

大王製紙のコーポレート・ガバナンスに関する考察

～エージェンシー問題と同族経営の視点から～

川野 通代・木村 大悟・國信 奈苗・芝内 淳人・林 未稚子
(宮川ゼミ 3 回生)

1. はじめに

2011年11月22日、井川意高大王製紙株式会社（以下「大王製紙」）前会長が、子会社から無担保で資金を借り入れ、損害を与えたとして会社法違反（特別背任）容疑で逮捕された。同社の発表や複数の関係者の話によると、前会長は2010年5月から2011年9月までの間に、連結子会社7社の役員らに自らへの貸し付けを指示していたようである。返済の見込みなしに85億8000万円、返済済みの借入金を含めれば総額106億8000万円を個人的に借り入れていた。借入金の大部分は期限内に返済されず、貸し付けを行った子会社が一時的な資金難に陥るケースもあったという。これらの借入金はほぼ全額が海外のカジノ関連の口座に送金されたとみられており、自己利益を図るために会社の資金を引き出すという極めて背任性の高い行為を行った前会長は、特別背任罪の容疑で逮捕されるに至った。この巨額借り入れ事件では、元会長の企業に損害を与えるような行動だけでなく、大王製紙の取締役会で貸し付けを把握していたにもかかわらず経理担当役員らが報告を怠り、被害の拡大を防ぐことができなかったことも問題視されている。このような事態に至った背景には、大王製紙には創業者一族に服従する企業風土があったことが挙げられる。（日本経済新聞、毎日 jp、調査報告書 [2011]）。

この大王製紙の事件は、ファイナンス理論という視点から見ればエージェンシー理論によって説明ができる。本稿では、コーポレート・ガバナンス（企業統治）の欠如がどのようにして引き起こされるのかを知るために、エージェンシー理論という視点をを用いて大王製紙の事件を考察したい。

本稿の構成を述べる。以下の第2章ではエージェンシー理論といった本稿が依拠する理論及び我々のたてた仮説について紹介する。第3章で大王製紙と同業他社を財務構造、組織構造、株主構成の3点から比較分析し、第4章で考察結果をまとめる。

2. 問題意識と仮説

2-1. エージェンシー問題

エージェンシー関係とは、Jensen によると「依頼人（プリンシパル）が利益を得るために業務を遂行する代理人（エージェント）を雇うという条件のもとで交わされる契約だと定義される。その業務を遂行するにあたってプリンシパルはエージェントに決定権を委任し、それによってエージェントは権力を得る。関係する両当事者が自らの効用を最大化させる場合、必ずしもエージェントはプリンシパルの利益に最善の行動をとるわけではない。」というものである。エージェンシー関係は、経営者と従業員、株主と債権者など様々な関係に当てはめることができるが、本稿では株主をプリンシパル、経営者をエージェントとする。

株主と経営者はそれぞれ別個の経済主体である。株主は経営者に企業価値を高めることを要求するが、経営者は委任されることによって得る権利を利用して自己利益を追求することが可能であるため、必ずしも株主の利益拡大のために行動しない。このような株主と経営者の対立をエージェンシー問題という。

また手元に余剰資金が存在する場合、経営者は自己利益を追求しやすくなるので、財務上の余裕はエージェンシー問題を悪化させる。

経営者が株主の利益を無視し、自己利益を追求しないようにするには、企業を統治する仕組みであるコーポレート・ガバナンスが必要である。

2-2. 仮説

コーポレート・ガバナンスを実現するためには様々な手段が存在する。Jensen [1986]は「問題は、経営者に、収益率が資本コストを下回る投資先に投資したり、あるいは非効率な組織のため無駄な支出を行ったりせずに現金を手放させる動機付けをどう与えるかということである」と述べている。このように、経営者に動機を与えることによってエージェンシー問題を解消する方法も存在するが、今回の大王製紙の事件は経営者に対する監視機能（モニタリング）が働かなかったことによるものである。そこで本稿では、以下の2つの手段を取り上げる。

- ① 企業の機構としてのガバナンス
- ② 株主による監視

企業の機構としてのコーポレート・ガバナンスに組み込まれた機関には社外取締役と社外監査役がある。大王製紙には社外監査役が存在していたにも関わらず、なぜ機能しなかったのだろうか。また、株主は企業価値の最大化を望むので経営者が企業価値を大きくするような戦略を行わない場合は、経営者に対して異議を唱えることができるにも関わらず、株主は経営者の行動を見逃してきた。このことから、我々は大王製紙のコーポレート・ガバナンスにおいて、モニタリングが正常に機能しない要因があるとの仮説を立てた。この仮説を検証するため、財務構造、ガバナンス構造、株主構成に着目し、分析を行う。

