

台湾と日本のコーポレートガバナンスへの考察

国際教養大学准教授 筑波大学非常勤講師
葉聰明

1. 企業不祥事とコーポレートガバナンス

2001年にアメリカで大手エネルギー会社のエンロンが粉飾会計などの不祥事を起こし破たんして以来、コーポレートガバナンスは一気に市場の話題になった。日本でも、2006年の初めにライブドアの社長をはじめとするトップ経営陣の会計操作などの不正が発覚し、ベンチャー企業に対する目も厳しくなってきた。同じアジアにある台湾でも、2007年初めに大手財閥「力霸」グループ最高総帥である王会長とその一族が、会社の資産を計画的に横領してきたという疑惑がメディアで報道され、台湾の社会に大きな波紋を起こした。その事件の数ヶ月前にも、台湾屈指の大手財団の「中国信託」グループで一族の中心人物のあるメンバーによる内部取引などの疑惑が発覚したばかりであった。

日本でも台湾でも一連の不祥事により企業に対する投資家の不信が強まるなか、資本市場の健全化を回復するために一刻も早くコーポレートガバナンスの改革を急がなければならない。それと同時に、投資家の方でもコーポレートガバナンスに対する理解を強化する必要もある。

本稿では台湾と日本のコーポレートガバナンスの特徴や問題点などについて、筆者のこれまでの研究を踏まえながら、いくつかのトピックを取り上げ、紹介したいと思う。

2. コーポレートガバナンスとは何か

所有と経営（支配）が分離される株式会社においては、経営陣が必ずしも出資者（株式会社の場合は株主）の権益を考えて意思決定を行うとは限らないという「エージェンシー問題」が存在する。

経営者のエージェンシー問題を減らし、努力意欲を高めるためにさまざまな監督の仕組みとインセンティブの制度が考案されている。コーポレートガバナンス、つまり企業統治とは、経営陣のエージェンシー問題を最小限に抑え、投資家にリターンを還元させるための様々な法規定や契約、会社制度を総括するシステムと定義できる。

エージェンシー問題を減らす監督の仕組みとしては、法律の遵守や取締役・監査役や会計士による監督、大株主や金融機構による監督、企業買収市場などの方法があげられる。企業経営陣へのインセンティブはストックオプションや業績連動報酬などの制度が存在する。

これらの方法の中で実際にどれが主として働くのかは国によって違っている。大きく分けると、英米を中心とする市場型（market model）と日本とドイツで代表されるリレーション型（relationship model）があげられる。

英米の市場型企業統治では、企業の株主の所有が分散しており、エージェンシー問題は主に経営陣と一般株主の間で起きやすい。それを軽減させるために独立取締役や合併買収市場による監督が有効とされている。また、成果主義型報酬契約が一般的で、大企業のトップ経営陣の報酬にはストックオプションとボーナスが大きな割合を占めている。

日本とドイツのリレーション型企業統治では、企業の株主の所有が比較的集中しており、特に金融機関（日本ではメインバンク、ドイツではユニバーサル・バンク）が大株主として企業の経営に強い影響力を有し、企業経営陣への監督で重要な役割を占めている。また、合併買収市場はほとんど存在しておらず、取締役会は主に企業内部出身

