

## 事業承継を通じたエージェンシー問題と個人保証

津島 晃一

(事業承継 Lab. 所長)

### 要 旨

エージェンシー理論では、企業を複数の多様なエージェンシー関係で構成される契約の結合体であるとみなしており、事業承継の研究でもそうした観点が必要である。最適資本構成の考え方によって、株主資本と負債に関わる2つのエージェンシー関係が影響し合って経営者を規制することを説明できる。日本の中小企業の事業承継でも、この考え方でもって株主と経営者間、および金融機関と経営者間の2つのエージェンシー関係が影響し合っているとと言える。

特に、個人保証は、金融機関に対して負担する経営者のボンディング（拘束）・コストとして、株主と経営者間のエージェンシー問題の抑制や解消に大きな影響を与えると考えられる。それは、個人保証が非常に長い商慣習として経営者に大きな負担感を与えているかである。また、近時個人保証に関する改正議論が進んだとはいえ、経営者が会社債務に対して行う個人保証は合理性が高いとされており、今後もその負担感が小さくなることはない。

このように経営者にとって存在感の大きな個人保証は、たとえ他に大株主が存在したとしても、大株主と経営者間のエージェンシー関係に強い影響を及ぼす。つまり、経営者が個人保証している場合、金融機関と経営者間のエージェンシー関係が株主と経営者間のエージェンシー問題を抑制するのである。

本稿では、このことを証明するために文献とインタビューによる調査を行った。ここでは、個人保証をしている経営者が、金融機関との関係を基にして株主とのエージェンシー問題の抑制や解消がなされている事例を報告する。これらの事実は、日本の中小企業の事業承継をエージェンシー理論で説明する場合、金融機関と経営者間のエージェンシー関係が、株主と経営者間のエージェンシー関係に強く影響していることを示すものである。

# The agency problem and personal guarantees through business succession

TSUSHIMA Koichi  
Business Succession Lab.

## Abstract

The theory of agency views a corporation as a nexus of a set of contracting relationships among individuals, composed of multiple and varied agency relationships. A similar perspective should be considered in research on business succession. Attitudes toward a firm's optimal capital structure can explain how agency relationships involving equity capital and debt influence each other and thus restrict managers. For business succession at Japanese small- and medium-sized enterprises (SMEs), this thinking is applicable to agency relationships between shareholders and the management as well as between banks and the management.

Personal guarantees particularly have a major impact on controlling and eliminating agency issues between shareholders and the management, and, as such, guarantees are bonding costs that the management bears for the bank. Personal guarantees are an extremely long-standing business practice that places a major burden on the management. In addition, although discussions aimed at the revision of personal guarantees have recently made some progress, getting the management to personally guarantee corporate debt is still considered reasonable; therefore, this burden is not likely to be alleviated in the future.

Providing personal guarantees is highly important for managers. Even if a firm has other major shareholders, personal guarantees exert a strong impact on agency relationships between major shareholders and the management. In other words, when the management gives a personal guarantee, the agency relationship between the bank and the management will control agency issues between shareholders and the management.

This paper surveys the extant literature and conducts interviews on this topic. We cite cases in which managers provided personal guarantees, and their relationship with the bank led to the control or elimination of agency issues with shareholders. These cases show that when using the theory of agency to explain business succession at Japanese SMEs, agency relationships between banks and the management strongly influence the agency relationships between shareholders and the management.

Keywords : エージェンシー理論, 個人保証, 経営者, 株主, 金融機関

the theory of agency, personal guarantee, management, shareholders, bank

## はじめに

エージェンシー理論は、同族企業のオーナーと非親族の経営者との関係を研究するために有効な枠組みとして活用されてきた。企業という組織をめぐるエージェンシー関係は、株主と経営者間のみには生じるのではない。そこには、多様なエージェンシー関係が存在している。なかでも、債権者と経営者間のエージェンシー関係は伝統的に重要な研究対象として扱われてきている。

本稿では、株主と経営者間のエージェンシー関係に加え、債権者と経営者間のエージェンシー関係を並立する状態で捉えて議論する。そして、特に、日本の中小企業経営者が、債務者として金融機関に提供する個人保証に注目する。個人保証が、金融機関と経営者間のエージェンシー・コストとして存在していることが、事業承継における株主と経営者間のエージェンシー関係に強い影響を与えていることを明らかにする。

最初に、エージェンシー理論を用いた同族企業やMBOに関連する研究のレビューを行い、続いて、個人保証の存在感の大きさについて説明する。その上で、文献とインタビューによる事例調査を報告して、その結果を考察し、最後に結論を述べる。

## 1. 先行研究

### 1. 同族企業のエージェンシー問題

大企業のような複雑な組織では、株主の権利が希薄化されているため、株主が経営者を規制することは非常に難しい。一般的に、この場合のエージェンシー・コストは膨大なものとなる。そこで、主として内部昇格者が経営の専門家として取締役に選任されることによって、エージェン

シー・コストが削減されている。

一方、中小企業のような比較的小さな組織では、1人かあるいは少数の経営者による統率によって、株主との間のエージェンシー問題を効率的に調整することができる。このような組織では、意思決定のシステムが経営者に集中している。事実上、株主は経営者によってガバナンスの制約を受けているのと同じである (Fama and Jensen, 1983, 322)。

これらを踏まえて、同族企業における所有と経営の分離による諸問題が、エージェンシー理論によって説明されている。たとえば、同族企業における非親族の経営者は、オーナーの家業の側面に対する不満や、利益に対する考え方の違いからくる機会主義的行動によるエージェンシー問題を起こしやすいとされている (後藤, 2017)。

ただし、同族企業内の所有と経営の分離によるエージェンシー問題は、同族企業が事業承継の場面を迎えるにあたって、さらに複雑な検討を必要とする。それは、事業承継にまつわる諸問題が、単にオーナーと経営者間のエージェンシー関係だけでは説明がつかないからである。

エージェンシー理論では、企業を、複数の多様なエージェンシー関係で構成される契約の結合体であるとみなしている (Jansen and Meckling, 1976, 312; Jensen, 2003, 88)。なかでも、株主と経営者間のエージェンシー関係とならんで、金融機関などの債権者と経営者間のエージェンシー関係が重要視される。それは、これらの資金提供者からみると、経営者とは、自分の都合のよいようには規制しにくい存在であるからである (花枝, 2002, 42)。資金提供者にとって経営者がそういう存在であるのは、主として情報の非対称性のためである (Ross, 1973, 135)。

株主と経営者及び金融機関と経営者という2つのエージェンシー関係から生ずるそれぞれのエー

ジェンシー・コストの総和を求め、それが最小となる株主資本と負債の構成が望ましいとされる。このような資本構成は、最適資本構成と呼ばれる(Jansen et al., 1976; Jensen, 2003)。