3. ケーススタディ

3-1. パルプ・紙業界の外観と分析対象企業

2. では、大王製紙の事件をきっかけに我々が抱いた問題意識と、そこから導き出した仮説についてまとめた。これを踏まえ、実際に大王製紙の企業分析をするために、大王製紙の所属するパルプ・紙産業¹の概観を把握し、分析対象企業の設定を行う。

パルプ・紙産業は、新聞用紙・印刷用紙等の情報用、段ボール原紙・クラフト紙等の包装用、トイレットペーパー・ティッシュ等の衛生用、電気絶縁紙等の工業用の紙・板紙を生産、供給することで、各種の産業活動や家庭生活の支えをしている産業である（日本製紙連合会 HP）。製品の紙は新聞用紙・印刷用紙等の洋紙と段ボール原紙等の板紙に大別でき、これらは需要構造が異なっている。

分析対象企業は、パルプ・紙産業の時価総額で見て会社規模の大きい5社とした²。その5社は図表1も表わされている大王製紙、王子製紙株式会社（以下「王子製紙」）、日本製紙グループ本社（以下「日本製紙」）、レンゴー株式会社（以下「レンゴー」）、北越紀州製紙株式会社（以下「北越紀州製紙」）である。なお、大王製紙の事件による株価変動の影響を除くため、前会長の辞任発表のあった2011年9月16日の前日（2011年9月15日）の株価を用いて時価総額を算出した。

図表 1: 時価総額

分析対象企業	時価総額 (百万円)
大王製紙	90,055
王子製紙	428,946
日本製紙	226,465
レンゴー	152,605
北越紀州製紙	111,956

(2011年9月15日現在)

出所) Yahoo!ファイナンスより筆者

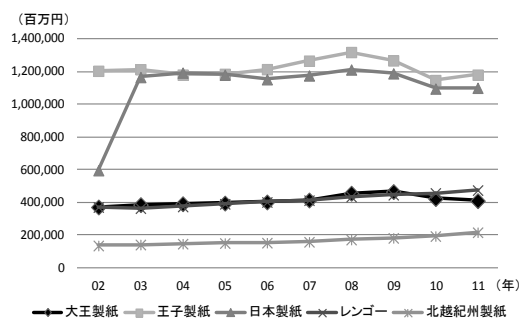
以下より各企業について、財務戦略、ガバナンス機構、株主構成それぞれの特徴を見た。

3-2. 財務構成の分析

まず、パルプ・紙産業の特徴を財務構成から検証する。

図表2に表わされる分析対象企業5社の2002年から2011年（10年間）における売上高推移を観察したところ、2003年から5社の売上高はほぼ横ばいで推移しており、大きな成長がないことが分かる。このことから、同産業の市場は成長があまり見られない成熟産業であると考えられる。

図表 2: 売上高の推移



図表 2 出所) 日経 Needs-FQ より筆者作成

¹ 日経 33 業種分類による。

² 丸紅株式会社の紙パルプ部門の売上高は業界 3 位の規模であるが、連結財務諸表を元に緻密なセグメント分析を行うのは難しいため、同社は比較企業から除いた。

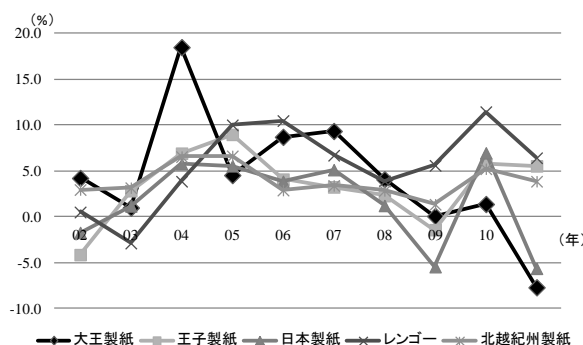
また、パルプ・紙産業は素材産業であり（小畑 [2005]）、つまり加工組立産業に素材を供給する産業であるので、同産業の製品は低付加価値である（石崎 [1990]）。そのため、パルプ・紙産業の原価率は高い。

3-2-1. ROE

大王製紙と他4社の収益性、効率性、資本構成といった財務戦略に、どのような違いや特徴があるのか検証するために ROE の分解分析を行う。

図表3は分析対象企業5社の2002年から2011年（10年間）の ROE 推移を表している。成熟しているパルプ・紙産業において、大王製紙と他4社の ROE に大きな差は見られない。事件の起きた大王製紙の財務状態を更に詳しく把握するため、ROE のデュポン分解を行う。売上高利益率、使用総資本回転率、財務レバレッジの3つの指標について精査し、大王製紙の財務とモニタリングの関係について考える。

