

6 コーポレート・ガバナンスに関する 法制度改革の進展

秋吉史夫 柳川範之

要 旨

1990年代後半以降、資本市場に関する法制度は、広範な改革が行われてきた。とくにコーポレート・ガバナンスに関連した法制度はかなり多様な改革が行われてきており、その全体像を把握することは必ずしも容易ではない。そこで本稿では、コーポレート・ガバナンスに影響を与えたと考えられる重要な法制度改革を取り上げ、経緯と進展を紹介するとともにその影響を考えていく。この時期の法制度改革は、大まかな方向性としては規制緩和の方向で行われてきたが、重要な特徴としては、このような制度改革が、かなりの程度景気回復への要望という形で行われてきたという点があげられる。また、後半ではコーポレート・ガバナンス改革が実態としての企業活動や企業業績に対してどのような影響を与えたのかについて実証分析のサーベイを行っている。

1 はじめに

バブルの崩壊からデフレの克服に至る過程で日本経済に関しては、さまざまな改革が行われてきたが、1990年代後半以降、わが国の資本市場についても、広範な改革が進められてきた。そこで本稿では、資本市場の改革のなかでもコーポレート・ガバナンスに影響を与えたと考えられる重要な法制度改革を取り上げ経緯と進展を紹介するとともに¹⁾、その影響を考えていくことにしたい。

コーポレート・ガバナンスに関連した改革については、かなり多様な改革がこの10年位の間に行われてきており、その全体像を把握し、どのような改革が行われてきたのか理解することは必ずしも容易ではない。そこで本稿の第1の目的は改革の全体像を整理し、どのような形で法制度が変化してきたのかについて分析を行うことにある。

法制度の改革の大まかな方向性としては、規制緩和の方向で進められてきており、企業側がより自由度の高い経営を行うことが可能になる形で改革が進められてきた。しかしながら、敵対的買収防衛策ガイドラインなどに典型的に現れているように、すべてが自由化の方向で進んでいるわけではない。また、企業側も選択肢の拡大を、必ずしも経営の効率性や収益性の拡大に生かしているとはいえない。そこで、本稿の第2の目的は、法制度の改革が実際の企業行動や企業業績にどのような影響を与えてきたのかについて、今まで行われてきた実証分析を整理することにある。

これらの整理を通して浮かび上がってくる重要な点は、このような制度改革が、かなりの程度、景気回復への要望という形で行われてきたということにある。後で詳しく述べているように、この10年位の間に行われてきた広

1) Jackson and Miyajima[2007]は、日本のコーポレート・ガバナンス改革の動向を簡潔にまとめている。

範囲なコーポレート・ガバナンスに関する制度改革は、かなりの部分が（少なくとも発端としては）当時の停滞した経済状況を何とか立て直したいという景気対策的な側面をもって行われている。「構造改革」という言葉に象徴されるように、安易な財政出動による需要刺激策ではなく、供給サイドの制度を改善することで、経済成長をうながさうという姿勢が色濃く反映されているともいえる。

経済理論的に考えても、法制度を改革して供給サイドの効率性を高めるといふ政策は長期的な経済パフォーマンスを改善していくうえで望ましい政策と考えられる。ただし、この時期の改革が結果的に、あまりにも急速かつ広範囲に行われたために、実態としての企業活動がそれに追いついていないという面がある。また、より重要なのは、景気対策が法制度改革のエンジンであったがために、景気が回復してくると、その推進力が大きく落ちてしまう可能性があるという点である。この点は、今後、制度改革プロセスを政治経済学的に考えていくうえで、重要なポイントになってくるように思われる。

2 法制度改革の整理

2.1 法制度改革の概観

1990年代後半以降、企業活動に関わる法制度改革は矢継ぎ早に行われてきた（図表6-1）。商法改正のペースを見ると、1990年以前の20年間に行われた改正は、わずか3回（1974年、1981年、1990年）であった。しかし1991年から2005年までの15年間に行われた改正は14回にも上り、とくに1999年以降は毎年改正が行われてきた²⁾。

改革の対象は多岐にわたり、コーポレート・ガバナンスに関する分野だけを見ても、①企業再編、②企業組織、③株式制度、といった分野で数多くの改革が行われている（図表6-2）。

改革は基本的には、企業経営の自由度を高める方向で進められた。1つは、純粋持株会社の解禁や自己株式取得の自由化に見られるような規制緩和である。もう1つは、会社分割制度や委員会等設置会社制度といった新制度の創

2) 1997年と2001年には年3回の商法改正が行われた。

図表 6-1 企業活動に関する法制度の変化

改正の時期	改正された法律	改正の主な内容
1997年 5月	商法	ストック・オプション制度の導入
5月	商法	合併法制の簡素化
6月	独占禁止法	純粋持株会社の解禁
11月	商法	総会屋対策としての罰則強化
1999年 8月	商法	株式移転・株式交換制度の創設
2000年 5月	商法	会社分割制度の創設
2001年 6月	商法	金庫株の解禁
11月	商法	新株予約権の創設
12月	商法	取締役責任の軽減, 監査役機能の強化
2002年 5月	商法	委員会等設置会社制度の創設
2003年 7月	商法	取締役会決議による自己株式取得の容認
2004年 6月	商法	株券不発行制度, 電子公告制度の導入
2005年 5月		「買収防衛策の指針」公表
6月	商法	会社法の制定
	証券取引法	公開買付規制の適用範囲拡大
2006年 6月	証券取引法	金融商品取引法へ名称変更 公開買付規制, 大量保有報告書制度の見直し

出所) 秋坂[2006]などより筆者作成.

図表 6-2 コーポレート・ガバナンスに関する法制度改革

企業再編 (M&A)	
純粋持株会社の解禁	(1997年 独占禁止法改正)
合併法制の改正	(1997年 商法改正)
株式移転・株式交換制度の創設	(1999年 商法改正)
会社分割制度の創設	(2000年 商法改正)
企業内部組織	
取締役責任の軽減制度の導入	(2001年 商法改正)*
監査役機能の強化	(2001年 商法改正)*
委員会等設置会社制度の創設	(2002年 商法改正)
会社法制定	(2005年 商法改正)
株式制度	
ストック・オプション制度の導入	(1997年 商法改正)*
自己株式取得の規制緩和	(1997年 商法改正)*
金庫株の解禁	(2001年 商法改正)*
新株予約権の創設	(2001年 商法改正)
公開買付制度の整備	(2005年, 2006年 証券取引法改正)
「買収防衛策の指針」公表	(2005年)

注) *は議員立法による改正であることを表す.

出所) 秋坂[2006]などより筆者作成.

設である。これらの改革によって企業経営の選択肢が増え、企業のニーズに
応じた多様な経営手法を採ることが可能になった。

しかし、すべての改革が自由な企業経営を促進する方向で進められたわけ
ではない。監査役機能の強化や公開買付規制の強化のように企業経営を制約
する改革もいくつか行われた。その多くは企業経営のモニタリングや企業情
報のディスクロージャに関する改革であり、自由な経営が可能になった企業
の暴走を防ぎ、株主を保護することを目的としたものといえる。

この時期の法制度改革の特色として、政府・与党による景気への配慮がいく
つかの重要な改革の実現を後押ししたことがあげられる。この点は株式制
度の改革で顕著であった。以前より企業側の要望が寄せられていた制度の改
善項目が、低迷する株価対策として政府・与党に取り上げられ、法改正へつ
ながるというパターンがたびたび見られた³⁾。

1997年3月に経団連は、政府に要望する規制緩和の重点項目を公表した
が、そのなかにストック・オプションの解禁が含まれていた⁴⁾。政府は当初
1998年度のストック・オプション導入を検討していたが、低迷する株式市
場のでこ入れのためにストック・オプションを早期に導入するべきだとの意
見が与党議員の間で強くなった。その結果、1997年5月に議員立法により
ストック・オプション制度が前倒しで導入されることとなった⁵⁾。

図表6-3は株価の動きと株式制度改革の進展を重ねたものであるが、主要
な改革が実現した1997年と2001年は株価が低迷していた時期であったこと
がわかる。このことは法制度改革の推進力の1つが政府・与党の景気への配
慮であったことを裏づけるものである。

本稿では、企業活動に関する改革のなかでもコーポレート・ガバナンスに
影響を与えたと考えられる重要な法制度改革を取り上げ、その経緯と進展を
紹介する⁶⁾。企業経営者を規律づけるコーポレート・ガバナンスは、企業と
外部投資家との関係を通じた外部ガバナンスと企業の内部組織を通じた内部

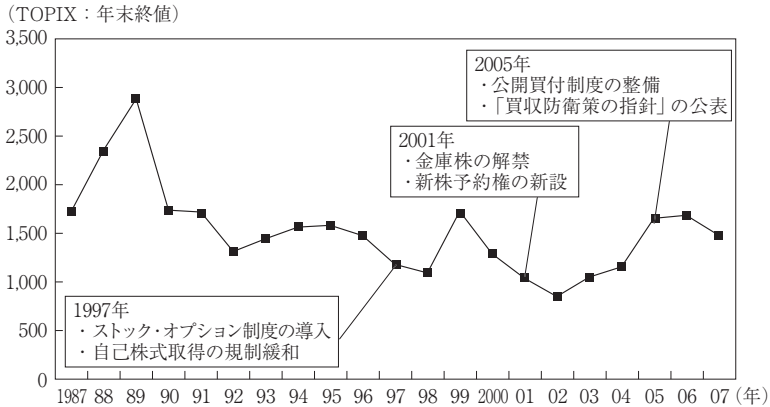
3) 法制度改革の経緯については、秋坂[2006]に多くを依拠している。

4) 経済団体連合会[1997b]。

5) 2001年6月に議員立法により実現した金庫株解禁も、経済界の要望を政府・与党が株価対策
として取り上げたものである。

6) Jackson and Miyajima[2007]は、日本のコーポレート・ガバナンス改革の動向を簡潔にまとめ
ている。

図表 6-3 株価の動きと株式制度改革の進展



出所) 筆者作成。

ガバナンスの2つの側面に分けられる⁷⁾。まず、外部ガバナンスの改革として企業再編 (M&A) に関する法制度改革について論じ、次に内部ガバナンスの改革として企業組織に関する法制度改革について論じる。最後に資本市場を通じたコーポレート・ガバナンスの基盤となる株式制度の改革について論じる。

