンチャー企業のROEが平均的にみてこのように低いのは、成功したベンチャー企業はもはやこの分類に止まらずに株式上場企業に昇格する一方、それができなかった企業や設立初期のベンチャー企業がこの分類にとどまっているからである。第三に、ROEの面では、ベンチャー企業は企業毎のバラツキが大企業よりも大きいことである（利益をあげている企業とそうでない企業の差が大きい）。要すれば、ベンチャー企業は規模は小さくとも日本企業の先端部分の性格を持つ。これらの企業が生成するには、単に必要な資金が調達できるだけでなく、企業家精神に富む人材プールの強化、起業を容易にする制度など総合的な環境作りが必要になる。

日本企業は、今後どのような行動を示し、どのような構造に変化してゆくのであろうか。そして、その企業のガバナンスはどのような形態のものになるであろうか⁴⁶⁾。以上の議論を踏まえて大胆に

46) 経済産業研究所（2004）は多様な論点の指摘と整理を行っており、将来の日本のコーポレートガバナンスの姿を考えるうえで参考になる点が多い。

予測すると、一方で従来からの特徴（長期雇用、従業員重視、株式持合い等）は変貌しつつも基本的に残存する可能性が少なくない。そして他方では、各種の新たな変革要因（M&Aなど資本市場からの圧力増大、米国型ガバナンスの選択可能化、外国人持株比率の上昇、メインバンク制の崩壊等）によって従来とは異なる行動と構造へと現に変化しつつある。このため、今後は従来の日本型と英米型を混合した新たな日本型の企業ガバナンスが生成される可能性が大きいと予測される。その場合、公共政策は、各種領域（金融市場、雇用、企業間関係等）における制度の補完性を意識しつつ、統合的な施策を実施してゆく必要がある。

付論 線形計画法における双対定理とその含意

線形計画法 (linear programming) とは、数理計画法の一つであり、目的関数と制約条件がすべて線形関数となっている場合である。ここでは、線形計画法において重要な意味をもつ双対性 (duality) という概念とその含意を解説する⁴⁷⁾。まず1では双対問題を定義しその構造を述べる。2では双対問題において成立する双対定理 (duality theorem) を説明する。3では行列表現を用いることによって、上記の双対問題および双対定理が簡潔に提示できることを示す。そして3では双対問題および双対定理の含意を述べる。なお、本項は本文2-2 (12～13ページ) の論述に対応する。

1 双対問題の定義

双対問題とは、線形計画において同一データを使って設定される密接に関連する二つの問題のことである。

問題を具体的にするため、いま幾つかの生産要素を投入 (インプット) することによって幾つかの製品 (アウトプット) を製造することを考えよう。いま生産要素 (工場設備、労働者数等。希少資源という性格を持つ) が m 種類あり、それら生産要素の価格がそれぞれ w_j であるとする ($j = 1, 2, \dots, m$)。また、それら生産要素の存在量 (最大可能利用量。賦存量ともいう) を k_j とし ($j = 1, 2, \dots, m$)、これらは計画者 (企業家) にとって所与であるとする。

一方、生産される製品は n 種類あり、それらの価格は所与でありそれぞれ P_i であるとする ($i = 1, 2, \dots, n$)。また、それら各製品の生産量を x_i とし ($i = 1, 2, \dots, n$)、それは計画者 (企業家) が自由に決定できるものとする。そして製品を生産する場合、各製品の生産にとって必要な生産要素の必要量 (生産プロセスの技術的關係) は所与であるとし、それを a_{ij} で表わすことにする ($i = 1, 2, \dots, n; j = 1, 2, \dots, m$)。すなわち、 a_{ij} は、 j 番目の製品1単位を生産するために必要となる i 番目の生産要素の投入量を表わす (これを技術係数という)。以上のもとで、次のような条件付き最大化問題を考える。

問題1：

$$\text{最大化 } Y = P_1x_1 + P_2x_2 + \dots + P_nx_n \quad (1)$$

制約条件

$$\begin{aligned} a_{11}x_1 + a_{12}x_2 + \dots + a_{1n}x_n &\leq k_1 \\ a_{21}x_1 + a_{22}x_2 + \dots + a_{2n}x_n &\leq k_2 \end{aligned} \quad (2)$$

.

$$a_{m1}x_1 + a_{m2}x_2 + \dots + a_{mn}x_n \leq k_m$$

および

$$x_1 \geq 0, x_2 \geq 0, \dots, x_n \geq 0.$$

47) 双対定理の詳細とその証明は、ドーフマン、サミュエルソン、ソロー (1958、第13章、第14章)、および Henderson and Quandt (1971、第9章) を参照。双対性は、数学においてしばしば登場する概念であり、多くの場合、双対関係にある二つの対象は互いに他を決定するという関係になっている。双対性を考察することは、問題に対する深い理解をもたらし、実用的にも非常に重要であるとされる (『岩波数学入門辞典』2005年、p. 348)。

これは、制約条件（ m 個の不等式および x_i についての非負条件）の下で値 Y を最大化する集合 x_i ($i=1, 2, \dots, n$) を見つける数学的問題である。経済学的に言えば、与えられた生産要素（ m 種類）を使って製品（ n 種類）を作る場合、すべての生産要素にはそれぞれ最大利用可能量があるので、その条件の下で「製品の価値総額」（各製品の生産量にそれぞれの製品価格を乗じた値の合計額）を最大化するには各製品を何単位作ればよいか、という問題である。これを原問題（primal problem）という。

この問題と同じデータを使って、別の問題を次のように設定することが可能である。

問題2：

$$\text{最小化 } Z = k_1 w_1 + k_2 w_2 + \dots + k_m w_m \quad (3)$$

制約条件

$$\begin{aligned} a_{11} w_1 + a_{21} w_2 + \dots + a_{m1} w_m &\geq P_1 \\ a_{12} w_1 + a_{22} w_2 + \dots + a_{m2} w_m &\geq P_2 \\ &\dots \dots \dots \\ a_{1n} w_1 + a_{2n} w_2 + \dots + a_{mn} w_m &\geq P_n \end{aligned} \quad (4)$$

および

$$w_1 \geq 0, w_2 \geq 0, \dots, w_m \geq 0.$$

これは、制約条件（ n 個の不等式および w_i についての非負条件）の下で値 Z を最小化する集合 w_i ($i=1, 2, \dots, m$) を見つける問題である。経済学的に言えば、問題1の場合と同様に与えられた生産要素（ m 種類）を使って製品（ n 種類）を作る場合、各製品ともその製品1単位当たりの生産コスト（各種生産要素にかかるコストの合計額）が製品の価値以上になること（つまり生産コストは完全に回収できること。さもなくば生産を行なうことはない）という条件のもとで、「生産要素費用の総額」を最小化するには各生産要素をいくら投入すればよいか、という問題である。これを双対問題（dual problem）という。

