

経済学部 池尾和人研究会  
平成十五年度三田祭論文

## コーポレート・ガバナンス再構築

コーポレート・ガバナンス パート

佐藤 肇      坂本 裕祐  
平岡 祥之介   平野 哲兵

2003年11月

## 目次

要旨・論文構成	4
---------	---

### 第1部 これまでのコーポレート・ガバナンス

1章 コーポレート・ガバナンスとは	7
-------------------	---

1 - 1	<u>定義</u>
-------	-----------

1 - 2	<u>ガバナンスを考える意味</u>
-------	--------------------

2章 これまでの企業	8
------------	---

2 - 1	<u>企業の残余請求者</u>
-------	-----------------

2 - 1 - 1	法的な残余請求者
-----------	----------

2 - 1 - 2	実質的な残余請求者
-----------	-----------

2 - 2	<u>これまでの企業</u>
-------	----------------

2 - 2 - 1	企業特殊的投資の重要性
-----------	-------------

2 - 2 - 2	従業員重視の企業のあり方
-----------	--------------

2 - 3	<u>従業員重視を支えた仕組み</u>
-------	---------------------

2 - 3 - 1	株式持合い
-----------	-------

2 - 3 - 2	雇用慣行
-----------	------

3章 これまでのコーポレート・ガバナンス	16
----------------------	----

3 - 1	<u>メインバンク</u>
-------	---------------

3 - 1 - 1	メインバンクとは
-----------	----------

3 - 1 - 2	メインバンクによるガバナンス
-----------	----------------

3 - 1 - 3	メインバンク・モニタリングが機能する条件
-----------	----------------------

3 - 2	<u>額面配当</u>
-------	-------------

3 - 3	<u>小括</u>
-------	-----------

### 第2部 ガバナンスの空洞化

4章 ガバナンスの空洞化	20
--------------	----

4 - 1	<u>ガバナンスの空洞化</u>
-------	------------------

4 - 2	<u>ガバナンスの空洞化によって生じる問題</u>
-------	---------------------------

4 - 2 - 1	経営者のモラル・ハザード
-----------	--------------

4 - 2 - 2	経営者の企業成長志向
-----------	------------

4 - 2 - 3	非関連事業への多角化
-----------	------------

## 第3部 これからのコーポレート・ガバナンス

5章	現在の企業	25
5-1	一般的な熟練が重要な企業	
5-2	企業特殊的熟練が重要な企業	
5-3	産業構造の変化	
6章	一般的熟練が重要な企業へのガバナンス	29
6-1	株主利益を確保する事が重要な理由	
6-2	一般的な熟練が重要な企業へのガバナンスの手法	
6-2-1	株主総会	
6-2-2	取締役選出	
6-2-3	株主代表訴訟	
6-2-4	敵対的買収	
6-3	最近の動向	
6-3-1	機関投資家のアクティビスト活動	
6-3-2	機関投資家の最近の動向	
6-4	大株主からのガバナンス	
6-4-1	持合解消と機関投資家の役割	
6-4-2	大株主の存在の効果	
7章	企業特殊的熟練が重要な企業のガバナンス	48
7-1	メインバンクにかわるモニター	
7-2	対応策	
7-3	ESOPと従業員持株会	
7-3-1	従業員持株会	
7-3-2	ESOP	
7-3-3	ESOPと他のガバナンス手段との比較	
7-3-4	留意点	
8章	展望	52
補論1	情報公開	53
補論2	事業再編	57
参考文献		70

## 要旨

これまでの日本企業は従業員を残余請求者とし、メインバンクがコーポレート・ガバナンスの担い手となって株主への義務的支払いのモニタリングを行っていた。従業員が残余請求者として合理的だった理由は企業特殊的投資が重要であったこと、またそのような企業が日本の根幹であったことである。

従業員が残余請求者となるためには、法的な残余請求者である株主に対する義務的支払いが条件となる。その株主への支払いのモニタリングはメインバンクが行っていた。また、敵対的買収の脅威があると従業員の企業特殊的投資へのインセンティブが低下する。これに対処するため株式持合いが進められた。他にも、企業特殊的投資のインセンティブを高めるための制度として年功賃金・終身雇用があげられる。

ガバナンスの担い手としてメインバンクが有効に機能した理由は、企業の資金調達手段が限られていたこと、投資機会に比べて資金があまっていたこと、成長の方向性がある程度わかっていたこと・長期的な関係を結んでいた事により情報の非対称性が少なかったことがあげられる。

しかし、証券市場の発達などによる資金調達手段の増加、投資機会に比べて資金があまりだしたことで、高度成長を終えたこと・グローバル化の進展などにより情報の非対称性が大きくなったことによりメインバンクがガバナンスの担い手として有効に機能しなくなり、ガバナンスの空白化が生じた。ガバナンスの空白化は資金配分の歪みを生じさせ、その調整の時間も長くなるという問題がある。

現在の日本は、財産所得の重要性の増大や高齢化により、株主重視を組み入れていく必要がある。特に一般的熟練の重要な企業に対しては、株主を残余請求者として株主・資本市場から規律付けが働くようにすることが重要である。ただし、企業特殊的熟練が重要な企業は上記の通り株主の影響を強めすぎることは望ましくない。そのジレンマを解決するための政策として、アメリカで導入されている ESOP を日本でも導入することを挙げる。ESOP の導入により従業員が安定株主となり、上記の問題は解決される。

## 論文構成

1 章ではコーポレート・ガバナンスを定義するとともに、財市場での競争にさらされている企業であってもガバナンスを考える必要性があることを述べる。2 章ではこれまでの企業が従業員を実質的な残余請求者とした経営を行っていたこと、またその合理性を企業特殊熟練の重要性、そういった企業が主たる位置を占めていた産業構造であったこと、国民が所得の殆どが勤労所得であったというマクロ的要因から述べ、そういった経営を支えた制度として株式持合い・終身雇用・年功賃金をあげる。3 章では 2 章での議論をもとに、これまでのコーポレート・ガバナンスをメインバンクが担ってきたことということと、その有効性を支えた背景を述べていく。

4 章ではメインバンクがガバナンスの主体として有効に機能したことの背景が変化し、ガバナンスの空洞化が生じたこと、そのことによって発生した問題を述べていく。

5 章では、産業構造が変化したことにより 2 章で議論したこれまでの企業像と異なる一般的熟練が重要な企業が日本経済の根幹となっている一方、これまでのような企業特殊熟練が重要な企業も存在することを述べる。そして、6 章では全体として株主重視を組み入れなくてはならないということをもとに述べる。そのうえで 5 章での議論をもとに、一般的熟練が重要な企業に株主・資本市場両方からの規律付けが働くガバナンス構造がふさわしいことを述べる。そして、これからのガバナンスには大株主としての機関投資家の役割が重要であることを述べる。7 章では、企業特殊熟練がまだ重要な企業についてはメインバンクにかわる株主への義務的支払いのモニタリングを行う主体が必要であることを述べる。そして、その主体として ESOP を導入し、従業員がなることを提案する。最後に 8 章で、展望をかねてガバナンスが有効に効くようになれば 4 章で述べた問題が解決される方向に進むであろうことを述べる。

## 第 1 部

### これまでのコーポレート・ガバナンス

# 1章 コーポレート・ガバナンスとは

## 1 - 1 定義

経営者の行動・決定に影響を与える内部・外部からの圧力の仕組みのこと。ここでいう内部からの圧力とは、株主からの、株主の代表としての取締役の選出を通じての経営者への規律付けの仕組みで、外部からの圧力とはコントロール権自体を他の投資家に配分することにより経営者を規律付けることであり、敵対的買収や債権者や大株主による経営者の罷免、経営への介入などである。

また、対象となる企業は、所有と経営の分離しているある程度規模の大きな株式会社とする。

## 1 - 2 ガバナンスを考える意味

財市場での競争が十分に行われていれば、経営者へのガバナンスを考える必要はないとの考えもある。つまり、競争こそ経営者への最大の規律付けになるという事である。しかし、現在の日本企業の大半はそのような状況下に置かれていない。不十分な財市場での競争だけでは最適な事業規模への調整や事業効率化の達成、またはもっと広く捉えると産業構造の調整に時間がかかる。競争政策を進めていくことも重要だが、現状を考えると、ガバナンスを考える事は重要なのである。

## 第2章 これまでの企業

第1章では、コーポレート・ガバナンスの本論文における基本的な考え方を確認した。第2章では、戦後の復興期から今日に至るまでの日本の企業がどのようなガバナンスに基づいて運営されてきたかの概念的な整理を試みる。

ここでの主張は、これまでの日本の企業の実質的な残余請求者は従業員であったというもので、こうした形をとることが企業にとっていかに都合のよいものであったかを、いくつかの視点から考察する。

### 2 - 1 企業の残余請求者

コーポレート・ガバナンスの議論の主な対象となる企業は、株式会社であるとしたとき、株式会社の法的な残余請求権は株主にある。しかし、かつての日本の企業は、実質的に従業員に残余請求権があったと考えられる。この章ではそのこと自体の真偽を検証のではなく、過去のガバナンスのあり方を整理することに主眼を置く。

以下では、法的な残余請求者として株主が重視される合理性と、現実的に重視されてきた実質的な残余請求者としての従業員が重視される合理性を整理する。

#### 2 - 1 - 1 法的な残余請求者<sup>1</sup>

会社法は、株主が有する権利をその目的・内容によって、自益権と共益権に大別している。自益権は、株主が会社から経済的な利益を受けることを内容とする権利であり、利益配当請求権、残余財産分配権などがある。共益権は、議決権や各種の監督是正権など、何らかの意味での会社の運営に参加・関与することを内容とする権利である。

こうした権利から判断すると、会社法の想定する株式会社はいわゆる株主主権の考え方に基づいているといえる。やや極端にいうならば、経営者を選ぶのは株主であり、経営者は株主の利益のために会社の経営を行うことが求められているということになる。

それでは株主がこのように重視されるのはなぜだろうか。まず株主のリスクに着目すると、株主の経済的な利益としての配当請求権と残余財産分配請求権は、あくまで抽象的な権利であり、実際に株主がどのような経済的利益を受けることができるかが経営者の裁量にかかるところが大きい。したがって、経営者の詐欺的行為を防ぐためにもモニターの権利を有する必要がある。

---

<sup>1</sup> ここでは主に会社法と、『日本の企業システム 企業とは何か』（編：伊丹敬之、加護野忠男、伊藤元重）のなかの宍戸善一氏の論文を参考にしている。法学者の立場から、株式会社法がなぜ株主主権の立場に立っているのかを記述している。



また、株主は企業活動による利益から、従業員に対する報酬や、債権者へ支払うべき分を差し引いて残った最終的利益を享受する権利を有しているので、最も効率的な経営を行わせるインセンティブがあると考えられる。これは、株主の利益が他の基準よりも優れているということも可能である。他にも、株式の持つ均質性によって、平等に一株に一議決権を与えることができるといったこともある。

さて、ここで話を残余請求権に戻すと、主に株主に残余請求権を持たせる理由と考えられるのは、先に述べた2つ目のものがそれにあたる。すなわち、株主はあらゆるコストを除いた後の最終利益を享受する立場にあり、最も効率的な経営を行うインセンティブを有するというものである。しかしながら、かつての日本企業は、株式の持合いにより株主が権利を十分に主張できない環境にあり、また経済発展のさなかにあつて、安定配当の時代に株主はそれほど不満を抱かなかつたことなどが予想される。逆に従業員に企業内での高い労働意欲を実現するために、従業員を残余請求者とするという、株主を従業員におきかえた論理によってそれを正当化できたと考えられる。

## 2 - 1 - 2 実質的な残余請求者<sup>2</sup>

次節以降で実質的な残余請求者は従業員にあつたとする議論を展開するが、ここではその前提として、従業員がそのような形で重視されることにはどのような理由があるのかを考える。

第1に、従業員、とくにコア従業員の企業への労働サービスは、株主の資本と同様に重要視されるべきである。労働サービスの企業特的な熟練の部分が大きく、市場調達が容易でない場合には特に重視されるべきであり、株主の資本とくらべ、代替性が低いと考えるとき、従業員の労働サービスが株主の資本と同等かそれ以上の貢献があると考えても不自然なことではない。

第2に、従業員のリスク負担についてであるが、法的な残余請求者のところでも述べたとおり、株主のほうが、従業員の固定賃金に比較して、支払われないリスクは高いと考えられる。

しかし、企業の業績によって賃金が大きく変動する場合には、従業員のリスクは無視できないものになる。また仮に解雇された場合、もし従業員が企業特的な熟練を長い時間をかけて蓄積しており、さらに労働市場が流動的でない場合には、従業員に大きなコストがかかることとなる。こういった意味で株主は企業から退出することが可能であり、場合によっては従業員のリスクのほうが高いといったことも考えられる。

その他にも、従業員は株主よりも企業内の情報をより多く持っているので、従業員の賃金が企業の業績と連動している場合には、企業のためによりベストな意思決定をすることが、結局は自分の賃金を高めるのでより効率的である可能性がある。

---

<sup>2</sup> かつての日本の企業が従業員を重視して経営されているという論文は多数あるが、ここでは、『日本の企業システム 企業とは何か』（編：伊丹敬之、加護野忠男、伊藤元重）の伊丹敬之氏の論文を参考にしている。

このようにたとえ株式会社であっても従業員を重視することの根拠は十分にある。重要なのは、従業員を重視することと、株主を重視することのどちらが企業にとって効率的であるかということであり、またそれぞれをどれくらい重視するかのバランスをどのように図るかということである。

## 2 - 2 これまでの企業

ここでは上に述べてきたようなことを踏まえ、実際に従業員を重視することが当時の状況を考慮してもふさわしい企業のあり方であったことを述べる。また、従業員を重視するためにどのようなシステムが構築されていたかを考察する。

### 2 - 2 - 1 企業特殊的熟練の重要性

かつての日本において、非常に高いレベルでの経済成長を果たす上で、従業員のモラルを高く維持してきたことが重要であったと考えられる。製造業をはじめとする多くの成長産業においては、従業員のそれぞれに高い意識があり、従業員が積極的に技術を身につけ、それを従業員同士で共有し、向上していくといった形態がとられていた。また、従業員が積極的に経営者に意見をいう、もしくは経営者が従業員の意見を積極的に取り入れるようなシステムが企業内にあった。こうした従業員を非常に重視する企業のあり方は時代にもマッチしていたといえる。それはかつての成長産業のほとんどが、企業特殊的熟練を重要としていたからである。

たとえば複雑な生産工程は、従業員に高度な熟練を必要とさせ、それを向上するには、高い技術を身につけた従業員が意見をより合わせていくことが必要となる。そしてこのように作り上げられていく生産工程は、その企業独特の、企業特殊的なものとなっていく、ますます企業特殊的熟練が求められるようになる。

従業員に高度な熟練を身につけさせ、意見のやり取りによって企業に高い貢献をさせるにはそれなりのインセンティブが必要となる。単に経営者が自らの裁量で意思決定をするような組織では、そういったインセンティブを与えるのは難しく、かつての日本の企業システムは、従業員に適切なインセンティブを与えることに成功していたと考えられる。

### 2 - 2 - 2 従業員重視の企業のあり方

#### (1) 重視する理由

これまでも述べてきたとおり、従業員は制約のあるなかで人的資本を企業に提供しており、それによる労働サービスは代替的調達ที่難しい。また労働市場は流動性に乏しいため高いリスクも伴っている。さらに企業の内部で働く従業員は、資本家よりも企業の情報もたくさん持っている。このため、企業内部の人間が、経営に関して資本家から口出しされるのを疎ましく思い、企業は従業員のためにあると考えても不思議ではない。日本の企業

では、こうしたそれなりの合理性に基づいた企業に対する独自の観念が、株式会社の本来の意味を越えて、深く根付いていると考えられる。従業員が重視されるシステムがとられてきたのは、効率性を重視した結果によるものも少なからずあるが、根本には、「従業員は重視されてしかるべき」という日本固有の観念が大きく影響しているものと考えられる。

このような理由から従業員は重視され、ガバナンスへ参加することになる。つまりは経営者の規律づけとしての役割を担うことになる。

## (2) どのように重視するか

従業員に企業特殊的熟練を身につけることが必要で、そのためにはインセンティブを与えることが必要になる、ということは述べた。従業員の重視は、インセンティブを引き出す手段であるため、どのように重視するか、という議論が必要となる。

企業に進んで貢献するようなインセンティブを従業員に与えるには、何よりも、従業員を企業の残余請求者とすることが相応しい。後に述べるような長期雇用や、株式の持合いといったものは、企業特殊的熟練を身につけても損にはならないという、どちらかという保険的な役割を担うのに対し、残余請求者とするとは、努力した分だけ報酬がもらえるというより積極的なインセンティブとなる。

具体的には従業員所得は業績と連動させ、また従業員の受け取るボーナスも企業業績に応じて変動させた。ただし、これによって従業員が企業業績の変動リスクを負担することも無視できない。

また、従業員がガバナンスとしての役割を果たすには、経営者に圧力をかける手段を持たなければならない。これは従業員のモラルを通して行われる。従業員のモラルの低下は、企業の業績低下につながり、結局経営者が困ることになる。しかし、業績低下は、従業員の給与も低下させることになる。したがって、極力コストのかからない形で従業員と経営者の意思疎通を図る必要がある。実際のところ、こうした役割を労働組合が果たしてきたと考えられる。日本の労働組合は、従業員が経営に対する発言をするなど、経営者とのコミュニケーションの場としての役割を担っている。また、アメリカの労働組合が、労働者の賃金引上げの圧力や労働環境の改善といったことの圧力として存在しているが、日本の労働組合は、それほど賃金引上げ効果がないといわれている。こうしたことから、経営者と従業員が企業の状況を把握し、意思疎通をする場として労働組合が存在してきたといえる。そして労働組合だけではなく、日本の企業が全体的に、従業員が経営者に意見を言うことができ、経営者は従業員の利害を理解しやすいようになっていた。

このように従業員を重視する企業のあり方には、従業員を残余請求者とすることと、モラルを介して経営者に影響をあたえることがいえるが、以降では、こうした方法を補完する企業の仕組みとして、株式持合い、終身雇用、および年功賃金に着目する。

## 2 - 3 従業員重視を支えた仕組み

従業員重視であることを支えたのは、株式持合い、年功賃金、終身雇用などの雇用慣行であった。この節ではこれらの制度を説明し、それぞれの関係を示す。

### 2 - 3 - 1 株式持合い

#### (1) 株式持合いとは

株式持合いとは、経営の安定化や取引関係の維持を図るなど戦略的な目的のために、企業同士、もしくは企業と金融機関、金融機関同士が互いの株式を保有しあうことを意味する。