最適資本構成の考え方は、株主も債権者も共に限定合理的であるので、両者がそれぞれ単独で経営者を規制するよりも並立させる方が、トータルのエージェンシー・コストがより小さくなることを意味している。それは、株主と債権者のお互いが、対象企業のガバナンス上での利害対立を生む存在であるからである。したがって、株主と債権者は、それぞれが相手方と経営者とのエージェンシー関係に影響を与え合う存在であると言える(岡村, 2013, 93)<sup>(1)</sup>。

以下には、事業承継における株主と経営者間のエージェンシー関係を、MBO (Management Buy-Out) を例にとって説明し、続いて、債権者である金融機関と経営者間のエージェンシー関係による影響の強さを、日本の中小企業の特徴として説明する。

## 2. エージェンシー問題を抑制する MBO<sup>(2)</sup>

同族会社では、一族の繁栄、地域への貢献、伝統の維持などに重点が置かれた経営が一般的である。しかし、同族会社の中で活動する非親族の経営者はそういった一族の目標より、財務上の利益の最大化を追求する傾向がある。そのような経営陣内部の傾向の相違から、同族会社の戦略的目標は、事業承継計画か事業売却交渉のいずれかのプロセスを選択するようになる<sup>(3)</sup>。

適当な後継者がいない同族会社のオーナーは、やがて事業承継プロセスで優位に立つ必要性を注意深く考慮するようになる。そして、オーナーは、非親族の経営者を相手とする売買を想定して、いずれは相互に価格合意に達したいと望む。さらには、売手(プリンシパル)として、非親族

の経営者(エージェント)との良好な関係を築くことが適切であることを認識した上で、事業の経営と同様に、所有についても非親族の経営者に準備させた方が良いと考える。

一方、会社を買って新しいオーナーとなろうとする経営者は、会社を、自分の利益とニーズを追求でき、しかも売買の対象となる資産として単純に見ている(Scholes, Wright, Westhead, Burrows and Bruining, 2007, 335-344)。ただし、自社の持ち株が無いか少ない非親族の経営者は、会社の利益を最大化しようとするより、自分の利益を優先して株主の利益を害する行動へ向かいがちでもある。

それが、オーナーにとっては、個人の資産の横領に匹敵するリスクとして捉えられる(Lee, Lim and Lim, 2003, 662)。したがって、同族会社のオーナーから会社を買取る非親族の経営者は、オーナーの横領リスクへの警戒心に十分な配慮が必要である。

ここで述べたように、経営者と株主間には、エージェンシー問題が生じるものであり、それは、MBOの交渉プロセスに影響を与えている。その原因は、主として経営者と株主との間の情報の非対称性である(Robbie and Wright, 1995)。結果として、株主と経営者間のエージェンシー関係は、MBO後の企業の存続可能性にまで影響を及ぼす(Wright, Robbie, Thompson and Starkey, 1994, 218)。

例えば、買い手であるMBOのチームのメンバーが、会社の情報を売り手のオーナーより多く保有していると、買取取引を支配的にかつ命令的に行う傾向がある。その結果、売り手にとっては売買価格が低くなりがちである。こうした場合、オーナー側から見れば、非親族の経営者の存在が、エージェンシー問題を引き起こしているとみなされる。

一方で、この場合、業績に関しては買い手が売り手に頼ってはいない。そのため、MBOをした経営陣のモチベーションによって、MBO後に容易に業績改善が図られる。そして、このシナリオは、同族企業の親族に後継者がいない場合によく見られる (Howorth, Westhead, and Wright, 2004; Scholes, et al., 2007)。

同族企業のオーナーが、MBOの交渉プロセスを想定した場合、買い手であるMBOのチームのメンバーに歩み寄ることになる (Scholes, Wright, Westhead, and Bruining, 2010)。そうすることが、オーナーにとって、売買の価格合意に達する可能性を高め、MBO後にオーナーの希望する待遇を獲得しやすくするからである。オーナーのこうした行動は、結果的にエージェンシー問題を抑制することになる。

以上のことから、MBOは、株主と経営者間のエージェンシー問題を抑制する働きを持つとされる。オーナーが、MBOを、事業承継の手段の1つに含めた場合は、それだけで、オーナーと経営者のエージェンシー問題が抑制されるのである (菊澤, 2004, 45; 菊澤, 2006, 111)。

### 3. 日本におけるMBOへの制約

MBOは、主としてイギリスを起源に発達した事業承継の手法である<sup>(4)</sup>。しかしながら、MBOを行った経営陣の株式所有割合の捉え方は、イギリス以外のヨーロッパ諸国で一律ではない (Scholes, et al., 2010)。MBOを行ったとはいえ、イギリス以外の国々では、新たな経営陣が支配株主にはならない形態が存在する可能性が高い。

こうした支配株主になることにこだわらない経営の形態があるとすれば、それは、英米型の経営者による完全利己主義的なガバナンスとは馴染まない。これに対し、多くの日本企業では、経営者が限定利己主義的であるされており (菊澤,

2007)、経営者が支配株主ではない経営形態の存在もありうると考えられる。つまり、日本の多くの経営者は、自己の利益のためだけにMBOを実行することはなく、しかもMBO後に支配株主にならなくても、経営者としてガバナンスを成立させられると考えられる。

可能性だけから考えれば、英米型のMBOは、債権者としての金融機関の意向に配慮せずとも遂行できる。それは、経営者が完全利己主義的であることを前提とするからである。他方、日本では、借入金のある企業のオーナーが、金融機関の意向を無視して企業を売却することなど通常は考えられない。

既に述べたように、オーナーではない現経営者がMBOをできる可能性を持つことによって、MBOの事前にエージェンシー問題を抑制する効果が生じる。それは、日本においても同様であろうと考えられる。しかしながら、日本では、株主主権論に基づいて株主に単一のガバナンスの主権を帰属させるような、絶対的な主権論には限界がある。したがって、エージェンシー問題が英米ほど単純ではない。

多くの日本の企業に対しては、金融機関が債権者としてガバナンスに加わるので、経営者が、株主と共に金融機関にも主権を行使させて調整を図っていると見るべきである。すなわち、日本の企業の事業承継をエージェンシー理論で説明するには、株主と金融機関が並立した相対的な主権論を前提にする方が適している (菊澤, 2004, 47)。

最適資本構成論では、企業の負債構成比率が高ければ高いほど、負債をめぐるエージェンシーコストが上昇するとされる (Jansen et al., 1976; Jensen, 2003)。つまり、借入金が多い企業では、経営者に対する監視や財務の監査にコストがかさむことになる。