これら二つの問題は次のような関係を持っている。すなわち（1）原問題は m 個の制約の下で n 変数（の未知数）を解く問題であるのに対して、双対問題は n 個の制約の下で m 変数（の未知数）を解く問題である。（2）原問題は目的関数を最大化する問題であるのに対して、双対問題は目的関数を最小化する問題である。（3）原問題における目的関数の係数（製品価格 P_i ）は双対問題では制約条件の役割を果たしており、役割が変換している。同様に、双対問題の目的関数の係数（生産要素の存在量 k_j ）は原問題において制約条件の役割を果たしている。（4）原問題の制約式における不等号の向きが、双対問題の制約式では逆転している。（5）原問題の制約式における行（ヨコ）の技術係数は、双対問題の制約式において列（タテ）の技術係数となり行と列が入れ替わっている。

以上のような関係で結ばれている二つの問題（上記の問題1と問題2）は互いに双対関係にある、と称される。なお、双対問題の双対問題を作れば、それは原問題となることが確かめられる。

2 双対定理

双対問題においては、次の命題（双対定理）が成立する。第一に、もし原問題が解（最適解）を持つならば、その双対問題もまた解（最適解）を持つ。

第二に、これら二つの問題にそれぞれ解がある場合、その解をそれぞれの問題の目的関数に代入すれば、それら二つの目的関数の値は等しくなる。すなわち、原問題、双対問題の解（最適解）の値をそれぞれ x_i^* ($i=1, 2, \dots, n$)、 w_j^* ($j=1, 2, \dots, m$) としよう。すると、次式が成立する。

$$\begin{aligned} Y^* &= P_1 x_1^* + P_2 x_2^* + \dots + P_n x_n^* \\ &= k_1 w_1^* + k_2 w_2^* + \dots + k_m w_m^* \\ &= Z^* \end{aligned} \quad (5)$$

つまり、解が存在する場合には、最大化されるべき目的関数の最大値と、最小化されるべき目的関数の最小値は、等しくなる。この証明は注47の文献を参照。

3 行列を用いた表現

双対問題と双対定理（上記1および2）は、行列を用いることによって、簡潔にそして展望がよくきくかたちで表わすことができる。いま行列（ないしベクトル）をつぎのように定義する。変数値の下方の波線 $\sim$ はその変数が行列ないしベクトルであることを示し、プライム（'）は転置（transposed）行列であることを示すことにする。

$$\begin{aligned} \underline{A} &= \begin{bmatrix} a_{11} & a_{21} & \cdot & \cdot & \cdot & a_{m1} \\ a_{12} & a_{22} & \cdot & \cdot & \cdot & a_{m2} \\ \cdot & \cdot & & & & \cdot \\ \cdot & \cdot & & & & \cdot \\ a_{1n} & a_{2n} & \cdot & \cdot & \cdot & a_{mn} \end{bmatrix} & \text{(技術係数、} n \times m \text{ 行列)} \\ \underline{A}' &= \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} & \cdot & \cdot & \cdot & a_{1n} \\ a_{21} & a_{22} & \cdot & \cdot & \cdot & a_{2n} \\ \cdot & \cdot & & & & \cdot \\ \cdot & \cdot & & & & \cdot \\ a_{m1} & a_{m2} & \cdot & \cdot & \cdot & a_{mn} \end{bmatrix} & \text{(技術係数行列の転置行列、} m \times n \text{ 行列)} \end{aligned}$$

$$\underset{\sim}{P} = \begin{bmatrix} P_1 \\ P_2 \\ \cdot \\ \cdot \\ P_n \end{bmatrix} \quad (\text{目的関数の係数ベクトル、} n \times 1 \text{ 行列})$$

$$\underset{\sim}{x} = \begin{bmatrix} x_1 \\ x_2 \\ \cdot \\ \cdot \\ x_n \end{bmatrix} \quad (\text{生産量についての戦略変数ベクトル、} n \times 1 \text{ 行列})$$

$$\underset{\sim}{k} = \begin{bmatrix} k_1 \\ k_2 \\ \cdot \\ \cdot \\ k_m \end{bmatrix} \quad (\text{生産要素賦存量ベクトル、} m \times 1 \text{ 行列})$$

$$\underset{\sim}{w} = \begin{bmatrix} w_1 \\ w_2 \\ \cdot \\ \cdot \\ w_m \end{bmatrix} \quad (\text{生産要素投入量についての戦略変数ベクトル、} m \times 1 \text{ 行列})$$

$$\underset{\sim}{0} = \begin{bmatrix} 0 \\ 0 \\ \cdot \\ \cdot \\ 0 \end{bmatrix} \quad (\text{ゼロベクトル、} m \times 1 \text{ 行列または } n \times 1 \text{ 行列})$$

すると、原問題、双対問題はそれぞれ次のように簡潔に記述できる。

問題 1 (原問題) :

$$\text{最大化} \quad \underset{\sim}{P}'\underset{\sim}{x} \quad (1a)$$

$$\text{制約条件} \quad \underset{\sim}{A}'\underset{\sim}{x} \leq \underset{\sim}{k}, \quad (2a)$$

$$\underset{\sim}{x} \geq \underset{\sim}{0}$$

つまり、
最大化

$$\begin{bmatrix} P_1 & P_2 & \cdots & P_n \end{bmatrix} \begin{bmatrix} x_1 \\ x_2 \\ \cdot \\ \cdot \\ x_n \end{bmatrix}$$

制約条件

$$\begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} & \cdots & a_{1n} \\ a_{21} & a_{22} & \cdots & a_{2n} \\ \cdot & \cdot & & \cdot \\ \cdot & \cdot & & \cdot \\ a_{m1} & a_{m2} & \cdots & a_{mn} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} x_1 \\ x_2 \\ \cdot \\ \cdot \\ x_n \end{bmatrix} \preceq \begin{bmatrix} k_1 \\ k_2 \\ \cdot \\ \cdot \\ k_m \end{bmatrix},$$

$$\begin{bmatrix} 0 \\ 0 \\ \cdot \\ \cdot \\ 0 \end{bmatrix} \preceq 0$$

問題2（双対問題）：

$$\text{最小化} \quad k^T w \quad (3a)$$

$$\begin{aligned} \text{制約条件} \quad & A w \preceq b, \\ & w \preceq 0 \end{aligned} \quad (4a)$$