図表 3: ROE 比較



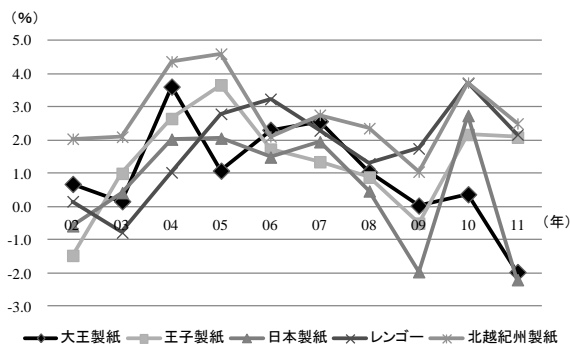
出所) 日経 Needs-FQ より筆者作成

3-2-2. 売上高利益率

図表4より、売上高利益率（以下、利益率）は分析対象企業5社すべてが毎年度ほぼ同じトレンドを描いていることが分かる。これは毎年の売上がほぼ一定であることと高い原価率に起因する。

3-2. で見たようにパルプ・紙市場が成熟市場で毎年の売上がほぼ一定である。また同産業の製品は低付加価値、つまり原価率が高いため、製品の原材料であるパルプやチップ、古紙、重油、石炭、薬品等の価格変動の影響を収益が敏感に受ける。ただし洋紙事業と板紙事業の事業比率が各社異なり、受ける価格変動の大きさに幅があるため、トレンドに多少のずれが生じている。

図表 4: 売上高利益率



出所) 日経 Needs-FQ より筆者作成

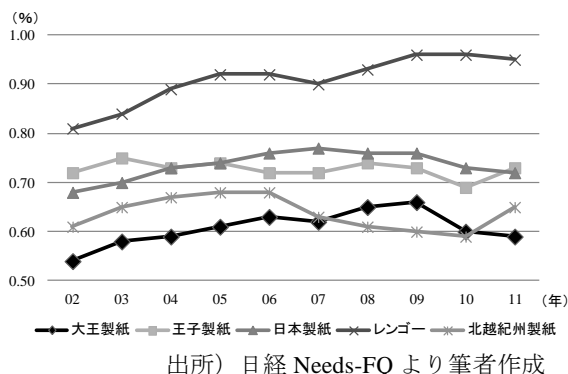
大王製紙は以前より、競合他社に厳しい価格競争を仕掛けシェアを高めてきたのだが、ここ数年新興国における紙製品の需要が高まったため原材料が高騰しており、それが低い利益率をさらに圧迫した結果、年々同社の利益率を押し下げている。

3-2-3. 使用総資本回転率

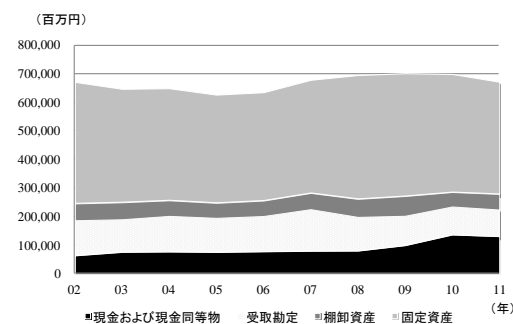
本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。本資料には事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

次に図表 5 で使用総資本回転率を見る。ROE、売上高利益率では共に、大王製紙と他分析対象企業 4 社間の差異は少ないが、使用総資本回転率は大王製紙が他 4 社と比べ低い値を示している。何が大王製紙の使用総資本回転率を押し下げているのであろうか。この要因を調べるために、図表 6 から図表 10 で示されている各社の現金及び現金同等物（以下現金）、受取勘定、棚卸資産、固定資産の推移を観察する。すると大王製紙のみ現金の割合が 19.4%と、他 4 社平均 4.1% に比べ 3.6 倍も高いことが観察された（2011 年 3 月時点）。

