

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

わが国企業の低収益性等の制度的背景について

きのしたのぶゆき
木下信行

Discussion Paper No. 2012-J-12

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい。

備考：日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

わが国企業の低収益性等の制度的背景について

きのしたのぶゆき
木下信行*

要 旨

わが国企業は、収益性が低いうえに近年は多額の内部資金を抱える等、際立った特性を示している。本稿は、この現象に対する法制度の影響について、今後の研究の足がかりを提供する。

本稿では、会社法、倒産法、金融商品取引法等、企業の財務に関わる法制度全般を視野に入れ、「本に書かれた法律」と「現実に用いられている法制度」双方を検討した。具体的には、わが国とアメリカ及びドイツの法制度の差異を洗い出したうえで、経営者等の当事者が、経済合理性に沿ったインセンティブ構造のもとで、法制度を道具等として用いるという作業仮説を置き、法制度の相違がもたらす当事者の行動の差異について思考実験を行うことで、以下のような仮説を提示した。

第一に、事業再生に関しては、法的整理の開始が経営者や従業員に対して追加的にもたらす脅威を避けるために多額の内部資金を留保する傾向が生じている可能性がある。第二に、企業買収に関しては、投資家によるわが国企業の買収が困難なため、買収圧力の欠如から多額の内部資金等の状況が温存されている可能性がある。第三に、投資家の行動に関しては、株主が個別的利益を重視する等により、収益性引き上げの圧力が遮蔽されている可能性がある。第四に、市場法等のエンフォースメントに関し、その程度が弱いこと、規制当局に依存していること、証券訴訟よりも株主代表訴訟が多用されることが、リスクテイクを消極的にさせている可能性がある。

キーワード：わが国企業の低収益性、現実に用いられている法制度、インセンティブ構造、企業再建促進法、レブロン基準、コーポレート・ガバナンス規準、証券訴訟

JEL classification: G18、G28、G30、G34、G38、K22、K42、M41、M42

* 日本銀行理事 (E-mail: nobuyuki.kinoshita@boj.or.jp)

目 次

1. はじめに	1
2. わが国企業の財務特性と金融市場	3
(1) わが国企業の財務特性.....	3
(2) わが国企業に対する金融市場による規律づけ.....	11
(3) 低収益性等の構造的要因.....	13
3. 議論の枠組み	15
(1) 企業法の法と経済学.....	15
(2) 法制度と金融市場の関係.....	17
(3) 分析の方法.....	18
(4) わが国企業の内部構造.....	20
4. 事業再生	24
(1) 検討課題.....	24
(2) 事業再生を巡る当事者のインセンティブ	26
(3) 近年のわが国における制度整備.....	28
(4) アメリカおよびドイツとの対比.....	28
(5) わが国企業の財務に対する影響.....	33
5. 企業買収	35
(1) 検討課題.....	35
(2) 企業買収を巡る当事者のインセンティブ	35
(3) 近年のわが国における制度整備.....	37
(4) アメリカおよびドイツとの対比.....	39
(5) わが国の企業買収に対する影響.....	42
(6) わが国企業の財務に対する影響.....	45
6. 投資家の行動	47
(1) 検討課題.....	47
(2) 投資家のインセンティブ	48
(3) 株式の保有構造.....	49
(4) 企業による情報開示.....	52
(5) わが国における機関投資家の行動.....	54
(6) わが国企業の財務に対する影響.....	56
7. 企業法のエンフォースメント	58
(1) 検討課題.....	58
(2) 企業法のエンフォースメントの手段.....	58
(3) 当事者のインセンティブ.....	59

（４）会社法のエンフォースメントを巡る法制度の対比.....	62
（５）市場法のエンフォースメントを巡る法制度の対比.....	64
（６）市場法のエンフォースメントの構成.....	70
（７）わが国企業の財務に対する影響.....	72
8. むすび.....	74
参考文献.....	78