2.2 企業再編 (M&A) に関する法制度の整備

合併法制の改正 (1997年5月 商法改正)

合併法制の見直しは、法務大臣の諮問機関である法制審議会が会社法の全面見直しに着手した1974年9月以降、継続的に審議されてきた⁸⁾。しかし1990年代前半は緊急性の高い制度改革が優先されたために、合併法制の見直しに関する審議は一時中断となっていた。一方、バブル崩壊後、合併を事業再編の有力な手段として積極的に利用し始めた企業からは、合併手続きの

7) 小佐野は外部ガバナンスと内部ガバナンスを次のように定義している。
[前略] 外部ガバナンスとは、負債・株式の所有構造にもとづく外部債権者や外部株主による企業経営者に対する規律付けのことを指す。これに対して、内部ガバナンスとは、取締役会、経営報酬契約・経営者の株式所有、事業部制・カンパニー制の選択などを通じた組織内メカニズムによる企業経営者に対する規律付けのことを指す (小佐野[2005], p. 29)。

8) 合併法制の改正の経緯については、菊池[1998]を参考にした。

簡素化を求める声が強くなっていた。これを受けて、法制審議会商法部会は、1995年3月、合併法制の見直しに関する審議の再開を決定した。1996年3月に改定された政府の規制緩和推進計画において「合併手続きの簡素化について平成9年度に結論を得て、必要な改正を行う」とされたこともあり、1997年5月に合併法制の改正が実現した。

合併法制の改正では、合併手続きの簡素化・合理化が図られた。改正前の合併手続きでは、2度株主総会を開催することが要求されていた。合併契約書の承認総会のほかに、報告総会（吸収合併の場合）あるいは創立総会（新設合併の場合）を開催することが必要であった。改正後は、報告総会・創立総会が廃止され、合併手続きのための株主総会は承認総会のみとなった。さらには、吸収合併において一定の条件を満たせば、存続会社の承認総会を不要とする簡易合併の制度も創設された。また債権者保護手続きが合理化され、官報に加えて会社の定款が定める新聞紙に公告した場合は、債権者に対して個別に催告することが不要となった。

一方で合併に関する情報開示の充実が図られた。合併契約書・合併比率の理由書などが事前開示書類として追加された。また事後開示制度が創設された。

純粹持株会社の解禁（1997年6月 独占禁止法改正）

これまで独占禁止法は、戦前の財閥の復活を防止する観点から、純粹持株会社の設立を禁止してきた。純粹持株会社とは、「自らは事業をしないで他社の株式を保有し支配することを主な目的とする持株会社」（神田[2008], p. 334）のことである。しかしバブル崩壊後企業の業績が低迷するなか、事業再編・競争力回復を目指す企業側より純粹持株会社の解禁が強く望まれるようになった⁹⁾。政府の規制緩和推進計画（1995年3月）で「3年以内に解禁について結論を得る」という決定を受け、政府与党で持株会社規制の見直し作業が進められた。1997年2月の与党独占禁法協議会における3党合意を経て、同年6月に独占禁止法が改正され、純粹持株会社の設立が可能となった¹⁰⁾。複数の企業が1つの企業となる合併方式と異なり、持株会社方式で

9) 経済団体連合会[1995].

10) 純粹持株会社解禁の経緯については鶴静編[1997], pp. 1-20を参考にした。

は各企業が別法人として存続するため、統合にともなう人事・組織面での摩擦を回避できる。また持株会社傘下の各企業が異なる給与体系を採用することで、柔軟な雇用構造が実現できる¹¹⁾。このような純粋持株会社制度のメリットは、企業間の経営統合を促進したと考えられる。

株式移転・株式交換制度の創設（1999年8月 商法改正）

1997年6月の独占禁止法改正により純粋持株会社の設立が解禁されたが、国会審議において「持株会社の成立等の企業組織の変更が利害関係者の権利等に配慮しつつ円滑に行われるよう、会社分割制度や株式交換制度等について検討を行うこと」という附帯決議が付された。また政府の規制緩和推進3カ年計画（1998年3月）でも「簡易に持株会社への移行等を可能にするため、株式交換制度の創設等について検討を行い、10年度上期に検討状況を公表し、早期に結論を得て、所要の措置を講じる」ことが盛り込まれた。法制審議会商法部会は、1997年12月以降、株式交換制度導入について検討を行い、1999年8月に商法改正が実現した。

この改正により、自社の株式を対価として他の企業の株式を100%取得すること（完全子会社化）を可能にする株式移転・株式交換の制度が導入された。他の企業を完全子会社化する際に新たに親会社を設立する場合は株式移転となり、自社がそのまま親会社となる場合は株式交換となる。株式移転・株式交換制度は、持株会社の設立を容易にすることを目的として導入されたが、企業買収の手段として利用することも認められた。

完全子会社となる会社の株式は、その株主総会の特別決議¹²⁾の承認などを経て、新しい親会社の株式と強制的に交換される¹³⁾。これまで企業が新たに親会社を設立するためには複雑な手続きが必要であり、①すべての株式の取得が困難、②多額の資金が必要、などの問題があった¹⁴⁾。株式移転・株式交換制度はこのような問題点を解決し、企業再編の流れを促進した（図

11) 蟻川・宮島[2007], pp. 50-51を参照のこと。

12) 普通決議では出席株主の議決権の過半数の賛成で足りる。一方、特別決議では出席株主の議決権の3分の2以上の賛成が必要である。また決議に必要とされる出席者数（定足数）についても、特別決議は普通決議と比べてより厳しい規定となっている。

13) 反対株主には株式の買取請求権が認められている。

14) 詳細は、神田[2008], p. 334を参照のこと。

図表 6-4 株式移転・株式交換および会社分割制度の利用件数の推移

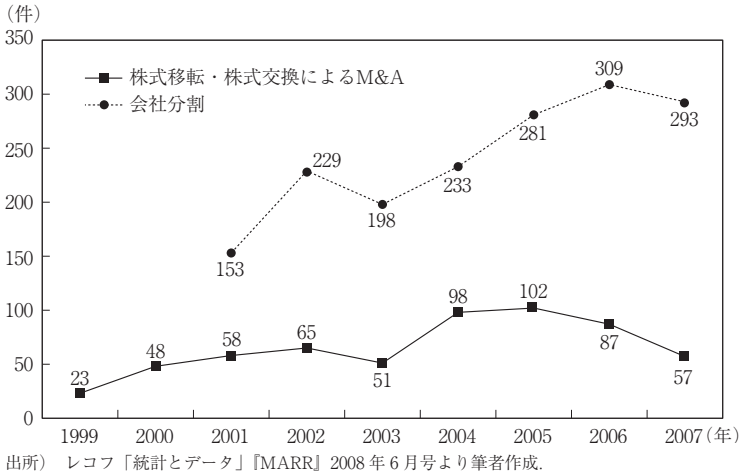


表 6-4).

株式交換は、企業グループの再編戦略として上場子会社を完全子会社化する際に利用されている（ソニー；1999年，松下電器産業；2002年¹⁵⁾。株式移転は、純粋持株会社設立による大規模な企業統合に利用されている（みずほグループ；1999年，UFJグループ；2000年，JFEグループ；2001年）。

会社分割制度の創設（2000年5月 商法改正）

会社分割制度の創設は、企業の組織再編に関わる商法の見直し（1997年の合併法制の改正，1999年の株式移転・株式交換制度の創設）の一環として行われたものである。政府の規制緩和推進3カ年計画（改定，1999年3月）は、会社分割制度を早期に検討することとしたが，小淵首相が主宰する産業競争力会議において企業側からの強い要望を受け，法制化が1年前倒しで行われることになった。法制審議会商法部会は1999年4月より審議を開始し，2000年5月には商法が改正された。

商法改正により創設された会社分割制度は広く利用され，企業の再編を促

15) 株式移転・株式交換制度の利用例についての詳細は，服部[2004]，pp. 106-110を参照のこと。

進した(図表6-4)。会社分割制度が導入される前は、事業を現物出資¹⁶⁾して新会社を設立する方法などが実務ではとられていた(神田[2008], p. 324)。しかし、裁判所の選任する検査役の調査の実施、債務の移転について債権者の個別の同意が必要など、手続きが煩雑であった(原田[2000])。新しい会社分割制度はこのような煩雑な手続きを原則として不要とし、会社分割を容易にした。この制度により、①複数企業の同一事業部門間での提携・統合、②主力事業を分離・分社化して、純粋持株会社による子会社管理を行うという戦略的経営、③一部事業部門を分離・分社化したうえで、他のグループ企業へ売却するといった、事業再編戦略をとることが可能となった(蟻川・宮島[2007], p. 52)。

