

# 統治と買収

## Corporate Governance and Corporate Buyout

佐藤 一郎  
(Ichiro SATO)

### 【要約】

拙稿の主題は、標題にもあるとおり、M & A と企業統治に関するものである。近年、日本企業をとりまく環境は様変わりしたが、それはひとつには企業構造の変化であり、他面では法制度や会計制度の改変がある。前者は組織構造における所有の事実上の崩壊であるとともに、後者はグローバル化の一環ととらえられる。

拙稿では、経営行動にまつわるさまざまな問題と市場ルールがコーポレート・ガバナンスに及ぼす影響を再検討の対象とする。

キーワード：企業統治 企業買収 企業防衛 投資ファンド 企業価値

### Abstract:

The subject of this paper treats the problem area over M&A and the corporate governance as being also in the title. Recently, the environment over the enterprise in Japan changed completely. It is a change in a corporate structure for one thing, and there is a change in a legal and accounting systems in two though some the causes can be enumerated. The former is a virtual collapse of the possession each other structure, and when it is a part of the globalization, the latter can be caught.

In this paper, various problems over the management action are referred reexamining, and also about the effect that the rule right market especially causes the corporate governance.

keyword: Corporate Governance Corporate Buyout Corporate Defense Investment Fund  
Corporate Value

### はじめに

すでに旧聞に属すとはいえ、1997年晩秋における相次ぐ金融機関の破綻は、戦後の日本がほとんど経験したことのない衝撃であった。旧都市銀行の一角であると同時に広大かつ600万人の人口を有する北海道を代表し、金融面で多大

な影響力を及ぼしていた北海道拓殖銀行、旧四大証券会社のひとつに数えられ、名門であった山一証券などのわが国の代表的な金融機関の経営破綻は、当時金融恐慌の呼び水になるとの恐怖をもたらし、長引く不況下にある経済に追い討ちをかけるようにさらなる深刻な事態を招きかねなかった。折りしもちょうどこのころ、マ

レーシアやタイ、韓国では通貨危機に襲われ、IMF 管理下に降ったため、わが国にも類焼するのはとの憶測が流れ、このためわが国の信認は失墜寸前であった。

逆説的であるが、この時期はわが国の経済および経営システムを再検討するには、好機であったのかもしれない。というのも、1980 年代後期のバブルの発生と崩壊は、戦後日本の成長と安定を支え続けた独自の経済システムの限界と終焉とを告げる画期であったにもかかわらず、多くの人々はそのような認識を共有してはいなかったからであって、むしろ日本的システムの優位性に対する矜持は微動だにしないとの何の根拠もない幻想にまだ囚われていたからである。まさに、クルイロフの寓話「茹で蛙」を彷彿とさせる状況にあったのである。

しかし、改革へ向かう足音はあたかも牛の歩みにも似て恐る恐るではあっても着実にすすんでいた。経営システムに關説すれば、90 年代初頭から中葉にかけての株主代表訴訟の簡素化、自社株取得規制の緩和、先述の金融危機と同時期に成立した独占禁止法第 9 条の純粹持ち株会社規制の撤廃、同じく金融持ち株会社の自由化、さらにいわゆる日本版ビッグバンの始動などが挙げられよう。さらに、世紀の変わり目前後には、ビッグバンは金融分野ひいては経営分野、会計分野にまで波及していき、バブル以前と比べて目覚ましいとまでいえないが、経済環境は相応の変貌を遂げてはいる。

振り返れば、われわれは戦後 60 年間、欧米先進列国にキャッチアップすることを目標にひたすら邁進してきたのだが、そのモデルは主としてアメリカであった。なるほど、今日わが国はアメリカに次ぐ経済大国に位置づけられるにいたったが、世界がわが国を見る眼差しは賞賛と嫉妬、期待と失望、羨望と侮蔑など急速に近代化した国家にありがちな緋い交ぜられた複雑な感情がこめられている感があるようである。同時に、われわれはモデルとしたアメリカに対しても同じような評価を下しがちである。一口にアメリカとしてみたところで、民族的にも、宗教的にも、言語のうえでも、文化的背景を考えても、地域特性からみても、ひどく多面的で

あることはいうをまたない。また、その地理的領域は極北から西太平洋、南米への玄関に位置するパナマやプエルト・リコ、いまや絶滅危惧種とまで揶揄されるにまでなった社会主義体制をとるキューバにまで領土を有し、かつてアフリカ系アメリカ人の帰還先としてなれば強権的に作りあげたりベリアまで含めれば、地球半周以上の広大さを誇る。あらためていう必要もなく、その軍事的かつ政治的支配力は他を圧してあまりある。史上名だたるいかなる帝国もいまだかつてなしえなかった、まさに最強にして唯一の帝国の出現であった。

アメリカの領野は科学技術や思想分野にまで及ぶ。これらの分野でも、かの巨大国家は世界を席捲し続け、とりわけ経済思想においてその市場主義は、もはやローカルな制度や価値観の存立を許さないほど強大になってしまった感を強くもたざるをえない。わが国経済を深く彩ってきた諸制度や慣習、価値観もその例外ではなくなった。

さて、本稿ではわが国が 50 年あまりにわたって墨守してきた従来の企業統治システムをステークホルダー型企業統治と規定したうえで、簡単に振り返りつつ、近未来の企業統治像を本来の市場システムに整合的な株主主権に基づくシステム（シェアホルダー型企業統治）への適応という観点から模索する。

## I 企業統治の構造転換

### 1 官僚による間接的コントロール

いまではほとんど想起されることがないが、戦前わが国は完膚なきまでの市場主義を旨とする資本主義国家であった。階級による所得格差は現在のアメリカを彷彿とさせるほど厳然として存在し、労使関係は常に内紛の火種をはらみ、今日の日本的システムの特徴のひとつとされる融和的關係からすれば想像し難い關係であったといわれる。当然ながら、格差は階級間のみ存在したのではなく、企業間格差も歴然としていた。企業關係は垂直的なピラミッド構造を形成し、特に経済的規模の点で、三井家、岩崎家、住友家、安田家といった同族が君臨する財閥の

国民経済に占める比率は、寡占といってよいほど圧倒的であった。これら財閥の紐帯の結節点は資本関係であり、人的関係がこれを補完する役割を果たしていたのであるが、いずれにおいても頂点にある純粋持株会社が主要な地位を占め、全体構造はきわめて閉鎖的であった。