つまり、
最小化

$$\begin{bmatrix} k_1 & k_2 & \cdots & k_m \end{bmatrix} \begin{bmatrix} w_1 \\ w_2 \\ \cdot \\ \cdot \\ w_m \end{bmatrix}$$

$$\text{制約条件} \quad \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} & \cdot & \cdot & \cdot & a_{m1} \\ a_{21} & a_{22} & \cdot & \cdot & \cdot & a_{m2} \\ \cdot & \cdot & & & & \cdot \\ \cdot & \cdot & & & & \cdot \\ a_{1n} & a_{2n} & \cdot & \cdot & \cdot & a_{mn} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} w_1 \\ w_2 \\ \cdot \\ \cdot \\ w_m \end{bmatrix} \geq \begin{bmatrix} P_1 \\ P_2 \\ \cdot \\ \cdot \\ P_n \end{bmatrix},$$

$$\begin{bmatrix} 0 \\ 0 \\ \cdot \\ \cdot \\ 0 \end{bmatrix} \geq \underline{0}$$

いま原問題が解を持ち、したがって双対問題も解を持つとする。それらの解をそれぞれ $\underline{x}^*$ ($n \times 1$ 行列)、 $\underline{w}^*$ ($m \times 1$ 行列) とすれば、双対定理は

$$\underline{P}' \underline{x}^* = \underline{k}' \underline{w}^* \quad (5a)$$

と表わせる。つまり、最適状態においては、原問題の目的関数の値と、双対問題の目的関数の値は全く同じ値となる。

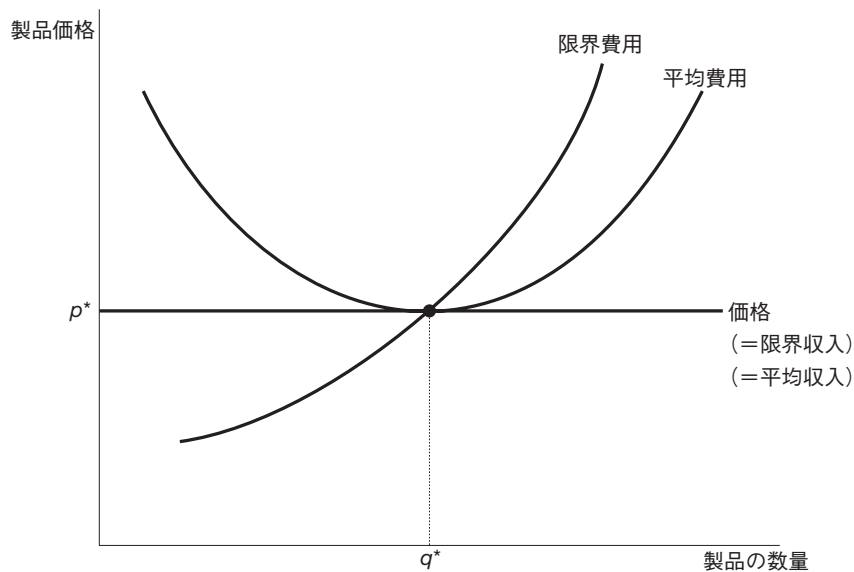
$$\begin{bmatrix} P_1 & P_2 & \cdot & \cdot & P_n \end{bmatrix} \begin{bmatrix} x_1^* \\ x_2^* \\ \cdot \\ \cdot \\ x_n^* \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} k_1 & k_2 & \cdot & \cdot & k_m \end{bmatrix} \begin{bmatrix} w_1^* \\ w_2^* \\ \cdot \\ \cdot \\ w_m^* \end{bmatrix}$$

4 双対問題と双対定理の含意

上記二つの問題の含意は、次のように整理できる。

第一に、製品数量を決定する問題と、価格（製品の価格ではなく投入資源の価格）を決定する問題がそれぞれ原問題、双対問題として同時に解かれるかたちになっていることである。原問題は、端的に言えば投入可能資源量に制約がある状況の下で、各製品の生産量 (x_i) を求める問題である。これに対して双対問題は、各製品の生産コストを完全に回収するという条件の下で、各資源の潜在価格ないし帰属価格 (shadow price、imputed price、 w_j) を求める問題である。つまり双対問題は、希少な資源（生産要素）が生産にとってどの程度大きな制約になるか、その制約の強さを評価する問題といえる。ここでは、より大きな制約となる資源ほど、その価値が大きいと評価される。そして生産量が最適となる状況（最適解）においては、もしある資源に未使用分があればその資源の価格 (w_j) はゼ

付図 完全競争市場における均衡



口になり、完全に利用し尽くされる資源にだけ正の価格がつくことになる。つまり、製品を最適だけ生産する場合、その生産にとって必要となる各種資源の価値を評価するというプロセスが双対問題を解く過程で同時に進行していることを意味している。

第二に、生産量が最適となる場合（したがって生産投入要素の価格も最適となる場合）には、企業にとっての総費用（その最小値が実現する）は企業が生み出す総価値（その最大値が実現する）と等しくなる。これが双対定理の経済的意味である。つまり、最適解の下では、生産要素の保有者にその潜在価格相当の価値が支払われるので、企業が生産活動によって作りだした価値は全て分配しつくされることになる。つまり、最適解の下では、企業の利益はゼロになる。

これは、まさに古典的な市場理論における競争均衡の状態と同じである。つまり純粋競争の下では、代表的企業の利潤最大化行動（限界収入と限界費用の均等化）は結局利潤ゼロの状況（平均収入＝平均費用）で均衡状態をもたらすこと（付図を参照）と同様の結果である。つまり均衡状態においては、企業の総支出は生産要素に対する報酬支払い額に等しいこと、の別証明といえる。あらゆる競争均衡の中には、生産価値の最大化問題と、要素報酬額の最小化問題が隠されているわけである。

ただし、ここには幾つかの重要な前提がある点に留意しておく必要がある。特に重要なのは、生産プロセスの加法性（additivity、linearity）と相互独立性（mutual independence）の仮定である⁴⁸⁾。その仮定の下では、経済体系は一つの巨大企業として統合されたものと同じ、と理解することができる。したがって、経済全体の資源配分を解決するに際しては、中央政府が膨大な規模の計算を行なう必要はなく、ミクロ経済主体である企業がそれぞれ制約条件付きの利潤最大化問題を解く行為を通じてそれがなされると理解できる。市場は、経済全体の大きな線型計画を小さな利潤獲得の行為に分解するものである。経済全体の問題を、企業を通じて解くことができることを示す双対問題は、ひとつの美しい命題ということができよう。