1. はじめに¹

本稿の目的は、わが国企業の低収益性および資金余剰に対して法制度が与える影響について、今後の研究のための足がかりを提供することにある。

わが国企業は、長年にわたり低収益にとどまっており、さらに近年では収益性が一層低下する一方で多額の内部資金を抱える等、欧米企業と比べ、財務面で際立った差異を示している。わが国経済が「失われた20年」といわれる停滞状況にあり、さらに他国に例をみない急速な生産年齢人口の減少に直面していることをかんがみると、企業の行動がこのように保守的であることは深刻な問題である。

筆者は、その要因について、企業文化等の経済外的な説明に帰するのではなく、可能な限り経済合理性に沿って解明したいと考えた。

その際、企業の財務がさまざまな要因により影響を受けるなかで、わが国企業の特異な財務特性については、少なくとも部分的にはわが国の法制度が他国と異なることに由来する可能性があると考え、議論をすすめることにした。これは、経済合理性のもとで国際的活動を行う経済主体にとって、国によって法制度が異なることは、事業内容に大きな影響を与えるからである。また、わが国経済の立直しを考える場合、法制度であれば、経済合理性に沿って、合目的な議論を行うことが不可能ではないからでもある。

ただし、法制度による影響のみを論ずるとしても、企業の財務に影響を与える法制度は、多種多様かつ相互に関連しており、十分な解明を行うためには、これらのすべてを視野に入れた検討が必要である。また、法制度が企業にもたらす現実の影響を考えるためには、「本に書かれた法律 (Law on the Books)」のみならず、「現実に用いられている法制度 (Legal Institutions in Practice)」について検討する必要がある。さらに、クロスボーダーの取引が活発に行われているなかでは、他の国の法制度からも影響を受けるため、内外の法制度をあわせ検討していくことも必要である。

これらは、経済学と法律学、理論と実務にまたがる広範な識見と的確な分析に基づく膨大な研究が必要であり、筆者個人には明らかに対応不可能な課題である。そこで本稿においては、さしあたり筆者に可能な限りでの試論を行って仮説を示すことにより、関心をもつ方々の研究活動等を喚起することとしたい。

その際、筆者としては、合目的な議論を喚起するためには、日本的経営か

¹ 本稿の記述は、脚注で個別に引用している文献のほか、金融商品取引法研究会[2010]、宍戸[2011]、宍戸・柳川・大崎[2010]、広田[2012]、宮島[2011b]、ミルハウプト[2009]、Kraakman et al[2009]、Milhaupt and West[2004]を参考にした。

アメリカ的経営か、あるいは株主主権かステークホルダー主権か等の価値判断を伴う議論に関わることを避けたいと考えた。本稿では、法制度の差異が企業の財務にどのような影響を与えるかというメカニズムに着目した議論を行う。

その具体的な分析の方法としては、まず、企業の財務に影響を与えるとみられる主な分野について、わが国の法制度とアメリカおよびドイツの法制度の差異を洗い出すこととした。他方、経営者、株主、債権者、投資家、規制当局等の当事者について、経済合理性に沿って典型的なインセンティブ構造を想定したうえで、経済取引のための道具や土俵として法制度を用いるという作業仮説を置いた。そして、両者を組み合わせることにより、わが国とアメリカおよびドイツの法制度の差異がもたらす当事者の行動の差異について思考実験を行った。本稿では、こうした方法に基づき、わが国の法制度が企業の財務特性に影響を与える内容について、主な分野ごとに、具体的な仮説を提示することとした。

その際、議論の対象としては、会社法のみならず、倒産法や金融商品取引法等、企業の財務に影響を与える法制度全般について、その法律や実務を検討することとした。他方で、本稿においては、わが国企業の財務面に焦点をあてた議論を行うために、企業の内部構造に関しては、実態を踏まえ、会社共同体であると想定して土俵の整理を行った。

具体的には、まず、事業再生に関し、法的整理やその背景となる法制度について議論を行う。ここでは、わが国においては、法的整理の開始に伴う経営者等への脅威の増大を避けるために多額の内部資金を留保する傾向が生じている可能性があることを示す。次に、企業買収に関し、会社法や金融商品取引法等の法制度について議論を行う。ここでは、投資家からみて、わが国企業の買収が困難とみられているため、低収益性や多額の内部資金が温存されている可能性があることを示す。