周知のように、このような圧倒的な経済力をもちながらも閉鎖的かつ非民主的な財閥は、敗戦直後からGHQの手で解体され、同族関係者は経済界から追放されたのであった。GHQのドラステックな改革は財閥解体にとどまらず、農地解放ひいてはピープルズ・キャピタリズムを出来させた証券民主化へとすすんだ。証券民主化がなされた当時、個人株主は全上場株数の7割にも達する勢いであった。しかし、この勢いは徐々に殺がれ、やがて旧財閥系企業を中心に株主層の分布は法人あるいは機関が大勢を占めるようになる。その契機は事業持株会社の復活であったといえよう。このころに企業集団が形成されたのであるが、グループの紐帯の中心的役割は銀行が担っていた(Hadley, 1973)。もちろん、持ち株制限があったため、銀行がグループ内他社の支配的持ち株比率を得ることは不可能であったが、その空白を埋めたのがグループ内他社であった。銀行はグループ内他社の株式を一方的に所有したのではなく、同時に銀行は後者によっても所有されるという構造をとったのであった。これが、通常いわれる株式の持ち合いである。

株式の持ち合いは、二重の側面がある。すなわち、たとえば同一グループに属するA社とB社があるとしよう。両者は、グループ外からの敵対的買収攻勢から自らの身を守るため、黙示的契約を結んだうえでA社はB社の株を、同時にB社はA社の株を相互に所有するのである。なぜこのような迂回的方法を用いるのかといえば、自社株保有の禁止規定を逃れるためである。かりに自社株保有が無制限に認容されれば、それは自己資本の空洞化をたちまち意味するところとなり、本来の株式会社の理念に違背するからである。しかし、持ち合いには10%あるいは5%という上限が設けられているため、この条件をクリアせずして防衛策は磐石とはいえない

い。そこで、当事者同士の持ち株比率を上回る比率を、同一グループの他社に安定株主として保有させるのである。当事者を含めて、かれらが株主権を行使することは、黙示的契約に違背するからふつうありえない。先述のように、この構造の中心的役割を担っていたのが銀行であった。そもそも、なぜ銀行が中心でなければならないのかといえば、当時から近年までの企業金融の通史を紐解けば一目瞭然である。わが国の事業会社の資金調達法は、間接金融、つまり借入金が主流であったし、現在でもその比率は昔日の面影がないとはいえ、相当の比重を占めている点で重要性に変わりはない。したがって、銀行は貸付金がどのように使われ、どれだけ利益をあげたのかに関心をもたずにいられない。このため、銀行は貸付先を常に監視するのである。ときには貸付額がとりわけ莫大であり今後とも優良な貸出先と見込める事業会社であれば、その取締役会に社外役員として自行から派遣するという手段をとることも厭わない。このようなあり方が、銀行がコーポレート・ガバナンスの担い手とするメインバンク・システム論の論拠であろう(青木等、2000)。このことは、銀行による事業会社の支配とか管理というより、むしろ銀行の預金者に対する社会的責任の観点から正当化されるべきである。預金者保護は、行政の現実的施策によって担保されるから、官僚による間接的コントロールとされる所以である。

もちろん、官僚の銀行に対するコントロールといっても、程度の差はあれ民主政体を取る国家にあって一方的関係の保持はふつうみられず、なんらかの利害関係を基底に置くから、この場合においても例外ではない。具体的には、官僚の、このケースでは旧大蔵省の銀行に対しての支配者的振る舞いは国家による権威の表れに違いないとしても、かれらにとっては将来の再就職先の確保でもある。他方、銀行にとっての利益は、もちろん金融業は免許事業であるから指導官庁との友好的な不即不離の関係を断ち切るわけにはいかないが、なによりも関係を持続することによる情報の確保である。

## 2 株式持ち合いの効果

旧財閥を中心に同一の企業グループ内で広汎に観察される株式の持ち合いの効果は、なによりも他の企業あるいは他グループからの買収を回避するための防火壁である。持ち合いの当事者たちは、どんなに買収者が高値で株式を買取ろうとしても決して売ろうとはしないのであるから、被買収者からみればこれほど心強い安定株主はいない。したがって、経営者は買収の脅威にさらされずに、経営に専念できるわけである。かれらの経営目標は、株価の上昇であろうはずはなく、ときには規模拡大であり、ときには売上高の増大であり、ときにはマーケットシェアの拡大であり、さらには内部留保の積み増しであったり、従業員の福祉向上であったりする。極言すれば、資本市場からの資金調達は、「資本充実の原則」を満たすためだけに行われるにすぎない。このことの傍証としては、わが国の企業の特徴のひとつとして夙に知られる配当性向の低さが挙げられよう（森脇、1992）。しかも、その低さはかなり長期にわたるものであり、いかに企業が株主を軽視してきたかを物語っている。ところが、日本企業の株主軽視の傾向は以前から指摘されてはいるが、軽視の対象は浮動層をなす個人株主なのであって、安定株主としての大株主はこの限りでない。なぜなら、かれらは持ち合いの当事者である限り、その株主権を行使しない、つまり私的所有権を事実上封殺することを前提に他社株を保有しているからである。かれらの持分は市場で譲渡されることはないのであって、たとえ一時的に市場に売却される場合でも、その目的はいわゆる益出しであって、数日後には買い戻されるのである。

以上の企業行動は、市場のもつ本来的な暴力性や不安定性を回避するという点できわめて効果的であるが、そのことが市場に及ぼす影響は看過できない側面がある。第一に、市場流通量が極度に限られているため、株価形成のボラティリティがわずかの売買量でも鋭敏になりやすいという点である。この事実は、特に個人投資家の心理形成に長期的影響を与え、株式投資といえはごく短期的なキャピタル・ゲイン狙いと

いう通弊をうみだし、投資先の成長に応じて配当を享受するという長期的な投資態度は微塵も見られなくなった。第二に、持ち合いは企業にとってふたつの点で好都合であった。増資による供給増は第三者割当増資のかたちでたちまち安定株主に消化され、供給弛緩による下落は期待できない。よって株価はほぼ恒常的に高値維持できるのである。また、高度成長期を通じて株価はほとんど右肩上がりであったから、含み益が膨大になり、自己金融の原資になりえたりばかりでなく、地価上昇とあいまって企業の際限のない自己肥大化のエンジンとなったのである。

## 3 ステークホルダー型企業統治

銀行が指導官庁と利害関係を有するのと同じく、事業会社も銀行と密接な利害関係にあることは、先にみたとおりである。とりわけ、メインバンクとされる銀行と事業会社との関係は、単なるビジネスライクな関係を超越しているということを期待されてもいる。したがって、前者は、特に後者が苦境にあるときには与信枠を超えた信用を供与することもたびたびありうるし、危機時には再建の主役を演じたり、不幸にして破産宣告を受けた場合には残余財産の配分に与える優先順位は最後列でしかない。この関係はビジネスの領域を超えたむしろ運命共同体に擬せられるものである。

当たり前であるが、企業は銀行との関係のほかに従業員や取引先、顧客、地域社会などとの関係を取り結んでいる。まず、従業員は、いわゆる終身雇用を大前提に置くなら、もっとも密接な関係を有するといえる。かれらは、ふつう20代前半から60代前半までの長年月にわたって企業にコミットするのであるが、労働サービスを提供するのみならず、意思決定過程に深く関与する場合が多い。かれらが単なる労働サービスの提供者ならば、生産要素のひとつにすぎないが、意思決定に関与するとなれば事柄はそう単純ではない。日本の組織では、多く稟議制度を採り入れているため、たとえ従業員であろうと多寡の違いがあっても経営戦略に参加しているといえるのであるが、このことは企業にとっ