会計制度の改革

商法を中心とする法制度改革のほかに、会計制度の改革も企業再編を促進した(図表6-5)¹⁷⁾。これまでの日本の会計基準は欧米の基準と比べて情報開示が不十分であり、日本企業の買収を検討する外国企業にとって、日本企業の経営実態が不透明なことが障害となっていた。

会計制度の改革は、1999年3月期より適用された保証類似行為の開示から始まった。これまで日本の大企業は、その子会社などが銀行から融資を受ける際に、保証予約や経営指導念書の形で子会社などの債務を実質的に保証していた。しかし、これらの実質的な保証に関する情報は、親会社である大企業の貸借対照表に偶発債務として注記されることはなかった。1990年代末に上場大企業の倒産が相次ぐなかで、保証予約や経営指導念書による隠れた保証債務の存在がしばしば問題となった。これを受けて会計基準が変更された結果、保証予約や経営指導念書は保証類似行為とされ、親会社の貸借対照表の注記事項に含まれることになった。

2000年3月期には、企業の情報開示制度が単体決算中心から連結決算中心へと変更され、連結キャッシュフロー計算書の開示も義務づけられた¹⁸⁾。そして連結範囲の決定基準が、従来の議決権の所有状況のみで判断する形式

16) 現物出資とは、金銭以外の財産(不動産など)で行う出資のことである。

17) 会計制度の改革については、服部[2004], pp. 27-36, [2008], pp. 225-226を参考にした。

18) 同時に税効果会計も導入された。

図表 6-5 会計制度の改革

	改革の内容
1999年3月期 2000年3月期	保証類似行為の開示義務づけ 企業の情報開示を単体決算中心から連結決算中心へ変更 連結範囲の決定基準として実質支配基準を導入 連結キャッシュ・フローの開示義務づけ 税効果会計の導入
2001年3月期	退職給付債務および売買目的の有価証券に関する時価会計の導入
2002年3月期	持ち合い株式に関する時価会計の導入
2003年3月期	継続企業前提の開示の導入
2006年3月期	固定資産の減損会計の導入

出所) 服部[2004,2008]より筆者作成

基準から実質支配基準へと変わった。実質支配基準では、議決権の所有状況だけでなく、人事や資金面のつながりが重視されるようになった。会社の議決権の過半数を所有していなくても、議決権の40%以上を所有し、かつ取締役の過半を派遣あるいは資金調達額の過半を融資している場合などには、その会社は連結対象子会社に含まれることになった。

企業の資産や負債を現在価値に換算して評価する時価会計の制度も導入され、退職給付債務と売買目的の有価証券の時価評価（2001年3月期）、持ち合い株式の時価評価（2002年3月期）が実現した。

一連の会計制度改革によって企業の情報開示が進んだ結果、一部の企業は債務隠しや連結外しが困難となり、不採算事業の売却を迫られることになった。一方、買収を検討する企業にとっては、企業価値の正確な評価が可能になったことで、買収がより容易なものとなった。このように会計制度の改革は、売買双方向から、企業再編を促進したといえる（服部[2004], p. 34）。

2.3 企業の内部組織に関する法制度改革

取締役責任の軽減制度の導入（2001年12月 商法改正）

取締役が会社に損害を与えたときに株主が会社に代わって取締役の責任を追及できる株主代表訴訟は、1950年の商法改正において米国の制度にならって導入されたが、長らく利用されることが少なかった。しかし1993年6月の商法改正により株主代表訴訟の訴え提起費用が請求額にかかわらず一律8,200円となると、訴訟数が急増した（宍戸[2006], p. 80）。訴訟数の急増

に直面した企業側は、このままでは経営マインドが萎縮する恐れがあるとして株主代表訴訟の見直しを求めるようになった¹⁹⁾。これを受けて1997年9月に自民党の法務部会商法に関する小委員会は「コーポレート・ガバナンスに関する商法等改正試案骨子」をまとめた。以後自民党等の与党議員を中心に株主代表訴訟を見直す法案作りが進められ、2001年12月に商法改正が議員立法により行われた。

株主代表訴訟制度に関わる商法改正の中心が、取締役責任の軽減制度の導入であった。故意である場合などを除いて取締役の損害賠償責任を軽減する制度が導入された。株主総会の特別決議などの手続きによって²⁰⁾、取締役の賠償責任を一定限度まで（代表取締役については報酬等の6年分、取締役については4年分、社外取締役については2年分）、事後的に軽減することが可能になった。さらに社外取締役については、賠償責任を報酬等の2年分までに限定する取り決めを事前に行うことを可能にした。取締役責任の軽減制度は企業に徐々に利用され始め、2003年までに約300社が制度を導入した²¹⁾。Shishido[2007] (p. 320) は、社外取締役の賠償責任を事前限定することによって、社外取締役によるモニタリング制度が進展する可能性を指摘している。

監査役機能の強化（2001年12月 商法改正）

2001年12月の商法改正では監査役機能の強化も図られた。監査役機能の強化は、「コーポレート・ガバナンスに関する商法等改正試案骨子」において株主代表訴訟の見直しとともに取り上げられた検討項目であった。この背景には、1993年の商法改正で監査役制度の見直しが行われたにもかかわらず企業の不祥事が後を絶たないことがあった。

大会社については社外監査役の人数を増やすとともに、その資格要件をより厳格なものにした。改正前は3人以上の監査役のうち1人以上を社外監査役とすることが求められていたが、改正後は半数以上を社外監査役としなけ

19) 経済団体連合会[1997a].

20) 前述のように、株主総会の特別決議は普通決議と比べて決議要件が厳格になっている。また責任軽減の議案を株主総会に提出するためには、監査役全員の同意が必要とされる。

21) 『日本経済新聞』2003年12月3日朝刊、11面。

ればならなくなった。さらに社外監査役の資格を厳格なものとし、企業の内部出身者が社外監査役となることを禁じた。改正前は、かつて企業の取締役や従業員であった者でも、5年間企業を離れた地位にいれば社外監査役になることができた。しかし改正後は、過去に会社やその子会社の取締役または従業員でなかったことが社外監査役の要件として求められるようになり、企業の内部出身者が社外監査役になることはできなくなった。Shishido[2007] (p. 320) は、大会社に真の外部者を採用することを義務づけた監査役制度の改革が、日本の企業統治に大きな影響を与える可能性を指摘している。

委員会等設置会社制度の創設（2002年5月 商法改正）

日本企業の取締役会については、①経営の意思決定機能、②経営の監督機能という2つの機能を果たすことが本来期待されていた。しかし、現実の取締役会はいずれの機能も十分に果たしていないのではないかという批判が近年強くなっている²²⁾。取締役会のメンバーには社内の部門長が含まれ、業務執行機能も兼ねていることが一般的である。このことは過大な取締役数につながり、迅速な意思決定の障害となっているとされている。さらには、取締役会で部門間の利害調整が重視され、経営戦略上の意思決定が歪められている可能性が指摘されている。また、会長・社長を頂点とする業務遂行上のヒエラルキーが取締役会にもち込まれているため、取締役会が経営トップの行動をチェックすることが困難であるという批判もある。

ソニーが1997年に導入した執行役員制は、上のような問題点を解決し、取締役会の意思決定機能と監督機能を強化することを目的としたものであった。これまで取締役であった各事業部門の長は執行役員として業務の執行に専念することとなり、取締役の人数が削減された。また社外取締役の登用も同時に行われ、取締役会の意思決定・監督機能の強化が図られた。

法制審議会商法部会は、企業を取り巻く経済社会情勢の変化に対応するため、①コーポレート・ガバナンスの実効性の確保、②高度情報化社会への対応、③企業の資金調達手段の改善、④企業活動の国際化への対応、という4つの視点から、会社法制度の大幅な見直し作業を2000年9月より開始した。

22) 取締役会の問題点に関する詳細な解説は、延岡・田中[2002]や青木[2003]を参照されたい。また、日本の大企業における取締役および取締役会の実態については、三輪[1998]が詳しい。

2001年4月に公表された「商法等の一部を改正する法律要綱中間試案」の項目のうち、早期実現の要望が強かった新株予約権制度の創設などが2001年11月の商法改正によって実現した。残りの項目については2002年5月に商法改正が行われた。

委員会等設置会社（現在の会社法では委員会設置会社）制度は、2002年5月の商法改正によって導入された。委員会等設置会社は選択的制度であり、大会社は委員会等設置会社と従来の経営組織（監査役会設置会社）のいずれかを選択することが可能になった²³⁾。委員会等設置会社では、業務遂行は執行役が担当し、取締役会は経営の監督に専念することになる²⁴⁾。また、社外取締役が取締役会において中心的な役割を果たすことが期待されている。取締役会内には、指名委員会（取締役の選任）、報酬委員会（取締役・執行役の報酬の決定）、監査委員会（取締役・執行役の業務遂行の監査）の3つの委員会が設置される。各委員会は3名以上の取締役で構成されるが、その過半数は社外取締役であることが求められる。森本[2003]は、このような委員会制度の法定によって、これまで社長が把握していた役員人事権と報酬決定権が社外取締役中心の委員会に移ることになり、取締役会が監督機能を有効に果たすことが可能になると指摘している。

執行役員制と委員会設置会社は日本の大企業の間にも普及しつつある。2006年8月の時点で、執行役員制を採用した東証1部上場企業は878社であり、全体の51.5%となっている²⁵⁾。一方、委員会設置会社に移行した東証上場企業は59社であり、全体の2.4%となっている²⁶⁾。