このことによって、安定株主が存在することとなる。安定株主とは企業業績や株価の動きに関係なく、長期的にその企業の株式を保有し続けるということを暗黙的に契約した株主を意味する。つまり、簿価会計のもとで短期的な投資利益を上げる目的ではなく、キャピタルゲイン、あるいはキャピタルロスの可能性を考慮せずに長期的に株式を保有することである。

#### (2) 株式持合いの生じた歴史的推移

株式持合いが生じてきた 80 年代までの歴史的な推移を整理すると、以下のように 3 つの時代に区分することができる。

##### 1950 年代

戦後、財閥解体によって財閥家族や財閥持株会社の持株が大量に放出され、多数の一般個人に保有されることとなった。しかし、ドッジライン後、株式市場が暴落したために、多くの個人株主は先行きに対する悲観論から株式を売却した。

結果、株式持合いという形で事業会社や金融機関等が株式所有比率を増加させていくこととなった。その背景には、1949 年、1953 年と 2 度行なわれた独占禁止法の改正があった。

1947 年、独占的な企業結合とカルテルによる競争制限行為を阻止する目的で独占禁止法が制定され、その第 10 条で金融業以外の会社による他会社株式取得を「原則禁止する」とい制定がなされた。しかし、その制限が厳しすぎるため、外資導入の重要な障害となるのではないかという理由と、一般個人の株式償却に関して、大量の株式の受け皿として企業の株式保有規制が緩和されなければならないという理由から、1949 年、第 10 条について「会社間の競争を実質的に減殺する事となる場合または、一定の取引分野における競争を制限する場合に限り禁止する」と緩和がなされた。

その後、占領政策の転換が行われ、日本の実情に合致しない規制という認識が芽生えてきたことから、1953 年「会社間の競争を実質的に減殺することとなる場合」という制限が撤廃された。

以上のような独占禁止法の改正を背景として、三井、三菱、住友等旧財閥は企業結合を作っていく、富士、第一勧銀、三和などが銀行を中心にグループを形成していった。

#### 1960年代～1970年代

この時期には、株式持合いが進んだ。その背景としては、資本の自由化と、証券恐慌対策として日本共同証券、日本証券保有組合保有の凍結株が放出されたことが挙げられる。

まず、資本の自由化について、日本は1964年にOECDに加盟し資本の自由化が促進された。そのため企業の中に、外国資本による乗っ取りの危機感が生じた。それに対抗するために、各企業は、持合いを容易にするような商法改正もあり、安定株主を作る株式持合いを進めた。

次に、凍結株の放出についてであるが、日本は1960年中頃不況となり、株価が暴落する証券不況が起こっていた。経営の危機に瀕した証券会社や投資信託会社救済のために、日本共同証券、日本証券保有組合が設立され、いったんこれらの機関に株式が集められ、凍結された。その後、凍結された株式を放出する際に、個人にはこれらの株式を受け入れる資金的余裕がなかったので、法人企業が引き受けた。これによって法人企業の保有株式は上昇した。

以上のような理由によって、この時期に株式持合いが進行した。

#### 1980年代

1980年代後半に株式持合いはピークを迎える。この時期は大量のエクイティファイナンスが行われた。その要因は、第1に経済が好調だったので資金調達意欲が強かったこと、第2に規制緩和がなされ、資金調達コストが低かったこと、第3に銀行によるモニタリングよりもエクイティによる調達を好んだことである。

以上のような理由により、エクイティファイナンスが大量に増えたのであるが、企業にとってこの増加した株式を誰に持ってもらうかが重要な問題であった。そこで安定株主工作に走り、さらに持合いが進んだ。

#### (3) 株式持合い発生の理由

株式持合いをしていった理由は以下の4つがある。

##### 資金面

戦後の日本は資金不足の状態にあった。企業からすると資金を大量かつ安定的に調達する必要性があった。銀行側も新たな成長企業を探し、業務を拡大させる必要性があったため、両者のニーズが合致した。そのため、企業と特定の銀行とが長期継続的な資金取引を行うメインバンク制が形成され、そのお互いの担保として株式の持合いが始まった。

## 取引面

原材料会社，部品会社，組立・加工会社や販売会社などとのあいだで，長期継続的取引を行う担保として株式持合いが行われた．そのおかげで，長期的視野に立って経営をすることができたため，共同しながら設備投資や研究開発投資が行われた．また，当時，今ほど力がなかった日本企業(主にメーカー)が，輸出を行い，海外で事業活動を遂行するために総合商社と持合いをすることもあった．

## 敵対的買収の防止

日本は 1964 年に OECD に加盟した．そのため，資本の自由化をすすめる必要性があった．しかし当時はちょうど証券不況で，株価も暴落していたため，外国資本による敵対的買収の可能性があった．そこで，その防止のために，かつての財閥系や大手銀行系等を中心に仲の良い企業同士の株式持合い(企業集団の形成)が行われた．

## リスクシェア

株式を持ち合うことによって，副次的に得られる機能として，企業の倒産リスクを少なくすることがあげられる．自社の業績が悪く，相手企業の業績が好調であれば，相手企業の株式を売却することで自社は倒産を回避することができる．

また別の観点から，株式持合いによって企業グループを形成することにより，一つの企業がかぶる企業収益の変動という企業リスクを，配当金の相互支払いなどの形でグループ企業間に分散するというメカニズムが働く．

以上のような理由で株式持合いが形成された．

## 2 - 3 - 2 雇用慣行

雇用慣行として，ここでは終身雇用と年功賃金について，まず，それらの特徴を述べ，次に株式持合いとの補完性について述べる．

### (1) 定義

終身雇用とは，大企業の総合職に新卒で入社してから，定年に至るまで同一企業で働く人の比率が相対的に高かったことを意味する．これは強固な制度として明文化されているのではなく，事実上の慣習，慣行である．

年功賃金とは労働者への報酬がその労働者の企業における地位に大きく依存し，その地位を規定する昇進は勤続年数と査定に依存する．つまり，同一企業での勤続年数が長くなるほどその労働者の受け取る賃金が増加するような賃金体系を年功賃金と呼ぶ．

## (2) 企業特殊的熟練を促す仕組み

こういった終身雇用と年功賃金は、労働者が企業特殊的熟練を習得することを促す。

まずは、終身雇用と年功賃金の制度補完性を見る。年功賃金は若いうちの給料が低く、昇進を通じて高給になり、退職金の支払いによって、定年までの生産性の合計と給与支払いが等しくなることを意味する。そのため、企業が若い時の将来の給与を人質として保有することとなる。そのため、従業員には企業に定年まで働くインセンティブが生まれる。その結果、終身雇用となる。

次に、企業特殊的投資との関係を見る。先程の将来の給与は、従業員から企業への拠出金となる。つまり、従業員は企業の先行きについてのリスクを負うこととなり、将来の企業の業績がよければ自分の将来の給与は上がることとなる。そこで、従業員は企業の業績をよくするインセンティブが生まれるので、労働に対するインセンティブが生まれ、企業特殊的投資を行い、自社の業績をあげようとする。このように、終身雇用、年功賃金は従業員に企業特殊的投資へのインセンティブ与える。

また、昇進が企業特殊的投資のインセンティブを与える。これは、昇進が企業内で行われるものであり、企業特殊的熟練度合いによってその人物が評価され、昇進が決まるために起こる。ただしこの場合、公平な評価がなされる必要がある。この点に関して、日本の多くの大企業では人事部の管理下で客観的、公正な査定基準を作る努力がなされていた。

また、レイオフされると従業員は企業特殊的熟練がサックされてしまうので、企業特殊的投資には長期雇用が前提となる。よって、従業員が長期的に雇用されることが暗黙の前提となっていたことが、企業特殊的投資を行わせた。

以上のように、長期雇用、年功賃金、および昇進が従業員に企業特殊的熟練を行わせるインセンティブを与えてきた。

## (3) 株式持合いとの補完性

上述のように終身雇用と年功賃金は、労働者による企業特殊的熟練を促進させる。さらに、これらと株式持合いは、補完的に作用しあい、従業員が残余請求者となることを可能とした。

株式持合いがなされていることで、企業は株主からの強い規律付けを受けなくなり、従業員は長期雇用され、企業特殊的熟練がサックされなくなる。

本来、企業の残余請求者は従業員と株主であるが、そのうちの株主の権利が株式持合いによって剥奪されることとなるので、企業特殊的熟練を行っている従業員が残余請求者となることが可能となる。

## 3章 これまでのコーポレート・ガバナンス

### 3 - 1 メインバンク

#### 3 - 1 - 1 メインバンクとは

メインバンクという用語は、和製用語の一つであり正式なあるいは法的な定義はない。しかし、日本において従来から使われてきた概念であり、極めて広範に観察される現象である。

ここで、メインバンクの基本的要件を整理する。

当該企業が其他どの銀行よりも多額の資金融資を受けており、かつこうした借入が長期的、継続的なものとなっていること

当該企業の重要な株主となっていること

融資以外の金融取引（当座預金取引、外国為替取扱い、社債発行時の受託や保証など）でも主力の取引関係にあること

当該企業に役員を派遣するなど人的関係があること

経営危機の際には、他の債権者との間で調停役となり経営支援を行うこと

ある企業にとって、取引銀行が以上のような特色を持つとき、通常その銀行がメインバンクとされている。

#### 3 - 1 - 2 メインバンクによるガバナンス

メインバンク制には、大きく分けて 2 つの機能がある。第 1 の機能は、企業投資に必要な資金を供給すること、企業のファイナンスである。第 2 の機能は、企業経営のモニタリングとコントロール、すなわちガバナンスである。ここでは、このガバナンスの機能に注目していく。

メインバンクによるモニタリングには、大きく分けて次の 3 つの特徴がある。第 1 に、モニターの機能が特定主体に集中しており、モニターの性格が企業「内部者」という色彩を帯びている点である。米国ではモニタリングは投資家、投資銀行、格付け機関など多数の資本市場参加者によってなされているのに対し、日本の場合はメインバンクにその機能が集中しているのが対照的である。また、日本型ではメインバンクと企業の間では株式の長期的な持合いが基礎にあるので、「内部者」によるモニタリングという性格が強いのも特徴である。

第 2 に、企業モニタリングが時間的経過を問わず常に同一主体すなわちメインバンクによって担われていることがある。企業へのモニター行動は、概念上 3 つに区別できる。投資案件の収益性審査をする事前的モニタリング、融資実行後における融資先企業の経営状況を把握する中間的モニタリング、そして投資案件の成果確認および業績悪化の場合の経



営責任追及また事後的な清算・救済処置をする事後的モニタリングの 3 つである。米国では、事前的モニタリングは投資銀行、商業銀行等によって、中間的モニタリングは株主を代表する取締役会や株式市場によってなされ、事後的モニタリングの機構としては企業乗っ取り市場が存在するのに対し、日本では、これら 3 段階のモニタリング機能全てがメインバンクに集中しているのが特徴である。

第 3 に、企業の経営が平常状態にあるか、危機的状态にあるかによって、圧力の強弱・態様・メインバンクの負担などに大きな差が発生すること<sup>3</sup>があげられる。融資先の業績が一定の水準を維持している場合には、金利や手数料収入が期待できる上に定年後の銀行員の受け皿というメリットがある一方、リスク負担は当該企業に融資している他行と変わらない。しかし、融資先企業が経営危機に陥った場合には、その措置の責任をメインバンクが負うことが暗黙のうちに了解されており、緊急融資、再建支援、人材派遣等の調整を行うので、他行より大きな負担を負うことになる。また、こうしたコストのかかる事後的介入を避けるために、メインバンクは事前・中間的モニタリングを積極的に行うインセンティブを持つことも重要である。

### 3 - 1 - 3 メインバンク・モニタリングが機能する条件

メインバンクによるモニタリングが機能するには、次の 3 つの条件が不可欠である。第 1 の条件は、銀行にとってこうしたモニター活動を行うことが利益になるインセンティブが存在することである。手数料収入の独占や、預金量の増大などがそれにあたると考えられる。

第 2 に、銀行が企業をモニターする手段を現実に保有していることがある。銀行が、当該企業に対し多額の融資残高を持ち、かつその企業の株式をも保有することがそれにあたる。メインバンクは、債権者及び株主という両方の立場にあるため、総合的なモニタリングが可能になるのである。

第 3 に、メインバンクのモニターとして規制当局が存在したことがある。銀行を規律づける主体として大蔵省が機能していたということである。

---

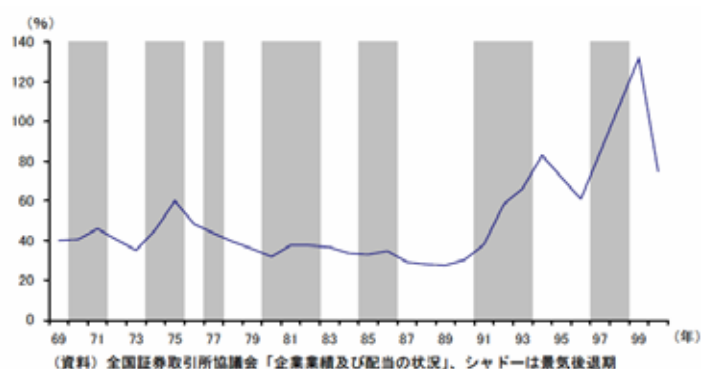
<sup>3</sup> 状態依存型ガバナンス B Y 青木 (1995)

### 3 - 2 額面配当

従来の日本企業において、株主からの圧力を考えていく際に、配当という側面からみていく。

次ページの図から、日本企業の配当性向は90年代まで低位安定していたことがうかがえる。我が国では、株式の額面金額に対して一定率の配当を行う「額面配当」が実施されてきた。このことは、持合いという株式保有構造と一体のものであるが、こうした義務的支払いを促す主体としてメインバンクは機能していた。

図表：3 - 1 配当性向<sup>4</sup>の推移



(三井トラスト・ホールディングス 「株式の配当を考える」より引用)

### 3 - 3 小括

この章で述べてきたように、従来の企業はメインバンクによるモニタリングを受けていたと考えられる。メインバンクの有効性については、様々な議論があり、ここでその検討をすることはさけるが、一定の役割を果たしていたということは言えると考えられる。

その根拠は、企業の資金調達手段が銀行借りに限られていたこと、資金不足の時代であったこと、銀行と企業との情報の非対称性が小さかったことなどで、銀行の影響力が強かったためである。また、額面配当という形で株主への一定の支払いを守ってきたという事実は従業員主権で経営され、メインバンクが株主に代わってモニタリングしていたということを裏付けるものといえると思われる。

<sup>4</sup> 企業の税引き後当期利益における年間配当金総額の割合

## 第 2 部

# ガバナンスの空洞化

## 4章 ガバナンスの空洞化

### 4 - 1 ガバナンスの空洞化

1980年代以降、証券市場の整備などにより特に大企業の資金調達手段が、社債や海外での調達といったように増加した。その結果、銀行からの借入だけに頼る必要がなくなり、銀行の企業に対する影響力は弱まっていく。

また、高度成長を終え、経済が高度化したため投資機会に比べて資金が余る、いわゆる金余りというような現象まで起こるようになった。それに加えて、グローバル化の進展が経営者と銀行との情報の非対称性を大きくし、これらにより、銀行の審査機能は低下した。

上記のように、企業の資金調達手段が増えたこと、投資機会に比べて資金があまっていたこと、情報の非対称性が大きくなったこと、などによりメインバンクのモニターとしての有効性は失われ、企業のカバナンスにも影響を与えることとなった。

### 4 - 2 ガバナンスの空洞化によって生じる問題

メイン・バンクのモニタリング機能の低下に象徴されるような、ガバナンスの空洞化は、それまでの経営者に適切な経営を行わせる圧力が失われる可能性を示唆する。こうした圧力の欠如は、経営者のモラル・ハザードを助長する要因となる。

以下では、エージェンシー理論に見られる株主と経営者間のモラル・ハザード問題として、経営者の非金銭的利益の追求と、過度のリスク回避という問題に着目する。

#### 4 - 2 - 1 経営者のモラル・ハザード

##### (1) 経営者の非金銭的利益の追求

一般的に、企業の所有と経営の分離度が高いほど、また企業規模が大きいほど、企業の生産活動に何ら貢献もしないような非生産的な支出が大きい。この非生産的な支出は、企業内部における資源の非効率的配分で、企業価値の減少をもたらすと考えられる。それにもかかわらず、企業はなぜこのような非生産的な支出を行うのであろうか。それは以下のように説明される。

専門的・機能的経営者は、経営ノウハウをもって企業の経営に当る。その代わりに、企業は経営者の報酬を支払う。インセンティブ付けのための報酬システムを無視すれば、この報酬は、企業収益に対する一種の固定請求権に相当する。これに対し株主は、企業の残

余利益に対する請求権を持っており、固定請求権者の請求権を満した以上の余剰利益の全部を享受する。したがって、株主のエージェントたる経営者は、限られた金銭的収入以外に、自分の自由裁量権を利用して非金銭的報酬を追及するインセンティブを持つ。

#### (2) 過度のリスク回避

株式所有者は企業への資本供与で残余利益を得るのに対し、経営者は企業への人的投資の提供でその見返りとしての報酬を得ていると考えることができる。普通株式の経営からの分離とその譲渡可能性は、企業の残余リスクを多くの投資家に分散することを可能にする。また、ポートフォリオ理論によれば、普通株式の所有者は、市場ポートフォリオに近いポートフォリオを組むことによって、特定企業のリスクを軽減することができる。

これに対し、人的資本は、特定の企業にしか適用できないという企業固有の性格がある。その上、経営者の専門知識および経営ノウハウの蓄積に相当の時間と費用を要するし、その企業間の移転にも相当の時間と費用が必要である。

このように専門経営者は、固有の非システムティック・リスクはもとより、市場共通のシステムティック・リスクにもさらされている。したがって、経営者は潜在的な残余請求権の投資家より高いリスク回避度を持つと考えられる。もちろん普通株式の残余リスク負担機能で経営者の負担するリスクがかなり限定されている。しかし、それだけで経営者はすべてのリスクから回避できるわけではない。

#### 4 - 2 - 2 経営者の企業成長志向

前述した、経営者による非金銭的利益の追求をより具体化すると、経営者が株式価値の増大よりも企業成長と企業規模の拡大に強い関心を持つことが挙げられる。経営者が様々な非金銭的な目的のなかで特に企業の成長を重視しており、強い成長志向を持っているとまでいわれている。