また、投資家の行動に関し、議決権行使や情報開示を巡る法制度について議論を行う。ここでは、わが国においては、投資家が取引関係等に基づく個別的利益の追求を重視する傾向等によって、収益性引上げに向けた圧力が遮蔽されており、その背景には投資家に関わる法制度が影響を与えている可能性があることを示す。さらに、企業と投資家を律する法制度のエンフォースメントに関し、株主等による訴訟や規制当局による措置を巡る法制度について議論を行う。ここでは、わが国においては、市場法のエンフォースメントの規模が小さいうえ規制当局に依存していること、投資家等により証券訴訟よりも株主代表訴訟が多用されていることが、経営者によるリスクテイクを消極的にさせている可能性を示す。また、その背景にある訴訟制度が投資家等の行動に影響を与えている可能性があることを示す。

むすびにおいては、本稿の議論を通じて提示される仮説を整理するとともに、わが国企業法を巡る筆者なりの問題意識に言及する。

2. わが国企業の財務特性と金融市場²

(1) わが国企業の財務特性

イ. 低収益性³

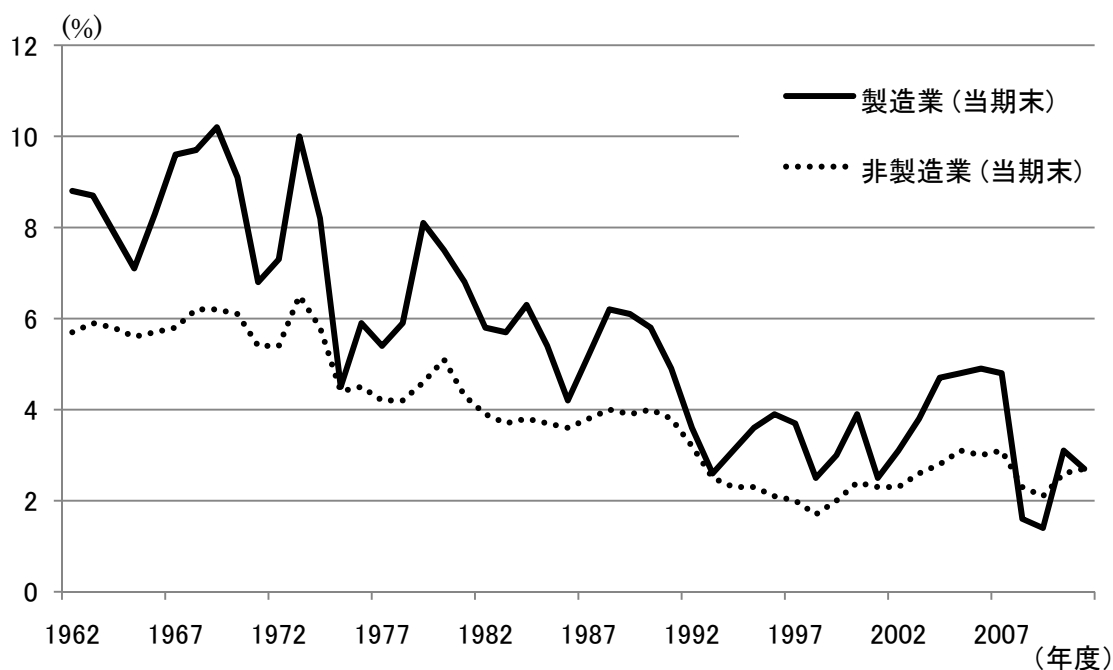
わが国企業は、長年にわたり低収益にとどまっている。

法人企業統計等に基づいてわが国企業の ROA (Return On Assets、総資産利益率) をみると、かねてから極めて低い水準であるうえ、1990 年代入り後、さらに低下傾向を示してきた。すなわち、図表 1 で示すように、製造業では、景気変動に伴う振れを示しつつ、1970 年代後半から低下してきている。また、非製造業では、元来収益性が低かったうえ、1990 年代に入って一層切り下がっている。2000 年代前半の世界的な景気回復局面においては上昇したものの、その上昇幅は、欧米企業に比して小さなものとなっているほか、その要因についても、労働分配率の引下げによるものであって、付加価値の向上はみられないと指摘されている。