このような状況は、借入金に依存する体質に

なっている多くの日本企業に当てはまる。そして、日本の借入金のある中小企業のほとんどでは経営者が個人保証を提供している。会社債務の個人保証は、株主がこれを行うとすれば、多大なコスト負担であり避けたいものである。したがって、経営者が連帯保証人であれば、個人保証を回避したい株主からのガバナンスは後退することになる。

こうしたことが起こるのは、株主（プリンシパル）が、経営者（エージェント）に対する交渉を概ね事後的にしか行えないからである。つまり、株主の権力は強大であるという一般的な認識とは異なり、株主は、利益が減少したり負債が増えたりしても、その事後でないと、経営者に再交渉できない。したがって、企業に負債が増えれば増えるほど、株主が、経営者よりは弱い存在になると見るべきである（柳川、2006, 32）<sup>(5)</sup>。

一方で、金融機関によるガバナンスは、今日も厳然と存在する。多くの企業再生に取り組んできた元の産業再生機構のCOOで著名なコンサルタントの富山和彦は、日本の中小企業のほとんどにとっては金融機関がガバナンスの主体であるとし、金融機関が外部から中小企業を規律付けしていると指摘している（富山、2013, 246）。

したがって、ガバナンスに関する菊澤（2004）や柳川（2006）のような日本特有の議論は、日本の中小企業の事業承継に与える影響としても無視することができない。つまり、日本の事業承継は、株式所有割合に基づくガバナンスだけで説明しきれものではなく、状況依存型ガバナンスと言われる金融機関による統治も含めて議論されなければならない。

金融機関による状況依存型ガバナンスとは、経営者への監視が、普段は個々人の責任感と良心に任せたまま信用しておいて、何らかの疑いが出たときにだけ、調査して制裁を与えられるような制

度である（吉村、2012, 71; ドーア、2006, 51）。こうした監視を行う金融機関にとって、取引先企業に対する債権が何らかの影響を受ける可能性のある動きを見逃すことはできない。日本の金融機関は、融資先の企業が勝手にMBOなどされては困ると考えるのが普通である。

たとえば、ある企業の取引金融機関が、その企業のオーナーと長期的な連帯関係を維持していたとする。オーナーが、非親族の役員等に、株式を売却して事業承継を行った場合、金融機関はそれまでの長期的な連帯関係を見直す必要に迫られる。

その理由の1つは、新たな経営陣の経営能力が未知数であることである。金融機関として、新たな経営陣の能力については、それまでの経営者とは別途の審査が必要となる。もう1つは、オーナーの個人資産とは異なる新たな経営陣の個人資産が、担保や保証の対象になりうるかどうかである。金融機関としては、新たな経営陣の個人資産も審査しなければならない。

つまり、金融機関は、オーナーが経営者であった期間には、オーナーの与信の範囲に応じて取引ができたが、未だ与信のない新たな経営者に対しては改めて審査をし直す必要がある。この場合の審査は、基本的にはその企業と取引を継続するという方針であっても、実務上必須とされている（阿部、2005, 30-31）。その上に、金融機関にとっては、新たな経営陣が、事業承継を機に金融機関を取り換える可能性についても警戒しなければならない。

仮に、MBOを行う経営者が、これまで取引のあった金融機関から、その経営能力や個人資産の価値、および信頼関係に疑義を抱かれることになれば、MBO後の経営に重大な問題が生じることになる。MBOを契機に金融機関の態度が変われば、新しい経営陣が従来通りの経営を継続するこ

とはできない。

以上のように、日本における MBO は、金融機関との関係を見捨てて成立することが考えられない。そこで、日本の事業承継に関するエージェンシー関係は、英米で議論されているよりは複雑であるのが当然である。つまり、日本では、MBO で事業承継すれば同族会社のエージェンシー問題を抑制できるという、英米と同じ単純な結論にはなり得ないのである。

以上の議論から、英米よりは複雑な日本のオーナーと経営者間のエージェンシー関係には、金融機関と経営者間のエージェンシー関係が強く影響するということを仮説とする。そして、本稿では、株の売買だけでなく、金融機関と経営者間のエージェンシー関係が株主と経営者間のエージェンシー関係の抑制に影響することを説明するために、金融機関が経営者に徴求する個人保証に注目する。それは、個人保証が日本の経営者にとって、非常に存在感の大きい制度であるからである。次には、特に中小企業で一般的な個人保証に関する説明を行う。

## II. 存在感の大きい日本の個人保証

事業承継を円滑に進めるためとして、借入金の削減が推奨されることが多い（大崎，2008，72）。ところが、これに従うと、事業が借入金によって維持されているという現実、つまり経営の継続性を無視することになりかねない。

企業の人材や設備などの資源が借入金で賄われているのなら、そういう経営体質を急激に変えることは、企業にとってかえって過重な負担となる。たとえば、借入金を減らす目的で事業用の資産を売却すれば、それが遊休資産でない限り代替の設備を手当てしなければならない。また、急激な変化を恐れて、借入金の返済に長期間を要する

のを待てば、事業承継の好機を逃すことになる。そうではなく、借入金があるままに、社長だけが交代して、それまでの経営方針をある程度までは継続するほうがむしろ無難である。

それにもかかわらず、事業承継において借入金の削減が必要とされるのは、ひとえに個人保証の負担が大きいと考えられているためである。そこには、「個人保証は危険」であり、「継いでくれる人などいるはずがない」という固定概念が存在する。ただし、個人保証は、絶対に引き継げないというものではない。個人保証が引き継がれた事例も豊富に存在する。そうした事例を紹介する前に、この章では、個人保証についての情報をいくつかの角度から提供する。それによって、個人保証が、株主と経営者の間のエージェンシー関係の抑制に寄与することの説明につなげる。

### 1. 非常に古い商慣習である個人保証

個人保証制度が、日本の経済社会にどれほど深く根差しているのかを知る手がかりとして、まずは、歴史を見ることにする。この制度は、非常に古い起源をもつ制度である。いかに古いかを分かり易くするために、今日の日本企業の多くが採用している株式会社制度と比較してする（図表1）。

日本の保証制度は、株式会社制度と同様に明治時代に法制化された。しかし、商慣習としての歴史は、株式会社制度とは比較にならないほど古い。日本の保証制度の起源は、7世紀に、中国の唐代で整備された律令制の中に含まれていたとされる。片や、株式会社制度は、東インド会社が作られたのが始まりとされていて、それが16世紀末である。起源からして千年近い差がある。

両制度が、日本へ輸入された時期にも開きがある。保証制度は、奈良時代に、遣唐使が持ち帰った律令制が普及する時、現在の制度とは少し違った形で用いられている。それが、今日と同様に用

図表1 保証制度は株式会社制度よりはるかに古い

	保証制度	株式会社制度
法制化	明治中期	明治中期
起源	7世紀(律令制)	16世紀(東インド会社)
輸入元	唐	欧米
利用開始	奈良	維新後
定着	江戸初期	明治後期