での最高機密情報に日々関与し、分有しているということの意味する。むしろ、ローウ・マネジメント、ミドル・マネジメントそしてトップ・マネジメントと階梯を上がるにつれて関与と分有の度合いは増す。そうなれば、かれらの所得も矜持も増すばかりでなく、ますます企業との一体感が強まる。激しい出世競争を勝ち抜いてきた暁には、勝者はかたちのうえで一度従業員としての地位を離れ、役員となるのであるが、こうなるとかれらの自意識のなかでは企業というものが自我の延長であるとの認識が醸成されてもなんら不思議ではない。

人は誰でも支配欲をもっている。数多い役員のなかから経営者に抜擢されれば、彼の支配欲は満たされる。一度、頂点に上り詰めれば可能な限り任期を先延ばししようとする動機がはたらくのが常であるから、自らの地位を脅かす要因を排除しようとする態度が生まれるのはけだし当然であろう。そうして問題の隠蔽と自己保身の土壌がうまれるわけであるが、こうしたある種の企業文化は、端的に言えば労働市場から切り離された企業システムに内在する問題であるといえる。つまり、原則上終身雇用システムの下にある従業員はさまざまな社内情報を分有しているということはすでに述べたが、それは従業員個々にとってメリットがあるだけでなく、企業にとっても測り知れないメリットをもたらす。終身雇用は、企業にとりわけ若年労働者に対する労働コストを低く抑えることができるという効用をもたらし、従業員には定年までの生活設計を保障するという効用をもたらす(荒井、1997)。なによりも、企業は従業員の忠誠心を梃子にしてもっとも重要な情報の社外への流出を予防できるのである。

くわえて、企業は一般株主を社外に位置づけることによって、資本市場からの掣肘やチェックをあらかじめ排除できる。安定株主あるいは友好的株主以外の株主は、いわばソトの人間とみなされるから企業情報をたやすく入手できはしない。だから、かれらは企業の形式的な所有者であっても所有者の諸権利を事実上封じられているといわねばならない。かれらが経営への発言権を行使できる場としての最高意思決定機

関である株主総会は、単なるセレモニーと化する。他のステークホルダーである取引先であれ、顧客であれ、はたまた地域社会であれ、その置かれた事情は大同小異である。

だからといって、それらステークホルダーがまったく無力というわけではない。かれらは、ふつう潜在的であり続けるほかはないということなのである。経営陣の役割のひとつとして、ステークホルダー間の利害調整が重視される所以である。

しかし、この種の企業統治のあり方は、アドホックなものであらうと思われる。日本企業に典型的に表れているステークホルダー型企業統治が形作られたのは、高度成長時代に相即していたと考えられるからである。この時代は相対的に生産財が逼迫しがちであったにもかかわらず、長期にわたる市場の拡大期には、日本的システムがもっとも適合的であったということなのであらう。

日本的システムは、一見日本流ならではのコーポレート・デモクラシーに適っているようにみえるが、問題が多いのも確かである。最大の問題は、既述のようにステークホルダーのチェック体制が曖昧かつ無機能であったとき表面化する経営者の専制である。そのとき、彼はあたかも自らが企業の主権者であるかのように振舞うのである。だが、経営者の専制という問題は、特に日本企業に特有なものというわけではなく、アメリカでも同断である。

われわれは、歴史から「権力は必ず腐敗する」という経験則を学んできたが、経営権力についても例外ではない。経営者の専制を抑止するためには、手立てはいくつか用意されているが、チェック・アンド・バランスの原則に則り、経営者を常時監視するシステムの構築が有効であるとされている。そのためにはなによりもまず、コーポレート・デモクラシーの下での主権者を確定しておかねばならない。次に、意思決定権者と執行責任者とを明確に分離しなければならない。これがもっとも明瞭な形式をとって表れているのが、アメリカで一般的なシェアホルダー型企業統治といえよう。

#### 4 シェアホルダー型企業統治へ

周知のように、20世紀初頭頃からアメリカでは他国に先駆けて「所有と経営の分離」現象が逸早く現れたのであるが、現象自体はピープルズ・キャピタリズムのもたらした私的財産権の広汎な分散による必然的結果であった。とはいえ、当初は所有者の代理として登場した経営者があらゆる機会を利用し、所有者の権能を篡奪し、取って代わろうなどとはおそらく想定しなかった事態であったろう。時代を下るにしたがって、経営者のもつ権力は主権者のそれに限りなく近づいた、ときには主権者の及ばぬ存在にまでなった。最大の原因は、経営者への権力集中を牽制し、抑止するべき株主が経営に無関心になり、積極的に経営に容喙しなくなったためであると考えられる。

ところが、1980年代に入ると、事情は一変した。日本と異なり、アメリカでは企業買収は日常茶飯に近いくらい頻繁に行われるが、特に1980年代は投資銀行を仲介役にしたテnder・オファーやLBOが猖獗を極めた時代として特筆される。この点については、当時の政治状況を交えた時代背景を考慮しなければならない。イギリスで小さな政府を謳うマーガレット・サッチャーが登場した後を受けて、アメリカでは疲弊しきった産業界を活性化すべく「強いアメリカ」を唱導するロナルド・レーガンが大統領に就任したのだが、彼は市場主義の復活によってこの命題を解決しようとした。その経済政策は、レーガノミクスとして喧伝されたのであるが、その骨子は競争原理に基づく産業の再生であり、具体策が規制撤廃 *deregulation* にほかならない。次に、80年代のアメリカに汚点として深く刻印された貯蓄貸付組合の相次ぐ経営破綻がレーガンの喫緊の課題であった。結果的に、強権的な公的資金の投入と不良金融機関の整理、経営者の経営責任の追及と投獄と矢継ぎ早の解決が図られ、短期に収束をみた。これら一連の手際よい荒療治によって、金融制度に対する信頼性が急速に回復されたのであった。最後に、コーポレート・ガバナンスの強化が挙げられよう。折りしも、機関投資家なかんづくCalPERSやTIA A-CREFFといった年金基金が

ウォールストリート・ルールに基づくサイレント・パートナーの役割から積極的に経営陣にVOICEするという戦略転換を行っていた。VOICEによって、投資先の企業価値を高め、併せて株価の上昇を促そうとする試みであった。投資先企業がかれらの狙い通りに動かず、業績が好転しなければ、かれらの圧力によって、たとえばIBMやアメリカン・エクスプレスのように、容赦なく経営者は解任されたのである。