者で構成されているなどの特徴がある。

以上の二つの企業統治システムのほか、近年、東南アジアなどの新興市場（例えば台湾）や旧社会主義国（例えば中国）における企業統治の形態も研究対象になってきている。

以下では台湾と日本のコーポレートガバナンスの特徴や問題点などについて述べる。

3. 台湾のコーポレートガバナンス¹

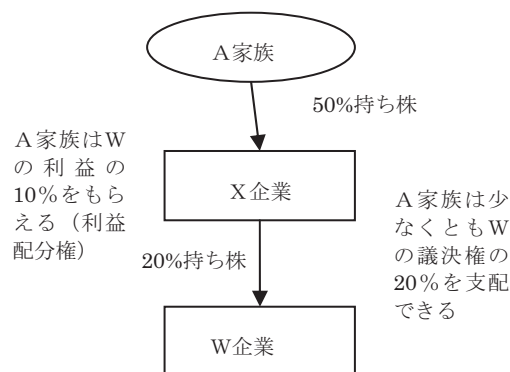
(1) 所有と支配のかい離

台湾の上場企業は主に国内個人が主な株主である。2005年には全体で46%の持ち株を国内個人株主が所有している。個人株主は、企業を支配する創業者家族株主と一般少数株主の二つに分けられる。台湾の一般個人投資家は短期的・投機的取引を好む傾向が見られ、企業のガバナンスや株式の長期保有には関心が低い。一方の創業者家族株主は企業の経営権を握り、高い支配力を保っている。

一方、国内法人株主は国内個人株主に次ぐ二番目の大株主になっており、持ち株比率は2005年には約22%であった。これは主に台湾の企業グループの形成過程と関連している。台湾の上場企業は投資家から調達した資金をさらに関連企業に再投資するというパターンが見られ、このような一連の再投資により企業グループを形成している。創業家は、直接の所有株のほか、グループ企業の関連企業への再投資という間接的な所有を通し、企業グループを支配することができる。

台湾の上場企業の最終支配株主である創業家は、直接所有する持ち株だけでも全体の10%程度に達している。これに加え、創業家が支配する他の法人企業や信託基金などを合わせると、台湾上場企業全体の30%強の株式を支配することができるというのが現状である。

台湾企業グループにおける創業家株主の支配構造は、所有と支配のかい離というもう一つの問題



所有と支配のかい離のイメージ

を作り出している。これは、その企業への所有の割合が低いにもかかわらず、家族大株主が関連会社を通して実質的に高い支配を持つことができる仕組みである。2005年において台湾企業の創業者家族の利益配分権ベースの持ち株が23.6%であったのに対して、議決権のベースでは33.6%の影響を及ぼしていることがわかった。会社の意思決定に関する影響力が強いのに比べ、その結果に対する負担（コスト）の割合が低いため、創業者家族にモラルハザードの起きる可能性が高い。

台湾企業のように大株主の所有が集中している場合、大株主が企業の経営陣に対し監督の役割を果たすことができる利点がある反面、大株主が少数株主の権益を損なうような利己的な意思決定をしてしまうエージェンシー問題も潜在的に存在する。しかし、台湾の上場企業では、家族大株主が企業のトップ経営陣などの役職を担当することが一般的であり、もし適切な監督体制が有効的に働いていなければ、創業家の側にモラルハザードが発生する可能性が高くなる。実際、台湾で近年起った企業不正は、このように家族企業のメンバーが主導している場合が多い。

一方、外国人投資家の持ち株数比率は2005年には18%まで上昇し、台湾の上場会社における三番目の大株主になった（個人株主、法人株主に次ぐ）。これは主に外国の機関投資家やファンドなどによるポートフォリオ運用の結果である。つま

り、台湾の外資投資規制緩和に伴い、外国人投資家による台湾企業への投資が活発化してきたことの流れである。外国人機関投資家の存在感が大きくなる中、台湾企業がコーポレートガバナンスの改革を迫られるのは不可避である。

(2) 創業家が支配する取締役・監査役会

取締役会には全体の株主に代わって経営を監督する役割が法的に与えられている。台湾企業の実務取締役会は株主から任命され、会社の経営管理者を選任・監督するが、取締役会の監督は、同じ株主から選任された監査役会が行うことになっている。つまり、取締役・監査役会の監督機能は、コーポレートガバナンス上で重要な役割を担っている。

台湾企業の実務取締役・監査役会の特徴のひとつは、創業家によって支配されていることである。2005年において創業家は取締役会と監査役会をそれぞれ71%、55%の高い割合で支配している。これは、創業家株主の強いリーダーシップの発揮や経営陣の結束などの利点がある一方、その強い支配力により会社のチェックとバランス機能が働かなくなる恐れがある。実際台湾で近年続発した不正は、創業家一族が会社の取締役、監査役を独り占めしている会社が多い。