出典：高村（1996）：中田（1984）：西村（1952）を基に筆者が作成

いられているのが確認できるのは、江戸時代の初期で、このころすでに今日と同様の保証制度が一般に定着していたと言える。

それからすると、株式会社制度の方はずっと遅れる。輸入されたのは欧米からで、明治維新の頃である。この制度、初めは評判が悪かったので、あまり広まらなかった。ようやく法制化されてからよく使われるようになり、普及したのは1900年頃で明治時代の後期である。それでも、今日のように全国至る所に株式会社がある状態になったのは戦後になってからである。

これほど歴史の差がある両制度であるが、法制度の改正について振り返ってもその違いが明らかである。株式会社制度は、会社法に規定されており、これまで何度も改正されてきている。度重なる改正は、日本の経済発展やグローバル化など株式会社を取り巻く環境変化に応じて機敏になされてきた。

一方で、保証制度は、明治時代に民法で規定された後、一度の改正もされずに来た。しかし、2017年になって、ようやく初めての改正が120年ぶりになされた。それも、経営者保証と呼ばれる、経営者が会社の債務に対して行う個人保証についてはほとんど変更されなかった。したがって、いま日本の経営者が使っている保証制度は、江戸時代のものともあまり変わらない制度のまま

ある。

歴史が浅く、経済発展に対応して変化を余儀なくされる株式会社制度に対し、保証制度は、変わらないことに特徴がある。こうして比較すると、改めて個人保証制度の存在感の大きさが分かる。

## 2. 個人保証契約の機能と危険性

一般的に知られている個人保証の機能として、3つを挙げることができる。1番目には、債権回収を目的とした保全機能であり、2番目には、企業が提供する情報の正確性を金融機関に確信させるためのシグナリング機能である（Spence, 1974）。そして、3番目には、債務者のモラルハザードを抑制するためのモニタリング機能である（高橋, 2006; 小出, 2007）。

これらは、金融機関などの対象債権者にとっての機能であるが、一方で、借入主体の企業など主債務者にとっても、よく知られている2つの機能がある。1番目は、物的担保力を補完する機能であり、これにより小資本の企業であっても資金調達力の増大が期待できる。2番目は、返済条件を緩和する機能であり、これにより金利の低減や返済期間の延長が期待できる。

企業の資金調達に有用な機能があるとはいえ、個人保証は、可能な限り避けたいというのが一般常識である。近年ではこの制度の改正論議が盛んであり、その結果として、「経営者保証に関するガイドライン」の適用が開始されたり、改正民法案が成立したりするなど具体的な成果も出ている（中村, 2015, 49）。これらの改正によって、保証人の負担軽減が図られてはいるものの、今後とも、個人保証が、経営者にとって重大な負担であり続けることに根本的な変化はない。

日本では、自殺者が毎年3万人を超える年が続いていた状況の中で、自殺対策基本法が2006年に制定された。これに関連して、男性の自営業・

家族従事者の自殺率が高いことが指摘されている（本橋・金子，2009，226）。

また、破産債務者の27.18%が個人保証に関係するものであり、ギャンブルや浪費を原因とする破産債務者よりはるかに多いことなどが指摘されてきた（日本弁護士連合会，2014，1）。新聞雑誌等では、個人保証が経営者を追い詰め、長期の心労により自身の健康を損なっただけでなく家族や親せき関係を破壊した事実が報道されており、それらが中小企業経営者を震撼させている（三宅，2013；山野目，2013）。

これらの危険性に迫られる後継者は、社長にしてやると言われても、社長になるとなれば当然に受けることが前提となっている個人保証については、可能な限り避けたいと考えるのが当たり前である。以上のように、個人保証契約は、中小企業の資金調達にとって、非常に有益な機能を持ちながら、同時に常に危険性も包含する契約であるという特徴を有している。

### 3. 個人保証制度の改正で見えてきたこと

個人保証をめぐるのは、これまでに、十年以上にわたる活発な議論が展開され、制度の改正が大きく前進してきた。その成果の1つが、「経営者保証に関するガイドライン」（以下ガイドラインと表記）である。

経営者保証とは、会社の金融債務に対して、社長などの経営者が行う個人保証のことである。ここでは、ガイドラインが公開されたことによって、事業承継の場面で、経営者がどのような影響を受けるかに絞って説明する<sup>(6)</sup>。

もともとガイドラインが策定されるまでには、金融機関に対して、当たり前のよう個人保証を取る姿勢を改めるべきであるという指摘があった。特に事業承継では、個人保証をしていると保証している債務の負担が大きいため、経営者が

事業承継を希望する時に後継者が現れず、経営者が引退できないといった弊害が生じてしまうことが知られていた。ガイドライン制定の動機は、このような深刻な事態を是正することであった。

しかし、ガイドラインの活用が期待されても、金融機関は、企業からの個人保証を外してほしいという要望に対して、財務の健全性を第一義に審査すれば、要望を拒絶することが可能である。現状、個人保証に過度に依存しない融資を実現して、事業承継を円滑化することが難しいことに変化はない。

それを端的に示すのが、金融庁による報告である<sup>(7)</sup>。それによると、全国の金融機関から、2016年10月から2017年3月までの半年分として2万4千件近くの事業承継に該当する報告があった。その中で、企業の新旧の代表者が共に個人保証をする必要がなくなったのは、全体のわずか7.6%である。後の92%強の企業全てで、個人保証を外してほしいという要望があったかどうかまでは分からない。しかし、この報告からは、ガイドラインができて、現状では、ほとんどの企業の事業承継において、個人保証の解除ができていないと受け止めておくのが妥当である。

このガイドラインと並行して、10年以上にわたり、もう1つの個人保証に関する重要な議論が進められていた。こちらの議論では、ガイドラインの議論とは違った意義が生まれた。それが、民法の改正の議論である<sup>(8)</sup>。

結論的に言うと、経営者や大株主が、個人として企業の債務を保証する場合の個人保証だけが、保護の対象からはっきりと除外されたのである。これが、民法が改正されることによって確定する保証制度の最も重要な点である。以下に、その意味を説明する。

まず、第1に、事業承継では、個人保証の取り扱いを抜きにできないことが確定したことであ

る。つまり、特に経営者が行う個人保証だけが、今度の改正で明確にその合理性を認められたので、今後これが無くなるという期待を持ち得なくなったのである。

第2に、事業承継で新たに個人保証する経営者には、契約締結時の保護が必要ないということが確定したことである。いわゆる第三者保証については、手続きが厳格化されることによって、経営者の家族や従業員がこれまでよりも保護されることになる。しかし、経営者が行う個人保証契約だけは従前どおりであり、社長の後継者が受諾さえすれば個人保証契約はすぐに締結できる。