そのことは、経営者がしばしば売上高の成長率や市場独占率を主要な経営目標として掲げることからもうかがえる。これは、企業成長が経営陣のポストの確保と経営者の昇進なども非金銭的な利得に貢献するためと考えられる。たとえば、企業の買収などは企業成長の近道である。企業の買収が株主の利益にならなくても企業の成長につながりさえすれば、経営者はその企業買収にとりかかる動機は強いといえる。

また、経営者のリスク分散に着目するならば、株主が市場で分散投資を行うのに対して、経営者は企業内部で企業の資本を使って分散投資を行おうとする可能性が考えられる。特に企業のフリー・キャッシュ・フローが多く、資金の制約を受けないような場合に、コア事業を離れた事業に投資したり、むやみにコングロマリット化をしたりするようなことが起こりうる。このような多角化がシナジー効果を生まず、たとえ株主の利益に貢献しなくても、企業リスクを減少しさえすれば経営者はこういった買収に乗り出すことが考えられる。

もし、株主が経営者の投資政策を完全にモニターし、コントロールすることができるな

らば、株主の利益を犠牲にするような経営者の行為は否定されるはずである。しかし、所有と経営の分離および情報の非対称性のために経営者は、投資の意思決定においてかなりの自由裁量の権利が与えられている。また、株主は、投資ないし買収行動に対し市場が負の反応を示したからといって、それを経営者に対する長期的評価指標として用いることが困難である。これらのいずれも、経営者に企業買収のリスク低減効果と企業成長効果を得るための過大支払を可能にする。

以上の議論は、エージェンシー理論に基づく一般的な議論だが、実際に日本の企業において、こういった傾向があるといえるであろうか。

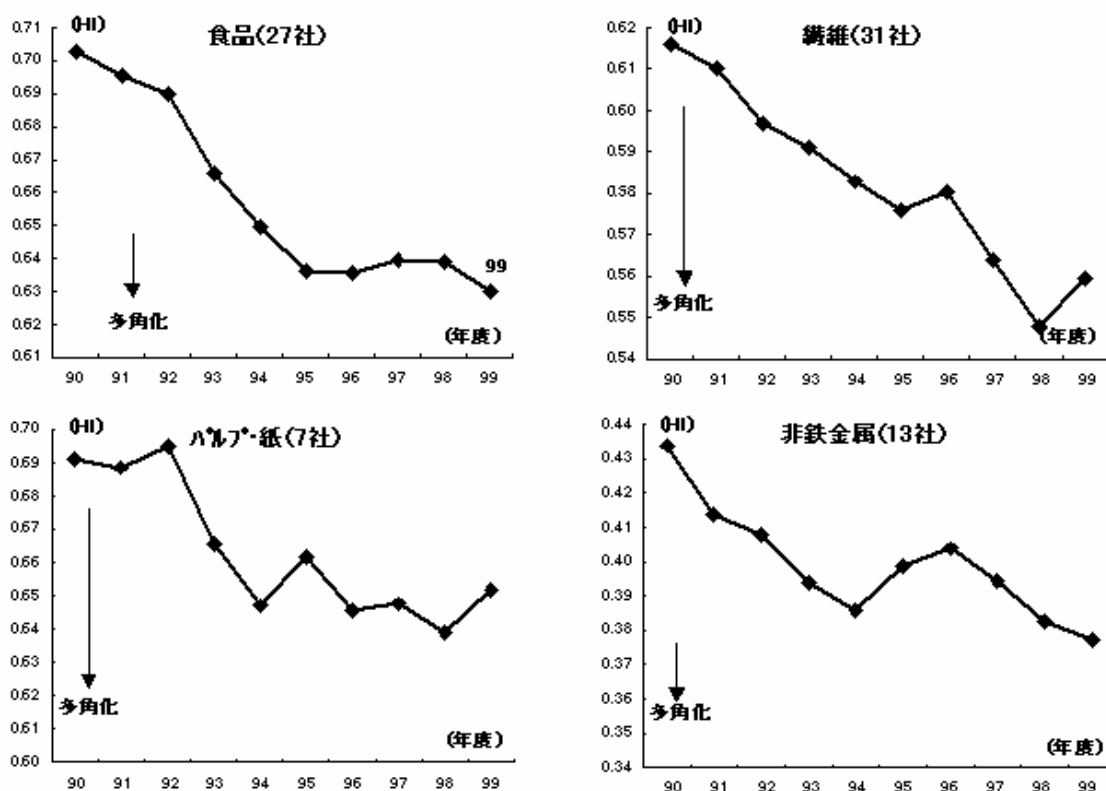
第2章において、日本企業の多くが従業員を企業の実質的な残余請求者としてきたことを述べた。その従業員の所得は、昇進という形式をとって向上する。また、昇進確率は企業が成長する早さに依存する。したがって、労働者は企業の成長率の高いことを要求するといっていよい。賃金は他社との比較により容易にモニタリングできるが、規模の成長率と企業価値最大化の関係は、一般の株主にとってはモニタリングしにくい。しかも、株式の持合いや安定保有により、株主支配が弱いことも手伝って、株主からのモニタリングがますます困難になっている。さらに、経営者が従業員と利害を共有する、もしくは従業員の利害を尊重する傾向の強い日本の企業にとってはこのような状況は極めて現実性が高いといえる。

これまでの日本の経営者の報酬に関する研究の多くも、経営者の報酬が企業規模と正の相関を持つことを実証分析によって確認している。胥(1993)によると、1970年から1990年にかけて製造業31社をサンプルとして、取締役の報酬が売上高成長率と正の相関があり、また賞与は利益と正の相関があることを確認している。Kaplan(1994)は、1981年から1984年の大企業119社をサンプルに実証分析を行ったところ、取締役平均報酬と賞与の和が、売上高成長率、株式収益率、および利益との間に正の相関があるとしている。これらは、経営者にとっても、売上高や総資産で表される規模の成長に私的利益があることが分かる。また、大企業の経営者であるほど、名声を得やすいことなども経営者の私的利益として考えられる。

#### 4 - 2 - 3 非関連事業への多角化

実際、日本の大企業は、バブル期から1990年代前半にかけてそれまでのコア事業集中の傾向が強いとされてきた事業構造を転換し、多角化の傾向を強めた。この時期の多角化には、非関連事業への多角化も多く含まれる。90年代中頃から事業の選択と集中が主要な経営課題とされたにもかかわらず、依然として繊維や食品等のように多角化を継続している企業群がある。(図表：4 - 1)

図表：4 - 1 多角化指数<sup>5</sup>変化



(財務省財務総合政策研究所 「日本企業の多様化と企業統治」より引用)

財務省の研究報告書によれば、成熟企業<sup>6</sup>では、少なくとも90年代前半には、事業の採算性を十分検討することなく、正味現在価値がゼロ以下の多角化事業に投資が実施された可能性が高いことが実証的に明らかになったとしている。またアンケート結果を利用して、多角化戦略とパフォーマンスの関係を分析した結果、非関連多角化企業は、専門企業及び、関連多角化企業とくらべてパフォーマンスが低いことが明らかになり、多角化には一般的にリスク分散効果があることが確認されている。

シナジー効果が薄い非関連多角化事業が、収益の低下をもたらしていることはほぼ明らかであり、経営者が過度のリスク回避として非関連多角化を行うようなことは避けなければならない。経営者のこうした非効率を生み出す行動を抑制するために、新たなガバナンスの構築が必要となる。第3部以降では、これまでの日本におけるガバナンスへの試みやその背景を概観すると同時に、現在の日本企業の向かうべき方向性を検討する。

<sup>5</sup> 多角化指数：各製品（事業）の売り上げシェアの2乗の和を1から差し引いたもの

<sup>6</sup> トービンのQが1未満の企業を「成熟企業」と定義している。

## 第3部

### これからのコーポレート・ガバナンス



## 5章 現在の企業

現在、日本の企業の多くは、これまでのメインバンクからの規律付けが機能しなくなり、産業構造の変化もあいまって、株主からのガバナンスがより重要度を増している。しかしながら、日本のこれまでの企業は、従業員を実質的な企業の残余請求者とすることで、従業員のインセンティブを引き出し、それを強みとしてきた側面がある。これまでの企業の雇用システムは、長期雇用を保障することによって従業員の企業特長的な熟練を身につけさせ、また閉鎖的かつ相互補完的な情報共有が、効率的な生産を行うための重要な基盤となってきた。したがって、メインバンクの規律付け機能の低下から、株主によるガバナンスを想定することは容易であるが、それによってすぐさま株主からのガバナンスがあらゆるケースにおいて有用であると判断することはできない。株主の短期的な利潤の追求は、企業内の雇用システムに影響をあたえ、従業員の利益を大きく損なうばかりではなく、企業価値そのものを減少させる可能性があるからである。

これらを考慮すると、現在あらゆる企業に適応したガバナンスのありかたを、一様に議論することは困難である。そこで、これ以降は、企業内で主に相対的に一般的熟練が重要な企業と、企業特長的熟練が重要な企業の2つに分類し、議論を進める。

この章での主な目的は、それぞれの企業の特徴を明確にすることである。その上で、それぞれに適応したガバナンスのありかたを次章以降で検討することにする。

### 5 - 1 一般的な熟練が重要な企業

一般的な熟練は、客観的な技能の検定が可能である。能力が企業外部者から立証可能であるために、確実な契約が書け、契約によって従業員を保護することが可能である。

具体的な例を挙げると、金融業や、財務・企画・調査等を業務の中心とする企業では、それぞれのノウハウの共通性や人材の代替可能性が高いと考えられる。これらの業種では、技能の代替性が高いこと、また技能の客観的な評価が可能であることにより、相対的に人材の流動性も高く、今後とも高まることが予想される。また流動性の高まりによって、より高い専門性が求められることにもなる。こういった一般的な共通性の高い職業に従事するホワイトカラーにとっては、各々の労働に対するモラルの低下は、すなわち自らの人的価値の低下を招く。このような企業では、これまでのような雇用システムが保持されなくとも、効率的な企業の運営が期待される。このような特徴を持つ企業を「一般的熟練が重要な企業」とする。

## 5 - 2 企業特殊的熟練が重要な企業

企業特殊的な熟練は、その有用性や熟練の度合いを、たとえ企業の内部で評価できたとしても、その評価の正しさを外部者に立証することは難しい。契約が守られなかったときに従業員はそれを立証することができないために、熟練に応じた適切な契約を書くことができない。また、企業特殊的な熟練は、代替性が低いので、企業を移動する際に従業員に大きなコストがかかる。したがって、長期的な雇用が保証されなければ、従業員に、特殊熟練を身につけさせるインセンティブを阻害することとなる。

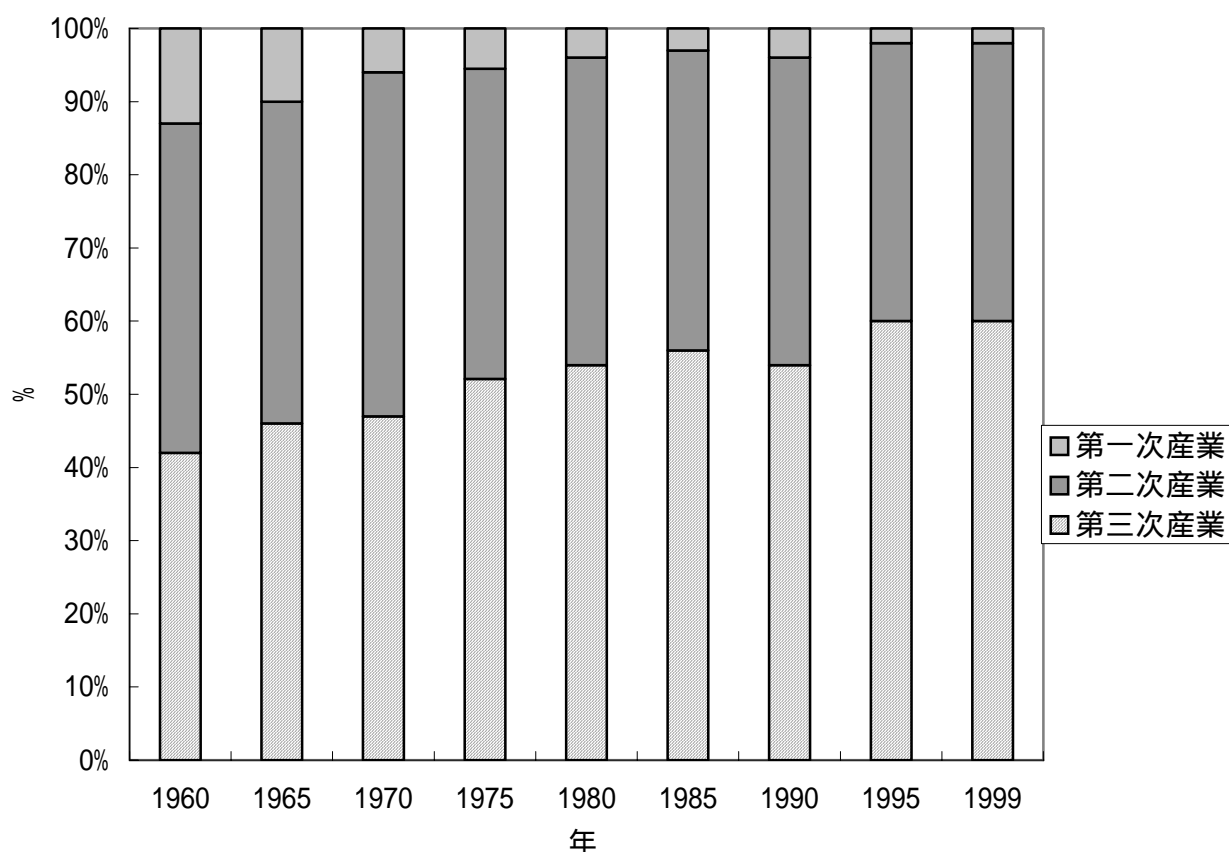
これも具体的な例を挙げると、自動車のように部品点数が多く、様々な工程の組み合わせが必要で、かつ部品制度が高い特性を有す製品を扱う企業を想定することができる。こういった企業では、部品製造における技能・ノウハウはもとより、様々な製造工程や材料調達の組み合わせを通じたノウハウの蓄積が、良質な製品を製造する上で重要な要素となる。また、それと同時に様々な製品の設計・製造や材料調達、複雑な工程管理における企業内部の関係者が、必要な情報を共有して補完しあいながら取り組むことが必要となる。このような企業にとっては、閉鎖的、長期的な情報共有環境が引き続き有効である可能性が高い。

従業員にこうした技能・ノウハウを身につけさせ、企業に対する大きな貢献を促すには、これまでの雇用システムを維持する必要がある。このような特徴を持つ企業を「企業特殊的熟練が重要な企業」とする。

### 5 - 3 産業構造の変化

実際に産業構造の変化を見てみると、第1次産業（農業、林業、漁業）と、第2次産業（製造業、鉱業、建設業、電気・ガス・水道業）の割合が低下し、第3次産業（その他の産業）の割合が年々増加していることが分かる。

図表:5 - 1 日本の産業構造の推移



(世界銀行「世界開発報告」を基に作成)

こうした推移は、産業全体のサービス産業化とも捉えることができる。いずれにしても今後の経済全体が成長していくには、こうしたサービス産業の成長が不可欠である。

サービス産業は労働市場が比較的流動的であり、特に産業間の移動は相対的にコストのからないことが予想される。また、それぞれの職種で専門化が進むことによって、より熟練そのものの汎用性が広がり、労働市場そのものがさらに流動的になることも考えられる。こうした産業では、産業特殊的熟練を要する部分が多いとしても、企業特殊的熟練はそれほど重要にならない。したがってサービス産業の多くの企業は、一般的熟練が重要となる

企業に属すると考えられる。かつて企業特殊的熟練が重要であった企業が、経済全体の成長に寄与してきたように、今後、一般的熟練を主に必要とする企業が成長産業として経済の成長を支える必要がある。こうした日本における産業の推移を踏まえ、一般的熟練が重要となる企業にあるべきガバナンスのあり方を議論することが重要になる。

## 6章 一般的熟練が重要な企業へのガバナンス

### 6 - 1 株主利益を確保する事が重要な理由

今後、日本企業全体に対して、株主利益を確保することが重要となってくる。その理由は以下の通りである。

法的な権利関係で、株主以外のステークホルダーは通常企業と何らかの取引関係にあり、その取引における関係諸法規で保護される。一方で、株主は企業の利益の残余を配分される立場であり、受け取る利益は経営者の裁量によって歪められる可能性がある。

株式価値は企業が長期的に生み出す経済的価値を最も反映しやすい指標である。

かつて日本では、全員が労働者で金融資産などの資産自体が少なかったが、現在は人口に占める高齢者の割合が上昇しており、全員が従業員というわけではなくなった。また、金融資産などのストックが増大してきているため、株式で資産運用することが多くなり、株主の利益を確保することが顧客の利益に直結するようになった。

### 6 - 2 一般的熟練が重要な企業へのガバナンスの手法

この節では、一般的熟練が重要な企業へのガバナンスの手法を述べる。一般的熟練が重要な企業では、労働者を契約で保護できるので株主によるガバナンスがふさわしい。

株主によるガバナンスとは、具体的には株主総会を通じてのガバナンス、取締役選出を通じてのガバナンス、株主代表訴訟を通じての直接的なガバナンス、敵対的買収を通じてのガバナンスがある。そのほかに、最近の動きとして機関投資家のアクティビスト活動がある。最後に、それぞれの手法が有効に機能するために大株主の存在が重要であることを述べる。

#### 6 - 2 - 1 株主総会

##### (1) 役割と決議事項

株主総会は、株主によって構成され、株主の総意により会社の基本的な事項についての

意思を決定する機関である。株主は株主総会の決議に加わることで、議決権を行使することになる。

株主総会の権限は、商法または定款に定める事項に限って決議をすることができることにある。商法は、株主総会の決議事項を定めているが、同時に定款によって株主総会の権限を拡大することも認めている。商法の定める株主総会の決議事項は、大きく分けて次のように整理することができる。

機関の選任・解任に関する事項（取締役・監査役・採算人の選任・解任等）

会社の組織・財務の基礎的な変更に関する事項（定款変更，会社の解散・分割等）

取締役等の権限乱用を防ぐための事項（取締役・清算人の報酬の決定等）

その他の株主の重要な利益に係る事項（計算書類の承認等）

## （２）具体的な手法

株主総会で株主が意見を表明する基本的な手法は議決権を行使することである。議決権とは会社の経営方針などに対して決議する権利のことで、売買単位株主が１株につき、１票の議決権を有している。その議決権を株主総会で投票することで決議を行う。これが議決権行使である。