さらに、2005年において台湾の上場企業全体の取締役・監査役が企業の株式26%を所有している。この高い持ち株比率は、取締役・監査役のインセンティブになりえるが、大部分の実務取締役が創業家家族のメンバーである台湾企業ではむしろ家族大株主の強い支配力を示したものである。

実際、筆者の研究で大株主の支配が高位の台湾企業はそれが中位の企業より業績が高いことがわかった。大株主の持ち株が高い段階（高位）にある場合、大株主と会社との利害関係がより緊密になるため、企業の経営努力と価値の向上に強いインセンティブを持つためである。一方、大株主の

持ち株が一定の比率を超えた中位の段階にある場合、大株主は高い支配を持つが、所有株がある程度の割合にとどまるため、自分の行動による結果に対して部分的な影響しか受けない。よって、エージェンシー問題が起きる可能性が高くなり、そのゆえ大株主の支配が中位の企業は業績が低いという結果になると考えられる。

創業家株主の支配力の行き過ぎを防ぐため、台湾証券取引所は上場企業の実務取締役・監査役の独立性を保障し、取締役の身分と資格についてさまざまな規定を定めてはいるものの、創業家が取締役会に対し強い支配力を持っているのが現状である。そこで、2002年から新規上場企業に限り、最低二名の「独立取締役」と最低一名の「独立監査役」の導入を義務付けた。独立取締役と独立監査役は会社と利害関係を持たない学識者や専門家であり、その資格の定義は法的に規定されている。既存の上場企業は強制的ではなく、自発的な導入を促している。

独立取締役と独立監査役の導入会社は全体的にまだ数は少ないが、少しずつ増えてきている。例えば、2002年に最低一名の独立取締役を導入した会社は全上場企業の9%だったが、2005年には23%に増えた。取締役会の独立取締役比率は、2002年の平均は2%に過ぎず、2005年でも6%にとどまっている。しかし、独立取締役を導入している会社でもその数は少なく、欧米会社で理想とされている過半数までにはまだほど遠い。

また、台湾会社における最終支配株主一族が取締役会に強い影響力がある中で、まだ少数である独立取締役・監査役がどの程度の監督の役割を果たせるのか、という疑問を感じざるを得ない。また、見せ掛け上“独立取締役”ではあるが、実際は会社の経営陣・大株主とつながりを持ったり、会社の情報を十分に把握できなかつたりするなどの落とし穴も考えられる。したがって、金融監督当局としては、独立取締役・監査役のチェック機

能を強化させるため、その量（人数）と質（権限）を大幅に向上させるとともに、人材の情報提供や教育研修などサポートの体制を整える必要と工夫が必要である。

（3）企業合併・買収（M&A）市場

台湾では2002年2月に企業合併買収法が新しく制定され、M&Aに関する法的整備の下地ができた。企業の経営権を取得する方法としては、合併、買収や株式交換、企業分割、委任状の徴収などがある。台湾政府の資料によると、2002年から2005年までの四年間で台湾企業の合併買収件数は、全般的に緩やかに増加している。なかで合併の件数はもっと多く、全体の76%を占めている。次に多かったのは会社分割で、全体の12%を占めている。金額ベースでも合併がもっとも多く、全体の46%を占めている。その次は株式交換によるもので、全体の35%を占めている。しかし、一件あたりの平均の金額で計算してみると、株式交換によるM&Aが一件25億であり、もっとも金額が大きかった。株式交換は大型M&Aで使われている特徴がある。金額が大きいM&A案件は、現金の支払いより株式交換という方法のほうが行いやすく、株式交換方式はM&A市場の活発化を促す効果があるのではないだろうか。

近年、台湾では金融持ち株会社を中心に、合併買収の動きが出始めた。その背景には、台湾の国有事業の民営化が進んでいることと、金融業での過当競争がある。1990年代以後、銀行業の参入に関する規制緩和が始まって以来、国有や国営銀行は激しい競争にさらされ、経営環境が悪化してきた。1990年までは、台湾の銀行業は厳しい規制に管理されたことにより、銀行数は26社だったが、1990年の大幅な規制緩和で銀行数は一気に増え、2004年には台湾の銀行は52社に増えた。金融業界での激しい競争の中、近年すでにいくつかの民営銀行間の合併が起きはじめている。国有・国営