このように、経営者の行う個人保証が、今回の改正で法的に再定義された。これによって、経営者は、個人保証が企業経営にとって不可欠であることを受け入れ、事業承継における個人保証に関する問題に確実に対処しなければならないことを再確認すべきである。これは、借入金のあるほとんどの中小企業において例外のないことである。

### III. 事例研究

先行研究のレビューでは、事業承継を通じて生じた株主と経営者間のエージェンシー関係が、金融機関と経営者間のエージェンシー関係によって抑制されることを議論してきた。また、金融機関と経営者のエージェンシー関係を象徴するものとして個人保証を取り上げ、その存在感の大きさを確認した。

オーナー一族や前社長とのエージェンシー問題は、経営者を悩ませることが多い。本節では、このような問題が、株式の売買であるMBOのような手段に依らなくても、経営者が個人保証をすることによって抑制されることを事例調査でもって検証する。

#### 1. 文献調査による事例

ここでは、エージェンシー関係を含む事業承継事例を文献の中から2件抽出して紹介する。1つ目は、入社4年目の非親族の役員が社長を引き継いだ事例である(青山, 2015, 243-245)。

高齢の創業オーナーの要請を受けた社長は、その時点の会社の借入金9億円の個人保証を引き継いでいる。この企業は、債務超過企業であったので株価はゼロに近いはずなのに、社長は、創業オーナーから自社株の買い取りはせず、所有株式割合は数%のみであった。事業承継後、オーナー一族からの経営への干渉はなく、社長による事業再生は順調に運んだという。その際、巨額の債務保証をする社長の経営支配権を安定させるために、債権者としての金融機関が大きな影響力を発揮していた。

この事例では、金融機関と経営者間のエージェンシー関係が、オーナーと経営者間のエージェンシー関係を抑制させるよう影響を及ぼしている。非親族の経営者が、少数株主であっても、個人保証という金融機関との関係のエージェンシー・コストを負担することによって、オーナーとのエージェンシー関係を抑制したのである。

エージェンシー問題は、親族承継においても顕著に表れている。創業者である親と2代目社長となった子の間に生じたエージェンシー問題の解消に、個人保証が貢献していることが確認できる事例がある。それに該当する企業が、2つ目の事例として取り上げる石坂産業(株)である。

同社は、埼玉県の三芳町にある産業廃棄物処理会社である。同社を襲った経営危機を契機に、創業社長の父親に直談判して取締役社長に就任したのが、当時30歳の石坂典子氏である。以来10年間石坂氏は経営革新に邁進し、自社の再生ばかりでなく地域活性化にも成果を上げた。

ところが、この間経営に関する最終決定権は前

社長の父親が握ったままで、何をやるにも父親の許可を要していた。社長といえども最終決定権を行使できない石坂氏は、代表取締役会長である父（プリンシパル）に対するエージェントの立場であった。石坂氏は、個人保証をしていなかったこの期間を、お飾りのような気楽な身だったと振り返っている。

「お試し社長」だったと言うこの期間の粘り強い取り組みが、やがて父親に認められることになり、石坂氏 40 歳の時に父親に代わり代表取締役就任した。その時、個人保証を引き継いだのであるが、石坂氏は、

「連帯保証人のサインをするというのは何とも言いがたい重責を感じます。自分ですべての責任を負うと思うと、眠れなくなることも多々あります。」（石坂, 2014, 71）

と述べている。

ところが、石坂氏が代表取締役になったとはいえ、父親は従前同様に石坂氏の経営判断に介入してきた。そして、2 人の関係は悪化し、ついに衝突に及んだときのことである。

「父が喉から声を振り絞るように言ったのです。『…自分は、人生を賭けてやってきたんだ』そのとき私は、初めて父に真っ向から反論したのです。『私だって、人生を賭けてやっている！』（中略）すると、父はしばらく沈黙した後、こう言いました。『…まあ、自分もこの先、長くやれるわけじゃない。だから、お前がしっかりやりなさい』そして静かに立ち去りました。この一件を機に、父はバタリと、私の経営に口を出さなくなりました。」

（石坂, 2016, 216-217）。

この石坂産業の事例では、石坂典子氏が、代表取締役となって個人保証を引き継いだ際、会長である父親とのエージェンシー問題が解消したとみなされる。ここでは、株式の移転に関しては不明

である。しかしながら、個人保証を引き継いだ石坂氏の覚悟が、それ以前とは異なり、父親の経営への過度な介入を拒む姿勢をとらせることになったと考えられる。実の親子間の経営に関するエージェンシー問題も、個人保証によって解消されることがあると解釈される。

## 2. インタビュー調査による事例

次には、本研究で独自に取材した 2 件の事業承継事例を紹介し、それぞれの事例におけるエージェンシー問題について説明する。いずれも、後継社長が、前社長とのエージェンシー問題を個人保証に基づいて解消した事例である。

1 つ目は、非親族承継の事例である。A 氏（取材当時 51 歳）は、九州地方に本社を置き東京都内にも拠点を展開する電気工事業の 2 代目社長である。当社には 21 歳で中途入社、創業社長から与えられた重責を次々とこなし、35 歳の時に代表取締役社長に就任した。前社長には、社内に実弟もおり、他社に勤務する息子もいた。しかし、前社長は能力本位で非親族の A 氏を後継社長に選んだ。

代表取締役社長に就任すると同時に、前社長が代表取締役会長となり会社債務の連帯保証人は 2 人体制となった。A 氏の社長就任から始まった連帯保証人の 2 人体制は、8 年にも及んだ。当初は、会長からの指示も素直に聞き入れることができていた。しかし、就任 3 年を過ぎたころから、自分の意見が会長に覆されることに無力感を感じ、やがて A 氏を鬱病的な状態に陥れる原因になった。

そのような状況を打開するために、A 氏は、社長就任 6 年目に 2 つの強行突破策を実行した。1 つ目は、大口得意先との取引からの撤退である。その大手建設会社からは長年多額の受注を獲得していたが、採算が悪いことが問題だった。そこ

で、A氏の一存により、ある時期から受注を取り止めてしまった。2つ目は、東京営業所の開設である。これは、A氏自ら計画した新規事業のための拠点として確保したものである。

これらの重大な決定について、A氏は、会長には事前に報告しなかった。そのため、当然のごとく会長から厳しい叱責があった。しかし、A氏は、その後これらの経営革新のどちらにも成果を上げ、会長からの信頼は回復できたという。その結果として、並走期間の8年目に、会長は、自ら退任して相談役になった。