² この章の記述は、脚注で個別に引用している文献のほか、川北[2012]を参考にした。

³ この項の記述は、伊丹[2006]、川北[2010]、中村[2001]、三品・天野・清水[2003]、水野（温氏）・高橋[2002]の分析によっている。

(図表 1) わが国企業の総資本営業利益率の推移

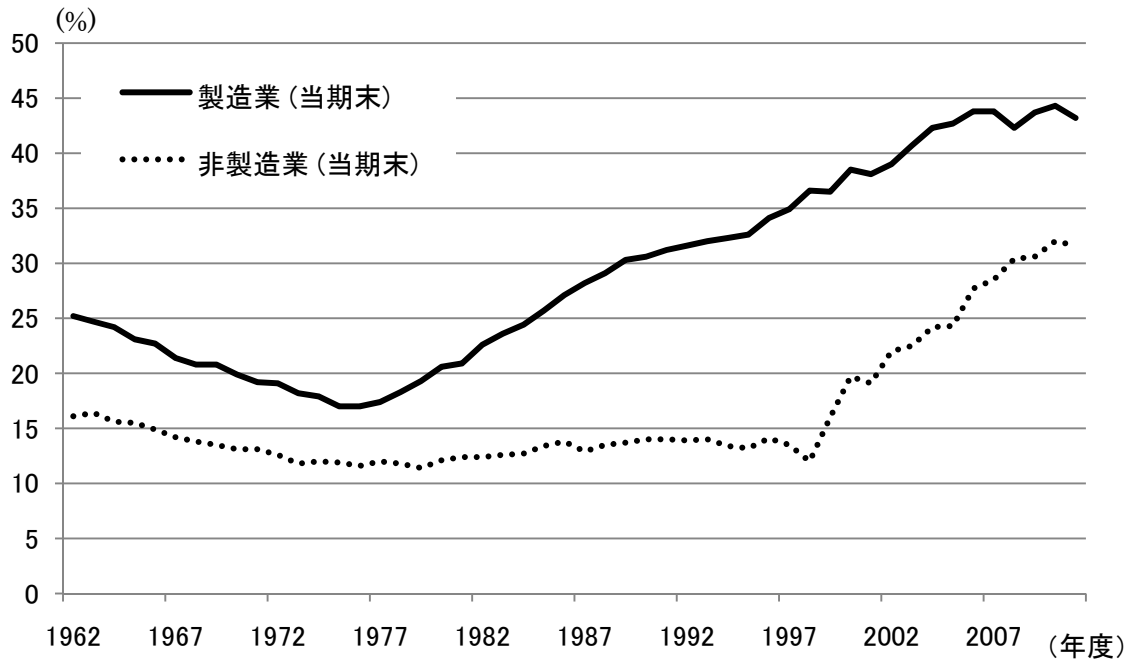


(資料) 財務省「法人企業統計」

わが国企業の ROE (Return On Equity、自己資本利益率) も、戦後一貫して欧米企業に比して低水準で推移し、1970 年代以降は、さらに低下傾向を示してきた。2000 年代の世界的な景気回復局面においても、ヨーロッパ企業の ROE が著しく上昇し、アメリカ企業の ROE も上昇しているのに対し、わが国企業の ROE はほぼ横ばいであった。こうしたわが国企業の ROE の動きは、上記の ROA の動きに加え、自己資本比率の動きを反映したものである。すなわち、図表 2 で示すように、製造業では 1970 年代半ばの高度成長終焉以降、非製造業では 1990 年代末の金融危機以降、自己資本比率が上昇している。

さらに、わが国企業の OPM (Operation Per Margin、売上高営業利益率) の推移をみると、非製造業では、戦後一貫して低水準で推移しており、製造業でも、1970 年代半ばの高度成長の終了以降、水準の顕著な切下がりが生じている。この結果、近年のわが国企業の OPM を欧米企業と比較すると、ROA よりもさらに大きな格差を示している。これは、わが国企業の総資本回転率が欧米企業よりも高水準であることに対応している。