銀行は経営効率のため、民間銀行より劣っている現状の中、台湾政府も国有や国営銀行への持ち株を手放す考えである。金融機関間の合併・買収がさらに進むのを念頭に、台湾政府は2000年末に金融機関合併法を制定し、法的な整備を進めてきた。

ただ、台湾の企業買収は米国で見られるような、いくつかの合併・買収の波というほど頻繁に行われているわけではない。合併・買収は企業の外部拡大戦略としてよく使われている方法であるが、台湾企業はむしろ、主に内部成長という戦略で事業の拡大を図っている。台湾で合併買収が少ないもう一つの理由は、上場企業を含め、台湾の多くの会社がまだ創業者一族によって支配されているという所有集中型の会社で、大株主の同意を得られなければ合併買収は難しいということである。そのため台湾での合併買収は友好的なケースがほとんどであった。

実際に合併・買収は企業の業績にどのような影響を与えるのだろうか。筆者の研究では合併・買収による改悪の効果が報告された。合併・買収企業は合併・買収前には収益性の高い成長企業であった。この好業績は経営陣の自信を強め、さらに高利益と高成長を続けるために、合併・買収に踏み切らせたのではないかと考えられる。しかし、合併・買収後、収益と成長は悪化してしまった。ほかの指標においても、改善の変化は見られなかった。

合併・買収企業の業績悪化の理由には次のようなことが考えられる。所有と支配が集中している台湾企業では、大株主の同意がなければ買収は困難である。財務困難でもない限り、企業買収に応じる意欲は低いと考えられる。したがって、合併・買収の相手は経営難や不振の企業の場合が多い。そのため、統合後の企業は財務上の業績が悪化してしまったのではないか。また、これらの経営不振企業の事業見直し・改革に費用や時間がか

かり、統合問題などでつまずいたり、期待した相乗効果が達成できなかったことも、業績悪化の一因だと考えられる。

では、M&Aは台湾の企業統治ではどのような役割を果たしているのか。もともとM&Aは経営が非効率的な企業や経営陣を市場から退場させ、また経営陣にプレッシャーを与えるような役割がある。しかし、所有集中度の高い台湾企業においては、このような機能は果たされていないことが明らかである。むしろ、企業のM&A後の経営効率と成長が悪化してしまった分析結果を見ると、M&Aは会社の経営陣もしくは大株主のモラルハザードの表れと言ってもいいのではないか。買い付け会社はM&A前に非常に経営効率のいい高成長企業であったが、この好業績が買い付け会社経営陣の自信を強め、さらに高利益と高成長を求めようとしてM&Aを仕掛けたと考えられる。しかし、こういうM&Aの結果は企業経営効率と成長の悪化を招き、長期的に企業価値をも低下させてしまった。

21世紀に入り、台湾企業はM&Aなどの外部成長戦略をとるようになり、経済の規制緩和や金融自由化に伴う市場競争の激化により、台湾企業によるM&Aはこれから活発化していくことが予想される。しかし、現在でも台湾上場企業では創業家族による支配は議決権ベースで3割にも達しており、まだ所有の集中が強いことに変化はない。このような状況の中で、M&Aは経営が非効率であった企業や経営陣を市場から退場させ、また経営陣にプレッシャーを与えるような役割を果たせるとは考えにくい。むしろ、M&Aは会社の経営陣もしくは大株主の利己的な動機、もしくは個人的野心、自信過剰などにより行われる恐れがある。したがって、これからの台湾企業のM&A活動を考えるには、企業価値を高めるかどうかを見極めなければならない。