48) そのほかにも、生産における規模の経済性の非存在、市場独占の非存在、情報コストや情報の非対称性の非存在、などが暗黙のうちに前提されている。

参考文献

- 青木昌彦（1995）『経済システムの進化と多元性：比較制度分析序説』東洋経済新報社。
- 青木昌彦・奥野正寛（編著）（1996）『経済システムの比較制度分析』東京大学出版会。
- 浅井義裕（2002）「企業統治における機関投資家の役割」『証券アナリストジャーナル』40（9）、9月号。
- 浅子和美（2000）『マクロ安定化政策と日本経済』岩波書店。
- アベグレン、ジェームスC.（2004）『新・日本の経営』日本経済新聞社。
- 池田信夫（1997）『情報通信革命と日本企業』NTT出版。
- 池田信夫（2005）『情報技術と組織のアーキテクチャ：モジュール化の経済学』NTT出版。
- 石川丈二（2002）「米国における企業経営不信と経営のチェック機能強化をめぐる動きについて」、日本銀行『にちぎんクォーター』2002年冬季号。
- 伊丹敬之（1993）「企業とは何か——問題状況と研究の方向」伊丹敬之ほか（編）『リーディングス 日本の企業システム 第1巻——企業とは何か——』序章、有斐閣。
- 伊丹敬之（2000）『日本型コーポレート・ガバナンス：従業員主権企業の論理と改革』日本経済新聞社。
- 伊丹敬之・加護野忠男・伊藤元重（編）（1993）『リーディングス・日本の企業システム』第1巻-第4巻、有斐閣。
- 今井賢一・小宮隆太郎（編）（1989）『日本の企業』東京大学出版会。
- 岩井克人（2003）『会社はこれからどうなるのか』平凡社。
- 岩井克人（2005）『会社はだれのものか』平凡社。
- 岩井克人ほか7名（2005）『会社は株主のものではない』洋泉社。
- 岡部光明（1997）『コーポレート・ガバナンス：環境変化と日本企業』、総合政策学のフロンティア・シリーズ、慶應義塾大学SFC研究所。
- 岡部光明（1999）『環境変化と日本の金融：バブル崩壊・情報技術革新・公共政策』日本評論社。
- 岡部光明（2002a）『株式持合と日本型経済システム』慶應義塾大学出版会。
- 岡部光明（2002b）「コーポレート・ガバナンスの研究動向：展望」『Keio SFC Journal』慶應義塾大学湘南藤沢学会、第1巻第1号。〈<http://web.sfc.keio.ac.jp/~okabe/paper/SFCJ09.pdf>〉
- 岡部光明（2003a）「日本企業の資金調達とガバナンス」『経済セミナー』2月号。
- 岡部光明（2003b）『経済予測：新しいパースペクティブ』日本評論社。
- 岡部光明（2003c）「金融システムとコーポレート・ガバナンス」、岡部光明（編）『総合政策学の最先端Ⅰ：市場・リスク・持続可能性』慶應義塾大学出版会。
- 岡部光明（2005）「企業の内部ガバナンスのあり方を追求（小佐野広著『コーポレートガバナンスと人的資本：雇用関係からみた企業戦略』に対する書評）」『エコノミスト』毎日新聞社、11月8日号。〈<http://web.sfc.keio.ac.jp/~okabe/paper/shohyo1.pdf>〉
- 岡部光明・藤井恵（2004）「日本企業のガバナンス構造と経営効率性：実証研究」慶應義塾大学大学

- 院21世紀COEプログラム、総合政策学ワーキングペーパーシリーズ第34号。〈http://web.sfc.keio.ac.jp/~okabe/book/report_governance.html〉
- 小佐野広（2001）『コーポレート・ガバナンスの経済学：金融契約理論からみた企業論』日本経済新聞社。
- 小佐野広（2005）『コーポレートガバナンスと人的資本：雇用関係からみた企業戦略』日本経済新聞社。
- 川北英隆（2003）「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』12月。
- 菊澤研宗（2004）『比較コーポレート・ガバナンス論：組織の経済学アプローチ』有斐閣。
- 日下部聡（2005）「パネル討論配布資料」“Corporate Finance and Governance: Japan-Europe Comparisons,” RIETI-CEPRE コンファレンス、9月15日。
- 経済企画庁（1999）『1999年度（平成11年度）年次経済報告：経済再生への挑戦』大蔵省印刷局。
- 経済企画庁調査局（1999）「平成10年度企業行動に関するアンケート調査：期待成長率低下のなかでの企業行動」。
- 経済産業研究所（2004）『多様化する日本のコーポレートガバナンス——特定のモデルへの収斂？——』（RIETI政策シンポジウム実施報告書）。
- 小林慶一郎・加藤創太（2001）『日本経済の罫：なぜ日本は長期低迷を抜け出せないのか』日本経済新聞社。
- 小林慶一郎（2005）「カイヤに『幻想』を抱けますか？——企業存続の条件とは」『論座』6月号、朝日新聞社。
- 齋藤卓爾（2005）“Founding family and corporate governance,” 日本金融学会春季大会報告論文、6月。
- 財務省総合政策研究所（2003）「研究報告書『日本企業の多様化と企業統治』の概要——事業戦略・グループ経営・分権化組織の分析」〈<http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu/zk065a.htm>〉
- 鹿野嘉昭・福澤満（2005）「グローバル化、情報化と日本型金融システム——メインバンク関係の変容を中心として——」日本金融学会春季大会報告論文。
- 関根敏隆・小林慶一郎・才田友美（2003）「いわゆる『追い貸し』について」日本銀行金融研究所『金融研究』第22巻第1号、3月。
- 高橋伸夫（2005）「〈育てる経営〉の戦略——ポスト成果主義への道」講談社。
- ドーフマン、サミュエルソン、ソロー（1958）『線型計画と経済分析』全2巻（安井琢磨ほか訳）岩波書店。（Robert Dorfman, Paul A. Samuelson and Robert Solow, Linear Programming and Economic Analysis, McGraw-Hill, 1958.）
- 田村達也（2002）『コーポレート・ガバナンス：日本企業再生への道』中央公論新社。
- ドラッカー、ピーターF.（2005）『企業とは何か：その社会的な使命』ダイヤモンド社。
- 内閣府（2001）『平成13年度 年次経済財政報告——改革なくして成長なし』財務省印刷局。