ちなみにA氏の株式所有割合は、社長就任時には10%弱だったが、その後の増資の際に買い増して、会長の退任時には40%程度まで増えていた。当社では、A氏以外の株式は前社長である創業者の一族が所有していた。創業者が相談役となった後に、A氏が相談役から買い取った結果、A氏の持ち株割合は51.5%となっている。A氏は、8年に及ぶ並走期間が終わるまでの経緯を、次のように語っている。

「会長とは、日ごろからコミュニケーションは非常によくとっていたほうです。だから、本当に感情むき出しでお互いがぶつかることもありました。やっぱり個人保証すると、家屋敷が取られるという覚悟をすすると思えます。それがベースにないと、経営革新をやっていこうとか、会社の中の仕組みを変えていこうとか、金融機関と情報交換をきっちりやっていこうというような考えには、多分ならないのではないかと思います。」(A氏)

並走期間の5年目まで、A氏は、会長のエージェントとして仕える立場だった。しかし、6年目に会長の了承を得ることなく、会社の存亡にかかわる重大な経営革新を実行した。A氏にとって、その実行力を支えたのは連帯保証人であるという覚悟だと言う。自身が連帯保証人であるとい

う自覚によって、前社長とのエージェンシー関係を解消に至らしめたのである。

次の事例は、親族承継の事例である。B氏(取材当時41歳)は、都内に本社を置く江戸前寿司チェーンの4代目社長である。大学卒業後、父の跡を継ぐことを自ら決断し渡米、サービス業専門の大学で専門知識を習得した。帰国後すぐに入社したが、自社は、老舗ブランドによる表面的な安定感とは裏腹に、財務上では危機的な状況にあった。バブル時代の不動産を担保にした事業資金の借入が、その後の土地価格の下落によって、過剰な負担となり財務を圧迫していたのである。

B氏32歳の時、当社は最大の危機に直面する。時の小泉内閣の経済政策によって、銀行による不良債権処理が進められ、当社も解体されかねない状況に追い詰められた。当時のメインバンクは、新しい経営者でなければ前向きな融資はできないとして、B氏を社長候補にするため引っ張り出した。そこで、銀行は、B氏に事業計画を作らせては度度も呼び出し、計画の遂行能力と覚悟を試した。途中、銀行の担当者からは、再三冷淡な扱いを受けたという。

「お前みたいな若造が、こんな500人もいる組織を引っ張るなんていうことに成功した例を見たことないと言われたこともある。」(B氏)

このような挑発に耐えながらB氏は、事業再生計画を銀行団に承認させた。そして、社長に就任し、新たな事業資金を獲得した。それと同時に、B氏は、その時の20億円以上の借入に対する個人保証の全てを父から引き継いだ。当時の心境を、次のように語っている。

「夜帰るとき暑くもないのにべっとり背中に汗かいてましたね。それはいまだに覚えてますけど、やっぱりプレッシャーでしたよね。」(B氏)

この個人保証の重圧は、従業員との関係に作用した。ある時、腕がよいのに、接客中の笑顔がない年かさの板前に腹を立て、B氏は彼を店の裏に呼び出し、どういふつもりだと詰め寄った。その時のことを振り返り、B氏は言う。

『社長にそんなに言われても、30年この店でプロでやってるんだから俺のやり方でやる』みたいなことを言ったから、『じゃあ、この店がだめになって首くるのはお前か俺かどっちだ?』っていう話をしたら、『いや、僕じゃないです』って言う。結局、彼は、不器用ながらも笑顔で一生懸命頑張ってくれました。』(B氏)

これは、個人保証しているから最終決定権があるということ、従業員に認めさせた場面といえる。

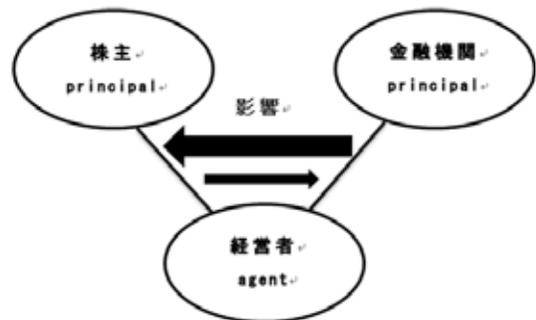
老舗の4代目が若くして社長に就任しても、先代が元気なうちには、自らの権威を發揮することは難しことと思われる。しかしながら、この事例のように、後継者が個人保証をすれば、前社長とのエージェンシー関係が解消されていることをアピールできる。なぜなら、高齢の前社長の権威に従っていた古参の職人に、連帯保証人であることを背景にして自分の最終決定権を承認させているからである。最早、前社長は、B氏のプリンシパルではなくなったことを証明する出来事である。

### 3. 結 果

エージェンシー理論では、企業はあらゆる契約の結合体であるという認識のもとに、企業の管理の在り方を論じる。こうした観点から事例を見ると、一見絶対的であると思われがちな株主と経営者のエージェンシー関係は、金融機関と経営者とのエージェンシー関係によって強く影響を受けていることが分かる。

しかも、金融機関と経営者とのエージェンシー

図表2 金融機関と株主との2つのエージェンシー関係による影響



出典：菊澤（2006, 108, 161）と小山（2016, 35）を参考にして筆者が作成

関係からの株主と経営者のエージェンシー関係の方向への影響は、その逆方向の影響よりも強く作用する（図表2）（菊澤, 2006, 161）。つまり、株主と経営者のエージェンシー関係は、金融機関と経営者とのエージェンシー関係によって影響を受けるので、いつも相対的に変化し絶対的ではない。

特に、本稿が目にした経営者が行う個人保証によって、株主と経営者間のエージェンシー問題が抑制されたり、場合によっては両者間のエージェンシー関係が解消されたりすることもありうる。このことを、経営者の株式所有の面で見ると次のようになる。

仮に経営者が、少数株主であっても、他の大株主や前社長とのエージェンシー問題の抑制に、株の買い取り以外の方法で対処が可能である。つまり、経営者が金融機関との契約の中で個人保証をすれば、そのことによって他の大株主や前社長とのエージェンシー問題が抑制されるのである。

## IV. 考 察

同族企業であれば、将来 MBO の可能性があるだけで、非親族の経営者が負担するエージェン

シー・コストが軽減され、オーナーにとっての横領リスクも減衰する。つまり、株主と経営者の間に生じるエージェンシー問題は、MBOによって抑制される。

こうしたことが、英米の企業ではごく当たり前であるが、日本の特に中小企業では必ずしも同様ではない。多くの日本の中小企業は、金融機関との長期的な連帯関係の中で、金融機関による状況依存型ガバナンスを受け入れている。そのため、株主は、絶対的に主権を行使できるのではなく、むしろ主権においては相対的な存在である<sup>(9)</sup>。