また、その他に、株主の意思を株主総会の議題や議案の決定について積極的に反映させる方法として、議決権総数の 100 分の 3 以上にあたる株式を有する株主は、代表取締役に株主総会の招集を請求することができる。しかし、持株要件が厳しく、また株主が自ら会社の協力なしに株主総会の招集や運営をすることは負担が大きく、実際には容易ではない。平成 14 年改正では、全株主が召集手続きの省略に同意した場合、召集手続きを経ずに開催することができる旨が定められた。

また、同様に株主の意思を反映させる方法として、株主提案権がある。株主定款権とは、6 か月前から引き続き議決権総数の 100 分の 1 以上または 300 個以上の議決権を有する株主が、取締役に対し、総会の会日より 8 週間前に、書面をもって、一定に事項を総会の会議の目的となすべきこと、または、会議の目的たる事項についてその株主の提案する議案の要領を総会召集の通知に記載・記録することを請求しうる権利である。を議題定款権、を議案提出権という。これらは先に述べた、株主による株主総会の招集に比べ、株主にとっても、会社にとっても大きな負担なしに株主の意思を反映することができる。

## （３）問題点

株主総会は、会社の基本的事項を決定する最高機関であるが、現実には株主総会の形骸化ないし無機能化という自体がしばしば指摘される。

日本において、大規模な公開会社の株主総会の大半は、あらかじめ会社が準備した筋書きに沿って、質問する株主もほとんどいないまま、30分程度で終了するといわれる。また上場会社が同一の日に株主公開を集中して開催するという傾向も強まっている。こういった事態に陥っている要因は多くあるが、とりわけ株式の持合いによって、株主による監督機能が削がれていること、株主がそもそも経営に関心を払ってこなかったこと、それらに乗じて経営者が株主総会に消極的であることなどが考えられる。

しかしながら、こうした形骸化を問題視する一方で、日本の企業の場合には株式保有の集中度が大きいので、株主総会を利用せずとも経営陣に直接意向を伝えることができるという側面もある。

また、日本では大株主は直接交渉ができることを考慮すると、少数株主の場合において特に株主総会が重要になるので、少数株主の情報制約の問題を解決し、株主総会を意義のあるものにするために、企業が正確かつ適切な情報開示<sup>7</sup>を行う必要がある。

## 6 - 2 - 2 取締役選出

2003年4月1日に施行された改正商法によって、株式会社の新しい経営形態として委員会等設置会社が導入され、従来型の経営形態との選択が可能となった。

以下、委員会等設置会社と従来型の経営形態の特徴を述べる。

### 委員会等設置会社<sup>8</sup>

#### (1) 制度趣旨

株式会社の経営形態において、監督と執行を分離するためのものである。委員会等設置会社では、取締役の監督機能を強化するため社外取締役の選任と指名・報酬・監査の3つの委員会を取締役会内部に設置することが義務付けられる。そのうえで執行役を置き、業務執行を行わせる。

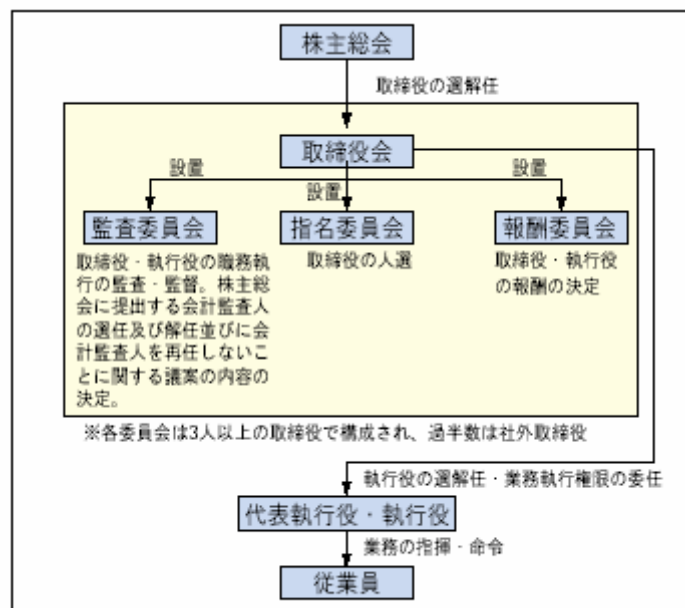
取締役会は基本事項の決定以外は主に執行役の業務執行の監督に専念する。これによって、経営監督機能の向上と迅速な業務執行を実現しようというものである。

---

<sup>7</sup> 情報開示については補論1を参考

<sup>8</sup> 仕組みについては図6-1参照

図表：6 - 1 委員会等設置会社の仕組み



(資料) 各種資料から経済産業省作成。

(通商白書 2003 より引用)

## (2) 移行

委員会等設置会社に移行できるのは商法特例上の大会社<sup>9</sup>とみなし大会社<sup>10</sup>だけに限られる。また、移行の際には以下の手続きをとる必要がある。

定款変更：委員会等設置会社になる旨の定款変更を行う。その際には株主総会の特別決議が必要

社外取締役<sup>11</sup>選任：社外取締役でかつ執行役でないものを2名以上選任する

3委員会・執行役選任：取締役会決議で選任する

監査役退任：委員会等設置会社では監査役が廃止される

登記：委員会等設置会社であること、社外取締役・3委員会メンバー・執行役・代表執行役の氏名等を登記する

## (3) 委員会等設置会社の取締役会

取締役の任期は1年で、従来の2年より短縮されている。委員会等設置会社では計算書類の承認および利益処分の権限が株主総会から取締役会に移行しており、その代替として

<sup>9</sup> 資本金5億円以上または負債200億円以上の会社

<sup>10</sup> 資本金1億円以上の会社で会計監査人監査を受ける旨定款に規定した会社

<sup>11</sup> その会社の業務執行取締役以外の者で過去にその会社または子会社の業務執行取締役・執行役・従業員となることがなく、現にその会社または子会社の業務執行取締役・執行役・従業員になったことが無い者。したがって、その会社の親会社の役員や親族等にはなることが出来る



株主による取締役の監視を強化するために任期を短縮して、毎年の定時総会において選任決議を得る必要があるとしたものである。

委員会等設置会社の取締役会は 3 名以上で構成され、取締役会内部委員会として指名・監査・報酬の 3 委員会を設置する。各委員会は 3 名以上の取締役で構成され、過半数が社外取締役でなければならない。

取締役会の権限は業務の決定と取締役・執行役の職務執行の監督である。商法特例法に規定されている取締役会が決定すべき事項は以下の 4 つであり、それ以外の業務の決定については執行役に大幅に権限を委譲することが出来る。これによって、経営意思決定の迅速化が図られている。自己株式の処分・子会社からの買受け・消却、株式分割、新株・新株予約権・社債発行、営業譲渡・営業譲受（株主総会が必要な場合以外）、簡易株式交換、簡易分割、簡易合併の決定など従来型の会社で取締役決議事項とされていたものの決定を執行役に委任することが出来る。

### 取締役会で決定すべき事項

- ・ 経営の基本方針：経営計画、中期経営計画等
- ・ 監査委員会の職務執行のための必要事項
- ・ 執行役の職務分掌・指揮命令関係等
- ・ 執行役からの取締役会召集請求を受ける取締役

### 執行役に決定を委任できない事項

- ・ 上記の 4 項目
- ・ 3 委員会を構成する取締役の決定
- ・ 会社と監査委員会との間の訴訟において会社を代表する取締役の決定
- ・ 執行役の選解任
- ・ 代表執行役と共同代表執行役の決定
- ・ 定款規定による取締役と執行役の責任軽減
- ・ 計算書類や付属明細書の承認
- ・ 株式譲渡制限のある場合の譲渡の承認
- ・ 株主総会召集の決定
- ・ 株主総会提出議案（取締役・会計監査人の選解任等を除く）
- ・ 営業の全部または重要な 1 部の譲渡等
- ・ 事後設立内容の決定
- ・ 取締役会招集者たる取締役の決定

- ・会社と取締役，執行役との間の競業取引についての商人，介入権の行使
- ・会社と取締役，執行役との間の利益相反取引についての承認権行使
- ・新株予約権の上と制限がある場合の譲渡の承認
- ・中間配当の決定
- ・株式交換，株式移転，新設分割，吸収分割，合併の内容決定（簡易な場合を除く）

#### （４）３委員会

委員会等設置会社では監督機能を強化するために指名・監督・報酬の３委員会すべてを設置することが義務付けられる。各委員会は３名以上の取締役から構成され，その過半数は社外取締役でかつ当該会社の執行役でない者に限られる。さらに，監査委員となる取締役全員が当該会社の執行役，従業員および子会社の業務執行取締役，執行役，従業員を兼務することが出来ない。これは，監査委員全員が当該会社および子会社の業務執行に関与することを一切禁止し，監査するものとされる者が同一となることを防ぐためである。

社外取締役，社内取締役とも３委員会の委員を兼任することは認められている。

##### 指名委員会

指名委員会は株主総会に提出する取締役の選解任に関する議案の内容を決定する。これは，指名委員会が取締役候補を取締役会に推薦するのではなく，指名委員会が候補者を最終決定するということであり，取締役会はその決定を否決・修正することは出来ない。

##### 監査委員会

監査委員会は取締役・執行役の職務執行の監査，会計監査人の選解任・不再任に関する総会議案の内容を決定する。従来型の会社の監査役権限が取締役の業務執行が法令・定款に適合しているかどうかという適法性監査に限定されるのに対して，委員会等設置会社の監査委員会には取締役・執行役の職務執行が効率的に行われているかの妥当性監査の権限もある。

監査役は以下の権限を行使して監査を行い取締役会への報告義務を負う。

監査委員会が指名した監査委員が行使する権限としては

- ・取締役・執行役・従業員に対して報告を求める権限，会社の財務財産調査権
- ・子会社調査権
- ・会計監査人に対する報告徴収権

- ・会社と取締役・執行役との訴訟における会社代表権
- ・株主代表訴訟に関する会社代表権 があり

監査委員が個別に行使する権限・義務としては

- ・執行役の法令・定款違反行為の取締役会への報告義務
- ・執行役の法令・定款違反行為の差止請求
- ・会計監査人に対し監査報告書についての説明を求める権限 を持つ

先に述べた取締役会の決議事項のうち、監査委員会の職務遂行のために必要な事項とは、内部統制システムに関するもので以下の6つである。

- ・監査委員会の職務を補助する使用人に関する事項
- ・その使用人の執行役からの独立性確保に関する事項
- ・執行役・使用人の監査委員会への報告事項・報告体制に関する事項
- ・執行役の職務執行にかかわる情報の保存・管理に関する事項
- ・損失の危機の管理に関する規定その他の体制に関する事項
- ・執行役の職務執行が法令・定款に適合し、かつ効率的に行われる体制に関するその他の事項

#### 報酬委員会

報酬委員会は取締役・執行役の個別報酬の内容を決定する。従来型の会社では一般的に株主総会で取締役報酬の総枠を決め、その範囲内で代表取締役が個人別の報酬内容を決定するやり方が行われているが、委員会等設置会社では報酬委員会が最終決定し、株主総会で決議する必要はない。報酬の決定に当たっては、報酬の種類に応じて以下のように決める。

#### 報酬決定方法

確定金額	：個人別金額
不確定金額（業績連動報酬等）	：具体的算定方法
金銭以外のもの（社宅等）	：具体的内容

報酬委員会は報酬の内容決定に関する方針を定め、その方針を営業報告書で開示しなくてはならない。

なお、委員会等設置会社では利益処分が取締役会権限とされたことから利益処分として取締役・執行役に金銭を分配する事は禁止される。従って従来の利益処分としての役員賞

与はなくなる。また、ストック・オプションは新株予約権の有利発行に該当し付与するには株主総会の特別決議が必要で、報酬委員会の決定事項ではない。

#### (5) 執行役

執行役は委員会等設置会社に置いて設置が義務付けられている機関で、業務執行及び取締役会決議で委任された事項の決定を行う。従来の会社の執行役員とは全く異なる法律上の機関である。会社と執行役の関係は取締役と同様の委任関係で、執行役は会社に対して善管注意義務・忠実義務を負い株主代表訴訟の対象となる。

取締役会決議により任期1年以内で選解任され、員数は1名以上で上限はなく、各会社の規模や業務の内容に応じて任意に決定する。執行役が複数の場合、執行役の職務分掌や指揮命令関係等は取締役会で決定する。取締役会のような執行役会の設置は義務付けられていない。取締役との兼任は禁止されておらずその意味で取締役会と執行役は完全に分離していない。

また、取締役会決議により代表執行役を1名以上定めなくてはならない。代表取締役は営業に関する一切の裁判上・裁判外の行為を為す権限を有する。代表執行役が複数選定される場合、共同代表執行役とする事も出来る。代表執行役の氏名は登記事項である。

委員会等設置会社の業務執行権は執行役に専属し、取締役が業務執行を行うことは出来ない。このことから、取締役の業務執行者としての地位を示す役付き取締役（社長・副社長・専務取締役・常務取締役）は廃止され、役付き執行役（代表執行役社長代表執行役副社長・専務執行役・常務執行役）

#### (6) 委員会等設置会社の取締役・執行役の責任

##### 従来会社の取締役の責任

取締役は会社に対し受任者としての義務違反、即ち善管注意義務・忠実義務違反の場合に責任を負うが、従来型の会社については商法に取締役の会社に対する責任として 違法配当 利益供与 役員に対する金銭貸与 利益相反行為 法令・定款違反が個別的に規定されている。これらの行為によって会社に損害が発生した場合、取締役は賠償責任を負う。

このうち ~ は無過失責任とされ、また ~ 全てが取締役会決議に賛成した取締役もその行為をしたものとみなされ、議事録に異議をとどめておかない限り決議に賛成したものと推定される（連座制）ように、取締役の責任が重くされている。

## 委員会等設置会社の取締役の責任

委員会等設置会社の取締役は上記 ~ の責任規定の適用が免除され、株主の権利行使に関する利益供与を除き、取締役の会社に対する過失責任とされている。これは、委員会等設置会社の取締役は監督を行うに過ぎず、また社外取締役を過半数とする 3 委員会を置いて取締役会の監督機能が強化されていることから、取締役に無過失責任を負わせなくても業務執行の適正性が確保されると考えられるためである。商法特例上には、任務怠慢、株主権の行為に関する利益供与、利益相反行為が取締役の責任として規定されている。

## 執行役の責任

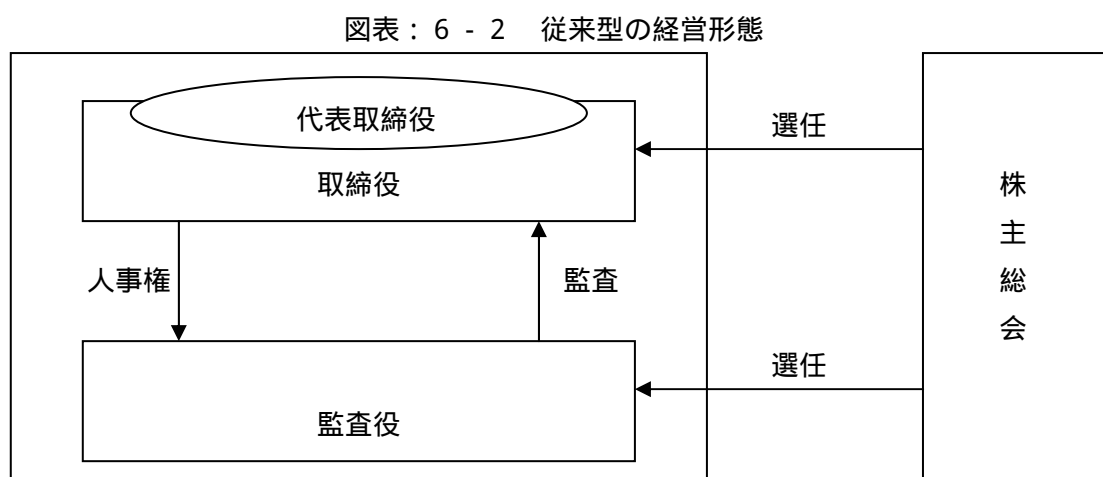
基本的に取締役と同じであるが、違法配当議案を取締役会に提出した執行役及び違法配当を行った執行役が会社に対して配当された額を支払う責任を負う。

## 従来型の経営形態

まず、従来型の経営形態の特徴を述べ、2003 年 4 月に改正商法によって認められた重要財産委員会の特徴を述べる。

### ( 1 ) 従来型の経営形態

日本の経営形態は以下の図のようになる。



( 深尾光洋「コーポレート・ガバナンス入門」より引用，作成 )

## 取締役

株主総会で選ばれた取締役が取締役会を組織し、その取締役会で代表取締役を選ぶこととなる。そして、代表取締役の一人がその企業の社長となる。代表取締役は、企業を代表して対外的な取引を行うことができるが、経営方針や重要な取引は取締役会が決定する。また、法律上の規定では、取締役会が代表取締役や社長、副社長、専務、常務などの役付き取締役を選ぶことになっている。つまり、取締役会は代表取締役の企業経営を監視し、必要であれば代表取締役から代表権を剥奪して降格させる権限と責任を有している。

## 監査役

日本では現在、取締役会と監査役会の双方が経営のチェックを担当するという形態をとっている。

歴史的に見ていくと、1899年に商法が制定された当初は、各取締役が企業の経営などの業務執行を行い、そのチェックは監査役が担当するという制度であった。しかし、1950年の商法改正で、経営の監視は監査役ではなく取締役会が行うこととなった。また、この改正法によってすべての会社が取締役会と代表取締役を設けなければならなくなった。つまり、取締役会が経営についての基本的な意思決定と監視を行い、監査役は会計監査だけを行うようになった。その後、放漫経営による企業の倒産が相次いだことから取締役会による監査が十分に機能していないという批判が高まったので、1974年に商法が改正され、資本金1億円以上の株式会社においては、監査役と取締役会がともに経営の監督をすることとなった。

監査役とは株主総会によって選任され、大会社において監査役は3名以上とされ、そのうち1名以上は社外監査役（監査役に就任する前の5年間、その会社または子会社の取締役、従業員ではなかったもの）でなければならない。監査役の任期は3年とされている。

## （2）重要財産委員会

### 制度趣旨

重要財産委員会は委員会等設置会社に移行しない従来型の会社で、一定の要件を満たす会社が設置できる会議体で、取締役会決議事項のうち迅速な決議が必要な一部事項の決定を委任できるようにし、経営意思決定の迅速化を図るものである。

従来から取締役会の人数の多い会社等で、少数の上級取締役から構成される「経営会議」や「常務会」等で実質的な経営意思決定を行う企業が多いが、これらは法律上の機関ではないため、取締役会決議事項についてはこれらの会議体で決定した後に形式的に取締役会で決議する事が行われていた。これに対し重要財産委員会は商法特例上の機関であり、委員会で決定した事項を再度取締役会で決議する必要はない。