- 内閣府（2002）『平成14年度 年次経済財政報告——改革なくして成長なしⅡ』財務省印刷局。
- 内閣府（2005）『平成17年度版 経済財政白書——改革なくして成長なしⅤ』、国立印刷局。
- 新原浩朗（2003）『日本の優秀企業研究：企業経営の原点6つの条件』東洋経済新報社。
- 二上季代司（2004）「投資信託のガバナンス」『証券アナリストジャーナル』6月号。
- 日本監査役協会（2004）「委員会等設置会社への移行動向等コーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査」（インターネット・アンケート）。〈http://www.kansa.or.jp/PDF/enquet4_040514.pdf〉
- 平田雅彦（2005）『企業倫理とは何か：石田梅岩に学ぶCSRの精神』PHP新書、PHP研究所。
- 深尾光洋（1999）『コーポレート・ガバナンス入門』（ちくま新書）筑摩書房。
- 深尾光洋・森田泰子（1997）『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社。
- 藤原総一郎（2005）『企業再生とM&Aのすべて』文春新書442、文藝春秋。
- 淵田康之・大崎貞和（編）（2002）『検証 アメリカの資本市場改革』日本経済新聞社。
- 堀内昭義・花崎正晴（2000）「メインバンク関係は企業経営の効率化に貢献したか——製造業に関する実証研究——」日本政策投資銀行調査レポート、21-1。
- 松田修一（2001）『ベンチャー企業』第2版（日経文庫843）日本経済新聞社。
- 松原泰道（1999）『「足るを知る」ころ』プレジデント社。
- 宮島英昭（2004）『産業政策と企業統治の経済史：日本経済発展のミクロ分析』有斐閣。
- 宮島英昭・原村健二・稲垣健一（2003）「進展するコーポレート・ガバナンス改革をいかに理解するか：CGS（コーポレート・ガバナンス・スコア）による分析」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』12月号。
- 三和裕美子（1999）『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス：アメリカにおける史的展開』日本評論社。
- 渡辺章博・井上光太郎・佐山展生（2005）『M&Aとガバナンス：企業価値最大化のベスト・プラクティス』中央経済社。
- Abe, Naohito, and Satoshi Shimizutani (2005) “Employment policy and corporate governance: an empirical analysis on the stakeholder model in Japan,” ESRI Discussion Paper Series no.136, Cabinet Office of the Japanese Government.
- Allen, F. and Gale, D. (2000) Comparing Financial Systems, Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Anderson, Christopher W., and Terry L. Campbell II (2004) “Corporate governance of Japanese banks,” Journal of Corporate Finance, 10, pp. 327-354.
- Aoki, M. (2000) Information, Corporate Governance, and Institutional Diversity: Competitiveness in Japan, the USA, and the Transitional Economies, Oxford: Oxford University Press.
- Aoki, M. and Patrick, H. (eds.) (1994) The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies, Oxford: Clarendon Press Oxford. (邦訳、青木昌彦、ヒュー・パトリック（編）『日本のメインバンク・システム』東銀リサーチインターナショナル訳、

東洋経済新報社、1996年)

- Bebchuk, Lucian A., and Mark J. Roe (2004), "A theory of path dependence in corporate ownership and governance" in Jeffrey N. Gordon and Mark J. Roe (eds.), Convergence and Persistence in Corporate Governance, Cambridge University Press.
- Becht, Marco, Tim Jenkinson, and Colin Mayer (2005) "Corporate governance: an assessment," Oxford Review of Economic Policy, 21(2), pp. 155-163.
- Bolton, P., Marco Becht, and Alisa Roell (2002) "Corporate governance and control," NBER Working Paper, no. 9371, December.
- Buckley, Peter J., and Michie, Jonathan (eds.) (1996) Firms, Organizations and Contracts: A Reader in Industrial Organization, Oxford University Press.
- Clarke, Thomas (2005) Corporate Governance: Critical Perspectives on Business and Management, volume no. 1-no. 5, Routledge.
- Davis, Kevin (1999) Governance and Australian Financial Institutions, Canberra, Australia: Australia-Japan Research Centre, Australian National University.
- The Economist (2005) "Capitalism ethics: The good company," pp. 12-13.
- Henderson, James M., and Richard E. Quandt (1971) Microeconomic Theory: A Mathematical Approach, second edition, McGraw-Hill.
- Jackson, Gregory (2002) "The Twilight of the Stakeholder Corporation? Germany's Relevance for Japan," RIETI column 0057. <http://www.rieti.go.jp/jp/columns/a01_0057_e.html>
- Miyajima, Hideaki (2005) "Changing J-type firms and the role of M&A in corporate governance," presentation material, Joint Conference with RIETI and CEPR, "Corporate Finance and Governance: Europe-Japan Comparisons," September 14, Tokyo.
- Miyajima, Hideaki, and Fumiaki Kuroki (2006) "The unwinding of cross-shareholding in Japan: causes, effects, and implications," Masahiko Aoki et al. (eds.) Corporate Governance in Japan, Oxford: Oxford University Press, forthcoming.
- OECD (2004a) Corporate Governance: A Survey of OECD Countries, Paris: OECD.
- OECD (2004b) "Survey of corporate governance developments in OECD countries," Paris: OECD, pp.7-34. (Reprinted in Clarke (2005) volume 5.)
- Okabe, Mitsuaki (1992) "The Japanese firm (1): Behavioral and structural characteristics," Working Paper 92-3, Centre for Japanese Economic Studies, Macquarie University, Sydney, Australia.
- Okabe, Mitsuaki (2002) Cross Shareholdings in Japan: A New Unified Perspective of the Economic System, Edward Elgar Publishing, U. K.
- Okabe, Mitsuaki (2005) "The Financial System and Corporate Governance in Japan," Corporate Ownership and Control, 3(3), December (forthcoming).
- Prowse, S. (1994) "Corporate governance in an international perspective: A survey of corporate

- control mechanisms among large firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany,” BIS Economic Papers, no. 41, July. (also in Financial Markets, Institutions and Instruments; 4 (1), February, 1995.)
- Roberts, John (2004) The Modern Firm: Organizational Design for Performance and Growth, Oxford University Press.
- Roe, Mark J. (2004) “The instability of American corporate governance,” Discussion Paper No. 493, John M. Olin Center’s Program on Corporate Governance, Harvard Law School. http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/
- Rossi, Stefano, and Paolo F. Volpin (2004) “Cross-country determinants of mergers and acquisitions,” Journal of Financial Economics, 74, pp. 277-304.
- Shailer, Gregory E. P. (2004) An Introduction to Corporate Governance in Australia, Frenchs Forest, NSW, Australia : Pearson Education Australia.
- Sheard, Paul. (1995) “Long-termism and the Japanese firm,” in Okabe, Mitsuaki (ed.) The Structure of the Japanese Economy: Changes on the Domestic and International Fronts, New York: St. Martin’s Press.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1997) “A survey of corporate governance,” Journal of Finance; 52 (2), June, pp. 737-783.
- Weinstein, D. E. and Yafeh, Y. (1998) “On the costs of a bank-centered financial system: Evidence from the changing main bank relations in Japan,” Journal of Finance; 53(2), April, pp. 635-72.
- Zingales, Luigi (1998) “Corporate governance,” in The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law, volume 1, London: Palgrave, pp. 497-503.