(図表 2) わが国企業の自己資本比率の推移



(資料) 財務省「法人企業統計」

ロ. 近年における財務特性

(イ) 収益性の一層の低下

わが国企業の収益性は、近年、一層低下していく傾向を示している。その背景としては、生産年齢人口の減少や人口構成の高齢化に伴う期待成長率の低下等の影響が考えられる。例えば、近年においては、企業の直面する市場の予想成長率とキャッシュフローに対する設備投資の割合が、高い相関を示しつつ低下傾向を示していることがその表れであるとされる。

しかし、わが国企業の収益性の低下傾向の要因は、それだけではないと考えられる。その第 1 の理由は、収益性の低下が人口問題の顕在化以前から生じていることである。例えば、わが国製造業の OPM に関する分析のなかには、1970 年代半ばから長期的に低下傾向を示していることに着目するものがある⁴。わが国の生産年齢人口は、1980 年代には他国に比べても急速な増大を示していた。ちなみに、この分析では、製造業の収益性低下の要因として、わが国企業が事

⁴ 三品・天野・清水[2003]。

業の収益性より売上規模を重視し、付加価値生産性の低い投資や雇用を行ってきていることが指摘されている。

また、第 2 の理由として、近年においては、ドイツ企業が収益性を向上させていることをあげることができる。人口構造の問題に直面していても、わが国企業のような状況になるとは限らないのである。この点に関しては、EU 統合のもとで、1990 年代後半以降に労働コストの削減とクロスボーダーの投資を急激に進めたことが、ドイツ企業の収益性向上につながったという指摘がある⁵。

以上からすれば、近年におけるわが国企業の収益性の低下に関しては、人口構造の変化以外にも、わが国固有の要因があると考えられる。

(ロ) 資金余剰

近年におけるわが国企業のもうひとつの財務特性としては、1990 年代末から継続して資金余剰となっていることをあげることができる。

資金循環統計の部門別資金過不足をみれば、わが国では企業部門が資金余剰を計上しており、政府部門の資金不足とほぼ見合うかたちとなっている。特に、2000 年代前半には、バブル期に累積していた過剰債務の返済をすすめた結果、資金余剰幅が大幅に拡大している。その後、2000 年代半ばには余剰幅が縮小したものの、2008 年からは再び余剰幅が拡大している⁶。

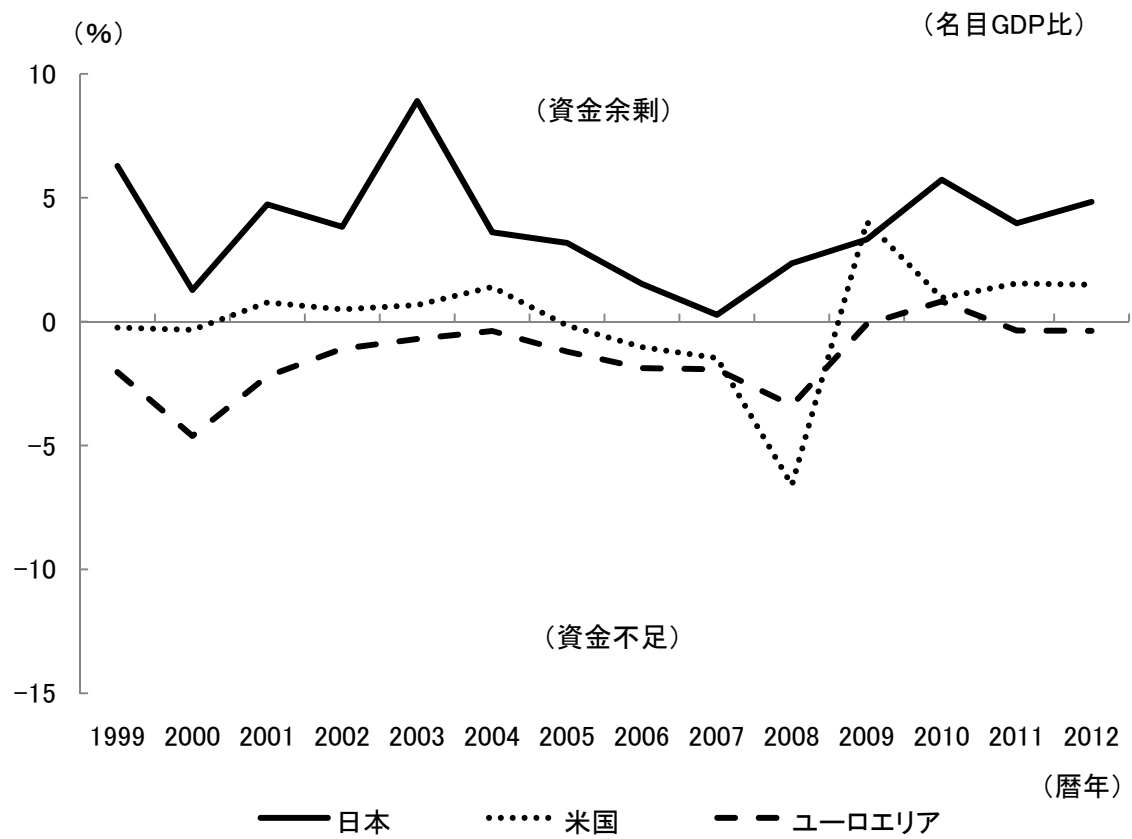
このようにわが国企業が資金余剰となっている背景については、1990 年代のわが国における不良債権問題や近年のリーマンショックに伴う金融システムの機能不全により、流動性の枯渇を経験したことから、そうした事態の再発に備えて支払準備を積んでいるという説明も想定されないではない。