## 要件

重要財産委員会を設置する事が出来る会社は、以下の要件を満たさなくてはならない。

- ・商法上の大会社またはみなし大会社であること
- ・委員会等設置会社ではないこと
- ・取締役が 10 名以上いること
- ・取締役のうち 1 名以上が取締役であること（監督機能強化のため）

## 構成

重要財産委員会は 3 名以上の取締役から構成される。設置・選任は取締役会決議で決定し、社外取締役を重要財産委員に任命する事は要求されていない。重要財産委員会を設置したこと及び委員の氏名は登記事項である。

## 権限

重要財産委員会は重要な財産の処分及び譲渡または多額の借財という取締役の専決事項のうち、取締役決議によって委任を受けた範囲の事項について決定する。委任可能事項がこの 2 つに限定されているのは、この 2 項目が緊急に決定する必要性が高く、また、業務執行全般の決定まで重要財産委員会に委任する事を認めると取締役会の形骸化につながるためである。重要財産委員会での決定事項を取締役会で覆す事はできない。

## 6 - 2 - 3 株主代表訴訟

### ( 1 ) 制度趣旨

経営者が違法行為をして会社に損害を与えた場合に、その会社の株式を 6 ヶ月以上保有している株主が会社に代わって取締役に損害賠償を求める訴訟のことを意味する。従来型の会社であれば、監査役が訴えを起こすべきだが、それを補完し経営監視を強めようとする制度である。

訴訟提起の手数料は、かつては請求する金額に応じて増える体系だったが、1993 年の商法改正で一律 8200 円に軽減され、訴訟が起しやすくなった。

### ( 2 ) 手続き

#### 原告となる株主

代表訴訟の原告は、株主に限られるが、その資格は 6 ヶ月前から引き続いて株式を有する株主であればよい。訴え提起のときにこの資格を有しなければならないことはもちろんであるが、訴訟中も継続して株主でなければならない。

### 被告となる会社役員

株式会社の場合、代表訴訟の被告として責任を追及されるのは会社役員である。実務上は業務執行を担当する取締役である。しかし、この他にも監査役、発起人、清算人も同様の責任を追及される立場にある。また、議決権行使について利益供与を受けたものや、著しく不公正な発行価格で株式を引き受けたものも責任を追及される。有限会社の場合も取締役、監査役、清算人などに商法が準用されていることから同様に被告となる。

なお、損害賠償制度の消滅時効は10年であるところから、会社が損害を被ったときから10年間は代表訴訟により責任を追及される恐れがある。

### 代表訴訟の対象となる役員の実行

株主代表訴訟の対象となる会社役員の実行は2つに大別される。

第1は、会社に損害賠償責任や弁済責任を負うべき違法行為である。商法は取締役が会社に対して損害賠償責任や弁済責任を負うべき場合を具体的に列挙している。違法配当を実施した場合 株主権行使に関して株主または第三者に利益を供与した場合 他の取締役に金銭を貸し付けた場合 自己取引をした場合 法令または定款に反する行為をした場合である。ここでいう法令には、取締役の義務を個別的に定める規定はもとより商法その他の法令中の、会社を名宛人とし、会社がその事務を行うに際して遵守すべき全ての法令もこれに含まれる。

第2は、資本充実責任である。株式会社や有限会社のような有限責任社員だけで構成されている会社においては、債権者の引当となる財産は会社財産のみであり、出資者の個人財産は確保できない。そこで、商法は債権者保護のために資本充実を図るべく、増資の際、取締役に新株引受権や財産価格填補責任を課している。

### 会社に対する提訴請求

株主が代表訴訟を提起することができるのは、原則として会社に対して提訴請求してから30日を経過し、会社が訴えを提起しなかった場合のみである。ただし、例外としてこの期間中に会社に回復しがたい損害の発生が予想される場合に、この30日の経過を待たずに代表訴訟の提起をすることができる。例えば取締役が自己の責任財産を隠匿したり、時効で責任が消滅したりするような場合である。また、会社が30日経過前に株主に対して訴え提起の意思がないことを示した場合には、同様に期間前であっても代表訴訟を提起することができる。と解される。

### 裁判所への提訴

株主が代表訴訟を提起する裁判所は、会社の本店所在地の地方裁判所である。この訴訟の申立費用は、一律8200円である。

株主が代表訴訟を提起した場合には、株主は会社に対してその旨を告知しなければなら



ない。これは株主代表訴訟を提起した株主の義務と解されているが、その趣旨は会社に損害を及ぼした役員の実責任追及に会社が訴訟参加する道を開き、同時に二重提訴を回避する事である。

#### 判決の効力

株主代表訴訟の判決が確定した場合には、その判決の効力は訴訟当事者である原告株主と被告取締役だけでなく会社にもその効力は及ぶ。また他の株主にも効力は及び、同一内容の株主代表訴訟を提起することはできなくなる。

なお、確定判決の内容が原告株主の敗訴である場合には、株主が支出した訴訟費用や弁護士報酬は株主個人の負担となる。これとは逆に株主勝訴の場合には、会社は株主から弁護士報酬と訴訟費用などから相当額を請求されることが考え得る。

#### (3) 具体例

大和銀行 NY 支店での巨額損失に関する訴訟。2000 年 9 月に大阪地裁は 11 人の取締役役に総額約 800 億円の損害賠償を支払うように命じる判決を下した（その後、2 億 5000 万円の支払いで和解）。他にも個人株主による代表訴訟の提起の動きがある。

### 6 - 2 - 4 敵対的買収

#### (1) メカニズム

株式が分散所有されているような構造の社会において、株主から経営者への規律付けを働かせる制度の 1 つとして敵対的買収(テイクオーバー)がある。これは以下のようなメカニズムで経営者への規律付けを行う。

現経営陣が株主価値を最大化するように行動していない場合、もしくは取締役会などの制度的機構が現経営陣に対する監督の役割をきちんと果たしていない場合に、株価は低下する。ここで、その企業が活動している分野に関心のある企業や投資家が自分達の手で直接的に経営に乗り出すか、あるいは代わりのよりよい経営者を見つけることにより、将来的な企業の期待収益を増やすことができると考えたとする。

そのような場合、彼らは当該企業の株式を買い取り、支配的な大株主となって現経営陣や取締役会を入れ替え、結果としての株価上昇によるキャピタルゲインを得るという行動にでる。これがテイクオーバーである。

このようなメカニズムが働けば、経営者は経営が株主にとって非効率に行われていると考えられるときには、乗っ取りを試みる企業もしくは投資家にテイクオーバーされ、自身は解雇される恐れがある。それが経営者への脅しとなり、経営者はテイクオーバーを防ぐために株主を重視した経営をせざるを得なくなる。

## (2) 敵対的買収の具体的な方法

具体的な敵対的買収の手法は以下の通りである。

敵対的買収を試みようとしている主体は、株式公開買付け<sup>12</sup>によって被買収企業の株主に買付けの価格、株数、期間などを公告し株式買取を提案する。提示された条件でよいと思う株主は、その株式を売却する。結果、敵対的買収を試みようとしている主体が目標の株式を獲得すれば敵対的買収は成功となる。

株式公開買付けをする理由は、株式を大量に入手しようとする場合、株式市場から買い付けることももちろん可能だが、それでは株価を高騰させてしまう恐れがある。これに対して株式公開買付けならば、あらかじめ設定した価格で予定数の株式を短期間に買い付けられる可能性がある。よって、株式公開買付けという手法を使って敵対的買収を行うのである。

## (3) 防衛策の存在

敵対的買収にはそれを防止する防衛策が存在する。

以下、主要なものを紹介する。

### ポイズンピル

敵対的な買収を目的としての株式の公開買付けや一定比率の株式の買い集めが行われた場合に、その会社の株式を市場価格よりも非常に安い価格で、敵対的な買収に応じなかった株主だけに買う権利を与えるという会社から株主への約束をポイズンピルとよぶ。これにより敵対的な買収を実行すると、コストが非常に高くなるので実際上買収がかなり困難になる。

### ゴールデンパラシュート

敵対的買収によって現経営陣が企業を追われた場合に、その経営陣に対し多額の退職金を支払うことを内容とする、企業と経営陣の間の契約を結ぶことをゴールデンパラシュートとよぶ。日本では株主の同意が必要であるが、アメリカでは株主の同意なしに取締役会が約定できる。

### グリーンメール

敵対的買収を阻止するための企業乗っ取り屋に対する支払いをグリーンメールと呼ぶ。普通は標的にされた株式の買い戻しを意味している。その際、買い占められた株式を市場の株価にプレミアムを付けて買い戻すことになる。

---

<sup>12</sup> 株式公開買付(TOB)とは、証券市場外で、ある一定の期間(公開買付開始公告を行った日から20日以上60日以内)内に、一定の価格で、不特定多数の株主から、目的とする数の株式を購入する手法のこと。不特定多数の株主から買うため、広く公告する必要がある。

また、これ以外に、アメリカでとられている方法で、株主総会での同意を得て、敵対的買収を難しくするような定款変更を行ったり、州会社法の改正を行ったりすることもある。

以上のように敵対的買収を行おうとするとそれを防ぐ手段が存在するので最近において敵対的買収は経営者を規律付ける方法としてあまり重要でなくなっている可能性がある。

### 6 - 3 最近の動向

この節では、株主によるガバナンスの最近の動向を、株主主権の意識が徹底しているアメリカを参考にしながら見ていく。

#### 6 - 3 - 1 機関投資家のアクティビスト活動

アクティビスト活動とは、機関投資家が株主総会で議決権を行使し、企業経営に対して機関投資家の意見を反映させる方法である。以下ではこういった活動が活発になってきている背景を述べる。

##### 機関投資家の行動の変遷

かつて、機関投資家は「ウォールストリートルール」に従って投資を行っていた。ウォールストリートルールとは、企業の経営には口を出さず(つまり、株主総会では議決権を行使せず)、企業収益が悪化したり株価が低迷したりするのならば、その株式を売却することを意味する。

しかし、近年機関投資家の運用額が膨大なものとなり、ウォールストリートルールに従って株式を売却すると保有株の株価が大きく下がってしまうため、収益をあげることが難しくなってしまった。また、機関投資家が行うインデックス運用などでは、リスクの計算をした上で分散投資をしているので、ある企業の株式が業績低迷していたからといって、その株式を売却し他の企業に投資し直すという行動をとると非常にコストがかかってしまう。そのため、一度投資した企業に対して、たとえその企業の業績が悪化したとしてもその株式を売却することが困難になる。よってその前に、企業へ議決権行使をしたほうが機関投資家にとって効率的となった。そのため、機関投資家はアクティビスト活動をするようになった。

##### 機関投資家の受託者責任

機関投資家の受託者責任とは、顧客から拠出された資金を運用、管理する受託者としての機関投資家の責任を意味する。具体的に受託者は、各々の職務に応じて専門家としての能力を生かし思慮深い行動をとるという注意義務と、顧客の利益のためにだけに忠実に職

務を遂行しなければならないという忠実義務の2つを満たす責任を有している。

こういった受託者責任が最初に認識されたのはアメリカである。1974年の従業員退職所得保障（ERISA法）制度およびそれに準じた州法制定によって、機関投資家の受託者責任が明記され注意義務規制が行われるようになった。その後、1988年に連邦労働省の通達、通称「エイボンレター」によって顧客の利益のために機関投資家が議決権を行使することが受託者責任の一部であると明確に認められた。このようにアメリカには機関投資家の受託者責任が認識され、法制度が整えられてきた。

一方、日本においても機関投資家の受託者責任の重要性が認められてきている。90年代以降金融ビッグバンなどの資産運用規制の緩和により、運用機関の裁量が拡大した。そのため受託者が責任を持って運用をする必要性が生じてきた。

このように、機関投資家の責任としてアクティビスト活動を捉える傾向が国際的にあるので、アクティビスト活動が普及している。

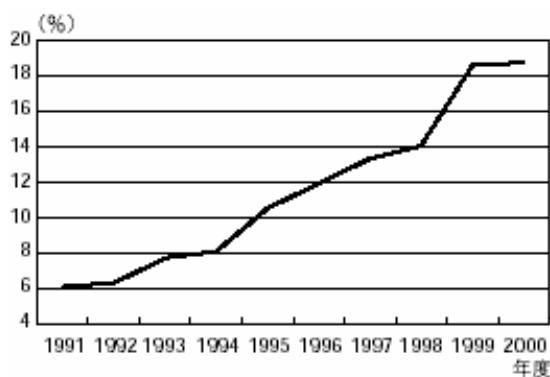
## 6 - 3 - 2 機関投資家の最近の動向

### (1) 動向

最近、日本における外国人投資家の投資が増加している。外国人投資家は株主の権利を重視する国(アメリカ等)の投資家であり、アクティビスト活動の先駆者<sup>13</sup>でもある。こういった機関投資家が、日本企業に対しても分散投資をしているので、彼らは日本企業に対してもアクティビスト活動をしている。

例えば、カルパーズは日本企業の経営者に対して質問状を送るという行動をとっている。こういった傾向は、日本企業に株主の存在を意識させる。さらに、日本の機関投資家にもアクティビスト活動する必要性を認識させることとなる。

図表：6 - 3 外国人投資家保有比率



(注) 市場価格でみた年度末の保有比率の推移を示す。  
(資料) 東京証券取引所「株式分布状況調査」

(ニッセイ基礎研究所「コーポレート・ガバナンス・レーティング」より引用)

<sup>13</sup> 代表例として、アメリカの機関投資家カルパーズ(カリフォルニア州職員退職年金基金)や TIAA-CREF(教職員保険年金連合会・大学退職株式基金)などがある。

次に、最近の日本の機関投資家に注目する。最近の日本の機関投資家による活動で、注目すべきものは年金基金による活動である。

厚生年金基金連合会は、2002年4月から自家運用においてインデックスを開始したことによって議決権行使を行うようになった。厚生年金基金連合会が株主総会で議決権を行使した970の会社議案のうち、24.1%にあたる234の会社議案において反対票を投じている。さらに、この連合会は2003年2月に「厚生年金基金連合会 株主議決権行使基準<sup>14</sup>」を発表しており、2003年4月からはこの基準に従って議決権行使を行おうとしている。

図表6-1 厚生年金基金連合会投資先企業の議決権行使状況

総会議案	議案数	反対	賛成	反対率
取締役の選任	138	28	110	20.3%
取締役の報酬等	6	2	4	33.3%
監査役の選任	124	16	108	12.9%
監査役の報酬等	8	0	8	0.0%
利益等の処分	161	26	135	16.1%
ストック・オプション	34	5	29	14.7%
自己株式の取得枠の設定	95	5	90	5.3%
退任役員への退職慰労金贈呈	133	57	76	42.9%
定款の一部変更等	184	90	93	48.9%
合併・分割・持ち株会社化	59	3	55	5.1%
営業譲渡	6	1	4	16.7%
資本準備金等減少の件	22	1	20	4.5%
合計	970	234	732	24.1%

(備考) 1. 対象は2002年7月～2003年3月に株主総会を開催した212社。  
2. 棄権票もあるため反対票と賛成票の合計は議案数に一致しない。

(出所) 厚生年金基金連合会。

(通商白書2003より引用)

また、アクティビストファンドの活動も注目できる。アクティビストファンドとは、経営に問題があると判断した特定企業に対して、株式を買い集めて大株主として経営者に圧力を加えるタイプの投資ファンドである。

彼らの行動は普通、年金基金などの機関投資家の行動より攻撃的である。日本で行われたアクティビストファンドの活動の代表例はMACの東京スタイルに対する行動である。東京スタイルの経営方針に反対するMACの代表村上世彰氏は東京スタイルの株式を買い集めて、余剰資金を増配と自社株買いで株主に払い戻すべきだと株主提案を行った。結果は失敗したが村上の得票が40%近くまで迫った。アクティビストファンドの今後更なる活動が期待される。

#### 6-4 大株主からのガバナンス

<sup>14</sup> この中で企業のあるべき「コーポレート・ガバナンス原則」と議決権の「具体的行使基準」を明確に定めた上で、議決権行使を株主価値最大化の重要な手段であると位置付け、受託者責任を果たすためにも適切な株主議決権行使が求められるとしている。

この節ではまず、かつて株主からの規律付けを妨げていた株式持合いが解消傾向にあることと、その受け皿となる機関投資家の株式保有割合が増加し、機関投資家が大株主としての役割を担うことが、予想できることを述べる。その次に、大株主が経営者を規律付けることが有効であることを示し、今後日本での機関投資家の株式保有割合上昇による大株主としての役割に期待することを述べる。

#### 6 - 4 - 1 持合解消と機関投資家の役割

かつて株主からの規律付けを妨げていた要因として、株式の持合いが挙げられる。株式持合いは経営の安定化や敵対的買収を防ぐ目的でなされていた。企業にとって、そういった持合い株は安定株式となり、その結果かつては株主が経営者へ圧力を与えることが困難となっていた。

しかし、90年代後半に入ると、株式持合いの解消が始まった。その理由は以下の通りである。

まず、98年の時価会計の導入決定によって保有株式を每期時価評価することとなり、株式の保有リスクが大幅に高まった。また金融機関が資産の収益を高める必要にかられていて、取引先の株式を保有する余裕がなくなったため、一方で企業側も銀行からの借入金の減少により、銀行株を保有する意味が薄くなったため持合いの解消が始まった。

現在、こういった持合い解消を進める政策面からの後押しもある。2001年11月に「銀行等<sup>15</sup>の株式等の保有の制限等に関する法律」が制定され、その結果、2002年1月に、銀行等保有株式取得機構が企業と銀行の株式持合い解消の受け皿として設立された。

銀行等保有株式取得機構は設立当初、格付けがトリプル B マイナス以上の銘柄に限られる上、取得機構に株式を売却する金融機関は売却額の8%を機構に拠出しなくてはならないなど使い勝手が悪かった。しかし、2003年9月、8%の拠出額の撤廃、各銀行が持ち込める銘柄ごとの上限撤廃や購入した株式は原則として2006年9月まで銀行等保有株取得機構が保有し続け、株式市場への売り圧力を和らげるなど銀行等保有株式取得機構が銀行などから買い取る際の条件を大幅に緩和され、使い勝手が向上し今後さらに持合い解消が進む事となると予想される<sup>16</sup>。

以上のように、持合い解消は今後さらに進む傾向にある。このような動きは、受け皿となる機関投資家の保有株式比率を上昇させると予想できる。これは、機関投資家の大株主化といえる。