それは、事業承継におけるエージェンシー関係においても、英米の企業と日本の中小企業との顕著な相違となって現れる。英米の企業では、MBOが、売り手と買い手双方にとって合理的であれば、金融機関の影響をあまり受けることなく成立する。この場合、売り手のオーナーと買い手の経営者のエージェンシー関係は、他からの影響を受けることなく、MBOの成立によって解消される。

ところが、日本の中小企業の場合、オーナーと経営者間のエージェンシー関係に対して、金融機関と経営者間のエージェンシー関係が影響を及ぼす。それがために、MBOを行う場合でも、金融機関の意向を無視することができない。日本の中小企業で、単にMBOの実行だけでオーナーと経営者間のエージェンシー関係の解消ができない大きな理由となっているのが、経営者の行う個人保証である。

個人保証は、企業の金銭消費貸借契約に付随するが、ただそれだけの存在ではない。個人保証が持つ機能の有用性や危険性は、金融機関と経営者のエージェンシー関係にとって大きな存在感を示すものである。

負債に関連して、プリンシパルの利益実現のためにエージェントを動機づける要因は4つあると

される(Jansen et al., 1976, 342; Jensen, 2003, 86)。そのなかでも、プリンシパルによるモニタリング(監視)・コストとエージェントによるボンディング(拘束)・コストの高低が、他のエージェンシー関係の抑制や解消に大きな影響を与えらるると考えられる。

個人保証は、エージェントである経営者が負担するボンディング・コストである(菊澤, 2006, 113)。経営者にとっては、従来から、個人保証によるボンディング・コストの負担感が非常に大きい。また、近時改正が進んだとはいえ、個人保証が容易に外れないということに変化がない。したがって、一般の経営者の負担感は今後も継続するので、個人保証によるボンディング・コストは低減しそうにない。

個人保証による金融機関と経営者間のエージェンシー・コストが削減されにくいことが、株主と経営者間のエージェンシー関係に影響を与える<sup>(10)</sup>。具体的には、経営者が個人保証していることで、株主は、経営者へのモニタリング・コストが削減される。また、経営者からの株主への忠実義務履行を証明するためのボンディング・コストも、金融機関への報告義務が優先される場合には削減される<sup>(11)</sup>。

事業承継の場面で言えば、後継者が個人保証を引き継がない限り、オーナーや前社長は自分が回収すべき資金としての退職金や株の売却額、さらには退職後の待遇などが確定しない。仮に、オーナーの期待する回収資金が後継者にとって多額すぎると、後継者が個人保証を引き継ぐ可能性が低くなる。なぜなら、オーナーは、個人保証というボンディング・コストが後継者によって負担されてはじめて事後的に再交渉できるからである(柳川, 2006, 32)。

以上のことから、事業承継の場面で後継者が個人保証をする可能性がある、それによる後継者

のボンディング・コスト負担が、オーナーや前社長とのエージェンシー関係に影響を与えることが分かる。すなわち、後継者が、仮に少数株主であっても、個人保証をすることでオーナーや前社長とのエージェンシー問題を抑制できるのである。

## V. 結論

事業承継を検討するうえで、エージェンシー理論を用いて考察することが有効であるとはいえ、単純に株主と経営者間のエージェンシー関係だけを議論することは現実にそぐわない。経営者をエージェントとするエージェンシー関係は多様に存在する。なかでも、金融機関をプリンシパルとするエージェンシー関係は、株主をプリンシパルとするエージェンシー関係に強い影響を及ぼすので重要である。

その典型として挙げられるのが、日本の中小企業で一般的な経営者による個人保証である。経営者が個人保証をしていることが基となって、金融機関と経営者間のエージェンシー関係が株主と経営者間のエージェンシー関係を抑制したり解消させたりすることもある。

このことから、事業承継では、個人保証をしている経営者をエージェントとするエージェンシー関係を見逃してはならない。中小企業の事業承継においては、株主と経営者間のエージェンシー関係だけにとらわれることなく、金融機関と経営者間のエージェンシー関係にも十分な配慮を行うことが必要である。

なお、本稿では、オーナーや経営者を限定利己的な存在として議論したが、双方の利他的な行動については触れていない。現実には、両者の利他的な行動が事業承継を円滑化しているのので、この点への探究が不足している。

事業承継における当事者の利他的な行動に関しては、近年ゲーム理論を適用した研究が蓄積されつつある（例えば Blumentritt, Mathews and Marchisio, 2012; Michael-Tsabari and Weiss, 2015 など）。今後は、ゲーム理論を用いた事業承継研究に期待したい。

## 注

- (1) 所有と経営の分離した形態ではエージェンシー問題が必ず生じるとされているが (Berle and Means, 1932), 最適資本構成の考え方によって、この形態でのエージェンシー問題への対処が可能であるとされてきた。
- (2) 同族企業内や所有と経営の分離した形態でのエージェンシー関係については、Mike Wright が 1980 年代から先進的な研究を行っている。Wright を中心にプライベートエクイティ (未公開会社への投資) と MBO に関する研究を目的として、The Centre for Management Buy-out Research (CMBOR) がノッティンガム大学のビジネススクール内に設けられたのは 1986 年である。
- (3) ここでの事業承継計画とは、親族承継を目的としており、財務上の利益の最大化をその手段とはしない。一方で、非親族承継を目的とすれば、すなわちそれは事業売却のこととなり、予定される交渉が売り手側に有利になるよう、財務上の利益の最大化が必要となる。また、事業承継計画は同族の経営者が指向しがちであり、事業売却交渉は非親族の経営者が指向しがちであるという違いのあることを、ここでは説明している。
- (4) イギリスのベンチャーキャピタル投資は、1987 年以降、3i 社による MBO 投資が成長したことで急激な拡大をみせた (ストーリー, 2004, 228)。3i 社は、1970 年代の終わりにその前身の会社で開発された MBO への投資手法を受け継いで発展した (Coopy and Clarke, 1995, 116)。
- (5) 株主は、通常、経営者から提供された情報を得てからでなければ行動を起こせず、経営者に対する情報の非対称性において、常に不利な立場にある。議決権や残余財産分配請求権などの法的権利は、株主の事後的な交渉力を担保するために存在するのであり、事前に株主を保護するための権利ではない。
- (6) 詳しくは、経営者保証に関するガイドライン研究会事務局 (2014) を参照のこと。
- (7) 金融庁「『民間金融機関における『経営者保証に関するガイドライン』の活用実績」  
<http://www.fsa.go.jp/news/29/ginkou/20170628-1/01.pdf> (2017 年 10 月 14 日閲覧)
- (8) ここでは、保証の改正を担当した法制審議会民法 (債権関係) 部会の山野目章夫幹事の著書を参考にした (山野目, 2017)。
- (9) メインバンク制や金融機関との長期連帯関係という日本の経営の特徴が、日本企業のエージェンシー・コストを削減し