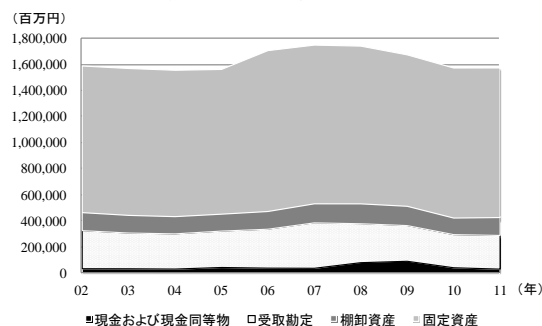
図表 5: 使用総資本回転率



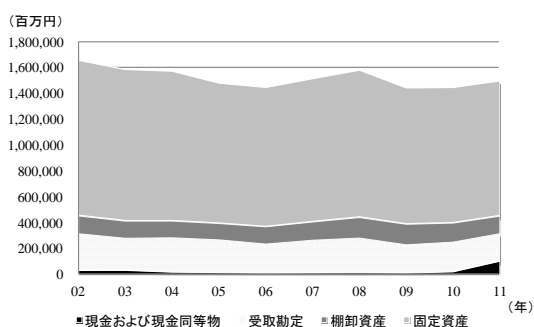
図表 6: 大王製紙の資産



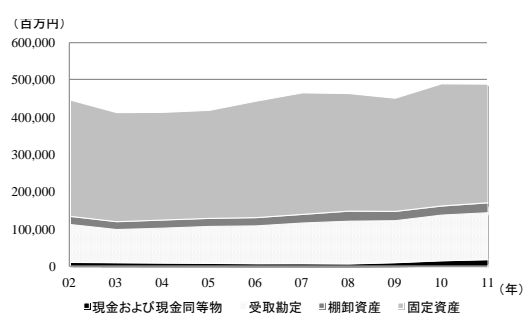
図表 7: 王子製紙の資産



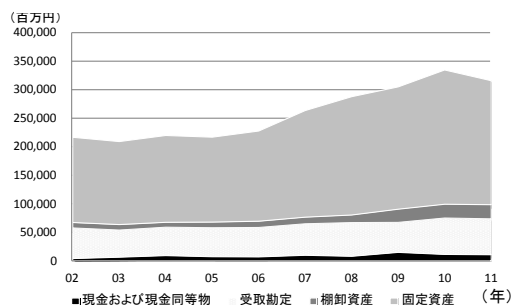
図表 8: 日本製紙の資産



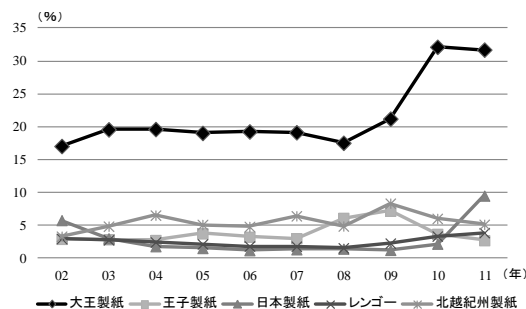
図表 9: レンゴーの資産



図表 10: 北越紀州製紙の資産



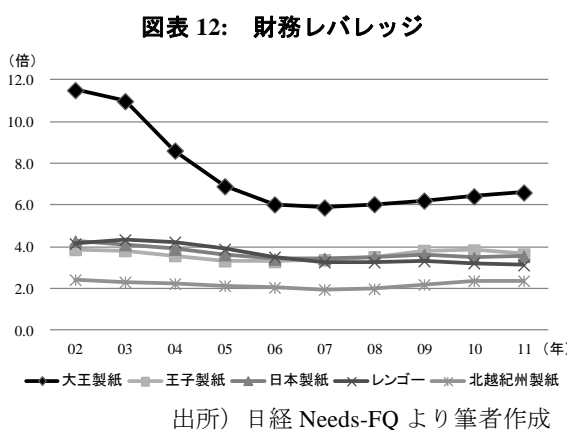
図表 11: 売上高現金および現金同等物比率



大王製紙の現金保有比率が高い事が判明したところで、図表 11 の売上高現金及び現金同等物比率を見てみる。2002 年時点から既に他 4 社よりも高い水準で推移しており、図 11 にある通り、同社の現金保有比率は同業他社と比較して圧倒的に高いことが分かる。すなわち、大王製紙には常に現金を保有する強い傾向がある。特に 2008 年から 2010 年にかけて、現金保有比率が急上昇を続け、現金が潤沢であったことが分かる。

3-2-4. 財務レバレッジ

3-2-3. では大王製紙の使用総資本回転率は低水準であることが観測された。使用総資本回転率が低い値を示しているにもかかわらず、ROE が他分析対象企業 4 社と同水準の値であるので、大王製紙は大幅に財務レバレッジを効かせていると予測できる。図表 12 より、大王製紙の財務レバレッジは毎年他 4 社より高い値を示していることが分かる。財務レバレッジが高いということは自己資本比率が低い、つまり負債比率が高いことを表す。



大王製紙は資産の約 81.1%を負債から調達している (2011 年 3 月時点) が、成熟産業に属し投資もあまり必要でない状況の中、なぜ負債コストを支払ってまで現金を多く保有しているのだろうか。これについて我々は、大王製紙は銀行などの債権者と密接な関係を築くために余分な資金を借入れていたのではないかと推測する。借入れの必要がないときにあえて借入れを行うことで銀行との友好関係、ひいては銀行とメインバンク関係³を構築し、経営の安定を図る等のメリットを享受しようとする意図があるのではないかと推測する。

ところで、企業が投資をする額以上の資金調達を行い多額の現金を抱える際、利害関係者は注意を払わなければならない。フリーキャッシュフロー仮説によると、「配当の支払いは経営者の裁量を狭め、経営者による私的利益拡大の誘因を抑制する効果を持つ」(Jensen [1989])。すなわち、現金大量に保有しているとその用途は経営者の自由裁量に依ることとなり、経営者による私的利益拡大の誘因となる可能性が大いにあるだろう。