世評、攻撃的とみなされる代表的な大規模年金基金の一連の行動は、もちろんコーポレート・ガバナンスの改善・強化という政策を背景にしていたが、その後の企業経営に及ぼした影響は計り知れない。まず第一に強調されるべき点は、コーポレート・デモクラシーにおける主権者は株主をおいてほかにはいないということである。この点は、株主の復権を意味すると同時に、企業統治の主役はあくまでも株主が担わなければならないということをも意味する。第二に、「統治主体は株主である」というメッセージを単なる理念に終わらせないために、さまざまな具体的な手段が採り入れられたということも挙げなければならない。株主による経営モニタリングを実効あるものにするために、経営者にアカウントビリティを課し、彼の専制や暴走に対する予防措置と執行責任の明確化を兼ねて社外取締役を主体に各種委員会により強力な権限を付与したのである。これらにより、意思決定と執行との分化が一層徹底されるようになった。第三に、今日まで続く会計基準の改善である。これによって、さらなる経営の効率化が促されるようになると同時に、他社との比較はもちろん、部門間の比較も容易に可能であるから、経営の透明性が一層高まるわけである。

1980年代における市場主義への回帰と株主主権の復活は、後のクリントン＝ゴアによるアメリカ経済の劇的飛躍の土台であったのだが、この事実が日本に影響を与えないはずはない。同時代になされた電電公社や専売公社、国鉄の民営化は、その証しである。とはいえ、わが国はその後のバブルの発生と崩壊に翻弄されるのであるが、1990年代から日本的システムへの懐疑

と新たなモデルの模索から徐々にではあるが、アメリカの成功モデルに魅せられ、導入の気運が高まりつつあったことは否めない。しかし、それは日本的システムの信奉者から見れば、魔の領海に一步踏み込んだものと解されたとしてもなんら驚くには値しない。

## II M & A と企業統治

### 1 二重基準の解消と法規制のデレギュレーション

すでに縷々述べたように、わが国の戦後の企業システムは、一種の談合である同一企業グループ内での株式持ち合いと、擬似共同体的なイエ原理に基づく企業運営を特色としたものであったが、一時このシステムは他国から羨まれ、移植対象になるほど成功を収めたモデルにさえなった。あらゆる事物は、光と影、プラスとマイナスをもつものである。成功モデルも、当然ながら二面もつ。脚光を浴びたのは輸出により莫大な外貨を稼ぎ出した電機業や自動車製造業、精密機械業に属するわずかの上位企業であり、それらは先進各国の高い競争力を誇る企業と比べても見劣りしないどころか、生産性のより高い企業として名を馳せている。それらの共通点として、海外市場への依存度が高い点があるが、大半の企業はそうではなかったといえよう。事実上の成功モデルは、トヨタやホンダ、ソニー、松下電産などに代表される企業でしかなかったのである。ともあれ、成功モデルは海外からは毀誉褒貶の的となったが、わけてもトヨタのTQCやカンバン方式、デザイン・インを特長とする生産システムは文字どおりGM等に移植されるほど高い評価を得た。それでも、国内外から高い評価を獲得し、世界的影響力の強いトヨタの経営でさえ、持ち合いに象徴される日本的システムの圏外にはなかった。

さて、日本企業にあっても、所有者は法的には株主であることに変わりはない。最高意思決定機関の場で株主が選出した取締役が経営を監視するという点でも、欧米先進各国、特にアメリカやイギリスと変わりはない。

ところが現実には、先にも触れたように、こ

れらはいくまでも建前にすぎない。企業の所有者、とりわけ上場企業における株主の内訳をみると、自然人の比率がきわめて少なく、圧倒的に法人株主や機関株主が過半を占める例が多いという事実はいまや常識である。法人や機関は、それ自体物理的実体ではなく、擬制的存在にしかすぎないのであるから、意思決定の権能など持ちえようはずがない。したがって、法人や機関の意思決定機能は、代理人としての経営者が担うことになる。法人や機関が所有者でありながら、所有権に本来具わっている処分権や受益権といった諸々の権能は、現実には経営者がもつという二重構造になっているのである。では、持ち合い構造の下では、法人や機関は経営陣を相互監視しているのであろうか。確かに、役員派遣のような慣行はモニタリング機能の証しとみられるが、問題は実効性の有無である。相互監視が相互所有に基づく限り、相殺機能がはたらき、結果的に実効性は無きに等しくなるのである。この二重構造あるいは二重基準は、企業が大規模化するにつれてますます乖離してくると考えられる。法理と現実とが乖離しているのであれば、乖離は埋められねばならない。法理に照らして現実が論理矛盾をきたしているのであれば、現実を法理に合わせねばならない。いよいよ、バブルが終焉を迎えた1990年代にその作業が実行に移されたのである。

1993年、株主代表訴訟が簡素化された。そもそも、この制度は1950年にアメリカからもたらされたものであり、株式保有期間が6ヶ月を超えるすべての株主がもつ共益権のひとつであって、経営陣が企業に損害を与えた場合に、企業に代わって経営陣の責任を追及すべく訴訟行為に及ぶことができるというものである。責任の範囲は、取締役の企業に対する責任から生ずる弁済額・損害賠償責任、新株発行時における現物出資に関する不足額填補責任、新株発行時における新株引き受け担保責任である（商法266条）。

しかし、この制度が株主に利用されたことはほとんどなかった。なぜなら、訴額に応じた手数料を負担しなければならなかったからであり、たとえ彼が勝訴したにしてもその利益は株

主一般に均霑されてしまうため、彼自身の誘因には到底なりえなかったからである。だが、1993年に手数料が訴額の大小にかかわらず、印紙代の一律8200円に改正されたため、その後は頻繁に利用されるようになったのである。なかでも旧大和銀行の一件は、経営者に与えた衝撃としては前代未聞であったであろう。同行は、アメリカで約360億円の罰金支払いを余儀なくされたばかりでなく、同国内から永久追放の極めて厳しい審決を受けざるをえなかったのである。ひいては、日本でも代表訴訟が大阪地裁に提訴され、原告が同行旧経営陣に総額1500億円にも上る賠償を求めたのである<sup>(注1)</sup>。この事件は、その賠償額の大きさもさりながら、さらなる商法改正の論議を呼び起こした。論議を要約すると、①莫大な訴額が認められれば、それ自体のリスクに萎縮して取締役会の意思決定の阻害要因になる②訴訟リスクがあるがため、取締役のなり手がなくなる③企業買収に代表訴訟が利用される恐れなしとしない、が挙げられる。論議を受けて、2002年には取締役や監査役の賠償金額に上限が設定されることとなったのであるが、それでも代表訴訟制度が経営規律を維持するうえで、この上ない強力な手段である点に変わりはない。