#### 6 - 4 - 2 大株主の存在の効果

<sup>15</sup> 銀行、長期信用銀行、農林中央金庫及び信金中央金庫といった銀行とその子会社が対象

<sup>16</sup> 10月2日の日経新聞によると、2003年8月までの買い取り額が月平均110億円強だったにもかかわらず9月は1205億円に達したということである。主要行がTier1を超えて保有する株式は約1兆5000億円で縮小し、前年同期比約4兆2000億円の減少で持合い解消が進んでいることが明らかとなった。

## (1) 大株主の存在の効果

前項では、今後、機関投資家の株式保有割合が上昇することを述べた。ここでは、大株主の効果について述べる。結論から言うと、株主からの圧力を強めるために大株主の存在が望まれる。

その理由は、以下の2つである。

1つ目は機関投資家の保有比率の上昇が、株主によるガバナンスを強力にするものだからである。ある主体が大株主であるとすると、その大株主は企業の経営効率改善によって得られる利益が大きいので、経営者をモニターし圧力をかけるインセンティブが大きいからである。

2つ目はフリーライダー問題を緩和することができるからである。企業のモニタリングをするにあたって、機関投資家は当該企業の情報生産を行う必要がある。この際、少数株主によるフリーライダー問題<sup>17</sup>が生じてしまう。こうした問題に対して、十分に多くの株式を保有する大株主の存在が有効である。モニタリング費用は株式保有割合との関係が薄いですが、それによるリターンは保有割合と比例して増えると考えられるからである。外部の大株主がモニタリング活動等を通じて企業価値に対して正の影響を与え、個人投資家のプレゼンスは企業価値に対して負の影響を与えるという実証もなされている<sup>18</sup>。

大企業に対して大株主となりうるのは、機関投資家である。現在株式持合い解消やストックの重要性の増大、高齢化社会の進展など今後機関投資家に多くの資金が流れることとなる。そのため今後機関投資家の株式保有割合が上昇することとなる。今後、機関投資家が大株主となることが予想される。

以上の理由から、今後は大株主としての機関投資家によるガバナンスが重要となる<sup>19</sup>。

---

<sup>17</sup> モニタリングの際のフリーライダー問題とは、情報収集しアクティビストとして行動する費用を他の投資家が負担しなくても、アクティビストのモニタリングから経営改善の利益を享受できるということである。

<sup>18</sup> 金融市場局ワーキングペーパーシリーズ 「株式保有構成と企業価値」西崎・倉澤(2002)

<sup>19</sup> 大株主に頼ることに問題がある。株式をたくさん保有する場合には、保有株式の価値の変動リスクという余分なリスクを負う必要がある。また、株式所有者が分散していないと、市場での株式の流動性が小さくなり、このことも新たなリスクとなる。さらに大株主が経営者の活動に介入する見込みが強い場合には、経営者の事前的な経営努力の意欲を減退させるかのせいもある。さらに、少数株主と大株主の利益が相反する可能性もある。

## 7章 企業特殊的熟練が重要な企業のガバナンス

今まで述べてきたとおり，社会全体として資本市場からの圧力を強めていく必要はある．しかし，株主の影響力を強めすぎることが依然として都合の良い企業が存在する．企業特殊的投資が重要であり，従業員が残余請求者となることが望ましい企業がその代表例である．

第1部で述べたように，従業員が実質的な残余請求者となっていたことで，従業員は企業特殊的投資を積極的に行うことができ，企業の競争力の源泉となった．そうした企業は，株主権利を強めすぎても問題が生じてしまう．

### 7 - 1 メインバンクにかわるモニター

今までのガバナンス構造で問題が生じなかった背景として，メインバンクの存在と，フリー・キャッシュ・フローの少なさが挙げられる．しかし，現在この両方が崩れてしまっている．

そのため，メインバンクにかわるモニタリングの主体が必要である．その主体としては株主自身になるのが適当であるが，株主の影響力を強めすぎるとは，今まで述べてきたように企業特殊的投資が重要な企業にとって望ましくない．

### 7 - 2 対応策

株主への義務的支払いを保障しつつ，株主からの影響力を極力避けるために従業員が株主になることが有効な手段となりうる．このことによって安定株主創出にもなり，企業特殊的投資のインセンティブを損なうことなく株主重視を組み入れることが出来る．

従業員が株主となるための手段としては，今まで従業員持株会という制度があったが，任意加入であることや引き出しが自由であることから，対応策としては十分とはいえない．そこで，アメリカで導入されている ESOP と呼ばれる退職給付制度を利用した自社株買いの制度の導入を考える．

### 7 - 3 ESOP と従業員持株会

ESOP ( Employee Stock Ownership Plan ) とは，従業員持株会とともに，従業員が株主になる制度である．従業員が残余請求者になるのがふさわしい企業にとって，従業員が株主となるのはガバナンス上有効であると考えられる．以下では，従業員持株会，ESOP と順に説明する．



### 7 - 3 - 1 従業員持株会

従業員持株会とは、社員が少額ずつ積み立てて自社株を購入できる社員持株会制度である。これは貯蓄制度であり、従業員の加入は任意となっている。また、引き出しも自由に行うことができる。加入している従業員の支払う拠出金は、税引き後給料から天引きされることになるが、この際、税制優遇はない。ただし、企業は従業員天引き分に対し、10%程度の奨励金をだす。

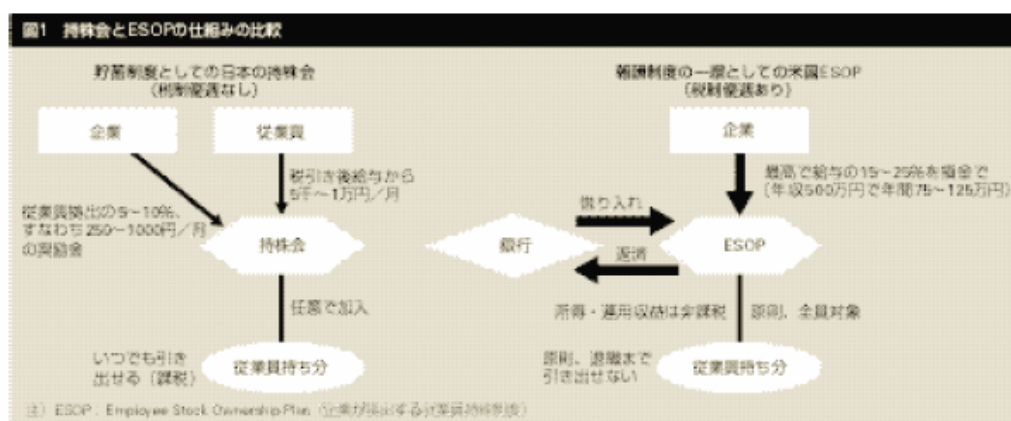
### 7 - 3 - 2 ESOP

ESOP とは、企業が従業員の報酬制度として導入する、企業の拠出（損金扱い）による従業員への税制優遇自社株配分制度である。原則として、従業員全員が対象になり、退職まで引出不可の確定拠出型退職給付制度である。

また、自社株を購入する際に借入れを行う（レバレッジド ESOP）ことが多い。これは米国における制度で、現在、日本では導入されていない。

ESOP は 最初に、信託として設立された ESOP が銀行から借入れをする。この際、企業が銀行に信用保証するのが一般的である。ESOP は借り入れた資金を使って自社株を購入する。購入した自社株は ESOP の仮勘定に入れられる。そして、企業は毎年、ESOP に対して一定の上限枠<sup>20</sup>の範囲で企業拠出を行う。この企業拠出は損金扱いとなる。ESOP は企業拠出を使い、借り入れを返済する。それに伴い、仮勘定にある自社株はあらかじめ決めたスケジュールで各従業員の口座に配分される。

図表：7 - 1 持株会と ESOP



（野村総合研究所「米国 ESOP の概要とわが国への導入」より引用）

<sup>20</sup> ESOP のタイプにより、給与総額の 15～20%となっている。

この ESOP を従業員持株会と比較すると、3 つの特徴があげられる。1 つ目は、借入れを利用するので、大株主を短期間で創出できることである。2 つ目は、ESOP は報酬制度の一環であり、原則、全員が対象となる点である。3 つ目は、引き出しと税制面の違いである。ESOP では、引き出しは原則 59.5 歳以降の退職時まで不可となる<sup>21</sup>。その見返りとして、所得税・運用収益については引き出し時まで非課税となるという税制優遇がある。

### 7 - 3 - 3 ESOP と他のガバナンス手段との比較

ESOP は借入れを利用して自社株を買い付けるため、株主としての規模は大きくなる。大株主として機能する仕組み、コーポレート・ガバナンス戦略の手段として注目すれば、比較対象は持株会よりも、自社株買いや LBO、MBO のほうが適切であるともいえる。

#### (1) 自社株買いとの比較

企業自ら自社株を買い付ける手段という点では、ESOP と自社株買いは酷似している。しかし、ESOP のほうが、借入れを利用すること、買い付けた自社株を償却するのではなく新たな株主（従業員）を創出することという点で、資本構成再編・株主構成再編を行う上ですぐれているといえる。

#### (2) LBO<sup>22</sup>、MBO<sup>23</sup>との比較

LBO、MBO とともに借入れを利用して企業を買収し、収益率の向上、資産構成の再編などの経営改善に取組み、将来の株価上昇を追及するという点で、ESOP（支配権まで必ずしもおよばないが）と酷似している。新株主となるものが、LBO では第三者たる買収人、MBO では経営陣、ESOP では従業員という違いだけである。

### 7 - 3 - 4 留意点

ESOP や従業員持株会を活用し、従業員が株主となることは、安定株主・従業員のインセンティブの創出に有効であるが、社会的にみて問題がない訳ではない。

リスクシェアリングの観点から見ると、勤め先の業績悪化、倒産といったリスクを回避するには、競合他社や他業種の株式を保有することが望ましい行動になる。もともと企業特殊的投資が大事な企業においては、従業員はすでに企業特殊的投資というリスクをおっていると考えられる。そのうえ、従業員に勤め先の企業の株を大量に持たせるとことは、

<sup>21</sup> 転職した場合はポータビリティ確保のため、IRA（個人退職勘定）に乗り換える。

<sup>22</sup> LBO（レバレッジド・バイアウト）とは、自己資金のみならず、買収先の資産や将来の CF を担保に金融支援うけ、企業を買収することをいう。

<sup>23</sup> MBO（マネージメント・バイアウト）とは、経営陣による買収である。

従業員が過度にリスクを負っていると考えられる。

また、従業員といっても同質的ではないことにも注意が必要である。例えば、若手と年配の従業員では、余剰の分配をめぐる考えが違ふのは容易に想像がつく。これから長期間働くことが予想される若手の従業員は設備投資に資金を回したいと考えていても、年配の従業員はその分を、今すぐ自分たちに配分したいと考えるだろう。

## 8章 展望

これからのコーポレート・ガバナンスは、一般的熟練が重要か、もしくは企業特殊的熟練が重要か、という分け方をした場合それぞれにあった形態があることを述べてきた。これは1つの分け方であり、実際には他の分け方も考えられ、他の様々な制度と組み合わせでそれぞれの企業環境などに合わせたガバナンス構造を考えていくわけであるが、企業特殊的熟練という観点からの区分はガバナンス構造を考えるうえで1つの有効な方法だと思われる。

今回の論文では、ガバナンスの欠如によって引き起こされる問題として、過剰投資、それに伴う過剰規模や多角化などをあげたが、ガバナンスの問題だけが解消されれば良いわけではない。もし、敵対的買収の脅威があったり、機関投資家からの圧力があつたりしても最適な事業規模にしていくための企業再編の手段がなければそれらの圧力は無いのと同じことになる。敵対的買収が行われ経営陣を入れ替えたとしても、事業再編するさいに効率的な手法が無ければ、結局入れ替えていない状態と変わらないからである。このことに関しては、日本には授業再編に関して効率的な手法が多くある。ただし、本論とは若干趣旨が異なるため、詳しくは補論に付すことにする。

今まで述べてきたように、それぞれの企業に見合ったガバナンスが強化されれば、企業を最適な事業規模・形態に押し出す契機となる。ガバナンスの強化により、非効率な多角化が解消され、過剰規模が縮小されることによって、日本企業が競争力をつけていくこととなる。

## 補論 1 情報公開

### 1. 近年の動向

東京証券取引所は、2005年3月期から上場企業に対して4半期ごとの財務内容の開示を義務付けた。今までは売上高のようなデータに限り4半期開示を義務付けているが、連結ベースの営業利益や経常利益、純利益など損益計算書の主要項目、総資産、株主資本も開示するように求めることにした。ただし、準備期間として3年程度の経過措置を設ける。

議題としては、4半期開示の信頼性を高めるために、今は不要としている外部チェックを義務付けるかどうかなどがある。アメリカでは、4半期開示時には「レビュー」と呼ばれる監査よりも簡単な会計士のチェックが入るのみで、本格的な監査は年1回だけである。一方、日本では中間・本決算の年2回にわたって監査を実施しており、それ以外に4半期開示の監査を行うとなると、企業の経理担当や会計士の実務は格段に増す。その対処として、仮に中間決算をやめるとすれば、社外流出を伴う配当の話につながり、税制との関連も考える必要がある。

また、開示までの所用日数の遅さも問題である。アメリカでは8割の企業が1ヶ月以内の開示するのに対して、日本では30~40日かかった企業がほとんどである。これでは、速報性が重要な4半期開示のメリットが十分に生かされない。

### 2. 情報開示の制度について

近年、財務諸表によって提供される現行の会計情報だけでは、企業状態が把握しにくい状態になっている<sup>24</sup>ため、業績評価や投資意思決定における有用性が相対的に低下しているとの認識が強まっている。そのため、会計情報以外の情報、つまり非会計情報の開示が求められるが、非会計情報は経営者の主観が入るものであり、理解可能性や比較可能性に劣る情報が増えて、かえって利害関係者が混乱する可能性も指摘されているため、経営者のインセンティブを考慮したうえで情報開示の制度を構築していくことが必要である。

情報開示に関する経営者のインセンティブは状況により様々に変化する。企業状態がいいときには、積極的に開示するインセンティブが高まるし、反対に業績悪化のときには開示しない。また、自らにストック・オプションを付与する前に悪い情報を開示し、付与後に良い情報を開示するなど、情報を歪めるインセンティブも存在する。

---

<sup>24</sup> 経済のソフト化により、無形資産などの会計上は基本的に認識されない資産が主たるキャッシュ・フローの源泉になっている企業が増加していること、経済の急激な変化に伴い、将来の不確実性が高まり、現行の実現概念を重視する会計情報より将来的な情報に対するニーズが高まっている。現行の会計制度は、有形資産によるキャッシュ・フローの獲得を前提にしている。

よって、経営者の裁量に任せた開示を求めつつ、その判断材料となった資料の開示も同時に求めていくことによって、客観的な価値の把握を図っていきできるようにしていくべきである。そして、非会計情報の開示をしない企業に対しては、市場からの資金調達コストの上昇といった形でのペナルティが与えられるようにしていくことが望ましい。

### 3. 非会計情報

企業評価のために求められる、非会計情報のうち主要なものである、会計利益に修正を加えた業績評価指標、予測利益、MD&A、リスクに関する情報、情報作成プロセスなどの内部統制システムに関する情報、を紹介しておく。今後、このような情報を開示していき、十分に開示していない企業に対しては、資金調達の際にその分のプレミアムをつけるというペナルティを与えることを通じて開示を迫っていくべきである。

会計情報と非会計情報の違いは下記参照

	財務諸表本体・注記	財務諸表本体・注記以外
財務情報	会計情報	非会計情報
非財務情報	会計情報	非会計情報

#### 会計利益に修正を加えた業績評価指数

会計利益に修正を加えた業績評価しすうとしては、EVA<sup>25</sup>、EBITDA<sup>26</sup>、プロフォーマ利益がある。これらは、より業績のコア部分に近い利益情報を提供しようとするものである。ただ、EVAやEBITDAがどちらかといえばアナリストなどの外部のイニシアティブによって提供されるのに対して、プロフォーマ利益は個々の企業のイニシアティブによって提供されるという点で異なると考えられる。

#### ・EVA、EBITDA

EVAとは、税引き後営業利益から資本コストを控除することによって算出する業績評価指標であり、資本コストの概念を指標の中に取り込んでいることや保守的な会計処理から生じるとされるバイアス（会計アノマリー）を調整していることに特徴がある、とされている。

従来、企業の業績評価指標としては主として株価やROE（株主資本利益率）が用いられてきていたが、株価は経営者の努力とは関係ないマクロ経済動向などによっても変動するという意味でのノイズが大きいと、業績評価指標としては必ずしも適切ではないとの批判があった。また、ROEについては、その分子として利用される会計利益が、企業経営者

<sup>25</sup> EVA(Economic Value Added)はStern Stewart社の登録商標である

<sup>26</sup> Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization（金利、税金、償却前利益）の略

の裁量的な利益処理に応じて増減する可能性があるといったことが指摘されていた。

これに対して EVA は、株価に比べて経営者の努力以外のマクロ経済要因に左右される余地が小さく、株価の無い非公開会社にも適用できるほか、事業部ごとの評価が可能となり、内部組織単位での業績評価に資する。また、資本コストを考慮することにより、株主に対する責任を果たしたうえで、企業が最終的にどれくらいの業績をあげることが出来たのかが測定可能になる。

EVA に対する批判としては、正確な資本コストの測定が困難であること、株式リターンの変動リスクを加味していないため、これのみにより業績評価を行うと過剰なリスクをとって業績をあげようとするインセンティブを経営者に与えやすいこと、1 期ごとの短期的な評価となるため将来の利益の犠牲により現在の利益が改善されているような場合にも、プラスの業績として評価してしまう可能性があること、会計調整項目の多くは非公開であり、その算出根拠が不透明であることなどの点が指摘されている。

このほか、会計利益に修正を加えた業績評価指標としては EBITDA が注目されている。これは、税前利益に支払利息、固定資産の減価償却費を加えて求められるもので、企業間の金利、税率、会計処理の違いを最小限に押さえた業績評価指標の算出が可能とされている。そのため、海外に多くの子会社を持つグローバルな企業を分析する際や、海外の同業他社との収益力を比較する際に有用な指標と考えられている。

ただし、最近のハイテク関連企業の相次ぐ破綻により、多額の設備投資による金利負担や減価償却費の増加を考慮しない EBITDA の業績評価指標としての有効性が疑問視されている。

#### ・プロフォーマ利益

企業独自の判断で会計収益に一定の収益を加えて公表する業績評価指標。無形資産を主たるキャッシュ・フロー獲得の源泉としている企業など、会計利益だけでは当該企業の特殊性を考慮した経済価値を十分に把握できない場合に有効に機能する可能性がある。