大王製紙の配当政策を見てみると、直近 10 年間の配当性向は図表 13 に表わされるように最低値が 2004 年の 6.0%、最大値が 2009 年の 1000%超と常に大きく振れている。一方、配当支払金額自体は 10 年間ほぼ 10 億円前後と変わらない。これにより大王製紙では利益に応じた配当が支払われておらず、多くの金額が内部留保されていることが推測できる。内部留保は基本的に投資のための資金となるはずだが、積極的な投資先が存在しないため、

³ メインバンクと称される銀行の機能としては、通常 (1) 企業に対する投資資金の効率的供給、(2) 融資先企業の経営監視 (monitoring) と必要に応じたコントロール、(3) 融資先企業の経営に対する「保険」提供 (財務危機時の救済)、などを指摘できる (岡部 [2002])。

大王製紙の場合多くの内部留保が現金のまま所有されていると考えられる。

以上より、大王製紙の財務構成の特徴は、メインバンク関係を構築するため投資額以上の負債を調達し、現金のまま保有している点にある。

このような財務状況の中、今回の大王製紙の事件が起こった原因として、モニタリングが働いていなかったことが挙げられる。大王製紙は資金の81.1%を負債から調達していることもあり、エージェンシー問題を解消するには債権者によるモニタリングが重要であっただろう。

ところで銀行は、貸付けを行う際返済が滞りなく行われることを第一に考えるため、安全性を主軸に据えて貸付先企業を選定する。そのため、固定資産等よりも流動性の高い資産、特に現金を多量に保有している企業を好み、そのような企業に融資をする。また、大王製紙のように一定水準以上の利益を確保し、常時大量の現金を保有している企業には滞納や返済困難等のリスクが少ないため、銀行も経営への介入をほとんど行わない。(岡野 [2002]) このため、大王製紙の負債比率が高かったとしても銀行からのモニタリングが働きにくかったと推測される。

経営者の私的利益の追求を阻止するには、債権者や株主といった企業組織外部からの外部ガバナンスだけでなく、企業組織内部からの内部ガバナンスが必要であり、企業のガバナンス構造の構築が重要である。3-3. ではガバナンス構造の特徴から企業内のモニタリングについて考えていく。

3-3. パルプ紙業界の組織構成とガバナンス機能

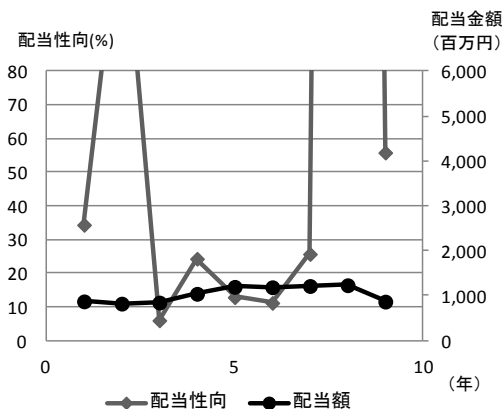
大王製紙の内部ガバナンスが機能しているか検証するため、組織構成に注目した。組織内部からコーポレート・ガバナンスを機能させる手段として、取締役会や監査役会などの制度的機構による経営者へのモニタリングが挙げられる。このモニタリングを効率的に機能させる存在として、社外取締役や社外監査役のような、企業の利害に関与しない社外役員が必要である。

図表 14: パルプ・紙5社の役員数

	大王製紙	王子製紙	日本製紙	レンゴー	北越紀州製紙
取締役数	12	12	10	16	12
うち社外取締役	0	2	0	1	1
監査役数	5	4	4	5	4
うち社外監査役	3	2	2	3	2