会社法制定（2005年6月 商法改正）

会社法に関する基本的な規定を含む商法は、カタカナの文語体で表記されており、より理解しやすいひらがなの口語体の表記に改めることが求められていた。また商法をはじめとする複数の法律に散在する会社に関する規定を整理統合する必要性も指摘されていた。さらに1990年代後半以降の度重

23) 現在の会社法では、大会社以外の会社も委員会設置会社を選択できる。

24) 業務の意思決定についても、原則として執行役に委任することが可能になっている。

25) 『日本経済新聞』2008年1月13日朝刊、13面。

26) 同上。

なる法改正によって、規定間の整合性に問題が生じ、法制を全面的に見直す必要が出てきた。このような問題を解決すべく、2002年2月に法制審議会に対して会社法の現代化に関する諮問が出された。これを受けて会社法部会が新たに設置され、2002年9月より具体的な審議が始まった。その後2年半に及ぶ審議を経て、2005年6月に会社法が成立した。

新たに制定された会社法では、表現の現代化や規定の再編成といった形式面での改正にとどまらず、実質面での改正も多数行われた。有限会社制度の廃止や最低資本金制度の廃止など改正内容は広範囲に及ぶが、企業の内部組織に関する改革としては、株式会社における機関設計を柔軟化したことがある。会社法は、株主総会と取締役を株式会社の必須機関としたが、取締役会、監査役、会計監査人といった他の機関については一定のルールの下で任意に設置できるとした。これまで企業は法によって義務づけられた機関を設置するしかなかったが、改正後は多様な機関設計の選択肢のなかから自身に最適なものを選択することが可能になった²⁷⁾。

これらの規制緩和によって企業経営の自由度は高まったが、企業行動に対する規律づけを図るためにいくつかの規制も導入された。たとえば、すべての大会社について内部統制システムの整備が義務づけられた。

2.4 株式制度に関する改革

自己株式取得の規制緩和（1997年5月、2001年6月 商法改正）

従来商法では、企業による自己株式の取得を、会社債権者を害する可能性や株主の平等原則に反する可能性などの理由から原則禁止していた。1990年代に入り企業間の株式持合いの解消が進むなかで、市場に放出される株式の受け皿として自己株式取得の規制緩和を望む声为企业の間で高まった²⁸⁾。政府の緊急経済対策（1992年3月）にも自社株保有の規制見直しが盛り込まれ、法制審議会商法部会は自己株式取得の規制を見直す作業を進めた。1994年6月の商法改正により自己株式取得が認められる事由の範囲が拡大されたが、企業側からはさらなる規制緩和が求められた。1990年代後半か

27) ただし、大会社で公開会社である会社は、従来どおり監査役会設置会社か委員会設置会社のいずれしか選択できない。

28) 『日本経済新聞』1992年7月10日、朝刊第2部、2面。

ら 2000 年代初めにかけて自己株式取得の規制緩和は、低迷する株価対策として与党議員のイニシアチブのもとに進められた。1997 年 5 月の商法改正によりストック・オプション目的での自己株式の取得が可能となった。さらに 2001 年 6 月の商法改正により自己株式取得の目的・数量・保有期間に関する規制がすべて撤廃された（「金庫株の解禁」²⁹⁾。いずれの改正も議員立法によるものであった。

自己株式の取得はさまざまな用途に用いられている。1 つは、企業の余剰キャッシュフローを株主に還元する資本政策としての利用であり、配当を通じた還元と比べて経済情勢の変化に柔軟に対応できるというメリットがある（Shishido[2007], p. 315）。

もう 1 つは、ガバナンスの強化および企業再編のツールとしての利用である。ストック・オプションなどの新株予約権が行使された場合、企業は新株を発行する代わりに保有する自己株式を交付することができる。また完全子会社化のために株式交換を行う場合でも、企業は保有する自己株式を対価として利用できる。自己株式の利用によって、新株の発行にともなう配当負担の増加や既存株主の持株比率の低下を回避することが可能となり、ガバナンスの強化や企業再編が容易になる³⁰⁾。企業による自己株式の取得は、抜本的な規制緩和が行われた 2001 年以降急速に普及し、2005 年度には取得額が 4 兆円に達した（図表 6-6）。

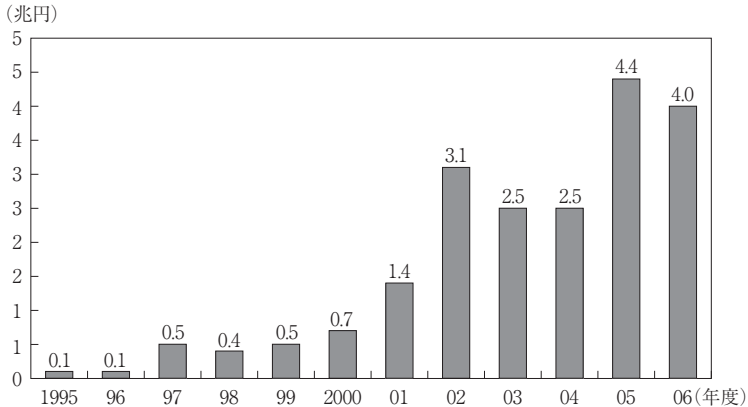
株式コール・オプション制度の整備（1997 年 5 月、2001 年 11 月 商法改正）

企業がその株式を一定の価格で購入する権利を与える株式コール・オプションの仕組みは、これまで転換社債・新株引受け社債での利用に限定されていた。しかし企業側からは、取締役や従業員の報酬制度に株式コール・オプションの仕組みを組み込むストック・オプション制度の導入が望まれていた。ストック・オプション制度では、オプションを与えられた役職員は企業の株価が上昇するほど大きな利益を得ることになり、彼らのインセンティブを株主の利益に合致させる効果が期待された。

29) 自己株式取得には株主総会の決議が必要とされたが、2003 年 7 月の商法改正により取締役会の決議による自己株式取得も可能になった。

30) 原田・泰田・郡谷[2002]を参照のこと。

図表 6-6 自己株式取得額の推移



出所) 生命保険協会「平成 19 年度 株式価値向上に向けた取り組みについて」図表 17 に基づき、筆者作成。

政府の規制緩和推進計画（1997 年 3 月）では「ストック・オプション制度は 1998 年度に早期導入」とされていたが、株価が低迷するなか、制度導入を前倒しするべきだという声が与党議員の間で強まった。1997 年 4 月に与党商法改正プロジェクトチームが組織され、同年 5 月には議員立法によりストック・オプション制度の導入が実現した。このとき導入されたストック・オプション制度は、企業があらかじめ取得した自己株式をオプションの権利行使者に与える自己株式取得方式と、企業が発行する新株をオプションの権利行使者に与える新株引受権方式の 2 つであった。

2000 年 9 月以降、法制審議会商法部会によって進められてきた会社法制度の大幅な見直しのなかで、ストック・オプション制度の改善が検討された。その結果、2001 年 11 月の商法改正により新株予約権が創設され、自己株取得方式と新株引受権方式に分かれていたストック・オプション制度は新株予約権方式に統一された。新株予約権とは、権利をもつ者が権利を行使した場合に、企業から株式を受け取る権利のことである。企業が権利行使者に交付する株式は、新株の発行あるいは自己株式の取得によって調達される。新しいオプション制度では、付与対象者を取締役と従業員に限定する規制、権利の行使期限を 10 年とする規制、権利の譲渡禁止の規制なども撤廃された。

企業によるストック・オプション制度の導入は着実に増加している。宮島・黒木[2004]によれば、東証、大証、名証の1部・2部上場企業（金融を除く）のうち、ストック・オプション制度を採用している企業は、全体の4分の1を上回るまでになっている。また、ストック・オプション制度の付与対象者も、役員層にとどまらず社員層にも拡大している³¹⁾。

また後述するように、敵対的買収が近年活発化するなかで、多くの企業でライプランとよばれる新株予約権を利用した買収防衛策が導入されている。

公開買付制度などの整備（2005年6月、2006年6月 証券取引法改正）

公開買付制度（TOB：Take Over Bid）とは、上場企業などの株式を取引所市場外で大量に買い付ける場合に、買付け者に対して一定の情報開示や取引ルールを強制するものである。この規制の目的としては、一般株主に買付けに応じるべきか否かを合理的に判断できるだけの十分な情報を提供すること、不公正な買付けが行われることを防ぐことがある³²⁾。1990年の証券取引法改正以降、取引所市場外での買付けによって株式の所有割合が3分の1超となる場合には公開買付規制が適用されることになり（「3分の1ルール」）、買付け者は買付けの目的や条件などを開示したうえで、一定の期間内に均一の条件で買付けを行うことが義務づけられた。1990年代にかけてTOBの件数は徐々に増えていったが、その大部分は友好的なものであった（図表6-7）³³⁾。しかし、2000年代になると敵対的な買収が増加し、公開買付制度の問題点も明らかになってきた（図表6-8）。

2005年2月にライブドアがニッポン放送の経営支配権をめぐるフジサンケイグループと争った事例では、ライブドアが東京証券取引所のTosTNet-1を利用してニッポン放送の発行済株式を大量に取得したことが問題となった³⁴⁾。TosTNet-1は、大口取引や複数銘柄取引の円滑化のために、東京証券取引所が1998年6月に導入した電子取引ネットワークシステムである。裁判所は、TosTNet-1を利用した取引は取引市場内の取引であり、現