既刊「総合政策学ワーキングペーパー」一覧*

番号	著者	論文タイトル	刊行年月
1	小島朋之 岡部光明	総合政策学とは何か	2003年11月
2	Michio Umegaki	Human Security: Some Conceptual Issues for Policy Research	November 2003
3	藤井多希子 大江守之	東京圏郊外における高齢化と世代交代——高齢者の安定居住に関する基礎的研究	2003年11月
4	森平爽一郎	イベントリスクに対するデリバティブズ契約	2003年11月
5	香川敏幸 市川 顕	自然災害と地方政府のガバナンス～1997年オーデル川大洪水の事例～	2003年12月
6	巖 網林 松崎 彩 嶋原美可子	地域エコシステムのマッピングとエコシステムサービスの評価——地域環境ガバナンスのためのGISツールの適用——	2003年12月
7	早見 均 和気洋子 吉岡完治 小島朋之	瀋陽市康平県におけるCDM（クリーン・デベロプメント・メカニズム）の可能性と実践：ヒューマンセキュリティに向けた日中政策協調の試み	2003年12月
8	白井早由里	欧州の通貨統合と金融・財政政策の収斂——ヒューマンセキュリティと政策対応	2003年12月
9	岡部光明	金融市場の世界的統合と政策運営——総合政策学の視点から——	2003年12月
10	駒井正品	PFI事業の事業者選定における価格と質の評価方法への総合政策学的接近	2003年12月
11	小暮厚之	生命表とノンパラメトリック回帰分析——我が国生保標準生命表における補整の考察	2004年1月
12	Lynn Thiesmeyer	Human Insecurity and Development Policy in Asia: Land, Food, Work and HIV in Rural Communities in Thailand	January 2004
13	中野 諭 鄭 雨宗 王 雪萍	北東アジアにおけるヒューマンセキュリティをめぐる多国間政策協調の試み：日中韓三国間のCDMプロジェクトの可能性	2004年1月

* 各ワーキングペーパーは、当 COE プログラムのウェブサイトに掲載されており、そこから PDF 形式で全文ダウンロード可能である。ワーキングペーパー冊子版の入手を希望される場合は、電子メールで当プログラムに連絡されたい (coe2-sec@sfc.keio.ac.jp)。また当プログラムに様々なかたちで関係する研究者は、その研究成果を積極的に投稿されんことを期待する（原稿ファイルの送信先：coe2-wp@sfc.keio.ac.jp）。なお、論文の執筆ならびに投稿の要領は、当プログラムのウェブサイトに掲載されている。

当プログラムのウェブサイト <<http://coe21-policy.sfc.keio.ac.jp/>>

14	吉岡完治 小島朋之 中野 諭 早見 均 桜本 光 和気洋子	瀋陽市康平県における植林活動の実践：ヒューマンセキュリティの日中政策協調	2004年2月
15	Yoshika Sekine, Zhi-Ming YANG, and Xue-Ping WANG	Air Quality Watch in Inland China for Human Security	February 2004
16	Patcharawalai Wongboonsin	Human Security and Transnational Migration: The Case in Thailand	February 2004
17	Mitsuaki Okabe	The Financial System and Corporate Governance in Japan	February 2004
18	Isao Yanagimachi	Chaebol Reform and Corporate Governance in Korea	February 2004
19	小川美香子 梅嶋真樹 國領二郎	コンシューマー・エンパワーメント技術としてのRFID——日本におけるその展開——	2004年2月
20	林 幹人 國領二郎	オープンソース・ソフトウェアの開発メカニズム——基幹技術開示によるヒューマンセキュリティ——	2004年2月
21	杉原 亨 國領二郎	学生能力を可視化させる新しい指標開発——経過報告——	2004年2月
22	秋山美紀	診療情報の電子化、情報共有と個人情報保護についての考察——ヒューマンセキュリティを実現する制度設計に向けて——	2004年3月
23	飯盛義徳	地域活性化におけるエージェントの役割——B2Bシステムによる関係仲介とヒューマンセキュリティ——	2004年3月
24	山本悠介 中野 諭 小島朋之 吉岡完治	太陽光発電のユーザーコストとCO ₂ 削減効果：大学におけるヒューマンセキュリティへの具体的取組みに向けて	2004年3月
25	Jae Edmonds	Implications of a Technology Strategy to Address Climate Change for the Evolution of Global Trade and Investment	March 2004
26	Bernd Meyer Christian Lutz Marc Ingo Wolter	Economic Growth of the EU and Asia: A First Forecast with the Global Econometric Model GINFORS	March 2004
27	Wei Zhihong	Economic Development and Energy Issues in China	March 2004
28	Yoginder K. Alagh	Common Futures and Politics	March 2004

29	Guifen Pei Sayuri Shirai	China's Financial Industry and Asset Management Companies——Problems and Challenges——	April 2004
30	Kinnosuke Yagi	Decentralization in Japan	April 2004
31	Sayuri Shirai	An Overview of the Growing Local Government Fiscal Problems in Japan	April 2004
32	Sayuri Shirai	The Role of the Local Allocation Tax and Rerorm Agenda in Japan——Implication to Developing Countries——	April 2004
33	山本 聡 白井早由里	経済安定の基盤としての地方自治体の財源問題——地方交付税のフライペーパー効果とその実証分析——	2004年4月
34	岡部光明 藤井 恵	日本企業のガバナンス構造と経営効率性——実証研究——	2004年4月
35	須子善彦 國領二郎 村井 純	知人関係を用いたプライバシー保護型マッチングシステムの研究	2004年4月
36	渡部厚志	「移動の村」での生活史：「人間の安全」としての移動研究試論	2004年4月
37	巖 網林	自然資本の運用による環境保全と社会発展のためのフレームワークの構築——チンハイ・チベット高原を事例として——	2004年4月
38	榊原清則	知的メンテナンス・システムの構築をめざすアメリカの産学官連携プロジェクト	2004年5月
39	白井早由里 唐 成	中国の人民元の切り上げについて——切り上げ効果の検証と政策提言——	2004年5月
40	草野 厚 岡本岳大	対中国ODAに関するメディア報道の分析——新聞報道の比較を中心に——	2004年5月
41	草野 厚 近藤 匡	政策決定過程におけるマスメディアの機能——イージス艦派遣をめぐる議論における新聞報道の影響——	2004年5月
42	草野 厚 古川園智樹 水谷玲子	視聴率の代替可能性——メディア検証機構に焦点を当てて——	2004年5月
43	中川祥子	「信頼の提供」に基づいたNPOと行政のパートナーシップ・モデルの提示	2004年5月
44	安西祐一郎	ヒューマンセキュリティへの総合政策学アプローチ	2004年5月
45	小倉 都	日本における再生医療ビジネスの課題とベンチャー企業の取り組み——ジャパン・ティッシュ・エンジニアリングの事例分析について——	2004年7月