しかし、同時期における欧米企業の状況をみると、図表 3 に示すように、均してみれば資金の過不足はなく、最近では資金余剰を示したものの、わが国企業のような継続的で大幅な資金余剰になってはいない。リーマンショックに伴う金融システムの機能不全は、わが国よりも欧米において厳しかったことを考えると、流動性の枯渇への備えという説明のみでは、わが国企業の資金余剰を正当化できないと考えられる。

⁵ 熊谷・青木[2008]。水野（温氏）・高橋[2002]。

⁶ 日本銀行「資金循環統計、資金循環の日米欧比較」。

(図表 3) 企業部門の資金過不足の国際比較



(資料) 日本銀行「資金循環統計」

ハ. わが国上場企業の財務特性

わが国の上場企業についても、その株式が国際的な裁定投資の対象となりうるにもかかわらず、欧米企業と著しく異なる財務状況を示していることが多い。

開示情報に基づいて収益性を比較してみると、わが国上場企業の OPM は、欧米企業に比し継続的に低水準で推移している。特に、2000 年代前半には、ヨーロッパ企業の OPM が上昇してアメリカ企業並みとなる一方で、わが国企業の OPM はあまり上昇せず、欧米企業のほぼ半分の水準にとどまっている。

また、資本に対する収益性の動きをみると、わが国上場企業の ROE は、2000 年代を通じて低迷しており、欧米企業との格差は OPM における格差よりも大きなものとなっている。これは、わが国上場企業の自己資本比率が上昇を続けていることに対応したものである。わが国上場企業の自己資本比率は、製造業では 1970 年代以降、非製造業でも 2000 年代に入って、上昇に転じており、近年ではその上昇テンポが加速している⁷。

さらに、わが国の資本市場における株価は、全般的に、欧米市場に比して低迷を続けている。これは、経済の全般的動きや低金利等の金融環境とともに、これまで述べてきたような収益性の低迷や成長性の低さ等の上場企業のファンダメンタルズを反映したものと考えられる。

一方で、わが国上場企業の資産構成をみると、売上げに対する流動性資産の比率や総資産に占める投資の割合は、欧米企業と大差のない水準を示している。これは、わが国上場企業は、欧米企業と共通の世界市場で競争しているため、事業活動に直接連動する財務活動も共通のものとならざるをえないことを反映したものである。