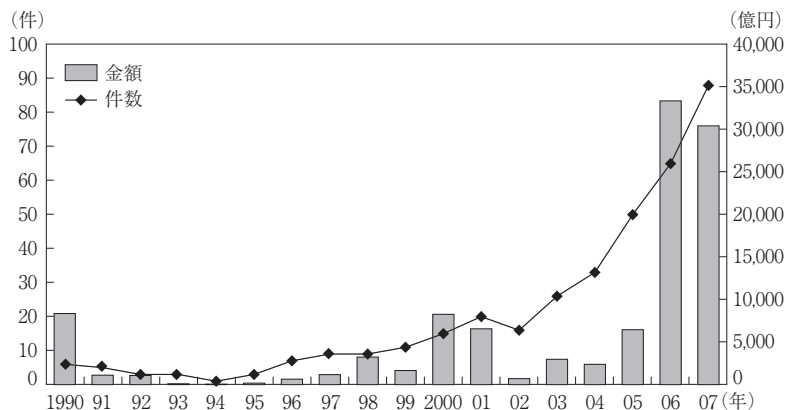
31) 宮島・黒木[2004]。図表I-35参照。ただし、幹部社員へのストック・オプション付与に比べて、全社員へのストック・オプション付与はまだ少数である。

32) 河本・大武[2005]、pp. 121-122。大崎[2007]、p. 126。

33) 河本・大武[2005]、pp. 125-126。

34) ライブドア事件の詳細については、子柿[2006]を参照されたい。

図表 6-7 TOB 件数と金額の推移



出所) レコフ「統計とデータ」『MARR』2008年6月号より筆者作成。

図表 6-8 敵対的買収の事例

表面化した時期	対象企業	買収者
2000年1月	昭栄	村上ファンド*
2002年1月	東京スタイル	村上ファンド
2003年12月	ユシロ化学工業	スティール・パートナーズ*
12月	ソトー	スティール・パートナーズ*
2005年2月	ニッポン放送	ライブドア
4月	大阪証券取引所	村上ファンド
7月	日本技術開発	夢真ホールディングス*
9月	阪神電気鉄道	村上ファンド
10月	TBS	楽天
11月	新日本無線	村上ファンド*
2006年1月	オリジン東秀	ドン・キホーテ*
7月	北越製紙	王子製紙*
8月	フタタ	AOKIホールディングス
10月	サンテレホン	ダルトン・インベストメンツ*
10月	明星食品	スティール・パートナーズ*
11月	日清食品	スティール・パートナーズ
2007年2月	サッポロホールディングス	スティール・パートナーズ

出所) 前田[2007]図表4-15に基づき、筆者作成。

注) *は敵対的TOBが実施されたことを表す。

行法のもとでは公開買付規制の適用対象とはならないと判断した³⁵⁾。しかし一方で、通常の市場取引と異なる性格をもつ TosTNet-1 を利用して大量に株式を取得することが、一般投資家の利益を損ねる可能性を指摘し、立法によって新たに公開買付規制を適用する合理性を認めた。

この問題は、金融審議会の金融分科会第1部会で審議され、2005年6月に証券取引法が改正された。その結果、これまで公開買付規制の適用外であった TosTNet-1 を利用した取引にも規制が原則適用されることになった³⁶⁾。

2005年7月に金融審議会金融分科会第1部会は「中間整理」を公表し、公開買付規制および大量報告制度のあり方について検討を行うとした。これを受けて金融審議会第1部会のもとにワーキング・グループが設置され、①手続きの透明性・公正性と投資者間の公平性の一層の確保、②証券市場における価格形成機能の十全な発揮、③企業の事業再編行為等の円滑性の確保、という基本的視点から公開買付制度などの見直しが行われた。2005年12月の「公開買付制度等ワーキング・グループ報告」公表を経て、2006年6月に公開買付制度に関する証券取引法改正が行われた³⁷⁾。2006年6月の改正では公開買付規制の適用範囲が拡大し、取引所市場外の取引に取引所市場内の取引などを加えたときの株式の所有割合が3分の1超となる場合にも、公開買付制度が適用されることになった。この背景には、2005年9月に村上ファンドが阪神電気鉄道の株式を買い集めた事例で、取引所内外の取引を組み合わせることによって、TOBを行うことなく発行済株式の約40%を取得したことがある³⁸⁾。

また公開買付の際の情報開示の充実が図られ、これまで任意であった TOB の対象会社による意見表明報告書の提出が義務となり、買付け者に対する質問制度も創設された。

35) 東京地裁判決（平成17年3月11日）。

36) ただし、取引後の株式所有割合が3分の1を超えない場合は、これまでどおり公開買付規制の適用外とされた。

37) 2006年6月の改正により、法律の題名が「証券取引法」から「金融商品取引法」に変わった。新しい金融商品が次々と生み出される現実に対応して、金融商品取引法は投資家保護のための横断的な法制度を整備することを主な目的としている。たとえば、「集団的投資スキーム」という包括的概念を創設し、広範な金融商品に法を適用することを可能にしている。

38) 大崎[2007], p. 129.

1990年の証券取引法改正で導入された大量保有報告書制度は、上場会社の株式を5%以上取得した者に対して、大量保有者となってから5営業日以内に保有状況を開示することなどを求める制度である。ただし投資ファンドといった機関投資家には特例報告制度が設けられ、保有状況の報告期限について緩やかな基準が適用されていた。しかし、2005年のライブドア事件など一連の敵対的買収の事例において、村上ファンドが特例報告制度を利用して株式保有状況をなかなか開示しないという問題が生じた。金融審議会金融分科会第一部会では、大量保有報告書制度の見直しが公開買付規制の見直しとともに進められ、2006年6月には証券取引法の改正が行われた。改正により、特例の適用条件の厳格化および株式保有状況の報告頻度の引き上げが実施された。

買収防衛策の発展 (2005年5月「買収防衛策に関するガイドライン」公表)

2000年代に入り日本でも敵対的なM&Aが増えつつあるなかで、敵対的なM&Aに関するルールが未整備であることが問題となってきた³⁹⁾。このような状況に対応すべく経済産業省は2004年に企業価値研究会を設置し、敵対的な企業買収に関する公正なルール作りに取り組み始めた。企業価値研究会の研究成果は、2005年5月に「企業価値報告書」として公表された。

企業価値報告書は、企業による買収防衛策が株主利益の保護に果たす役割を評価し、具体的な買収防衛策として米国で普及しているライツプランなどを紹介している⁴⁰⁾。しかし一方で報告書は、買収防衛策が経営者の保身のために濫用される危険性を指摘し、過剰な買収防衛策を排除するための判断基準として、「企業価値基準」を提唱している。企業価値基準とは、「(買収防衛策は)企業価値を損なう買収提案を排除するものであるならば認められるべきであるが、反対に企業価値を高める買収提案は排除しないという基準(括弧内筆者)⁴¹⁾」である。そして防衛策が企業価値基準に沿った合理的なも

39) 企業価値研究会[2005] (p. 8) は、「日本のM&A市場を規律する制度慣行は、90年代後半に友好的なM&Aに関するルール整備が精力的になされたものの、敵対的なM&Aに関するルールの整備は不十分であり、これが混乱を招いている」と述べている。

40) ライツプランとは、「会社が平時に新株予約権を株主に配ってにおいて、敵対的買収者が例えば2割の株式を買い占めれば、買収者以外の株主に大量の株式を発行して買収者の持株比率を劇的に低下させる仕組み」である(企業価値研究会[2005], p. 58)。

41) 企業価値研究会[2005], p. 83。

のであるために、①防衛策は平時に導入する、②防衛策は消却可能なものとする、③有事における取締役の恣意的な判断を防ぐ工夫をする、という3つの要件を満たすべきだと述べている⁴²⁾。

企業価値報告書の提言内容を踏まえ、経済産業省と法務省は買収防衛策に関するガイドライン（「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」）を2005年5月に公表した。これをきっかけとして企業による買収防衛策導入が進み、2008年5月時点で497社、上場会社の8社に1社が防衛策を有することになった⁴³⁾。現在の買収防衛策の主流は、新株予約権の発行条件のみを決めておき、有事の際に買収者以外の株主だけが権利行使できる新株予約権を発行する「事前警告型」のライツプランとなっている。2007年5月から8月にかけてスティール・パートナーズがブルドックソースに対して敵対的買収を仕掛けた事例では、新株予約権発行を柱とする買収防衛策が実際に発動された⁴⁴⁾。

3 コーポレート・ガバナンス改革に関する実証分析

本節では、コーポレート・ガバナンス改革に関する実証研究を紹介し、改革の効果と課題を検証する。コーポレート・ガバナンスの改革のうち、比較的多くの実証研究が行われている分野を取り上げることとし、①取締役会制度改革、②ストック・オプション制度、③純粋持ち株会社の解禁、④敵対的企業買収と株主のアクティビズム、について論じる。

3.1 取締役会制度改革

1997年のソニーによる執行役員制導入や2002年の商法改正による委員会等設置会社制度の創設といった取締役会改革の急速な進展を背景にして、取締役会改革が企業業績に及ぼす効果を検証しようとする研究の蓄積が進みつ

42) 企業価値研究会[2005], pp. 87-88. 有事における取締役の恣意的な判断を防ぐ工夫の例として、独立性の高い社外取締役や社外監査役が防衛策の維持・解除についてチェックを行い、防衛策が取締役の保身目的から維持されることを回避する仕組みが考えられる。