4. 日本のコーポレートガバナンス²

(1) 系列・メインバンクシステム

日本企業のガバナンスにおいては系列や主要銀行（メインバンク）が主な担い手とされている。日本の系列は主に二つの種類に分けられる。一つは、製造企業や商社などを中心とする企業グループで、サプライチェーンの川上の供給業者から川下の流通業者までの企業にわたる垂直的系列である。これは産業系列とも呼ばれ、トヨタ、日産、NECなど大手製造会社に見ることができる系列である。もう一つは、金融機関を中心に、大手製造企業や商社など異なる業種の企業が加わっている水平的系列である。これは金融系列とも呼ばれる。たとえば、1999年までの日本では東京三菱、住友、第一勧業、日本興業などの銀行を中心とする系列がある。この二種類の系列は互いに二者背反的なものでなく、重なり合っている部分もある。いずれも、長期的な取引関係、小額の出資関係、融資関係、社会活動、人事交流などの幅広いチャンネルにより系列内企業の互いの関係を維持・強化している。

系列企業やメインバンクは緊密かつ長期的なさまざまな取引関係を通して、系列グループのメンバー企業に関する経営情報や財務業績を熟知することができる。たとえば、メインバンクは融資の関係を通して貸出先企業の事業計画、資金の流れ、将来の展望などに関する情報を得ている。また、系列企業は互いに役員を派遣したり、正式や非正式の交流のチャンネルを通じて互いの繋がりを保ち、また強めている。理論上では、このような情報に関する優位は、メインバンクによる監督にかかるコストを減少させる。また、メインバンクが系列企業の株式を所有している慣行もメインバンクの監督のインセンティブを強くする。

系列関係がグループ企業の効率性に与える影響については賛否両論がある。肯定的な意見には、

系列間企業の緊密な関係は長期的にはグループ企業の収益性や成長性につながるというものがある。企業間の緊密な関係は、互いの情報不对称問題を解決するという役割を果たしている。また、それと同時に企業の経営陣のエージェンシー問題を抑制させるという監督の役割も果たしている。系列企業はそのネットワークより、非系列企業に比べ信用取引などの流動性が高いという研究が報告されている。また、系列の中で株主、債権者、取引先企業などからなる複合的な監督の働きが作用し、企業経営陣のエージェンシー問題を抑制させているメリットも指摘されている。

一方、系列関係の保護網によってかえってグループ企業の経営陣によるモラルハザード（倫理的欠如）が生じるという弊害も挙げられている。系列関係の中では役員派遣などの人事交流が図られるが、それは馴れ合いの関係に発展する恐れがある。先行研究では系列に属する企業はこういった保護・保険の見返りに、より高いコストを負担しているということが示されている。実際、銀行と系列関係を持つ企業はそうではない企業より収益性が低い研究があった。また、経営不振の系列企業を支援する銀行は、株主としての利益よりも債権者としての利益で行動する傾向があると指摘されている。

メインバンクによる企業への監督は1960年代より日本企業の企業統治において主要な役割を担い、1970年代には最盛期を迎えた。融資などを通じてできた企業との緊密な繋がりには銀行にとって、企業に関する情報の入手や、監督の動機・能力において優位に立つものになった。

（2）コーポレートガバナンスの空白

1980年代後半より株式・債券市場の規制緩和により、日本企業が国内だけでなく海外でも直接金融市場からの資金調達が可能になった。日本企業の外部資金の調達先において銀行からの借入れ

は77%（1981年～1985年）から59%（1986年～1990年）、そして43%（1991年～1995年）と減少している。これは日本企業の資金繰りにおける銀行の重要性が薄れ、銀行の影響力と監督能力が弱まっていることを意味する。さらには1990年代初頭のバブル崩壊以降、日本の銀行は巨額の不良債権に悩まされ続けていた。銀行が業績不振の際に、銀行＝企業との関係は価値のあるものではないという研究が指摘したように、1990年代以降、日本の銀行は企業への監督能力が弱まっていると考えられる。