プロフォーマ利益を公表する企業の特徴としては、会計利益と株式リターンの相関が低い企業、ハイテク企業、成長企業、利益変動の大きい企業、および前期の同 4 半期よりも当期の同 4 半期における利益が少ない企業、ということがあげられる。

#### 予想利益

経営者の視点を通じた将来の会計利益の予想値。証券取引所の要請により、上場企業は決算短信において次期の売上高、経常利益、当該利益、1 株あたりの配当金などに関する予想値の開示が求められている。

MD&A ( Management's Discussion and Analysis of financial condition and results of operations )

経営者による過年度の財務状況・業績や将来見通しについての説明および分析。MD&Aの開示はアメリカでは SEC 規則によって要求されているほか、証券監督者国際機構 (IOSCO) により 1998 年に公表された「多国間公募および上場の円滑化のための開示基準」でも開示が推奨されている。

MD&A は、文章・記述による開示のため、数値の読解が苦手な情報利用者にとっても、会社のこれまでの成果や現状についての理解が容易になるということ、将来指向的信息提供が可能となること、注記による方法と比べて、重要情報を強調しやすく財務諸表との対応関係が比較的自由で、原因の説明や傾向の説明にとどまらず、それについて経営者はどう考えるかといった「討議と分析」に関する情報が提供される、といったことがメリットとしてあげられる。

ただし、具体的な内容に対して経営者の裁量が認められているため、監査や第三者期間によるレビューが行いにくく、情報の信頼性の保障が難しいといった問題点が指摘されている。

#### リスクに関する情報

会計情報では、基本的にリスク情報が提供されていないが、企業の将来キャッシュ・フローを見積もる際に当該企業がどのようなリスクを抱えているのかという情報は不可欠である。アメリカでは、GAAP や SEC 規則で市場リスク、信用リスク、オペレーショナル・リスク、アカウンティング・リスクに関する情報の開示が要求されている。

#### 情報作成プロセスなどの内部統制システムに関する情報

内部統制システムとは、経営陣の構成や責任の所在、報告系統など基本的な組織構造や、報酬制度などを含むインセンティブ構造に関するものまでを含む。

アメリカでは、株主がガバナンスの観点から経営陣の業績を評価し、報酬システムが適切に設計・運用されているかをチェックするためには、経営者などの報酬制度に関する情報が重要であるとの考えから、1980年代より証券取引法や SEC 規則などにより、経営陣の報酬制度に関する情報の開示が要求されているほか、ガバナンスにかかる取組み状況に関する情報や外部監査の独立性に関する情報と、その実効性の評価を記載した内部統制報告の開示が義務付けられるようになった。

日本でも、銀行については銀行法上、リスク管理体制および法令遵守体制を業務報告書に開示しなければならないとされているほか、上場企業については、東京証券取引所にお



ける理事長要請により、コーポレート・ガバナンスに関する取組み状況や今後の計画について開示することが推奨されている。

## 補論 2 事業再編

本文の 4 章でも述べたが、現在の日本企業は非効率的な多角化によって競争力が低下してしまっている可能性がある。また、近年の IT 革命、モジュール化の進展によって最適な企業規模が縮小してきているとの指摘もある。そうしたなかで、企業の割引現在価値である株主価値を強く意識することは、将来の企業価値の最大化へむけた行動を後押しし、事業の選択と集中を加速するものと考えられる。ガバナンスが強化され、株主からの圧力が強まることは、企業を事業再構築へと押し出す契機となる。

ここでは、事業再編の手法を M&A&D という概念で整理し、次に事業再編を後押しするであろう持ち株会社制、株式交換制度等について説明する。

### 1 事業再編の手法

#### 1 - 1 M&A&D

M&A とは、Mergers & Acquisitions の略であり、合併企業の合併(Mergers)および買収(Acquisitions)を意味している。

通常、M&A といった場合、M&A をする側の戦略に焦点が当てられがちであるが、会社再構築の手法として用いられるという意味では、M&A される側、つまり「売り手」としての M&A の活用が論点になるため、Divestiture (分離・売却) をくわえて、M&A&D という概念でとらえていく。

#### 1 - 2 M&A&D の諸類型

ここでは、M&A&D の種類について説明する。一般に M&A といった場合、様々な種類があるが、ここでは会社再構築の局面で取り得る M&A にしぼって説明する。ここで扱うのは、株式譲渡、営業譲渡、合併、第三者割当増資、株式交換である。ただし、合併、株式交換については、持株会社の項目で触れることにする。また、MBO、アウトソーシングは広義の M&A に該当すると判断し、ここで扱う。最後に、Divestiture の手法として、トラッキング・ストック、スピン・オフ(企業分割)について触れる。

#### 1 - 3 狭義の M&A

##### (1) 株式譲渡

###### 概要

株式買収は対象会社の株式の全部もしくは一部を取得することにより、経営権を取得するものである。ここでのポイントは、発行済み株式数の何%までを取得する必要があるかと

いう点である。

持株割合と支配権については、単純にいうと、

100%保有=完全な支配権

3分の2超の持分=少数株主権の存在以外は完全な支配権

50%超の持分=通常の事業運営には十分な支配権

3分の1超の持分=重要事項に関する拒否権

と分類できる。

## 法規制

株式買収に関わる法規制は、大きく商法と独占禁止法に分かれるが、ここでは、商法上の規制を紹介する。

### ・ 株式譲渡制限

株式の流通性は商法で認められているが、日本に多い中小企業のオーナー会社は、その閉鎖性から会社にとって好ましくない株主が出現し経営に参加することを防ぐために、株式の譲渡制限が認められている。しかし、こういった会社は、所有と経営が分離しておらず、証券取引所への上場も不可能なため、これ以上は言及しない。

### ・ 親会社株式の取得禁止

商法では資本充実に要請する趣旨から親会社の株式を子会社が取得することを、一定の場合を除いて禁止している。

### ・ 公開買付け(Take Over Bid :TOB)

公開買付けは、上場及び店頭登録会社の株式を証券取引所外で直接買い付ける方法をいう。証券取引法では、市場外で株式の取得を公開買付けの方法によらなくてはならないかどうかについて以下のような規定がある。

イ) 買付け後の株式保有割合が5%を超えない場合は、買い付ける相手方の人数にかかわらず対象外

ロ) 買付け後の株式所有割合が5%~3分の1までの場合で、買い付ける相手方が10人以下であれば対象外

ハ) 買付け後の所有割合が3分の1を超える場合、買い付ける相手方の人数にかかわらず、適用対象

ニ) 買付け前の株式所有割合が50%をこえているものによる追加取得の場合は、買付けの相手方が10人以下であれば対象外

## (2) 営業譲渡

## 概要

営業譲渡とは、一定の営業目的のために組織化され、有機的に一体として機能する財産であるところの営業の譲渡を指す。事前の契約で、引き継ぐ資産・負債を指定できることが特徴としてあげられる。

営業譲渡は、M&Aの一手法として、買収対象会社の営業の全部もしくは一部を譲渡するほか、会社の分割や会社再建のための第二会社の設立手法に用いられることがある。

## 法規制

営業譲渡の場合も、株式譲渡の場合と同様に、商法と独占禁止法の規制が存在したが、現在では独占禁止法による営業譲受け等の届出制度が随分緩和されてきているため、ここでは、商法上の規制を紹介する。

### ・ 株主総会の特別決議

営業譲渡を行う会社は、営業を譲渡する会社にあつては必ず、譲り受ける側の会社にあつては重要な場合に限り、株主総会の特別決議が必要となる。

### ・ 競争禁止義務

営業譲渡を行った場合においては、当事者間で特段の意思表示がない限りは、譲渡会社は同一または隣接市町村内において20年間同一の営業を行うことができない。

### ・ 営業譲受人の責任

営業譲受人が営業譲渡人の商号を引き継いで使用する場合は、営業譲渡人の営業により生じた債務については営業譲受人にも弁済の義務が生じる。

### ・ 上場廃止基準との関係

証券取引所の上場規則では、上場会社が営業譲渡・譲受けを行った場合には、上場廃止とされる場合があることに注意が必要となる。

## (3)第三者割当増資

### 概要

第三者割当増資とは、特定の第三者に新株を発行して引き受けさせる行為を指す。この行為により、従来の株主の実質持分が変わることになるので、既存株主の利益保護の観点から商法上に手続きが定められている。

### 法規制

#### ・ 授權資本株式数

新株発行による増資であるので、定款に定められた授權株式数を超えないことが必要で

あり、もし超える場合は定款の変更が必要になる。

- ・ 「特に有利な発行価格<sup>27</sup>」での第三者割当増資

第三者割当増資の場合、その第三者に対する発行価格が特に有利な発行価格である場合には、株主総会の特別決議が必要である。この規定は、適正時価よりも低い価格で新株を発行すると、既存株主の経済的価値を減少させることになるため、それが不当に行われるのを阻止する規定である。

- ・ 株式の譲渡制限のある会社の第三者割当増資

株式の譲渡制限のある会社において株主以外の第三者に対し、新株を発行する場合には、発行価格に関わらず特別決議が必要とされている。

- ・ 預託期間

上場会社が行う第三者割当増資に関しては、証券取引所の規則により、その割当てを引き受けた者は2年間以上にわたり長期保有することが義務付けられている。

#### 1 - 4 広義の M&A

##### (1) MBO

MBO（マネジメント・バイアウト）とは、買収対象会社内部のマネジメント（経営陣）が、経営していた会社あるいは事業部門をその所有者である親会社等から買収することを指す。M&Aの一形態であるが、内部者が買収する点に特徴がある。

MBOは、買い手である経営陣からみれば独立する手段であるが、もとの所有者（親会社）側からみれば、会社再構築のための子会社・事業部門切離しの手段であり、この点が企業リストラの一つの手段として注目されている。

MBOは、LBO型のスキームで実施するのが一般的である。これは、よほど小規模の会社について行う場合を除けば、どうしても経営陣の自己資金では不足してしまうからである。また、資金調達時に負債を組み合わせることは、資金調達を考える上でもプラスである。

以下では、典型的なスキームとして、親会社に支配されている、子会社をMBOの手法によって切り出す場合を紹介する。

最初に、MBOを行おうとする子会社の経営陣は、事業の受け皿としての持株会社を用意する。この持株会社には、経営陣が普通株式による出資を行うが、それだけでは不十分な

---

<sup>27</sup> 当該第三者割当増資についての取締役会決議の直前日を最終日として、それよりさかのぼる6ヵ月以内の任意の日を初日とする期間の終値平均に0.9を乗じた価格を発行価格の下限とすることと証券業界の自主ルールである「時価発行増資に関する考え方」に示されている。

のが普通である。そのため、ベンチャーキャピタルやプライベートエクイティファンドなどの出資を仰ぐことになる。このとき、普通株だけでなく、優先株やCB（転換社債）などによって資本・負債を調達する。また、商業銀行から融資を受けることもある。

このようにして、資本・負債で買収資金を調達し、それを現所有者である親会社に子会社の株式の譲受代金として支払い、当該子会社の株式を譲り受ける。これによって、当該子会社は、持株会社が支配することになる。この子会社を持株会社に吸収合併する場合もある。

### MBO と会社再構築

#### ・事業を切り離す会社側の事情

2000年3月期から連結主体の会計制度になり 株主価値を高めることが求められている。そのためには、グループ全体で投資の集中と選択を進める必要があり、ノンコアの事業は、たとえ黒字であっても、事業ポートフォリオ見直しの結果、撤退の対象となる。

こうした際に、会社再構築の手段としてMBOを使うことは、切り離し後も従前通りの親子取引ができる上に、ブランドネームなどの利用継続が図られ、企業の社風・伝統も継続される。また、買い手である経営者は内情をしっているため売り手にいい値段が期待できる。

また、MBOは外部に対する売却でなく、現経営陣となるため、心情的に「のれん分け」になり日本的な経営観念にも合う。最後に、中堅・中企業の場合においても、創業者世代の引退にともなう引継ぎにも応用できるという利点もある。

#### ・買い取る側の事情

年功序列・終身雇用という慣習が崩壊し、必ずしも平穩に定年をむかえられるとは限らなくなった。そうした中で、起業したいというサラリーマンが増加していることや、より激しい成果主義をもとめ、キャピタルゲインを得ようとする者もいる。

また、いままで経営していた企業や事業分野なので、情報が豊富にあり、起業のリスクを減らすことができる。

#### ・資金を貸付、投資する側の事情

長引く不況の中で、優良な貸出先が減少している。その一方、MBOはすでに成熟した企業を対象にするため将来のキャッシュ・フローが読みやすく、従来の担保主義ではない、将来のキャッシュ・フローを担保にした貸付が可能になるメリットがある。事業に精通した経営陣がオーナーになり、将来のリスクを読みやすいMBOは現在の日本では、「ミドルリスク・ハイリターン」を期待できる大変有効な手法である。

### MBOのメリット・デメリット

## メリット

- ・ M&A の際、簿外債務の存在が障害となるが、当該会社の経営陣は買い手となるため、問題となるケースは少ない
- ・ 一般の M&A では、買収後大量に従業員を解雇する場合があるが、MBO は事業継続が基本なので、雇用は通常維持される
- ・ MBO の対象は、リストラの対象となるくらいなので、すでに確立したビジネスである場合が多く、将来の損益が読みやすい
- ・ MBO は親会社の支配を離れるため、経営陣や従業員に強いインセンティブを与えることになる
- ・ MBO は、親会社が経営陣にのれん分けをして独立を支援するとも考えられ、日本企業の文化と一致する

## デメリット

- ・ 負債の額が増え、金利と元本返済が重く経営を圧迫することになる。
- ・ 事業から得られたキャッシュ・フローをまず返済にまわすので、設備投資や研究開発に支障がでる恐れがある

## MBO の諸類型

MBO は、経営陣による買収であるが、その他に色々な種類がある。ここでは、それらを紹介する。

### ・ MEBO

MEBO (マネジメント・エンプロイヤー・レッド・バイアウト) は、経営陣に加え一部の従業員も出資して買収を行うものである。従業員のモラルの向上が期待される。

### ・ EBO

EBO (エンプロイヤー・バイアウト) は、従業員が会社を買収し、その後の経営をおこなっていくものである。従業員に加え、外部から専門的経営陣を招聘する場合もある。

### ・ MBI

MBI (マネジメント・バイイン) は、対象会社の外部のマネジメントチームが買収対象会社あるいは買収対象会社を買収するものである。この場合、同一の業界で経営経験を有する者や会社再建の経験者で構成される場合が一般的であるが、あくまで外部からの買収であるため、情報面などで不利になる。

### ・ BIMBO

BIMBO（バイイン・マネジメント・バイアウト）は、会社の外部から加わる新しい経営陣と現状の経営陣とが共同で経営を行うものである。MBI のリスクが軽減され、また経営陣に専門的知識を有する者を招聘できる。

## (2)アウトソーシング

アウトソーシングとは、ある組織から他の組織に対して、組織の機能やサービスのすべてまたは一部を委託することである。換言すると、業務のすべてまたは一部を外部の組織に任せる委託や外注をさす。

アウトソーシングは、経営戦略を達成するために必要な経営資源取得のための手段である。ここでいう経営資源とは、不足していれば事業を継続できないものであり、具体的には、人材、技術、販売力、生産能力、物流能力、情報システムなどである。企業が経営資源を入手する方法として、次の方法が考えられる。自社で人材を雇用し技術を自社開発する方法、生産設備を購入し行員を自社で雇用する方法など自社で調達する方法のほか、広義の M&A を使い他社から入手する方法がある。その中で、アウトソーシングは、資本提携することなくかつ経営資源を保有することなく、早期に経営資源を入手する手段である。

また、アウトソーシングは、請負的アウトソーシングと戦略的アウトソーシングに分けることができる。請負的アウトソーシングは以前から行われているもので、主活動の支援活動（全般管理、人事労務管理など）が担当範囲となるが、戦略的アウトソーシングは購買物流や製造、マーケティングなどの主活動が領域となる。

### 請負的アウトソーシング

研修、施設管理等の支援活動業務を考える。以前は、保養所を自社で管理しているケース、土地建物を自社で取得し社員の社宅用に自社で管理するケースなどが見受けられたが、有効活用できていたとはいえなかった。そうした中で、有効活用できていない施設を売却し、その資金を本業にむけ資源の有効活用を図るようになった。施設の活用が必要ならば、専門業者に委託するケースがみうけられる。これが、請負的アウトソーシングである。

### 戦略的アウトソーシング

90 年代後半の情報技術の発達や物流システムの発達によって、企業は最適資材調達がしやすくなり、消費者は以前とくらべ商品の選択の幅が広がった。また技術革新の速度が加速し、マーケットの中での不確実性がました。こうした中で、企業にとっては経営資源を集中化し、マーケットに対し俊敏性、機動性を確保することが重要となった。以下では、そうした集中をおこなっている企業を紹介する。

#### ・ ファブレス企業

ファブレス企業とは、製造部門を外部委託している企業のことを指す。技術開発のスピ

ード化，製品のライフサイクルの短命化，消費者嗜好の変化等の環境化で，専用設備ラインを設けると，投資額が回収できないリスクが発生する．それを回避するためにアウトソーシングするケースがある．それにより，損益分岐点を引き下げるのである．また，量産技術や工程管理，品質管理などに関するノウハウがない場合にも，有効である．

#### ・ コアコンピタンス企業

企業の得意分野（コア）に経営資源を集中し，それ以外の分野はすべて外部委託するという企業のことをコアコンピタンス企業という．技術革新が速い分野にいる企業にとって，余計なモノを抱え込むと身動きが取れなくなってしまふ．そうした企業に対しアウトソーシングは有効である．

### 1 - 5 会社分割

ここでは，Divestiture（分離・売却）について説明する．Divestiture といっても，親会社との資本関係が強く残るものから全く残らないものまで様々な種類が存在する．比較的強く資本関係が残るものとしては，トラッキング・ストック，分社化（物的分割），子会社株式公開（IPO）などがあげられる．また，資本関係が断絶するものとしてスピン・オフ（人的分割）がある．

この節では，最近制度整備がすすんだトラッキング・ストック，スピン・オフについて説明する．

#### (1) トラッキング・ストック

トラッキング・ストックとは，特定の事業部門や子会社の業績に株価を連動させて，利益配当を行う株式のことである．株式の発行は親会社が行うため，調達した資金は親会社に入ることになる．正式名称は，子会社連動配当株という．平成 11 年の商法改正による種類株式の多様化により，日本でも発行が認められた．