43) 『日本経済新聞』2008年5月13日朝刊, 3面。

44) スティール・パートナーズとブルドックソースの敵対的買収をめぐる攻防の詳細については、服部[2008], pp. 324-343を参照のこと。

つある。図表 6-9 は、これまで行われた実証研究の結果をまとめたものである。ほとんどの研究で、取締役会の改革が実際の経営パフォーマンスの改善に寄与していないという実証結果が報告されている。

これまでの実証研究において取締役会改革の効果が観察されない理由として、次のような要因が考えられる。

- ① 実証方法の問題
- ② 取締役会改革の形骸化の問題
- ③ 取締役会の規模縮小の実効性の問題
- ④ 社外取締役の実効性の問題

Gilson and Milhaupt[2004]以外の研究は、取締役会改革を実施した企業と実施していない企業の経営パフォーマンスを比較するという実証方法をとっている。しかし、執行役員制の導入や委員会等設置会社への移行は、全企業に強制されたものではなく、個々の企業の選択に任されていることに注意する必要がある。企業の所有構造は内生的に決定されるという Demsetz and Lehn[1985]の議論に従えば、取締役会改革を実施するか否かについても内生的に決定される⁴⁵⁾。取締役会改革が経営パフォーマンスの改善につながるかどうかは企業によって異なり、取締役会改革の効果が期待できる企業は改革を実施し、そうでない企業は従来の取締役会制度を維持するであろう⁴⁶⁾。従来の取締役会制度を維持することを選択した企業は、自分に適した他のコーポレート・ガバナンスの手法を採用することによって、取締役会改革を行った企業と同水準の経営パフォーマンスを達成することができる。したがって、取締役会改革実施の有無と経営パフォーマンスの関係を分析しても、両者が無関係という結果しか得られないことは十分起こりうる。取締役会改革の効果を正確に検証するためには、①改革実施の内生性や②他の

45) ここで「内生的に決定される」とは、企業内の意思決定によって制度が選択されることを意味する。

46) 青木[2003]は、執行役員制導入初期において、パフォーマンスの悪化した企業や取締役会の規模の大きな企業が積極的に執行役員制を導入したことを報告している。宮島・新田[2007]は、経営パフォーマンスの悪化や過大な取締役会規模のほかにも、海外展開や分社化の進展が取締役会改革の要因になっていることを報告している。

図表 6-9 取締役会改革の効果に関する実証研究

研究	サンプル	推計期間	経営パフォーマンスの指標	実証方法	実証結果
延岡・田中[2002]	東証1部上場の製造業企業(売上高上位1,000社)のうちアンケート回答企業	2000年	戦略的意思決定能力の高さを表す指標(5点満点)	執行役員制度導入ダミーを説明変数とする回帰分析	執行役員制の導入は戦略的意思決定能力の向上に影響を与えない
青木[2003]	東証上場の製造業企業(売上高など上位300社)	1997-2001年	総資本経常利益率 売上高成長率	執行役員制度導入ダミーを説明変数とする回帰分析	執行役員制の導入によって経営パフォーマンスは改善しない
宮島・原村・稲垣[2003]	金融を除く上場・店頭企業のうちアンケート回答企業のうちアソケート回答企業	2001年	トービンのq(産業調整有) 総資産営業利益率(産業調整有)	執行役員制度導入ダミーを説明変数とする回帰分析	執行役員制の導入は経営パフォーマンスに影響を与えない
Yoshikawa and Phan[2003]	上場製造業企業のうちアソケート回答企業	1999-2001年	総資産純利益率 株式収益率	執行役員制度導入ダミーを説明変数とする回帰分析	執行役員制の導入は経営パフォーマンスに影響を与えない
上野・吉村[2004]	上場企業と資本金10億円以上の未上場企業のうちアソケート回答企業	2001年	競争環境の変化への対応能力(5点満点)	執行役員制度導入企業とその他の企業の平均値の比較	執行役員制の導入は競争環境への対応能力に影響を与えない
Gilson and Milhaupt[2004]	委員会等設置会社への移行を発表した上場企業	2003年	株価収益率	委員会等設置会社への移行発表に関するイベントスタディ	委員会等設置会社への移行発表は株価に影響を与えない
宮島・新田[2007]	金融を除く東証第1部および第2部上場企業	1998-2004年	総資産営業利益率の変化(産業調整有)	取締役会改革実施ダミーを説明変数とする回帰分析	取締役会改革の実施は経営パフォーマンスに影響を与えない
Beberoth and Li[2007]	東証1部上場の製造業企業	2004年	トービンのq	委員会等設置会社移行企業とその他の企業の分散分析	委員会等設置会社へ移行した企業は経営パフォーマンスが高い

コーポレート・ガバナンスの手法との関係といった問題を考慮することが必要である。

取締役会改革の期待された効果が確認されない理由について、実証方法の問題を指摘したが、取締役会改革自体の問題も考えられる。まず考えられるのは取締役会改革の形骸化の問題である。取締役会改革が形式的なものにとどまっているために、経営の改善につながっていない可能性がある。延岡・田中[2002]は、かなりの企業がトレンド追隨的な動機で執行役員制を導入し、先行企業の制度を形だけ模倣したにすぎないのではないかと述べている。これを裏づけるように、宮島・新田[2007]は、取締役会改革の実施が同業他社の動向に大きな影響を受けているという実証結果を報告している。さらに、彼らは、執行役員制を導入した企業においても取締役が業務執行を兼ねる者が多く、2002年度末時点で兼任比率が平均82.0%と高いことを報告している。青木[2003]は、取締役会からの業務執行機能の分離が十分に行われていないという運用上の特徴が、取締役会の意思決定・監督機能の改善を妨げている可能性を指摘している⁴⁷⁾。

次に、改革による取締役会の規模の縮小が、期待される効果を生み出していない可能性について考える。宮島・新田[2007]は、2004年度までに取締役会の改革を行った企業363社のうち、92.3%が取締役会の規模を1996年度に比べて30%以上縮小したと報告している。スリムな取締役会は、取締役同士の議論を活性化することを通じて、戦略的意思決定能力の向上につながると考えられている。しかし、日本企業を取締役会の規模と経営パフォーマンスの関係性を分析した実証分析では、明確な結論は得られていない。宮島ほか[2004]や宮島・新田[2007]は、取締役会の規模縮小が経営パフォーマンスの改善につながると報告している⁴⁸⁾。一方、Yoshikawa and Phan[2003]やBebenroth and Li[2007]は、取締役会の規模縮小の効果が否定的である⁴⁹⁾。このように取締役会のスリム化の効果がはっきりしないことが、取

47) 宮島・新田[2007]によれば、多くの企業が、取締役会から業務執行機能を完全に分離することによって戦略的意思決定が生産現場から乖離することを懸念している。執行役員制を導入した多くの企業で執行と意思決定・監督機能の分離が緩やかとなっている現状について、宮島・新田[2007]は、分離による弊害を懸念する企業の合理的な行動の結果として評価している。

48) 取締役会の規模と経営パフォーマンスの関係性を分析する実証研究のほとんどが、先に述べたガバナンス構造の内生性的の問題を抱えていることに注意されたい。社外取締役の導入と経営パフォーマンスの関係性を分析する実証研究も同様である。

取締役会改革の効果が明らかにならないことの原因の1つと考えられる。

取締役会改革の重要な柱である社外取締役が、現実には十分に機能していない可能性も考えられる。社内の人事ヒエラルキーから独立した社外取締役は、経営者の有効な規律づけを可能にし、取締役会の監督機能を向上させると考えられている。日本のデータを用いて社外取締役と企業パフォーマンスの関係を分析した研究のうち、いくつかの研究では社外取締役が企業の経営にプラスの効果をもたらすという実証結果を報告している（宮島・新田[2007]、Bebenroth and Li[2007]）。しかし、多くの研究は社外取締役の効果に否定的である（延岡・田中[2002]、宮島・原村・稲垣[2003]、Yoshikawa and Phan[2003]、上野・吉村[2004]、宮島ほか[2004]、Miwa and Ramseyer[2005]）。

社外取締役が期待されるような効果を発揮していない理由として、①社外取締役の独立性の問題、②社外取締役の情報収集能力の問題、が考えられる。宮島・新田[2007]は、社外取締役には、銀行出身者や支配会社出身者のほかに、取引先や旧財閥グループ企業出身者も多いことを報告している。これらの社外取締役は企業の内部者と何らかの利害関係をもっていると考えられ、社外取締役が監督機能を果たすために必要とされる独立性が不十分となっている可能性がある⁵⁰⁾。

社外取締役は、企業の内部関係者と比べて経営情報を収集することが容易ではない。社外取締役に適切な経営情報が提供されていないことが、社外取締役の機能不全につながっている可能性がある。Yoshikawa and Phan[2003]は、社外取締役が経営の意思決定に関与する程度が高いほど、その企業の株価収益率が高いという実証結果を報告している。彼らの研究は、社外取締役が経営情報を獲得することの重要性を示唆しているかもしれない。

3.2 ストック・オプション制度

1997年の商法改正により、企業の役員・従業員の報酬制度としてストック・オプションを利用することが可能になった。ストック・オプション制度

49) 延岡・田中[2004]は、執行役員制の導入にともなう取締役会の規模縮小は、取締役同士の議論の活性化につながるものの、戦略的意思決定能力の向上には貢献していないと報告している。

50) ミルハウプト[2005]は、社外取締役に關する商法の規定が緩やかなために、親会社の関係者といった実際には独立性のない社外取締役を招聘することができる問題点を指摘している。