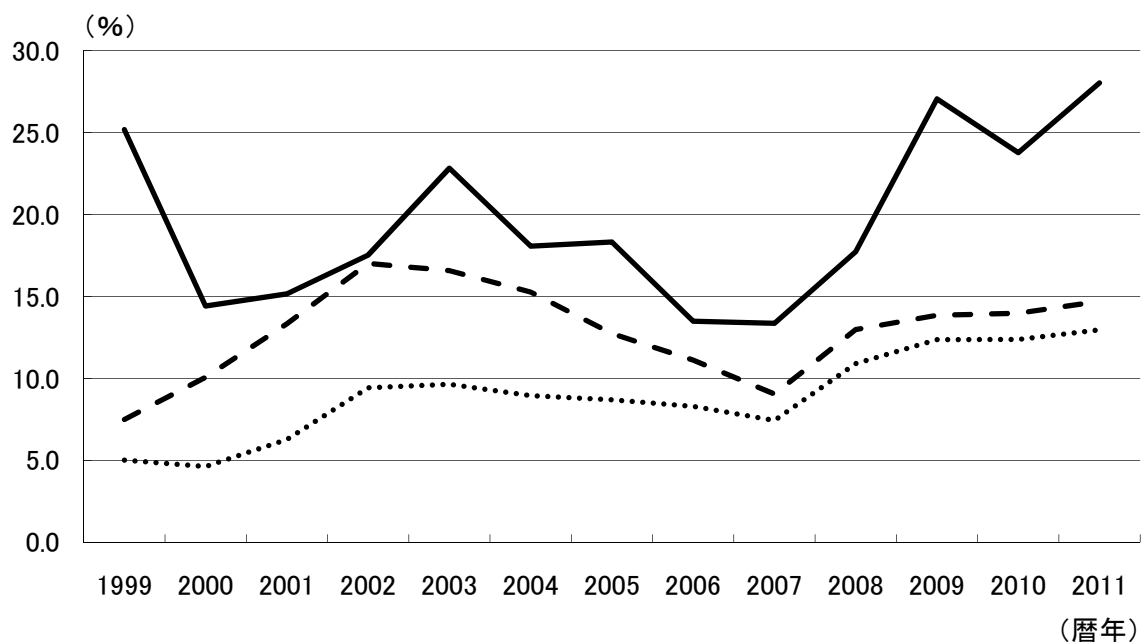
わが国上場企業の財務状況を欧米企業と比較すると、図表 4 に示すように、売上高営業利益率が半分以下であるもとの、時価総額に占めるキャッシュの割合が著しく高い水準となっている⁸。