その後も法規制の緩和・撤廃が連綿と続く。株主代表訴訟の改正後には、自社株保有の緩和等があったが、なにより特筆すべきは、戦後約半世紀にわたって維持されてきた独占禁止法第9条の純粹持株会社禁止条項が1997年解禁された点であろう。直後には、金融持株会社の解禁も実現した。そして、1999年には「株式交換・株式移転制度創設」の商法改正がなされ、同時に産業活力再生特別措置法も創られた。2000年には、M&Aを用いた企業再生を狙いとした民事再生法が拡大適用され、翌年相次いで商法改正がなされた。すなわち、「会社分割制度」の創設と金庫株解禁に伴う改正である。2002年には、同じく商法改正により新株予約権と種類株式の整備がなされ、直後には法人税法の改正がなされ、連結納税制度が2003年3月期から可能になった。2003年には、M&Aによる企業再生に合わせて会社更生法が改正され

た。2005年には、商法改正と併せて会社法の創設にしたいが、株式交換による合併が実現する運びになっていたのだが、敵対的とみられる企業買収の試みが続いた影響から時期尚早との批判があり、2007年に先延ばしされることとなった。株式交換を用いた合併は、伏線として外国企業による三角合併があることはすでに知られるところである。

この制度転換は、もちろん企業環境の変化を追認したものであって、特に経済分野のグローバル化と行き詰まりをみせるわが国産業を外国資本の積極的な導入によって活性化しようとの目論見からなされているのである。

## 2 M&A時代の到来へ

いままでの商法の規定では、企業買収を実行するには現金によるテnder・オファーしか許されてはいなかった。株式交換による企業買収が、わが国で適法となれば、さらに買収が容易になるであろう。なぜなら、アメリカの諸事例がそのことをなにより雄弁に物語っているからである。周知のように、アメリカでは1990年代にITバブルが起り、ベンチャー・ビジネスが雨後の筍のごとく簇生した。それらの資金調達法は、起業から軌道に乗せるまでのアーリー・ステージではラブ・マネーで賄い、ミドル・ステージやメザニンではNasdaqなどにIPOして調達することが主流であった。ベンチャーのビジネスモデルでなによりも衆目を引き付けたのは、人件費の圧縮に通じるストックオプションの導入であったが、これは企業業績を飛躍的に伸ばすインセンティブとなったことはいうまでもない(Harrison&Mason,1996)。市場では、ITベンチャーがもてはやされ、さらなる株価上昇を惹起した。株価上昇は企業価値の向上に直結し、企業買収にとって有利な条件を提供することになったのである。NYSEなどに上場している伝統的な大企業は、相対的におよそ割安な株価であったから、ベンチャー経営者の眼には恰好のターゲットと映ったに違いない<sup>(注2)</sup>。事実、ITブームに乗じて急成長を遂げたアメリカ・オンライン社(AOL)は、事業の拡大を狙って、伝統的大企業であるタイムワナー社を



株式交換によって買収したケースは典型であろう。2001年1月、両社は合併し、AOLタイムワナーとして再出発した。合併により、株式時価総額は3500億ドル、売上高は300億ドルの巨大企業が誕生したのである。同社の株主構成は、旧AOL側が約55%、旧タイムワナーが45%であった。傘下に抱える企業は、映画制作のワーナー・ブラザーズ、出版のタイム、放送のCNN、雑誌のスポーツ・イラストレーテッド、通信のAOL、インターネットのコンピュータ、ネットスケープ等実に多彩であった。

「好事魔多し」の俚諺に違わず、ほぼ同時期に起こったITバブルの崩壊は、旧AOLを襲った。同部門は、数十億ドルもの株主価値が毀損された。2003年には、連邦当局から会計監査を受けたうえ、ブロードバンド化の趨勢でダイヤルアップ顧客数が約85万人減少し、合併劇の立役者であった会長やCEO、COOはいずれも失脚あるいは更迭の憂き目に遭った。とうとう社名からAOLが削除され、挙句にマイクロソフト社に7億5000万ドルで身売りされることになる。結局、この大々的な合併は失敗に終わったのであるが、ときには挫折が得がたい教訓をもたらすこともある。合併の効果のひとつにシナジー効果が挙げられるが、それは1プラス1が2以上になるといった単純な物理学的発見事実の適用ではなく、文化も価値観も異なる組織同士が調和してはじめて生み出されるということ、同社の失敗が再確認させた点で良ししなければならぬ(注3)。

さて、先に触れたとおり、アメリカ経済は1980年代の苦境から脱して、1990年代には目覚ましい回復をみせた。と同時に、株価も急激に上がったのであるが、80年代と90年代とを比較してみると、対蹠的な特徴が見られるのである。Michael Useemのアメリカ上位1000社の個人と機関投資家別株式保有比率を調べた資料によれば、1985年には個人投資家の比率は57%ほどであったが、徐々に低下し始め1996年にはとうとう42%ほどに落ちてしまったのである。対して、機関投資家のそれは1985年時点では約43%であったのに、1996年にはほぼ57%に達し、両者は1990年を分岐点に完全に逆転し

てしまったのである。この背景には、先述のCalPERSやTIAA-CREFといった大規模年金基金の投資行動があるのは疑いないが、たとえば企業統治を前面に押し出すCalPERSなどはGMのCEO解任の成果をもとに、ガバナンス原則を他の投資先200社に求めた。大雑把な内容は、取締役の過半数を社外取締役にする、年3回CEO抜きで会合をもつ、取締役会はその実績について毎年評価を行う、取締役はCEOを介さずに上級幹部に接触できる、というものであった。同基金は毎年、ポートフォリオに含まれる株式のうち過去3年間のリターンが市場平均を下回ったものを特定し、その企業の実績と面談する。それでも業績改善がなければ、フォーカス・リストに記載し、自らのホームページに公表するといった行動をとっている。TIAA-CREFの場合、ガバナンス問題に年間200万ドル以上を費やしており、低業績企業とその問題点をリストアップしている。ときには、同基金のCEO経験者を問題企業に訪ねさせ自らの意見を伝えるという穏便な方法を使ったりするという(Levitt,2002a)。

では、これほど緻密なガバナンス活動を展開するCalPERSは、実際にどれほど投資先の経営規律に影響を及ぼしていたのだろうか。確かに、いままでの実績をみれば、その戦略は功を奏していたといえるかもしれない。ところが、2001年末に突然の倒産をみたエンロンの事例は、その戦略がさして効果的ではなかったということを示している。エンロンの経営陣が犯したあらゆる罪状のなかでもっとも重いのは、大手監査法人アーサー・アンダーセンと共謀して膨大な累積赤字を粉飾して会計操作したことである。この一点だけをとっても十分重い犯罪といえるのだが、はるかに重大視されるのは、この犯罪が厚い信任を得ているはずの市場システムそのものを欺いた事実にある。CalPERSは、同社の筆頭株主であった。当然、同基金は事前に経営陣の不正を防遏できる立場にあったと思えるのだが、公表された事実を読む限り、防遏どころか、不正に対して見て見ぬ振りをしてきたとの疑いが払拭しきれない(Levitt,2002b)。このことは、いかに精緻なガバナンス・システ