の導入は、経営者・従業員の報酬と経営パフォーマンスの結びつきを強め、経営者・従業員の利益と株主の利益を一致させるというメリットがあると考えられる。一方、ストック・オプション制度の導入によって、経営者のインセンティブが歪むというデメリットも考えられる。すなわち、経営者が、短期的な株価上昇を狙って会計情報の操作や非効率な投資を行い、企業価値を損ねる可能性がある。

Kato *et al.* [2005]は、日本企業のデータを用いて、ストック・オプション導入の効果を検証している。彼らは、金融以外の企業が1997年から2001年末までに発表した、ストック・オプション制度の採用事例562件を対象にして、イベント・スタディを行った。その結果は、企業によるストック・オプション制度導入に対して、株式市場はプラスに評価していることを示唆するものであった。さらに、ストック・オプション導入後も、企業の配当政策や株価のボラティリティに危惧されるような変化は生じていないという結果を報告している⁵¹⁾。これらの実証結果から、彼らは、日本においてはストック・オプション導入によって経営者のインセンティブが歪むという負の効果は小さく、経営者・従業員の努力インセンティブを引き出すという正の効果の方が大きいと結論づけている。

企業がストック・オプションを導入する要因についても、日本企業のデータを用いたいくつかの研究が行われている (Kato *et al.* [2005], Nagaoka [2005], Uchida [2006])⁵²⁾。いずれの研究も、企業の負債比率が高いほどストック・オプションが導入されにくいことを報告している。これらの実証結果は、負債のエージェンシー・コストがストック・オプションの導入に影響を与えていることを示唆していると考えられる⁵³⁾。

3.3 純粋持株会社の解禁

1997年に独占禁止法が改正され、戦後長らく禁止されていた純粋持株会

51) Kato *et al.* [2005]は、ストック・オプション導入によって、企業の経営パフォーマンスが改善していることも報告している。一方、宮島・黒木[2004]は、ストック・オプション導入による経営パフォーマンスの改善は観察されないと報告している。

52) 企業がストック・オプションを導入する動機についての詳細な解説は、小佐野[2005]第5章を参照されたい。

53) 負債のエージェンシー・コストとしては、経営者が債権者よりも株主の利益を優先してハイリスクの投資を行うことなどがある。

社の設立が可能となった。純粋持株会社制度では、持株会社（親会社）自体は事業活動を行わず、持株会社によって株式を所有されている傘下企業が事業活動を担う。純粋持株会社が解禁されるまでは、親会社自身も事業活動を行う事業持株会社の形態が一般的であった。

Shishido[2007]によれば、親会社と傘下企業の間で事業活動をめぐる利害対立がしばしば生じる事業持株会社に比べ、親会社が事業活動を行わない純粋持株会社は、傘下企業との利害対立の問題が少なくなるというメリットがある。大坪[2002]は、親会社の事業を「擬似的」傘下企業として扱うカンパニー制と比べて、純粋持株会社は親会社の事業と既存の傘下企業との比較がしやすく、各事業の収益性を明確にできるメリットがあると述べている。

純粋持株会社の効果に関する実証研究はほとんどない。大坪[2002]は、2000年末までに純粋持株会社形態を採用または採用の計画を発表した35社を対象にして、イベント・スタディを行っている。そして、純粋持株会社形態の採用・計画に対して株式市場がプラスに評価したことを報告している。このようなイベント・スタディの結果は、純粋持株会社のメリットを示唆している可能性がある。しかし、企業の多くが純粋持株会社に移行していない理由としてShishido[2007]が指摘しているように、傘下企業の独自性を尊重する日本の企業文化のもとでは、純粋持株会社への移行によって事業部門が傘下企業になってしまうとモニタリングが困難になるというデメリットも考えられる。純粋持株会社の効果の評価に関しては、今後の実証研究の蓄積が期待される。

3.4 敵対的企業買収と株主のアクティビズム

これまで日本企業のガバナンス・メカニズムとして、株式持合いとメインバンク・システムが機能していたとされる（胥[2007]）。しかし1990年代に入って銀行の不良債権問題が深刻化し、株式持合いの解消が進むにつれて、従来のガバナンス・メカニズムの限界が明らかになってきた。これに替わるものとして、資本市場によるガバナンス・メカニズムが注目されるようになった。

資本市場による規律づけメカニズムにおいて重要な役割を果たすと考えられているのが、敵対的企業買収と株主のアクティビズム（行動主義）である。

敵対的企業買収では、株式の買い取りを通じて企業の支配権を取得し、経営者の入れ替えを行うことで企業経営の効率化を図ろうとする。一方、株主のアクティビズムでは、支配権の取得は行わないが、経営者への積極的な働きかけを通じて企業経営の効率化を図ろうとする。いずれも、非効率な経営を行う経営者を規律づけ、企業価値を増大させる効果をもつと考えられている。

しかし一方で、敵対的企業買収や株主のアクティビズムが非効率な結果をもたらす可能性も指摘されている⁵⁴⁾。敵対的企業買収は、従業員などのステイクホルダーから買収者へ価値を移転するにすぎず、企業価値の増大をもたらさないのではないかという懸念が示されている。また、敵対的買収者によって解雇が行われることへの危惧が、従業員の企業特殊な人的資本形成を阻害する可能性も指摘されている。株主のアクティビズムについても、短期的な収益を追求する株主の性急な要求により企業経営が歪められ、企業価値が損なわれる可能性があるとされている。

近年日本でも、敵対的企業買収や株主のアクティビズムが活発化しつつある。2005年に起きたライブドアによるニッポン放送の敵対的買収をめぐる攻防は、多くの国民の関心を引きつけた。また、村上ファンドやスティール・パートナーズといったアクティビスト・ファンドは、敵対的企業買収も含む活発な活動を行い、その動向が頻繁に報道されるようになっていく。

敵対的企業買収や株主のアクティビズムの活発化を受けて、これらの活動に関する日本のデータを用いた実証研究が進められつつある。胥[2007]は、村上ファンドとスティール・パートナーズがどのような企業を投資対象としているかを分析した。その結果、企業価値が低くキャッシュフローが豊富な企業が彼らの投資対象になりやすいことを発見した。成長機会が乏しいにもかかわらずキャッシュを豊富にもっている企業の経営者は、キャッシュを企業価値の増大のために使わず、自分の「格」のために無駄遣いする恐れが大きい。胥によれば、村上ファンドやスティール・パートナーズは、このような非効率な経営を行う企業から株主利益還元を引き出す機能を果たしており、企業価値を高める可能性が高いとされている。

井上・加藤[2007]は、日本の代表的な6つのアクティビスト・ファンドを

54) 敵対的企業買収の経済的効果に関する理論的分析については、小佐野[2005]第7章が詳しい。株主のアクティビズムについては、井上・加藤[2007]を参照されたい。

対象にして、彼らによる投資が株主価値を増大させているかを検証した。6つのアクティビスト・ファンドが2000年から2005年の間に5%以上のブロック株式取得を行った108件をサンプルにして、ファンドの投資先企業の特徴と株主リターンを分析している。彼らによれば、生産性は低くないものの、資本効率が悪く、株価も割安な企業がファンドのターゲットになっている。また彼らは、イベント・スタディの手法を用いて、ファンドによる株式取得時の株主の超過リターン、投資期間中の株主の超過リターンを計測した。そして、村上ファンドを除くファンドの投資が投資先企業の株主価値を増大させたという実証結果を報告している⁵⁵⁾。

これらの実証研究の結果は、資本市場によるガバナンス・メカニズムが効率的に機能していることを示唆するものである。ただし、敵対的買収や株主のアクティビズムが経営者の意思決定や従業員の人的資本形成にどのような影響を与え、実際の企業価値にどのような影響を与えたかについての分析はまだ十分に行われているとはいえず、今後の実証研究の蓄積が待たれる。

敵対的企業買収が活発化するにしたがって、企業による買収防衛策の導入も盛んになりつつある。敵対的企業買収が経営者を規律づける効果をもつものであるならば、買収防衛策の導入は非効率な経営を温存することになり、望ましくない可能性がある⁵⁶⁾。日本企業の買収防衛策に関する実証研究はまだ少ないが、広瀬・藤田・柳川[2007]は、2005年に買収防衛策を導入した企業99社を対象にして分析を行っている。彼らは、買収防衛策を導入した企業の業績が導入直後に悪化しているという実証結果から、市場の評価以上の業績悪化を把握した経営者が防衛策を導入したのではないかと推論している。また、買収防衛策の発表に対する株式市場の反応をイベント・スタディの手法を用いて分析し、株式市場が買収防衛策の導入に対してネガティブな評価をしているという結果を報告している。

滝澤・鶴・細野[2007]は、2005年度から2006年度にかけて買収防衛策を導入した上場企業196社を分析した。主な分析結果として、直前期の業績が悪化した企業が防衛策を導入する傾向は見られないものの、社齢の長い企業、

55) 短期投資戦略を採用していた村上ファンドについては、投資先企業の短期的な株価上昇は見られても、長期の株主価値の増大は見られないという結果が報告されている。

56) 買収防衛策に関する理論的分析は、柳川[2006]第3章を参照されたい。

役員持株比率の低い企業、株式持合比率の高い企業が防衛策を導入する傾向にあることが報告されている。これらの結果から、経営者の保身目的から防衛策が導入されていると彼らは結論づけている。