企業が普通株式を発行する場合，企業内の事業業績は総合的に評価される．そのため，業績の良い事業部門は，コングロマリット・ディスカウント（高成長・高収益の見込みのある事業が，低い評価を受ける）の傾向がある．しかし，事業部門を分社化して株式公開を行うと，支配力低下を招いてしまふ．そこで考え出されたのがトラッキング・ストックである．

#### (2) スピン・オフの諸類型

スピン・オフとは，子会社や事業部門の株式を既存株主に割り当て分離・独立させる方式のことである．この場合，子会社の株式は，外部へ売却するのではなく自社の既存株主に無償で割り当てる形式が取られる．アメリカで広く行われた理由のひとつに税制がある．

子会社や事業部門を他社に売却した場合，売却益にたいして課税されるが，スピン・オフは原則無税である．（日本の税制については後述）スピン・オフの目的は，子会社株分離



による資金調達ではなく、分離される事業の潜在価値を顕在化することにより、全体としての株主価値を高めることにある。

#### スピン・オフ

スピン・オフは、親会社とその事業部門または子会社の全部を親会社の既存株主に、持株比率に応じて無償で割り当てる方式である。分離される子会社は、スピン・オフ後、短期間の内に株主公開されることになる。既存の株主はスピン・オフによって、本体と分離された会社の2社の株式を保有することとなり、その2社の株主価値の合計が、以前の株式価値より上回る場合に投資利益を得ることになる。

#### スプリット・オフ

スプリット・オフとは、親会社が事業部門を分離した子会社ないし既存の子会社の株式を、自社の株主に自社株と交換で交付する方式である。この場合、株主は、新会社か既存の会社かどちらを保有するか選択することになる。スプリット・オフ時に、親会社株式を継続保有して当該企業の株主のままでいるか、保有株式の全部（または一部）を新会社株式と交換して、新会社株主となるか決定する必要がある。

#### スプリット・アップ

スプリット・アップとは、会社が複数の事業部門を別々の分割会社として100%子会社化した上で自らは清算し、残余財産の分配として、それら分割新会社の株式を自社の株式に分配するスキームのことを指す。

### (2)日本の税制

アメリカで、無税という点が有利に働いたと説明してきたので、ここでは日本の会社分割税制について説明する。会社分割は、商法改正により新たに導入された制度で、平成13年4月1日より施行された。

税務上の処理と適格要件をまとめると、次のようになる。

#### 原則課税取引

組織再編により資産の所有権が移転するととらえ、分割法人に譲渡益課税されるほか、新株の交付を受けた株主にみなし配当課税、株主に金銭等を交付する場合は譲渡益課税される。しかし、適格要件をみたせば、非課税となる。

#### 適格要件

適格要件を満たす分類としては、グループ内の再編、共同事業目的の再編の二種類があ

る。具体的な要件としては、再編時に現金の交付がないことや分割事業の移転と継続、主な資産・負債の移転があること、また従業員の 80%以上の従事というのが二種類共に共通するほか、共同事業目的の再編の場合、分割事業と分割継承事業とが相互に関連することなどが加えられる。

## 2 持株会社制度

平成 9 年 6 月に独占禁止法が改正され、それまで禁止されていた純粋持株会社が解禁され、平成 10 年 3 月に銀行法等の改正により金融業を傘下におく金融持株会社についても解禁された。また、それを後押しする株式交換・移転制度も平成 11 年に整備された。

以下では、事業再編を後押しするであろう持株会社について説明する。

### (1)持株会社

持株会社とは、株式を所有することで他の会社の事業活動を支配することを目的とした会社である。持株会社には、純粋持株会社と事業持株会社がある。純粋持株会社が、持株会社自身では事業を行わず、持株会社に専念している会社であるのに対し、事業持株会社は自らも事業をおこなう会社である。事業持株会社は以前から認められていたが、純粋持株会社は平成 9 年 6 月の独占禁止法改正で認められた。

### (2) 禁止されている持株会社

事業支配力が過度に集中することになるような持株会社は依然禁止されている。以下で具体的な分類を示す。

- ・ 持株会社グループの規模が大きく、相当数の事業分野において別々の大会社を有する場合（例、6 大企業集団）
- ・ 大規模金融会社と金融以外の業務を営む大会社（例、持株会社が都市銀行と不動産会社を持つこと）
- ・ 相互に関連のある相当数の主要な事業分野それぞれにおいて別々の有力な会社を有する場合（例、同じ持株会社の下に自動車会社、自動車関連事業分野をもつこと）
- ・

以上が、禁止されていることであるが、例外として以下は認められている。

- ・ 自社が現に営む事業部門を子会社化し、持株会社化する場合
- ・ ベンチャーキャピタルの場合
- ・ 金融会社が相互参入する場合
- ・ 小規模の場合

### (3)持株会社の設立方法

持株会社の設立方法には、抜け殻方式や買収方式、第三者割当増資方式、三角合併方式、銀行持株会社創設特例方式のほか、株式交換方式と株式移転方式がある。後者の二つについては、別途説明する。

#### 抜け殻方式

子会社を設立し、その後、現物出資等で事業の全部を移転し、子会社は事業会社となり既存会社は持株会社となる。この方式を抜け殻方式という。

メリットとして、100%子会社化することが容易で、資金もあまりかからないことがある。デメリットとしては、検査役の調査が必要な場合があることや、財産移転に伴う課税問題があげられる。

#### 買収方式（公開買付け方式）

買収方式とは、将来持株会社となる会社をあらたに設立し、その会社によって現在の事業会社の株主から株式を買収する方式である。買収の際には、原則として公開買付け方式がとられる。

メリットとして、検査役の検査が不要であることや、事業法人の実態に変化がないので権利義務の承継手続きが不要であることがあげられる。

デメリットとしては、多額の資金が必要になることがあげられる。

#### 第三者割当増資方式

第三者割当増資方式とは、将来持株会社となる会社を設立し、その会社が第三者割当増資を行う方法である。現在の事業会社の株主は、当該株式を現物出資し、持株会社の新株式の割当をうけることになる。

メリットとしては、権利義務の承継手続きが不要で、多額の資金が必要でないことがある。

デメリットとしては、少数株主が残る可能性があることや、課税の問題がある。

#### 三角合併方式

三角合併方式は、事業会社が持株会社の下に入るために、事業会社のほかに、持株会社と仮想会社の合計3社を使うことに特徴がある。

まず、事業会社が将来持株会社となる会社を設立し、さらにその子会社（仮想会社）も設立する。その後、仮想会社と事業会社が合併して一つの会社になる。その際、事業会社が存続する（仮想会社が消滅する）場合を逆三角合併、事業会社が消滅する（仮想会社が存続する）場合を正三角合併とアメリカでは呼んでいる。

メリットとしては、多額の資金がいらぬことや、現在の事業会社を100%子会社として持株会社の下におけること、また逆三角合併方式は事業会社の法人格がそのままであるた

め、権利義務の承継手続きが不要、正三角合併方式では事業会社の権利義務を包括承継した会社が存続会社となるため、資産を簿価で引き継げることがある。

デメリットとしては、株式の付与の問題や課税の問題がある。

#### 銀行持株会社創設特例方式（正三角合併方式の変形）

既存の銀行が、金融持株会社を設立し、その持株会社が子会社（新銀行）を設立、その後、新銀行が既存銀行を吸収合併する方式である。特例として、譲渡益課税や有価証券取引税<sup>28</sup>の免除、繰越欠損金の引継ぎ、登録免許税の減額などあげられている。ただし、銀行以外の金融機関には、認められていない。

### 3 株式交換制度等

株式交換制度は、法律的には完全親子会社関係を創設する組織法上の行為だが、分析的には、完全子会社となる会社の株主による強制的な株式（完全子会社となる会社の株式）の現物出資とこれに対応するその株式を受け入れる会社（完全親会社となる会社）の新株発行という構成をとる。通常の現物出資は、会社と個々の出資者との合意によるが、株式交換においては、個々の株主の意思ではなく会社の行為の効果として、個々の株主の有する株主が他社の会社に移転する。平成 11 年の商法改正により利用可能となった。株主交換制度を使えば、キャッシュレスでターゲットカンパニーを 100%子会社にして買収することができる。

株式移転は、複数の子会社の株主がそれぞれ保有する全てを現物出資して持株会社を設立し、それぞれの株主はその対価として新規設立された持株会社の新株を取得する。端的に言えば、複数の既存の子会社が合意して、その完全親会社を新設することになる。一方株主の立場からすれば、各々保有する子会社の株式すべてと、持株会社株式との交換をすることになる。

#### 3 - 1 株式交換・移転制度の活用類型

##### (1) 企業買収型（M & A 型）

企業買収型（M & A）の株式交換を、キャッシュ買収と比較すると、買収資金の手当てが不要なこと（キャッシュレス・メリット）、言い換えると自社株を通貨として活用できること（コーポレート・カレンシーメリット）および、租税特別措置法の適用により一定の条件の下に被買収企業の株主（つまり株式譲渡側）の株式譲渡益課税の繰り延べが認められていること（タックスフリーメリット）の 2 つのメリットが挙げられる。

合併と比較すると、合併には従業員の給与・人事体系の統合や組織の統合が必要で、それに費やす労力が極めて大きいという実務面でのデメリットがある。株式交換方式を利用

---

<sup>28</sup> 有価証券取引税は平成 11 年 3 月 31 日に撤廃

して、買収の相手方企業を別法人格とするほうが望ましい場合もある。一方で合併は複数の会社が同一の会社となるのでうまくやれば効果は大きい。財務上の観点から考えると、合併では合併比率如何によっては課税対象となる場合もあるが、株式交換は課税の繰延(非課税)条件さえ満たせば、株式交換比率の如何に関わらずタックスフリー買収ができるという税務メリットがある。

#### (2)子会社の完全子会社化型

上場子会社である子会社に少数株主が存在すると、親会社と子会社の少数株の利害は必ずしも一致しない。連結経営の観点からは、子会社の少数株主の存在がグループ経営全体の効率性を阻害する場合も有り得る。また、連結決算上も、少数株主持分に相当する利益は、連結業績に繁栄することができない。したがって、子会社を完全子会社化して、子会社の少数株主を親会社の株主にしてグループ経営による果実を共有化しようとするのは合理的な戦略といえる。

#### (3)企業グループ再編型

- ・事業持株会社化として、持株交換が活用されるケース
- ・純粋持株会社の設立のために株式交換・移転制度を活用するケース

などがある。

メリットとして

- ・連結財務諸表にグループ各社の業績を反映し、グループの統一的な経営を目指す一方で、各社の事業の独立性を維持すること
- ・グループ関係会社の整備を、それら関係会社の合併ではなく、各社の独立性を維持できる持株会社による子会社化によって解決すること

が考えられる。

#### (4)合併類似・代替型(合併もどき型)

複数の会社が合意して合併の代替として共同持株会社を設立するもの。

#### (5)自己株主処理活用型

通常の株式交換では、完全子会社となる会社の株主に株式を新規に発行するが、所有する自己株を新株発行に代えて、完全子会社となる会社の株主に交付することも認められている。これを活用した場合、税務上も当該自己株式の交付は資本取引とみて、簿価と時価の差額に相当する譲渡損益を認識しないことになっている。また、会計上、公式見解の発表はないが税務と同様に資本取引として取り扱うことになる。したがって、これを利用すれば、自己株式に係る含み損益を顕在化させずに、自己株式をバランスシートから排除できることになる。

## 参考文献

- |                |                         |                      |
|----------------|-------------------------|----------------------|
| 青木昌彦           | 「経済システムの進化と多元性」         | 1995 東洋経済新報社         |
| 青木昌彦, 奥野正寛編    | 「経済システムの比較制度分析」         | 1996 東京大学出版会         |
| 青木昌彦・ヒュー・パトリック | 「日本のメインバンク・システム」        | 1996 東洋経済新報社         |
| 青木昌彦・ロナルド・ドーア  | 「国際・学際研究システムとしての日本企業」   | 1995 NTT出版           |
| 池尾和人           | 「現代の金融入門」               | 1996 筑摩書房            |
| 伊丹・加藤野・伊藤編     | 「日本の企業システム」1・2巻         | 1993 有斐閣             |
| 伊藤秀史           | 「日本企業変革期の選択」            | 2002 東洋経済新報社         |
| 大村敬一           | 「日本企業のコーポレートガバナンス改革」    | 2003 日本経済新聞社         |
| 岡部光明           | 「株式持合と日本型経済システム」        | 2002 慶應義塾大学出版        |
| 岡部光明           | 「環境変化と日本の金融」            | 1999 日本評論社           |
| 小佐野広           | 「コーポレート・ガバナンスの経済学」      | 2001 日本経済新聞社         |
| 経済産業省編         | 「日本的組織の再構築」             | 2002 経済産業調査会         |
| 経済産業省編         | 「通商白書 2003」             | 2003 経済産業調査会         |
| 清成忠男           | 「スモールサイジングの時代」          | 1993 日本経済評論社         |
| 小沼靖            | 「日本企業型グループ・リストラクチャリング」  | 2002 ダイヤモンド社         |
| 鹿野嘉昭           | 「変貌する日本の金融制度」           | 1996 東洋経済新報社         |
| 末永英夫           | 「連結経営と組織再編」             | 2002 税務経理協会          |
| 千田純一           | 「日本の金融システム」             | 1997 中央経済社           |
| 橘木編            | 「戦後日本経済を検証する」           | 2003 東京大学出版          |
| 中央監査法人編        | 「企業価値を高める事業再編のすすめ方」     | 1999 中央経済社           |
| 寺本・坂井編         | 「日本企業のコーポレート・ガバナンス」     | 2002 生産性出版           |
| 中谷巖 編          | 「コーポレート・ガバナンス改革」        | 2003 東洋経済新報社         |
| 野口悠紹・准         | 「日本経済企業からの革命」           | 2002 日本経済新聞社         |
| 深尾光洋           | 「コーポレート・ガバナンス入門」        | 1999 筑摩書房            |
| ポール・シェアード      | 「企業メガ再編」                | 2001 東洋経済新報社         |
| 宮本光晴           | 「変貌する日本資本主義」            | 2000 筑摩新書            |
| 三和裕美子          | 「機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス」 | 1999 日本評論社           |
| 三輪・神田・柳川<br>編  | 「会社法の経済学」               | 1998 東京大学出版          |
| 山中 宏           | 「株式交換と会社分割」             | 2000 日本経済新聞社         |
| 柳川範之           | 「メインバンク制の変容」            | 2002 税務経理協会          |
| 吉原和志・黒沼悦郎      | 「契約と組織の経済学」             | 2000 東洋経済新報社         |
| 前田雅弘・片木晴彦著     | 「会社法1, 2」               | 2003 有斐閣アルマ          |
| 渡辺恒            | 「IRと株式投資の真実」            | 1999 日本短波放送          |
| Vives, Xavier  | 「Corporate Governance」  | 2000 Cambridge Press |

参考 URL

R I E T I

<http://www.rieti.go.jp/cgj/jp/columns/index.htm>

財務省財務総合政策研究所

「進展するコーポレート・ガバナンス改革と日本企業の再生」(2003年6月)

[http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu/zk063/cg\\_1.htm](http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu/zk063/cg_1.htm)

[http://www.mof.go.jp/f-review/r43/r\\_43\\_158\\_173.pdf](http://www.mof.go.jp/f-review/r43/r_43_158_173.pdf)

<http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu/ron065.pdf>

ニッセイ基礎研究所

<http://www.nli-research.co.jp/doc/eco0206b.pdf>

<http://www.nli-research.co.jp/doc/eco0310a.pdf>

<http://www.nli-research.co.jp/doc/eco0012a.pdf>

野村総研

<http://www.nri.co.jp/opinion/chitekishisan/2001/pdf/cs20010206.pdf>

<http://www.nri.co.jp/opinion/chitekishisan/2001/pdf/cs20010309.pdf>

<http://www.nri.co.jp/opinion/chitekishisan/2002/pdf/cs20020307.pdf>

マッキンゼーアンドカンパニー

<http://www.mckinsey.co.jp/articles/2000/03/20000311-1.html>

日本銀行金融研究所

<http://www.imes.boj.or.jp/japanese/zenbun98/kk17-5-3.pdf>

早稲田大学ファイナンス研究所

<http://www.waseda.ac.jp/finance/WIFS-03-008.pdf>

## あとがき

### パート員プロフィール

- 『肇』 ...野球大好きパート長．もちろんパートの方を愛してると思いたい．  
『坂本』 ...横浜出身，しっかりもののスノーボーダー．  
『ヨシ』 ...このパート唯一の芸術家肌であるピアニスト．  
『鉄兵』 ...銚子出身の元ヤンキーでマゾ．パートの大黒ふ頭，いやいや大黒柱．

サブゼミで，比較制度などを勉強してきた肇・鉄兵と，金融業について学んだ坂本・ヨシの 4 人で構成された我がパート．パート論文に計り知れない熱意があったのかは分からないが，議論は相当白熱した．特に，具体的に考え出す夏休み前半の白熱ぶりはヤバかった．一日 6 時間くらい議論（ほとんど喧嘩）していた．三田キャンパスが夏季閉鎖の時に邪魔した表参道の東京女性会館で，「絶対おかしいよ」「何がわからないの」「絶対お前は間違っている」などと叫びあったことは，人生の汚点いやいやいい思い出である．

そんな活動中，最もつらかったのは夏合宿でケチョンケチョンにされたことである．自信家のメンバーが多いせいか，我々は根拠のない自信をもっていた．自分のパソコンに夏合宿のレジュメがあるのだが，今見てみると，どこに自信をもっていたのか今ではもはや謎である．そんな自信（勘違い）は見事に玉砕した．あの時は，本当に泣きじゃくりたい気分だった（もう成人なのに...）．

合宿が終わってからは，大黒柱に頼るというパート内の分業体制（フリーライドではないです）がより明確になった．分担を決める際に，自然と鉄兵に視線が集中した．しかも，その視線は結構鋭かったように思う．そのくせ，鉄兵が 2 週間かけて調べた内容をボツにしたりもした．「マゾだから，逆に嬉しいんじゃない!？」というメチャクチャな理解をして，罪悪感を消そうと努力した．であるが，大黒柱がボソッと漏らした「いつか血祭りにあげてやる」という言葉が耳元を離れない．この場を借りて贖罪をさせてもらうことにする。

鉄兵，お前が MVP だッ！！！！

### 最後に

池尾先生のご指導がなければ，この論文の完成はありませんでした．

わざわざ時間をとっていただいたり，本を借りにいたり随分ご迷惑をおかけしました．また，内容だけでなくパートの運営にも知恵を貸して下さった先輩方，お世話になりました．先生・先輩に感謝の意を表して，この論文を締めくくりたいと思います．