ムを構築しても限界があるということを示唆しているように思われる。

エンロン倒産事件は、当時最大級の負債額を残した倒産として世情騒然としたが、およそ半年後にはこれを上回る倒産が起こった。全米2位の通信企業ワールドコムである。その倒産は、エンロン以上の負債を残したという点で瞠目に値するが、それ以上に経済成長の牽引力となっていたアメリカン・モデルの危うさを示唆して余りあるものである<sup>(注4)</sup>。

近年、わが国にもアメリカン・モデルの浸透が広く議論されるなかで、日本企業による日本企業の買収の試みが多発している。ようやくわが国にも M&A の時代が訪れたかとの感を強くしないではないが、世界大に目を転ずれば、わが国は例外であったのである。ちなみに、モルガン・スタンレーのデータによると、1990年代における世界の M&A 件数（1991 - 1997年）は、91年の295件から94年の448件と漸増傾向であったが、95年から急増し（827件）、97年には1220件の規模にまで膨れ上がっている。件数はともかくとして、著しい特徴はその内容である。超大型の案件が急増し、分けても国境を越えた合併が増えているのである。以下に目立った事例を列挙してみよう。

1995年には、グラクソがウェルカムを買収し、2000年にはスミスクライン・ビーチャムと合併、グラクソ・スミスクラインとなる。96年に、同じ製薬業界でチバガイギーとサンドが合併し、ノバルティスと名を変えたのだが、これは国際的な合併であった。この種の合併としては、ほかに98年のダイムラー・クライスラー、ドイツ銀行のバンカーズ・トラスト買収、99年のアベンティス（ヘキストとローヌ・プーラン）がある。99年には、ティッセン・クルップ、シティ・グループ（シティコープとトラベラーズ）、デュポン（パイオニア・ハイブリッド買収）、BNPパリバ、コーラス（ブリティッシュ・スチールとホーゴバン）、エクソン・モービル、トータルフィナ（トータルとペトロフィナ）、2000年に、チェースマンハッタンとケミカルバンクが合併し、JPモルガン・チェースとなる。BPアモコがアルコを吸収し、BPと

なり、トータルフィナとエルフが合併しトータルフィナ・エルフとなった。同年、ファイザーとワーナー・ランバートが合併したのだが、2年後にはさらにファルマシアと合併した。01年、ブリストル・マイヤーズ・スクイブ（デュポンの医薬部門買収）があり、テキサコとシェブロンが合併してシェブロンテキサコとなった。02年には日本鋼管と川崎製鉄が合併し、JFEグループとなった。

### 3 日本の M&A

一方、わが国における M&A の動向をみると、やはり件数、金額ともに増加傾向にある。

なかでも、1990年代における M&A の特徴は外国資本による日本企業の買収あるいは資本提携である。この形態は俗に「アウト・イン」型と呼ばれるが、95年にはわずか33件にすぎなかったのに、98年には85件、99年には129件、2000年には175件と急増といえる趨勢にある（レコフ）。この原因は、あきらかに長期不況下で企業業績が低迷し、破綻する企業や97年の金融危機の影響から経営危機に陥る企業を外資が積極的に買収する姿が見てとれよう。主だったアウト・イン型 M&A のケースは、表1-1のとおりである。また、表1-2は対日投資を年度によって金額別に示したものである。

加えて、この時期の特徴とみられるのは、長期不況の影響で株価が総じて低落傾向をみせ、持ち合い崩れが生じ、金融機関、個人の持株比率が低下しているのに反し、外国人投資家のそれが上昇基調にある点である。かつて、バブル時期を中心に金融機関の持株比率がおおよそ40%、法人等が約30%、個人がほぼ20%を維持していたころ、外国人は5%以下であった。ところが、99年には金融機関の持株比率が30%以下に急激に落ちたのに対し、外国人は個人の比率を上回って20%を超えるまでに急速に成長し、現在にいたるも株価形成の最大要因にまでなっている。

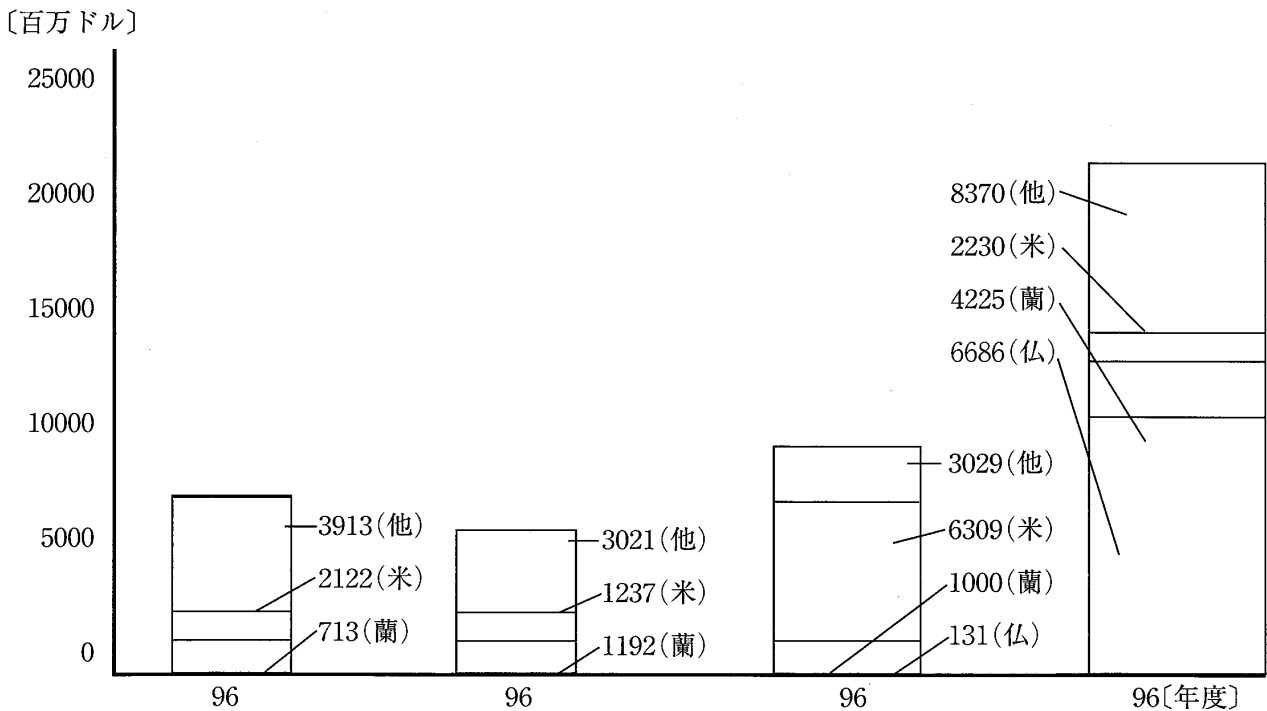
以上は、90年代の状況であったが、では2000年以降はどうなのであろうか。まず、M&A件数をみてみると、90年代後半から依然として増加傾向にあることに変わりはない。98年に