4 おわりに

以上見てきたように、コーポレート・ガバナンスに関連した法制度は、近年においてきわめて頻繁にかつ、かなり大きな変更が加えられてきた。その多くは、規制緩和路線に沿った形で行われてきており、法律的にいえば任意法規化が、かなり急速な形で進んできたといえる。結果的に、企業経営はかなりの自由度を獲得することとなり、代わりに情報開示や会計制度の充実が求められる形になった。

一方、このような広範囲な改革が行われてきたにもかかわらず、その影響に関する実証分析では、必ずしも大きな影響を与えたという結果を得ていない。その理由としては、実証分析の手法や対象がまだ不十分であるということも考えられるだろう。また、法制度の影響は、より長期的に出てくるものであり、もっと後にならないと実態経済に対しての影響を測ることが難しいという理由も考えられる。さらに、現実の企業活動が、法制度の変化を十分に取り込めておらず、結果的にパフォーマンスの大きな変化に結びついていない可能性もある。いずれにしても、この点は、今後の法制度改革のあり方を考えていくうえでも、重要なポイントであり、より詳細な実証分析が必要と思われる。

最初にも指摘したように、この間の広範囲にわたる制度改革は周到に計画されてきた大きなプログラムに基づいて行われてきたというよりは、当時の経済の危機的状況を反映して、ある種の景気対策として、強いニーズがあったところから改革が矢継ぎ早に行われてきたというのが実態である。この点が、この制度改革の大きな特徴であったといえるだろう。

その結果、全体を振り返ってみたときに、全体としてどのような影響を経済に与えるのかが、見えにくい構造になっている。とくにさまざまな方面から法制度が変わった場合に、それらの相互作用が企業活動に結果的にどのような影響を与えるのか、それが経済全体に対してどのようなインパクトを

もってくるのかは、経済学的にもまだ未解明な部分も多く、重要な研究対象であるように思われる。その意味では、わが国で行われたコーポレート・ガバナンス改革は今後においても重要な研究分野であろう。

参考文献

- 秋坂朝則[2006], 『商法改正の変遷とその要点——その創設から会社法の成立まで』(新訂版) 一橋出版。
- 蟻川靖浩・宮島英昭[2007], 「M&A はなぜ増加したのか」, 宮島英昭編『日本のM&A——企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト』東洋経済新報社, pp. 197-221.
- 青木孝孝[2003], 「日本企業の取締役会改革——執行役員制の導入要因と効果の分析」早稲田大学ファイナンス総合研究所, WIF-03-007.
- 井上光太郎・加藤英明[2007], 「アクティビストファンドの功罪」『経済研究』Vol. 58, pp. 203-216.
- 上野恭裕・吉村典久[2004], 「コーポレート・ガバナンス——社外取締役の有効性」, 加護野忠男・坂下昭宣・井上達彦編著『日本企業の戦略インフラの変貌』白桃書房, pp. 15-47.
- 鵜瀬恵子編[1997], 「新しい持株会社規制——独禁法改正に関連する全資料集」『別冊商事法務』No. 197.
- 大崎貞和[2007], 『解説金融商品取引法』(第3版) 弘文堂。
- 大坪稔[2002], 「日本企業における純粹持株会社形態の採用動機——組織形態の採用に影響を与えるファクターの考察」『証券経済研究』No. 40, pp. 125-139.
- 小佐野広[2005], 『コーポレートガバナンスと人的資本——雇用からみた企業戦略』日本経済新聞社。
- 河本一郎・大武泰南[2005], 『証券取引法読本』(第7版) 有斐閣。
- 神田秀樹[2008], 『会社法』(第10版) 弘文堂。
- 菊池洋一[1998], 「平成九年改正商法の解説——会社の合併手続に関する改正」『別冊商事法務』No. 202, pp. 1-37.
- 企業価値研究会[2005], 『企業価値報告書——公正な企業社会のルール形成に向けた提案』。
- 経済団体連合会[1995], 「『規制緩和推進計画の改定に望む』について」, <http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/pol063.html>, (2008年8月30日アクセス)
- 経済団体連合会[1997a], 「規制の撤廃・緩和等に関する再要望について」, <http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/pol120.html>, (2008年8月30日アクセス)
- 経済団体連合会[1997b], 「97年3月末の規制緩和推進計画の改定において実現して頂きたい項目」, <http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/pol123.html>, (2008年8月30日アクセス)
- 子柿徳武[2006], 「平成十七年の証券取引法の改正 I 公開買付け制度改革」『別冊商事法務』No. 299, pp. 1-9.

- 宍戸善一[2006], 『ベーシック 会社法入門』(第5版) 日本経済新聞社。
- 齊藤[2007], 「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」, 宮島英昭編『日本のM&A—企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト』 東洋経済新報社, pp. 197-221.
- 滝澤美帆・鶴光太郎・細野薫[2007], 「買収防衛策導入の動機——経営保身仮説の検証」 経済産業研究所, RIETI Discussion Paper Series 07-J-033.
- 延岡健太郎・田中一弘[2002], 「トップ・マネジメントの戦略的意思決定能力」, 伊藤秀史編『日本企業変革期の選択』 東洋経済新報社, pp. 173-199.
- 服部暢達[2004], 『実践 M&A マネジメント』 東洋経済新報社。
- 服部暢達[2008], 『実践 M&A ハンドブック』 日経BP 出版センター。
- 原田晃治[2000], 「会社分割法制の創設について(上)——平成12年改正商法の解説」『商事法務』 No. 1563, pp. 4-13.
- 原田晃治・泰田啓太・郡谷大輔[2002], 「自己株式の所得規制等の見直しに係る改正商法の解説」『別冊商事法務』 No. 255, pp. 1-43.
- 広瀬純夫・藤田友敬・柳川範之[2007], 「買収防衛策導入の業績情報効果——2005年日本のケース」 東京大学日本経済国際経済研究センター, CIRJE-J-182.
- 前田昌孝[2007], 「整備遅れる M&A 環境」, 新井富雄・日本経済研究センター編『検証日本の敵対的買収——M&A 市場の歪みを問う』 日本経済新聞社, pp. 104-134.
- ミルハウプト, カーティス[2005], 「制度改革としての『選択』——日本のコーポレート・ガバナンスの改革をめぐって」, 神田秀樹編『コーポレート・ガバナンスにおける商法の役割』 中央経済社, pp. 43-53.
- 宮島英昭・黒木文明[2004], 「ガバナンス構造と企業パフォーマンスの関係について」『コーポレート・システムに関する研究報告書』 株式会社ニッセイ基礎研究所, 早稲田大学ファイナンス研究所, 株式会社UFJ 総合研究所。
- 宮島英昭・原村健二・稲垣健一[2003], 「進展するコーポレートガバナンス改革をいかに理解するか——CGS(コーポレートガバナンス・スコア)による分析」『フィナンシャル・レビュー』 No. 68, pp. 156-193.
- 宮島英昭・新田敬祐・齋藤直・尾身祐介[2004], 「企業統治と経営効率——企業統治の効果と経路, 及び企業特性の影響」『ニッセイ基礎研究所所報』 Vol. 33, pp. 52-98.
- 宮島英昭・新田敬祐[2007], 「日本型取締役会の多元的進化——その決定要因とパフォーマンス効果」, 神田秀樹・財務省財務総合政策研究所編『企業統治の多様化と展望』 金融財政事情研究会, pp. 27-77.
- 三輪芳朗[1998], 「取締役会と取締役」, 三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』 東京大学出版会, pp. 89-115.
- 森本滋[2003], 「委員会等設置会社制度の理念と機能——監査委員会と監査役制度の比較を中心に」『別冊商事法務』 No. 263, pp. 148-174.
- 柳川範之[2006], 『法と企業行動の経済分析』 日本経済新聞社。
- Bebenroth, R. and D. Li [2007], "Performance impact at the board level: Corporate governance in Japan," *Asian Business & Management*, 6(3), pp. 303-326.
- Demsetz, H. and K. Lehn [1985], "The structure of corporate ownership: Cause and Consequences," *Journal of Political Economy*, 93(6), pp. 1155-1177.
- Gilson, R. and C. Milhaupt [2004], "Choice as regulatory reform: The case of Japanese

- corporate governance,” European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 22/2004.
- Jackson, G. and H. Miyajima [2007], “Introduction: The diversity and change of corporate governance in Japan,” in M. Aoki, G. Jackson, and H. Miyajima (eds.), *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*. Oxford: Oxford University Press, pp. 1–47.
- Kato, H. K., M. Lemmon, M. Luo, and J. Schallheim [2005], “An empirical examination of the costs and benefits of executive stock options: Evidence from Japan,” *Journal of Financial Economics*, 78(2), pp. 435–461.
- Miwa, Y. and J. M. Ramseyer [2005], “Who appoints them, what do they do? Evidence on outside directors from Japan,” *Journal of Economics and Management Strategy*, 14(2), pp. 299–337.
- Nagaoka, S. [2005], “Determinants of the introduction of stock options by Japanese firms: Analysis from the incentive and selection perspectives,” *Journal of Business*, 78(6), pp. 2289–2316.
- Shishido, Z. [2007], “The turnaround of 1997: Changes in Japanese corporate law and governance,” in M. Aoki, G. Jackson, and H. Miyajima (eds.), *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*. Oxford: Oxford University Press, pp. 310–329.
- Uchida, K. [2006], “Determinants of stock option use by Japanese companies,” *Review of Financial Economics*, 15(3), pp. 251–269.
- Yoshikawa, T. and P. H. Phan [2003], “The Performance implication of ownership-driven governance reform,” *European Management Journal*, 21(6), pp. 698–706.