出所) 東京証券取引所 HP より筆者作成

図表 13: 大王製紙の配当性向と配当支払額

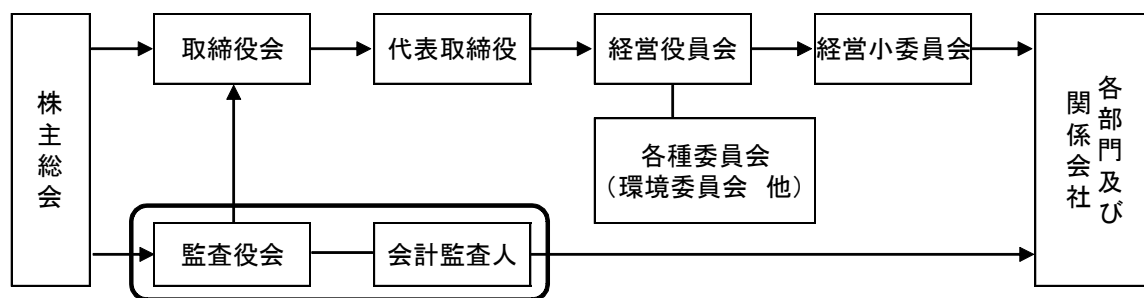


出所) 日経 Needs-FQ より筆者作成

2011年12月時点で東京証券取引所第一部に上場している企業の社外取締役選任比率は48.5%であり⁴、上場企業の約半数が社外取締役を選任している。図表14は2011年3月の分析対象企業5社の役員数を表したものである。監査役は、「監査役会設置会社においては、監査役は、三人以上で、そのうち半数以上は、社外監査役でなければならない。」と会社法355条3項で定められており、どの企業も半数以上社外監査役を選任している。ここでは選任が原則任意とされている社外取締役について観察する。過半数の分析対象企業が社外取締役を採り入れている中、大王製紙は社外取締役を採り入れていないことが分かる。大王製紙の有価証券報告書の「監査役によるモニタリングが十分に期待できる」という記述から、現状のガバナンス維持を課題と考え未だ社外取締役の採用を見送っているようである。このことが創業者一家へのモニタリングが働かない一因となっているだろう。大王製紙は創業者一家の支配権が強く、同社の取締役会は社内の関係者のみで構成されてきた。そのため取締役会での抑止力が働かなかったのではないかと考えられる。

ここで、分析対象企業5社の中で社外取締役を積極的に採用している王子製紙と、社外取締役を採用していない大王製紙で、組織構成を比較してみる。興味深いことに、王子製紙の内部統制の構造は有価証券報告書による詳細な開示がなされているが、大王製紙の場合HPでの簡略な表記に留まっている。以上は単に2社の開示情報に基づく推察にすぎないが、大王製紙のコーポレート・ガバナンス体制は経営者の自己利益追求を抑止するには不十分であったことが想像できる。

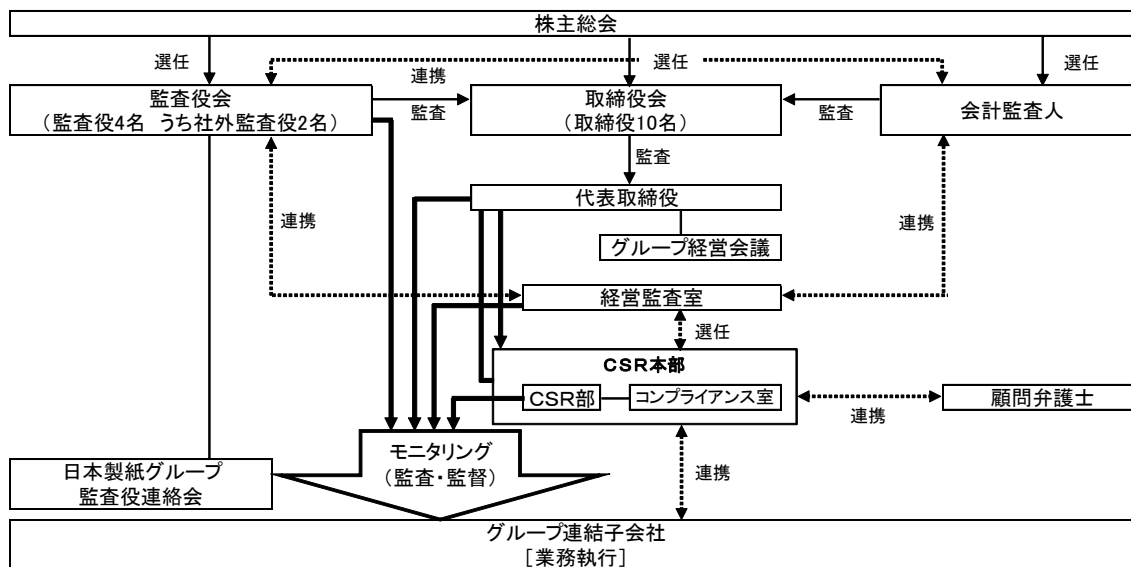
図表 15: 大王製紙 組織構成簡略図



出所) 大王製紙 HP より筆者作成

⁴ 本文に示された値は東京証券取引所第1部上場の企業すべての平均値である。企業監査役会設置会社の場合、社外取締役選任比率は47.1%。

図表 16: 王子製紙 組織構成簡略図



出所) 王子製紙 2011 年度有価証券報告書より筆者作成

3-4. 株主構成

3-2. で財務分析を行ったところ、大王製紙は負債比率が高いにもかかわらず多額の現金を滞留させていることが分かった。この現象に対する説明として、取引銀行と株式を持ち合うことでメインバンク関係の構築を図り取引上緊密なきずなを確保をすることを目的に、大王製紙が意図的に多くの借入れを行っていることに起因するのではないかと推測した。