表1-1 外国資本傘下の主な日本企業（米＝アメリカ、仏＝フランス、加＝カナダ）

〔生保〕		〔証券〕	
東邦生命	——	山一証券	——→ メリルリンチ（米）
レイク	——	日興証券	——→ シティグループ（米）
コーエークレジット	——→ GEキャピタル（米）	〔製薬〕	
日本リース	——	エスエス製薬	——→ ベーリンガー（米）
ライフ	——	万有製薬	——→ メルク（米）
あおば生命	——→ アルテミス（仏）	〔自動車〕	
第百生命	——→ マニユライフ（加）	いすゞ自動車	} GM（米）
平和生命	——→ エトナ（米）	スズキ	
ニコス生命	——→ ウィンタートゥール（スイス）	マツダ	——→ フォード（米）
日本団体生命	——→ アクサ（仏）	日産自動車	——→ ルノー（仏）
		三菱自動車	——→ ダイムラー・クライスラー

（出所）織畑基一・涼子，2004『欧州モデルの経営革新』プレジデント社。p 53

表1-2 90年代後半の対日投資



（出所）財務省のデータより抽出（米＝アメリカ、蘭＝オランダ、仏＝フランス、他＝その他の国）

834 件を数えるにすぎなかった全体の M&A 件数は、翌年には 1000 件を超え、2000 年には 1635 件、そして 2004 年にはとうとう 2000 件を超えて 2211 件に達したのである（レコフ）。この推移をみて注目されるのは、外資が日本企業を買収する例がほとんど一定であるのに対し、日本企業同士の M&A が増加基調にあることと日本企業が外国企業を買収するケースが増えている事実である（表 1-3）。

これらの現実をみると、もはや日本においても M&A は禁忌であるどころか、むしろビジネスの一形態となりつつあることが看取される。周知のように、欧米では M&A ビジネスといえば投資銀行の独壇場である。敵対的であろうが友好的であろうが、ともかく投資銀行あるいは投資会社を中心となって資金調達の方策を練り、買収法の適法性の可否をめぐるには法律事務所が担当するといった専門家チームが財務データをあらゆる視角から分析し、ターゲットを絞って、はたらきかけるのである。かれらは、買収

案件に成就すれば莫大な成功報酬を手に入れることができる。かれらのなかには専門に特化したものも少なくない。たとえば、限りなく違法性が高く、極めて敵対的な手法である LBO を手がけて急成長した KKR やドレクセル・ランベール（Monks&Minow,1995）などは名高いし、法律事務所のなかには M&A ファームに特化して、短期に巨大化したスキヤデンのようなものもある（Caplan,1995）。だが、敵対的買収が猛威を振るった 80 年代とは異なり、90 年代からは、友好的買収が増えているのも事実である。

さて、日本の M&A の現実にもどろう。表 1-4 は、日本企業に対する投資銀行あるいは投資会社に関する M&A の推移である（注 5）。

これをみても、時間を経るにしたがって M&A の件数が著しく伸び、とともに投資銀行あるいは投資会社の絡む案件も著増しているのがわかる。裏を返せば、日本企業を取り巻く環境が、M&A にとっていかに好条件になりつつあるかの証左になっているのである。

表 1-3 日本の M&A 公表金額と件数の推移（2000 年以降：金額百万円単位）

形態 年	IN-IN		IN-OUT		IN-IN		IN-OUT		公表金額	
	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数
00	1,521,499	476	3,408,625	230	1,495,412	81	459,822	19	6,885,358	806
01	1,668,073	592	1,470,659	182	2,164,879	78	2,405,150	15	7,708,761	867
02	2,386,079	689	860,283	164	1,081,985	64	562,549	7	4,972,896	925
03	4,024,229	659	534,842	127	993,758	65	139,200	5	5,787,436	863
04	9,518,841	952	1,838,203	221	683,002	75	93,365	5	12,133,41	1,253

（出所）レコフのデータをもとに作成。IN-IN = 日本企業同士の M&A、IN-OUT = 日本企業による外国企業の M&A、OUT-IN = 外国企業による日本企業の M&A、OUT-OUT = 日本企業の外国子会社が絡む M&A

表 1-4 日本企業に対する投資銀行の M&A の推移

年	IN-IN	OUT-IN	OUT-OUT	投資銀行合計	対総件数	総件数
1998	2	-	-	2	0,2%	834
1999	8	3	-	11	0,9%	1,169
2000	13	7	-	20	1,2%	1,635
2001	25	12	-	37	2,2%	1,653
2002	29	11	-	40	2,3%	1,752
2003	98	49	-	147	8,5%	1,728
2004	197	97	2	296	13,4%	2,211

（資料）レコフ

## おわりに

2005年早々、IT企業ライブドアがニッポン放送に対し突如、敵対的買収を仕掛けた案件は、スクランダラスな報道の扱いも与って、本格的なM&A時代の到来を窺わせ、企業社会を震撼させた事件であった。そもそものきっかけは、子会社であるニッポン放送が親会社であるフジテレビの大株主であったため、ねじれ現象を解消すべく同時期に後者が前者をテnder・オファーしようとしたことである。その際、間隙についてライブドアが時間外取引でニッポン放送株を大量に取得し、もってフジテレビに資本提携を迫ったのであった。しばらくの膠着状態の後、同年4月中旬、両者は和解の道を選び、ライブドアがニッポン放送株をすべてフジに売却、フジはライブドア株を約13%取得することで合意した。同年7月、ニッポン放送は東証上場基準に抵触するため、上場廃止となった。最終的な損得勘定をみると、ライブドアは結果的にフジから440億円の出資を得、併せてその知名度が上がり、対してフジは888億円の負担と引き換えに企業防衛を果たしたことになる。この結果だけに鑑みると、ライブドアの一連の行動はグリーンメーラーのそれに酷似しているため、この一点をとらえて非難の対象とする向きがあるが、あらためて経営者の役割とはなにかを考えてみると、「企業価値の向上」こそが経営者に課せられた最優先事項であるとの観点に立てば(Moore, 2000)、このような非難は一面的であるといえるであろう。このことは、ニッポン放送がライブドアを訴えた訴訟で、2度敗訴した事実がその傍証となる。

以上の経緯は、上場企業の企業防衛をめぐって新たな動きを加速させた。たとえば、ホンダは05年3月の最終利益4800億円のうち28.5%を株主還元し、今後3年間30%に引き上げる旨公表した。トヨタも同期の最終利益1兆1620億円のうち47.3%を株主還元するとした。ほかに、日立、フジテレビ、東芝、三菱電機、KDDIなど1835社中、増配予定の企業が524社、復配予定企業が68社と配当政策を見直す企業が相次いだのである(金融、新興市場を除く)。