もう一つ、日本のメインバンクによる企業への監督の質的な変化が考えられる。伝統的にメインバンクは企業の大手債権者であると同時に、企業の大手株主でもある。理論的には、メインバンクは債権者と株主の役割を同時に担うことにより、両者の利益の相反を減らすというメリットがある。しかし、実際にはメインバンクは株主としての利益よりも債権者としての利益を重視するきらいがあり、債権者の利益になるような意思決定を企業に働きかける。たとえば、銀行は企業に高い金利を課したり、高いリスクのプロジェクトに投資させないような行動をとることにより債権者としての利益を守ると先行研究で指摘されている。このような銀行の姿勢は独占禁止法の改正によりさらに鮮明に表れている可能性がある。1987年まで日本の銀行は事業法人の株式を最高で10%保有することが可能であったが、法改正により1987年以降には株式の所有が最高5%まで引き下げられた。これにより銀行は取引先企業に対して、株主としての利益よりも債権者としての利益を優先するインセンティブがますます強くなった。

実際、広田、宮島（2001）が「メインバンク介入型ガバナンスが1990年代に入ってその機能領域を縮小させ、（中略）日本企業のガバナンスには別のメカニズムが必要となっている」と指摘して

いる。それでは、日本の企業統治の空白を埋める新しい主役がなにかという問題が出てくる。そのひとつの新しい担い手としてファンドをはじめとする機関投資家が注目されている。機関投資家は90年代後半から日本の企業統治に積極的に関わるようになってきた。

(3) 機関投資家の台頭

機関投資家は投資先企業の株主総会での株主提案や議案の議決権の行使によって企業への規律付けの役割を果たすことができる。実際、日本国内の運用会社は総会議案（取締役選任や買収防衛策など）の賛否基準を設け、企業経営に関する監視の目を一段と厳しくする動きがでてきた³。

ファンドによる日本企業の買収が2000年ごろから増えるようになってきた。ファンドは買収後の人員削減や資産売却で買収先企業の企業価値を高め、再上場や売却などにより投資を回収(Exit)するパターンが一般的である。欧米の実証研究の多くはファンドによる企業買収の価値向上効果を確認し、しかもその効果は投資先企業の利害関係者から利益を略奪するものではないとされている。したがって、ファンドのような機関投資家はメインバンクに取って代わり日本企業のガバナンスの空白を埋めることが理論的に期待できる。実際、経済産業省「ファンド事例研究会」はファンドによる買収を「企業に深く関与して企業の成長

に寄与している」と評価している。

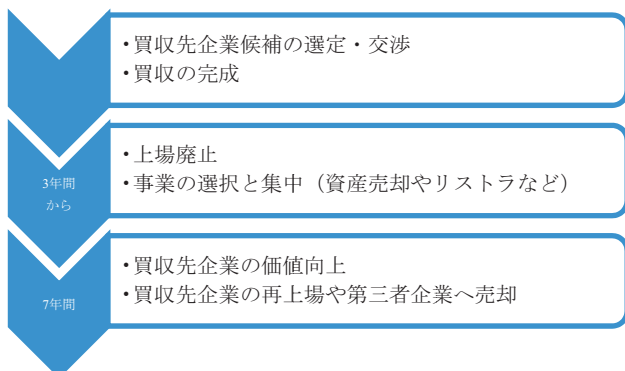
一方、ファンドのビジネスモデルに対してまだ根強い抵抗感と不信感が残っているのも事実である。たとえば、米国では2009年9月に連邦破産法第11章を申請すると宣告したマットレス大手企業「シモンズ」だが、過去の20年間で7回にもファンドによって身売りされていた。その過程で買収ファンドは高い利益を手に入れた（総額が7億5千万ドルと推計された）が、「シモンズ」は巨額負債が膨らみ、最終的に倒産を申請するはめになった。このケースでファンドのリターンをみれば成功した投資と言えるかもしれないが、買収先企業の結末から考えれば企業価値の向上が達成されたかどうか疑問である。

ファンドによる買収を評価するに当たり、そのメリットとコストを考察する必要がある。特にファンドは事業法人ではないため、その買収活動は事業の補完などのような相乗効果が期待できない。また、ファンドによる買収は長期的なコミットメントではなく、短期的な利益を追求するとの懸念がある。ならば、ファンドによる買収は単に買収先企業の価値を犠牲にしてファンドの利益を求める、いわば価値の移転にすぎないのか、あるいは、何かの事業の効率化によって新しい価値を創出するのか。ファンドによる買収を評価するにあたり、ファンドのリターンだけではなく買収先企業の長期的パフォーマンスも評価する必要がある⁴。