株主は別の経済主体である経営者の行動をモニタリングし、経営者が株主価値又は企業価値を最大化するようインセンティブを付与することで、外部ガバナンスとして機能する。コーポレート・ガバナンスを有効に機能させるには、十分なモニタリングが必要不可欠である。そして十分なモニタリングは一般的に、保険会社・信託銀行・年金基金といった機関投資家から得られるとされる。

以上のことを踏まえ、分析対象企業 5 社の株主構成を観察する。

図表 17 によると、大株主中に占める機関投資家の数は大王製紙で 10 社中 1 社、王子製紙で 5 社、日本製紙で 4 社、レンゴーで 3 社、北越紀州製紙で 3 社となっている⁵。モニタリングの機能を十分に発揮できるとされる機関投資家の数が、大王製紙は著しく少ないことが分かる。

⁵ 主取引銀行系列または株式持ち合い企業系列の機関投資家は、株券発行会社から独立していないと見なし、大株主中の機関投資家から除外した。

図表 17: 大株主の状況

王子製紙		日本製紙グループ本社		大王製紙	
大株主	持株比率	大株主	持株比率	大株主	持株比率
1 自社(自己株口)	5.8%	1 日本トラスティ信託口	9.0%	1 大王商工	7.3%
2 日本マスター信託口	5.0%	2 日本マスター信託口	4.9%	2 愛媛製紙	4.1%
3 日本トラスティ信託口	3.8%	3 日本生命保険	2.9%	3 カミ商事	3.6%
4 日本トラスティ信託口4	3.1%	4 レンゴー	2.8%	4 伊予銀行	3.6%
5 三井住友銀行	2.9%	5 SSBT・OD05・オムニバス アカウントトリーティ	2.4%	5 エリエール総業	3.1%
6 日本生命保険	2.6%	6 自社従業員持株会	2.3%	6 愛媛銀行	3.1%
7 みずほコーポ銀行	2.6%	7 三井生命保険	1.9%	7 北越紀州製紙	2.8%
8 SSBT・OD05・オムニバス アカウントトリーティ	2.4%	8 みずほコーポ銀行	1.8%	8 日本トラスティ信託口	2.6%
9 自社株式保有会	2.2%	9 みずほ銀行	1.8%	9 兵庫パルプ工業	2.1%
10 日本紙パルプ商事	1.6%	10 大王製紙	1.7%	10 自社(自己株口)	2.0%

【主要取引銀行】みずほ、三井住友、農林中央金庫、三井中央信託、住友信託

【主要取引銀行】みずほコーポ、三井住友

【主要取引銀行】三菱東京UFJ、あおぞら、農林中央金庫、新生、三井住友、伊予

レンゴー		北越紀州製紙	
大株主	持株比率	大株主	持株比率
1 日本トラスティ信託口	6.4%	1 三菱商事	24.7%
2 日本マスター信託口	5.3%	2 日本マスター信託口	5.6%
3 自社(自己株口)	4.9%	3 日本トラスティ信託口	4.5%
4 日本製紙グループ本社	4.8%	4 日本興亜損害保険	2.8%
5 日本トラスティ信託口9	4.1%	5 日本トラスティ信託口 (王子製紙)	2.6%
6 三井住友銀行	3.5%	6 大王製紙	2.0%
7 全国共済農業協同組合 連合会	3.4%	7 第四銀行	2.0%
8 三井住友海上火災	2.8%	8 北越銀行	2.0%
9 三井住友保険	2.5%	9 自社(自己株口)	1.9%
10 住友商事	2.3%	10 JPモルガン証券	1.7%

【主要取引銀行】三井住友、農林中央金庫、みずほコーポ、住友信託

【主要取引銀行】みずほコーポ、農林中央金庫、三菱東京UFJ、第四、北越

出所) 各企業の HP、東洋経済『会社四季報 2011 年 3 集』より筆者作成

大王製紙に関して、創業家(井川家)に関連する企業(同族企業)に背景色を付けた。

図表 17 の大王製紙の株主構成に注目していただきたい。大王製紙の大株主一覧の中で色を付けた大王商工、愛媛製紙、カミ商事、エリエール総業、兵庫パルプ工業の 5 社は一般的にはなじみのない株主名であり、詳細が不明である。そこで我々はそれぞれの株主の情報を収集し、図表 18 にその結果をまとめた。図表 18 から見て取れるように、いずれの株主も大王製紙創業家の井川一族が経営者の族企業であることが分かる。すなわち、他 4 社と比較して大王製紙の株主の名義には大きな特徴がある。大王製紙の大株主 10 社中 5 社が同族企業で占められており、これより経営者に対してモニタリングが全く機能していないことが分かる。