実は、この株主還元政策の見直しこそ買収予防策の一環なのである。その伏線は、ライブドアとフジの攻防からほぼ一年遡っての別の買収合戦にあった。

レイダーはアメリカの投資ファンド、スティー爾・パートナーズ、ターゲットは東証2部上場企業、ソトーとユシロ化学である。スティー爾・パートナーズが両社を敵対的買収の標的にした理由は、両社とも豊富な内部留保をもちながらもそれを投資に活かすなど企業価値を高める経営を執っていなかったためである。そこで、両社の買収対抗策は配当金の大幅引き上げとなり、結果としてスティー爾は買収を断念せざるをえなかったのである。

以上の例からは、いくつかの結論を導き出すことができるが、ひとつは企業買収の存在そのものが経営規律に多大の影響を及ぼし、ひいては企業統治の有効な手段になりうるということなのである。

ライブドアの一件以降、いくつか敵対的買収がおこったが、05年秋にはライブドアと同業態に属する楽天がTBSに株式を梃子にした提携を迫る案件が起こった。TBSは授權資本の変形であるポイズン・ピルで対抗しているが、なにやらAOLとタイム・ワーナーとの一件を想起しないわけにはいかない。

一方で、7月にはアパレル企業、ワールドがMBOにより閉鎖会社となった。MBOはLBOの一種であるが、管見では、日本におけるMBOの最初の適用例は茨城ライスミルである(注6)。とはいえ、ワールドと茨城ライスミルとの決定的な違いは、前者が敵対的買収を恐れての事前の企業防衛であったのに対し、後者は会社再建の手段として利用されたという点である。

どうやら、いまわれわれは企業を上場するとはどういうことかを問い直さなくてはならない新しい局面にさしかかっているようである。

## 〔注〕

- (1) 旧大和銀行の経営陣を相手取っての株主代表訴訟は、そのニューヨーク支店の起こした巨額損失の発生が淵源である。同行の経

営陣はそのことを知りながら、公表せず、内々に処理しようとした。アメリカ金融当局への報告を遅らせたばかりでなく、暴露後の自行発行の債券が暴落するのを恐れ、暴落前に社債の大量発行を図り、売り逃げようとし、もって損失補填に充てようとした。隠蔽工作を施した資産報告書を FEB に提出後、内部告発により事件が発覚し、同支店長らは逮捕され、24 件の罪状で起訴、被告はうち 16 件を認め、約 360 億円の罰金が科せられた。

(2) David C.Korten, 1997 *When Corporations Rule the World*, Berrett-Koehler Publishers

いわゆる乗っ取り屋はまず「株式市場に上場されている会社の中から、『清算価値』よりも現在の株価が低い会社を探す。中には問題のある企業もあるが、それよりも、地域社会のよき一員として、長期的視野に立って経営される優良企業である場合が多い。不況に備えて相当額の現金を準備し、資源を枯渇しないように大切に使用している会社かもしれない。予備の資金や長期的な資産が多く、外部化していないコストがたたくさんある会社ほど、乗っ取り屋にとっては魅力的なのだ」

(3) AOL とタイム・ワーナーの合併のケースは、典型的な失敗例として長く記憶にとどまるであろうが、その原因のひとつに期待されたシナジー効果が発揮されなかった点が挙げられる。というのも、AOL は IT 企業であり、対してタイム・ワーナーは伝統的な企業である。当然、両社の企業文化もまったく異質であって、水と油が交じり合わないように、両社の人的融合は当初から期待できなかったと思われる。

(4) ワールドコムの大破綻について、伊丹敬之は、同社の破綻は株式市場中心経営の論理的必然であるとコメントしている。その特徴は、①株価を武器にした買収による急速な企業成長、②経営者の巨額にのぼるストック・オプション、③会計操作とされる。そのいずれもが、株式市場に密接に関係しているが、この極端ともいえるあり方が経営目的

を時価総額の最大化に据えることである。氏は、市場における株価形成の過程は実は、投機的かつ短期的投資を繰り返す投資家によるところが圧倒的に多いのであるから、このようなあやふやな根拠に立つ企業統治は根本的な欠陥であるとして、主流となったアメリカの経営手法に疑問を呈する。

(伊丹敬之のホームページより、20020812/html)

- (5) プライベート・エクイティ・ファンドも含まれる。数年前から、日本企業の買収あるいは買占めに絡んで話題に上る機会が多い村上ファンドも、たとえば最低単位が 10 億円であることからプライベート・エクイティ・ファンドとみられる。
- (6) 茨城ライスミルは旧大倉財閥につながる大倉商事の子会社であったが、同商事が 1998 年、総負債額 2500 億円余を残して破産宣告を受けた後、茨城ライスミルの経営陣は再建型 MBO を試みてその事業継続に成功した。このほか、再建型 MBO の成功例として、日本シュローダーの仲介によるベンカンなどがある。

#### [参考文献]

1. Eleanor M. Hadley, 1970, *Antitrust in Japan*, Princeton University Press, NJ.  
小原敬士・有賀美智子共訳、1973、『日本財閥の解体と再編成』東洋経済新報社。訳書 pp.249-258.
2. Masahiko Aoki & Ronald Dore, 1994, *The Japanese Firm*, Oxford University Press Inc., NY.  
NTT データ通信システム科学研究所訳、1995、『システムとしての日本企業』NTT 出版。訳書 pp.357-388.
3. 森脇彬編、1992、『日本企業の配当政策』中央経済社。特に第 2 章参照。
4. 荒井一博、1997、『終身雇用制と日本文化』中公新書。pp.33-41.
5. Richard T. Harrison & Colin M. Mason, 1996, *Informal Venture Capital*, Wood head-Faukner.

- 西沢昭夫監訳、1997、『ビジネス・エンジェルの時代』東洋経済新報社。特に、訳書 pp.13-15
6. Arthur Levitt, 2002, *Take on the Street*, Pantheon Books, Random House. 小川敏子訳、2003、『ウォール街の大罪』日本経済新聞社。訳書 pp.292-293.
7. Ibid. 前掲訳書、p. 304.
8. Robert A.G. Monks & Nell Minow, 1995, *Corporate Governance*, Blackwell publishers Limited, Oxford. 澤村淑郎監訳、1999、『コーポレート・ガバナンス』生産性出版。特に、訳書第3章参照。
9. Lincoln Caplan, 1993, *SKADDEN*, Raphael Sagalyn Inc. Literary Agency. 村上和夫・飯山ユリ共訳、1995、『スキヤデン—巨大法律事務所の内幕』日本経済新聞社。訳書 pp.150-197.
10. Geoffrey A. Moore, 2000, *Living on the Fault Line*, James Levine Communications, Inc., NY. 高田有現・斉藤幸一共訳、2001、『企業価値の断絶』翔泳社。訳書 pp.85-89.