5. 企業統治の国際化の課題

国際的には企業統治のシステムに上記のような相違があることを述べてきたが、グローバル化がこれからはますます進むなか、異なるシステムが一つのモデルに収斂していくのか、あるいは互いに作用しながら共存していくのかという議論は決して新しいものではない。

近年、日本において英米型の企業統治要素が取



ファンドによる買収の流れのイメージ

り入れられつつある。成果主義報酬制度、ストックオプションの導入、独立取締役の導入、投資ファンドの日本企業への出資や買収の仕掛けなどがよく見られるようになった。さらに、会社法の見直しを諮問する法制審議会で、社外取締役の選任の義務化と条件の厳格化などが検討されている。

しかし、これらの動きは必ずしもうまくいっているとは限らない。例えば、日本能率協会の「従業員の業績評価と報酬に関するアンケート」調査(2002)によると、5割以上の企業が従業員の報酬制度に成果主義を導入しているが、報酬の実態は旧態依然としており、透明性にも欠けていることがわかった。2006年に王子製紙が北越製紙に敵対買収を仕掛けたが失敗に終わったように、今までいくつかの敵対TOB(株式公開買い付け)が出たものの、成功例はいまだにない。

これに対して一部の識者の間には、欧米型の経営手法が必ずしも日本や台湾などアジアの組織風土に馴染まないのではないかという意見もある。ある国の企業統治がどのようなシステムに変わりそして落ち着くのかは、どの利益団体(たとえば、企業や労働組合など)が政治機関を通してその選好と主張を実現させることができるのかにかかわる⁵。また、環境的な要因(商品市場の競争や価

格・賃金の結果メカニズム、労使関係など)がどのように変化しているのかにもかかわる。どのような企業統治が最適であるのかはそれぞれの国の政治・経済・法律などの要因により決まることは先行研究で示唆されている。これから取り組むべき実践問題は、日本あるいは台湾の企業統治がどのようなシステムに変わりそして落ち着くのか、ということではないかと考えられる。

6. 参考文献

1. 葉聰明『台湾のコーポレートガバナンスと企業価値』白桃書房、2008
2. 葉聰明『日本企業の合併買収と企業統治』白桃書房、2011
3. 葉聰明 (Tsung-ming Yeh) 2012” Do private equity funds increase firm value? Evidence from Japanese leveraged buyouts” , Journal of Applied Corporate Finance Vol. 24(4).
4. 広田真一・宮島英昭 (2001) 「メインバンク介入型ガバナンスは変化したか」『現代ファイナンス』Vol. 10.
5. Gourevitch, P., Shinn, J. 2005 Political power and corporate control. New Jersey: Princeton University Press.

¹ この節は主に拙著『台湾のコーポレートガバナンスと企業価値』の一部を加筆したものである。

² この節は主に拙著『日本企業の合併買収と企業統治』の一部を加筆したものである。

³ 欧米では、機関投資家による株主提案の支持票という点では効果が見られるが、企業価値への影響があまりないとの研究報告があった。また、日本では系統的な先行研究はなされていないが、株主提案否決企業は株価下げが目立つという短期的な現象が見られた。ただし、このような反応は増配期待が剥げ落ちたため株価が一時的に下げたのか、それとも株式の持合いなどで守られている経営陣の非効率を見込んだ市場反応なのか、定かではない。

⁴ このように、ファンドなどの機関投資家による企業統治の役割への研究がこれからの課題となるが、筆者の研究(葉、2012)ではファンドは買収先の日本企業に出資するとともに、役員人事や報酬体系といったガバナンスの改革や人的資源の支援など緊密な介入を行っており、Exitを果たした一部の買収先企業では業績の回復が見られる。

⁵ Gourevitch & Shinn (2005)