図表 18: 大株主の会社の代表者

関連子会社	代表者
大王商工株式会社	(代表取締役) 井川 高雄
愛媛製紙株式会社	(取締役社長) 井川 勝正
カミ商事株式会社	(取締役社長) 井川 勝正
エリエール総業株式会社	(代表取締役) 井川 高博
兵庫パルプ工業株式会社	(代表取締役社長) 井川 雄治

出所) 各企業 HP より筆者作成

以上、大王製紙の大株主に占める機関投資家の割合の低さと同族企業の数の多さから、株主による経営者へのモニタリングは他4社と比べるとほとんど機能しておらず、現在の経営環境は経営者が自己利益の最大化に努めやすい環境であると言える。

4. 考察結果

大王製紙を財務、組織構成、株主構成の3つの視点から検証すると、今回の同社の事件は経営者が自己利益を追求しやすい環境があり、経営者に対するモニタリングが働かなかったことに起因すると発覚した。財務分析により、同社は現金を過剰に滞留させ、そのことが経営者の自己利益追求を助長させたことが検証された。さらに組織構成や株主構成の検証から、モニタリング効果の高い社外取締役が不在の脆弱な組織構造や、同族企業が株主に名を連ねる偏った株主構成が原因でモニタリングは機能せず、同社のコーポレート・ガバナンスは無きに等しい状態であることが分かった。

メディアの発達により様々な情報が簡単に手に入る今日、投資家だけでなく消費者を含むすべてのステークホルダーから信頼を得ることが会社の存続にとって必要不可欠になってきている。企業においてコーポレート・ガバナンスの徹底と、それに伴い企業価値の向上を追求する健全な経営努力が成されれば、企業自身だけでなくすべてのステークホルダーがその恩恵を受けることが出来る。この関係こそ、株式会社が会社との間に築くべきものである。

今回の大王製紙の事件はガバナンスの欠如が原因で起こったと言えるだろう。企業内外部からのモニタリングが機能しておらず、経営者は本来求めるべき企業価値に背を向けて自己利益を追求することが十分な環境にあった。本レポートにもあるように企業内部が不透明な企業は、社会からの信頼を得ることは難しいだろう。

今回のケースのようなコーポレート・ガバナンス問題を回避するためにも、今後一層いかなる企業においてもエージェンシー問題の解消が求められる。その手段として企業内外部からのモニタリングがとくに重要であると、本レポートより我々は考える。

【参考文献】

- Michael C. Jensen and William H. Meckling, [1976]
“*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*”
- Michel C. Jensen, [1986] “*Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers,*”
American Economic Review 26
- 石崎 昭彦 [1990] 「<論説>日本の経済的地位の上昇」 経済貿易研究：研究所年報 16, 1-19
- 岡部光明 [2002] 『株式持合と日本型経済システム』 慶應義塾大学出版社
- 小畑 淑郎 [2005] 「競争激化における企業の営業力強化戦略：企業生存のために「営業部門」に経営資源の集中を」 大阪産業大学経営論集 6(2), 9-17
- 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

ピコー・ディートル・フランク [1999] 『新制度派経済学による組織入門』 白桃書房
宮川壽夫 [2009] 「企業の特異性資産と配当政策の粘着性」 証券アナリストジャーナル, 第47巻, 8号
リチャード・A・ブリーリー、スチュワート・C・マイヤーズ、フランクリン・アレン [2007] 『コーポレート・ファイナンス (第8版) 上』 日経BP社
日本経済新聞 (朝刊), 2011年9月20日他

【参考 URL】

王子製紙株式会社 <http://www.ojipaper.co.jp/>, 2011年12月8日
東京証券所 HP 「コーポレート・ガバナンス情報サービス」
<http://www.tse.or.jp/tseHpFront/HPCGDS0701.do?method=init>, 2011年12月8日
大王製紙株式会社 <http://www.daio-paper.co.jp/>, 2011年12月8日
大王製紙株式会社元会長への貸付金問題に関する特別捜査委員会[2011] 「調査報告書」
<http://www.daio-paper.co.jp/news/2011/pdf/n231020a.pdf>, 2011年12月8日
日本製紙グループ本社 <http://www.np-g.com/>, 2011年12月7日
日本製紙連合会 HP 「製紙産業の現状－概要」
<http://www.jpa.gr.jp/states/brief/index.html>, 2011年12月9日
北越紀州製紙株式会社 <http://www.hokuetsu-kishu.jp/>, 2011年12月7日
毎日 jp
「記者の目：大王製紙前会長の“暴走”と企業統治＝新宮達 (大阪経済部) (2011年12月8日)」
<http://mainichi.jp/select/opinion/eye/news/20111208ddm004070004000c.html>, 2011年12月9日
レンゴー株式会社 <http://www.rengo.co.jp/>, 2011年12月7日
Yahoo!ファイナンス <http://finance.yahoo.co.jp/>, 2011年12月7日