46	伴 英美子	高齢者介護施設における従業員のバーンアウトに 関わる組織システムの調査——総合政策学的視 座——	2004年7月
47	伊藤裕一	「開かれた政策協調手法」の発展とその評価—— EU雇用政策分野における取組みを中心に——	2004年7月
48	Hideki Kaji Kenichi Ishibashi Yumiko Usui	Human Security of the Mega-cities in East and South-East Asia	July 2004
49	Takashi Terada	Thorny Progress in the Institutionalization of ASEAN+3: Deficient China-Japan Leadership and the ASEAN Divide for Regional Governance	July 2004
50	Sayuri Shirai	Recent Trends in External Debt Management Practices, Global Governance, and the Nature of Economic Crises——In Search of Sustainable Economic Development Policies	September 2004
51	Sayuri Shirai	Japan, the IMF and Global Governance——Inter- Disciplinary Approach to Human Security and Development——	September 2004
52	Sarunya Benjakul	Equity of Health Care Utilization by the Elderly Population in Thailand during the Periods of the Economic Bubble and after the Economic Crisis: Human Security and Health Policy Options	September 2004
53	中林啓修	先進国の治安政策と「人間の安全保障」——EU 司法・内務政策を巡る考察——	2004年9月
54	Yuichi Ito	Globalisation, Regional Transformation and Governance——The Case of East Asian Countries ——	January 2005
55	孫 前進 陳 宏 香川敏幸	东北亚经济空间形成中の流通環境分析 [中国語論文]	2005年1月
56	巖 網林 小島朋之 早見 均	運用京都协议书清潔開発機制（CDM）構築可持 続的植樹造林機制——日本庆应义塾大学与中国沈 阳市林业局合作造林的实践经验 [中国語論文]	2005年1月
57	白井早由里	開発援助（ODA）のもたらすマクロ経済問題—— 総合政策学アプローチに向けて——	2005年1月
58	白井早由里	援助配分・供与についての新しいアプローチ—— ヒューマン・セキュリティとミレニアム開発目標 の達成に向けて——	2005年1月
59	小暮厚之	多変量保険リスク管理への共単調性アプローチ ——ヒューマンセキュリティへの基盤研究——	2005年4月

60	枇々木規雄	動的投資決定のための多期間ポートフォリオ最適化モデル——ヒューマンセキュリティへの基盤研究——	2005年4月
61	松山直樹	変額年金保険のリスク管理（現状と課題）——ヒューマンセキュリティへの基盤研究	2005年4月
62	工藤康祐 小守林克哉	EIA（株価指数連動型年金）に含まれるオプション性について——ヒューマンセキュリティへの基盤研究——	2005年4月
63	田中周二	第三分野保険（医療、就業不能、介護）の経験表の作成について——ヒューマンセキュリティへの基盤研究——	2005年4月
64	田中周二	大論争「現行アクチュアリー実務は間違っているのか」——ヒューマンセキュリティへの基盤研究——	2005年4月
65	巖 網林 宮坂隆文	衛星データによる砂漠化進行の時系列分析と農業政策による影響の考察——中国内蒙古自治区ホルチン砂地を事例として——	2005年4月
66	中林啓修	司法・内務分野におけるEUの対中東欧支援政策——「人間の安全保障」実現にむけた国際協力構築の一形式——	2005年4月
67	青木節子	宇宙の軍事利用を規律する国際法の現状と課題	2005年4月
68	青木節子	適法な宇宙の軍事利用決定基準としての国会決議の有用性	2005年4月
69	岡部光明 光安孝将	金融部門の深化と経済発展——多国データを用いた実証分析——	2005年4月
70	森平爽一郎 神谷信一	日本の家計はバブル崩壊以降危険回避的であったのか？	2005年4月
71	小暮厚之 長谷川知弘	将来生命表の統計モデリング：Lee-Carter 法とその拡張——ヒューマンセキュリティへの基盤研究——	2005年4月
72	山田 悠 小暮厚之	取引システムが価格形成に与える影響の分析——総合政策学の視点による研究——	2005年7月
73	駒井正品	住宅バウチャー：アメリカの経験に学ぶ	2005年7月
74	安井 綾 平高史也	「ヒューマンセキュリティの基盤」としての言語政策	2005年7月
75	野中 葉 奥田 敦	インドネシアにおけるジルバップの現代的展開における総合政策学的研究——イスラームと向き合う世俗高学歴層の女性たち	2005年7月
76	岡部光明	総合政策学の確立に向けて（1）：伝統的「政策」から社会プログラムへ	2005年8月

77	岡部光明	総合政策学の確立に向けて (2) : 理論的基礎・研究手法・今後の課題	2005年8月
78	國領二郎	ネットワークと総合政策学	2005年8月
79	小島朋之 徹 網林	総合政策学による環境ガバナンスの実践——東アジアにおける環境問題と国際政策協調スキームの構築——	2005年8月
80	白井早由里	開発援助政策のマクロ経済学と制度アプローチの融合——総合政策学によるメソッドの提案——	2005年8月
81	梅垣理郎	ヒューマンセキュリティと総合政策学	2005年11月
82	大江守之 平高史也	問題解決実践と総合政策学——中間支援組織という場の重要性——	2005年11月
83	平高史也	総合政策学としての言語政策	2005年11月
84	岡部光明	日本企業：進化する行動と構造——総合政策学の視点から——	2005年11月

1. (シリーズの目的) 当ワーキングペーパーシリーズは、文部科学省 21 世紀 COE プログラム「日本・アジアにおける総合政策学先導拠点 --- ヒューマンセキュリティの基盤的研究を通して」の趣旨に沿って行われた研究成果をタイミングよく一般に公開するとともに、それに対して幅広くコメントを求め、議論を深めていくことにあります。このため編集委員会は、同プログラム事業推進担当者 30 名（以下 COE 推進メンバーという。当 COE ウェブページに氏名を掲載）またはその共同研究者等（下記の 4 を参照）による積極的な投稿を期待しています。なお、主として研究論文を集録する当シリーズとは別に、専ら研究資料を集録するために「総合政策学研究資料シリーズ (Policy and Governance Research Data and Document Series)」を 2004 年 6 月に新たに創設しました。当 COE の研究領域や研究内容等はウェブページ（本稿末尾）をご参照ください。