できたとの主張がある (小山, 2016, 168)。

- (10) これについては、かねてより株主より負債による経営者への規律付けの方がより厳しいと指摘されていることから推測が成り立つ (Jansen, 1986, 324)。
- (11) こうした株主と金融機関との関係は、利害対立しているのではなく、むしろ相互に利用し合う補完の関係とみるべきである (岡村, 2017, 149)。

#### 参考文献

- Berle, A. A. Jr. and Means, G. C. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers, New Brunswick and London.
- Blumentritt, T., Mathews, T., and Marchisio, G. (2012). Game Theory and Family Business Succession: An Introduction, *Family Business Review*, 26 (1), 51-67.
- Coopy, R. and Clarke, D. (1995) *3i Fifty Years Investing in Industry*, Oxford University Press, NY
- Fama, Eugene F., and Michael C. Jensen. (1983) Separation of ownership and control, *The journal of law and Economics*, 26 (2), 301-325.
- Howorth, C., Westhead, P., & Wright, M. (2004). Buyouts, information asymmetry and the family management dyad, *Journal of Business Venturing*, 19 (4), 509-534.
- Jensen, Michael C. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *The American Economic Review*, 76, (2), 323 -329.
- Jensen, Michael C. (2003) *A theory of the firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, Harvard University Press, Cambridge, MA and London.
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling. (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3 (4), 305-360.
- Lee, K. S., Lim, G. H. and Lim, W. S. (2003) Family Business Succession: Appropriation Risk and Choice of Successor, *Academy of Management Review*, 28 (4), 657-666.
- Michael-Tsabari, N., and Weiss, D. (2015). Communication traps: Applying game theory to succession in family firms, *Family Business Review*, 28 (1), 26-40.
- Robbie, K. and Wright, M. (1995) Managerial and Ownership Succession and Corporate Restructuring: The Case of Management Buy -Ins, *Journal of Management Studies*, 32 (4), 527-549.
- Ross, S. A. (1973) The economic theory of agency: The principal's problem. *The American Economic Review*, 63 (2), 134-139.
- Scholes, M. L., Wright, M., Westhead, P., Burrows, A., and Bruining, H. (2007) Information sharing, price negotiation and management buy -outs of private family-owned firms, *Small Business Economics*, 29 (3), 329.
- Scholes, L., Wright, M., Westhead, P., and Bruining, H. (2010) Strategic changes in family firms post management buyout: Ownership and governance issues, *International Small Business Journal*, 28 (5), 505- 521.
- Spence, A. M. (1974) *Market Signaling: Informational Transfer in Hiring and Related Screening Processes*. Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Wright, M., Robbie, K., Thompson, S., & Starkey, K. (1994) Longevity and the life-cycle of management buy-outs, *Strategic Management Journal*, 15 (3), 215-227.
- 青山和正 (2015) 「中小企業の親族外承継」日本政策金融公庫総合研究所編『事業承継で生まれ変わる：後継者による中小企業の経営革新』きんざい, 233-292.
- 阿部隆彦 (2005) 『保証実務』金融財政事情研究会
- 石坂典子 (2014) 『絶体絶命でも世界一愛される会社に変える！』ダイヤモンド社
- 石坂典子 (2016) 『五感経営：産廃会社の娘、逆転を語る』日経 BP 社
- 大崎俊夫 (2008) 「役員・従業員による事業承継の進め方」(財) 全国中小企業情報化促進センター編『中小企業の円滑な事業承継の進め方』同友館, 59-80.
- 岡村俊一郎 (2013) 「実証的エージェンシー理論の構造」『関西学院商学研究』, (67), 77-99.
- 岡村俊一郎. (2017) 「負債と実証的エージェンシー理論」『産研論集』, (44), 145-153.
- 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
- 菊澤研宗 (2006) 『組織の経済学入門』有斐閣
- 菊澤研宗 (2007) 「コーポレート・ガバナンスの行動エージェンシー理論分析：完全利己主義 vs 限定利己主義」『三田商学研究』第 50 卷, 第 3 号, 慶應義塾大学出版会, 165-180.
- 経営者保証に関するガイドライン研究会事務局 (2014) 『これでわかる経営者保証』きんざい
- 小出篤 (2007) 「中小企業金融における人的保証の機能」黒島悦郎・藤田友敬編『企業法の理論 (下巻)』商事法務, 494-524.
- 後藤俊夫 (2017) 「第三者承継の代償」事業承継学会編『事業承継』, (6), 30-43.
- 小山明宏 (2016) 『経営財務論 (新訂第四版)』創成社
- ストーリー, D. J. (2004) *Understanding the Small Business Sector*, 忽那憲治・安田武彦・高橋徳行訳『アントレプレナーシップ入門』有斐閣
- 高橋徳行 (2006) 「中小企業金融の特徴」藪下史郎・武士俣友生編著『中小企業金融入門第 2 版』東洋経済新報社, 27-50.
- 高村直助 (1996) 『会社の誕生』吉川弘文館
- ドーア, R. (2006) 『誰のための会社にするか』岩波書店
- 富山和彦 (2013) 『会社は頭から腐る：企業再生の修羅場からの提言』PHP 研究所
- 中田薫 (1984) 『徳川時代の文学に見えたる私法』岩波書店
- 中村廉平 (2015) 「『個人保証』の利用の適正化に関する一考察」『武蔵野法学』, 第 2 号, 41-77.
- 西村信雄 (1952) 『継続的保証の研究』有斐閣
- 日本弁護士連合会 (2012) 「保証制度の抜本的改正を求める意見書」  
[http://www.nichibenren.or.jp/library/ja/opinion/report/data/2012/opinion\\_120120.pdf](http://www.nichibenren.or.jp/library/ja/opinion/report/data/2012/opinion_120120.pdf) (2015 年 7 月 29 日閲覧)
- 本橋豊・金子善博 (2009) 「自殺対策の最新動向」『公衆衛生』73, (3), 医学書院, 224-227.
- 花枝英樹 (2002) 『戦略的企業財務論』東洋経済新報社

- 三宅一男 (2013) 「民法改正は中小企業にとって何が問題か」  
『中小商工業研究』第 117 号, 中小商工業研究所, 94-98.
- 柳川範之 (2006) 『法と企業行動の経済分析』日本経済新聞出版社
- 山野日章夫 (2013) 「フランス個人保証法における比例原則の考え方」『中小商工業研究』第 117 号, 中小商工業研究所, 110-124.
- 山野日章夫 (2017) 『新しい債権法を読みとく』商事法務
- 吉村典久 (2012) 『会社を支配するのは誰か：日本の企業統治』講談社