

相互会社のコーポレート・ガバナンスに関する一考察

上武大学 丸山高行

1. 本研究の目的

コーポレート・ガバナンスの有効性に関しては、これまでに数多くの研究成果が蓄積されている。特に、コーポレート・ガバナンスが株式会社の企業価値ないし株主価値にどのような影響を与えるかという命題については、ゲーム理論や契約理論などのフレームワークを用いて、様々な経済学的モデルが提唱されている。

これに対し、相互会社のコーポレート・ガバナンスに関する研究は、相対的に進んでいるとは言い難い。そこで本研究は、相互会社のコーポレート・ガバナンスについて経済学的モデルの適用を試み、特に総代会の活性化が企業価値に与える影響について、分析視点の提示を目指すものである。

2. モデルの基本設定

本研究のモデルは、全面的に「西崎健司・倉澤資成「株式保有構造と企業価値ーコーポレート・ガバナンスに関する一考察ー」『金融研究』2003年6月号」（以下「西崎・倉澤（2003）」）に負っている。モデルの構造は、基本的に西崎・倉澤（2003）と同一である。ただし、パラメータの一部解釈を変えるなど、相互会社の実情に合わせて若干のアレンジを行っている。

本モデルの基本設定を示すと、下表のようになる。

時点0	時点1	時点2	時点3
資金調達	経営努力水準決定	投資からのリターン	剰余金の分配
投資の実行		剰余金分配比率の決定	解散
（総代会の構成）		モニタリング水準の決定	

3. モデルによる分析

西崎・倉澤(2003)と同様の方法により本モデルを分析することによって、相互会社のガバナンスに関して、次の3点を導くことができる。

- ① 時点 2 における、総代会のモニタリング水準と（役員賞与を含めた）剰余金分配比率の（条件付）同時決定。
- ② 時点 1 における、経営者が選択する経営努力水準の決定。
- ③ 総代会の活性化が相互会社の企業価値に与える効果。

4. 分析結果のまとめと今後の課題

ただし、現実の相互会社運営の分析にこのようなモデルを適用する場合、以下の諸点について、より考察を進めなければならない（いずれも、相互会社の本質に関する問い掛けでもある）。

- ① 本モデルは、時点 3 で（役員賞与を含め）剰余金が分配されると相互会社は解散する形となっているため、内部留保は想定されていない。したがって、投資から得られる利益の一部を他の資金使途に回すと、いわゆる経営者による私的費消と同じ扱いとなる。一方で、内部留保を想定したとしても、その帰属先を契約者とするか経営者とするかが、難しい問題となる。
- ② 西崎・倉澤(2003)では、経営者活動に対するモニタリングは大口株主によってのみ行われるとしている。一方、本モデルでは、モニタリングは総代会（＝総代）のみによって行われると仮定しているが、この仮定は妥当かどうか。また、総代会によるモニタリングの有効性を、大口株主と比べてどのような水準ととらえればよいか。特に、経営支配の可能性が想定されていないモニタリングを、どのように考えればよいか。
- ③ 本モデルでは、総代会に占める独立性の高い総代の割合に着目し、この割合が高まれば総代会がより活性化し、企業価値が高まる可能性を探っているが、この「独立性の高い総代」をどのように定義するか。一部立候補制を取り入れている相互会社はあるが、このような取組みが、果たして総代会の活性化につながるのかどうか。