2. (集録論文の性格) シリーズに集録する論文は、原則として日本語、英語、または中国語で書かれた論文とします。集録対象は、未発表論文だけでなく、学会報告済み論文、投稿予定論文、研究の中間報告的な論文、当 COE 主催ワークショップ等における報告論文、シリーズの趣旨に合致する既発表論文（リプリント）など、様々な段階のものを想定していますが、性格的には原則として研究論文といえるものとします。集録論文のテーマは比較的広く設定しますが、上記趣旨に鑑み、原則として総合政策学ないしその方法論、あるいはヒューマンセキュリティに関連するものとします。このため、論文主題、論文副題、あるいは論文概要のいずれかにおいて原則として「総合政策学」または「ヒューマンセキュリティ」という用語のいずれか（または両方）が入っていることを当シリーズ採録の条件とします。

3. (投稿の方法) 投稿は、論文の文書ファイル（図表等が含まれる場合はそれらも含めて一つのファイルにしたもの）を電子メールによって下記にあてて送信してください。文書ファイルは、原則として MS-Word または LaTeX で書かれたものとします。後者による場合には、既刊ワーキングペーパーの様式に準じて作成していただき、そのまま印刷できる様式のもの（camera-ready manuscript）をご提出ください。なお、投稿の締切り期限は特に設けず、随時受け付けます。

4. (投稿資格) 当 COE 推進メンバーおよび慶應義塾大学湘南藤沢キャンパスの専任教員は直接投稿できるものとしますが、それ以外の研究協力者（共同研究者あるいは当 COE リサーチアシスタント等）は必ず当 COE 推進メンバーを経由して投稿してください。この場合、経由者となる COE 推進メンバーは、論文の内容や形式等を十分に点検するとともに必要な修正を行い、責任が持てる論文にしたうえで提出してください。投稿論文は、その著者として SFC 修士課程学生や SFC 学部学生を含む共著論文であってもかまいません（ただし学部学生は第一著者にはなれません）。著者として SFC 大学院以外の大学院生を含む場合には、修士課程学生は第一著者になれず、また博士課程学生も原則として第一著者になれません。研究協力者が SFC の内部者、外部者のいずれの場合でも、投稿論文の著者（複数著者の場合はそのうち少なくとも 1 名）は博士課程在籍中の学生またはそれ以上の研究歴を持つ研究者（当 COE 推進メンバーおよび慶應義塾大学湘南藤沢キャンパスの専任教員はこれに含まれる）であることを条件とします。

5. (論文査読の有無) シリーズの趣旨に鑑み、一般の学術専門誌のような論文査読は行わず、できるだけ幅広く集録してゆく方針です。ただし、シリーズの趣旨に合致する論文とはいいがたいと編集委員会が判断する場合には、編集委員会は、1) 当該論文の採録を見送る、2) 掲載するうえで必要な改訂（体裁その他の点）を著者をお願いする、3) 当シリーズではなく「総合政策学研究資料シリーズ」への採録に回す、などの対応をとることがあります。編集委員会が投稿原稿を受理した場合、通常 10 日以内に必要な改訂の有無を執筆者に電子メールで直接ご連絡します。なお、集録が決定した場合、鮮明な印刷原紙作成のために図表等の原データ（例えば Photoshop EPS など）の提出をお願いする場合があります。

6. (投稿料・原稿執筆料) 投稿料は不要です。一方、原稿執筆料は支払われません。集録論文の著者には当該ワーキングペーパーを原則として40部進呈いたします(それ以上の場合も十分対応できますので申し出て下さい)。

7. (著作権) ワーキングペーパーの著作権は、当該論文の執筆者に帰属します。

8. (公開方法) 本シリーズに含まれる論文は、編集委員会が統一的な様式に変換したうえで冊子体に印刷して公開します(既刊論文をご参照。なお提出原稿にカラー図表等が含まれていても構いませんが、それらは冊子印刷に際しては全てモノクロとなります)。またウェブ上においても、原則としてすべての論文をPDFファイル形式でダウンロード可能な状態で掲載し、公開します。

9. (原稿執筆要領) 提出原稿の作成にあたっては、次の点に留意してください。

1) A4版、横書き、各ページ1列組み(2列組みは不可)。

2) 活字サイズは、日本語または中国語の場合10.5~11ポイント、英語の場合11~12ポイントとする。1ページあたりの分量は、日本語または中国語の場合1ページ40字30行、英語の場合1ページ30行をそれぞれ目安とする。(これら3つの言語以外の言語による場合は適宜読み替える。以下同様。)

3) タイトルページ(1枚目)には、論題、著者名、著者の所属と肩書き(大学院生には修士課程在学中か博士課程在学中かを明記のこと)、著者の電子メールアドレスのほか、必要に応じて論文の性格(学会発表の経緯など)や謝辞を記載。「COEの研究成果である」といえる場合には必ずその旨を記載する。なお、日本語論文の場合は、論題(メインタイトルおよびサブタイトル)ならびに著者名の英語表示もページ下方に適宜記載する(当該論文には印刷しないが、英文ワーキングペーパー末尾に付ける既刊一覧表で必要となるため)。

4) その次のページ(2枚目)には、論題、著者名、概要、キーワード(4-6つ程度)を記載。概要は必須とし、一つのパラグラフで記載する。その長さは7-12行(日本語論文または中国語論文の場合は250字-400字程度、英文論文の場合は150語程度)を目安とし、単に論文の構成を記述するのではなく分析手法や主な結論など内容面での要約も必ず記述する。なお、中国語論文の場合の概要は、中国語に加え、英語または日本語でも付けること。

5) 本文は、その次のページ(3枚目)から始める。

6) タイトルページを第1ページとし、論文全体に通しページ(下方中央)を付ける。

7) 注は、論文全体として通し番号をつけ、該当ページの下方に記載する(論文の最後にまとめて記載するのではなく)。

8) 図と表は区別し、それぞれ必ずタイトルをつける。またそれぞれ通し番号をつける。それぞれの挿入箇所を明示する(図表自体は論文末尾に一括添付する)か、あるいは本文中に直接はめ込むか、いずれでもよい。

9) 引用文献は、本文の最後にまとめて記載する。その場合、日本語文献、外国語文献の順。日本語文献は「あいうえお」順、外国語文献は「アルファベット」順。

10) 文献リストには、引用した文献のみを記載し、引用しなかった文献は記載しない。

11) 論文の長さは、特に制約を設けないが、研究論文として最も一般的な長さと考えられるもの(本文が15-30ページ程度)を目安とする。

10. (投稿要領の改訂) 投稿要領の最新時点のものは、随時、当COEのウェブページに掲載します。

論文の投稿先: coe2-wp@sfc.keio.ac.jp

論文冊子の入手その他: coe2-sec@sfc.keio.ac.jp

論文のPDF版(COEウェブページ): <http://coe21-policy.sfc.keio.ac.jp/>

ワーキングペーパーシリーズ編集委員: 岡部光明(編集幹事)、梅垣理郎、駒井正晶