⁷ 長谷川・秋田・益田[2004]。

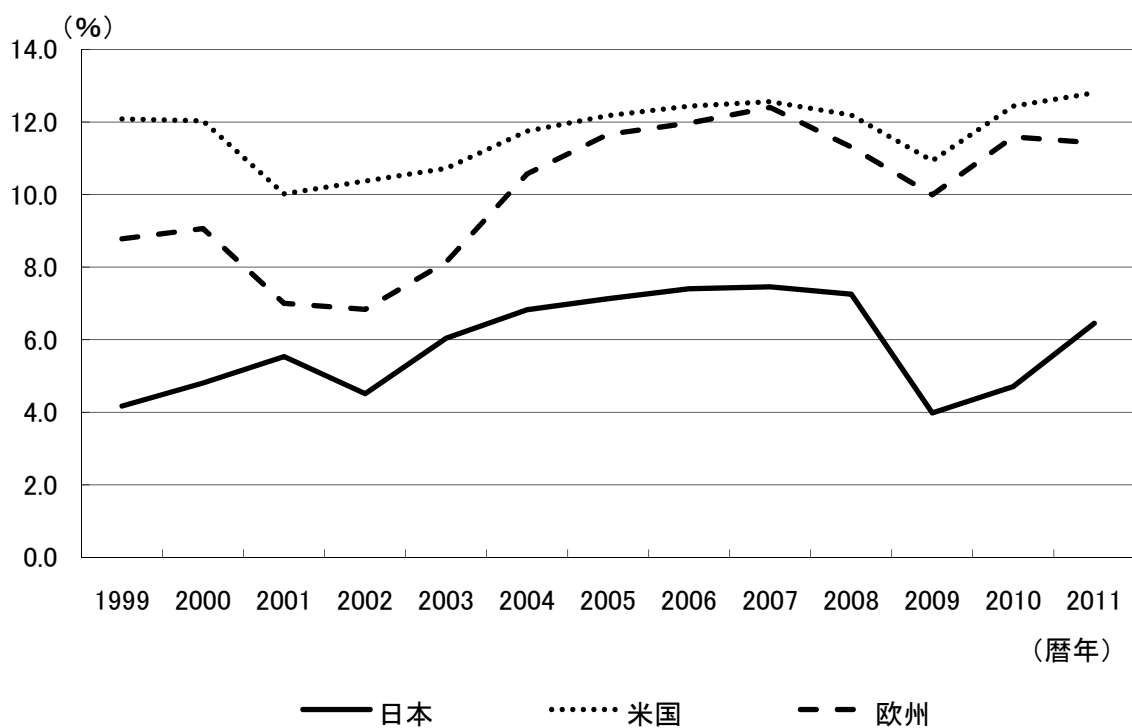
⁸ 川本（隆雄）[2011]。

(図表 4) 上場企業の財務特性の国際比較

キャッシュ／時価総額比率



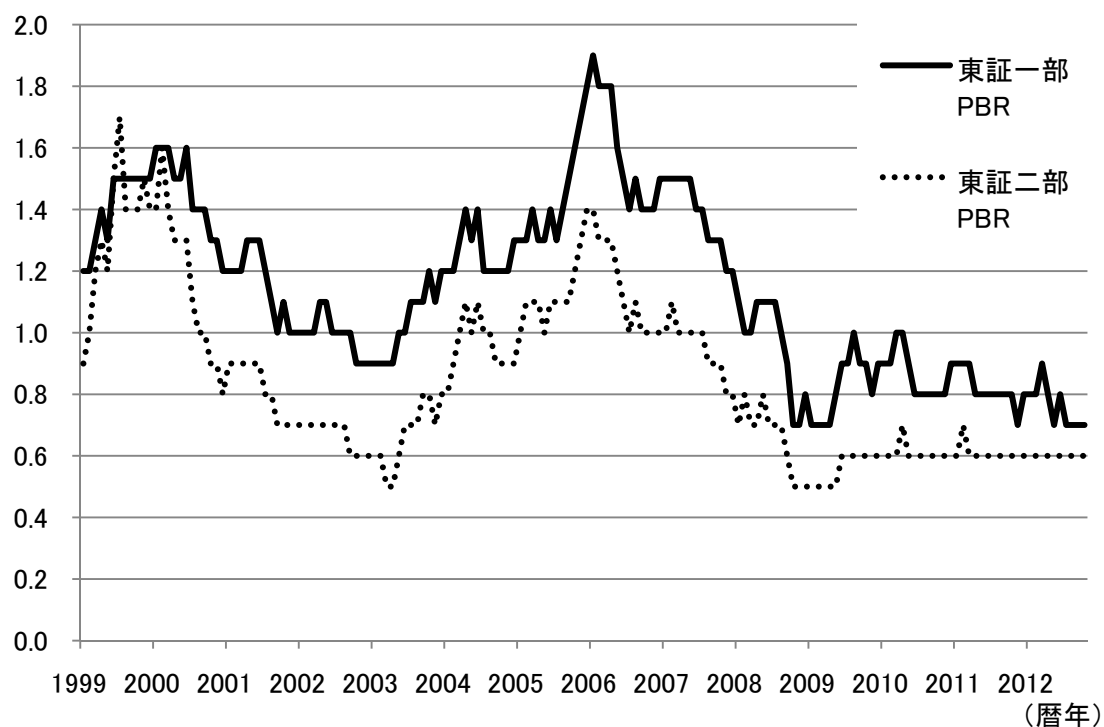
営業利益／売上高比率



(資料) みずほ証券経営調査部／日本投資環境研究所「資本市場リサーチ」

また、わが国上場企業の PBR（Price Book-value Ratio、株価純資産倍率）をみると、欧米企業とは著しく異なり、非常に多数の企業の PBR が 1 を下回っている。東京証券取引所における平均 PBR は、図表 5 に示すように、近年は継続的に 1 以下で推移している。これは、欧米のみならず、世界にほとんど例をみない特異な状況である⁹。

（図表 5）東証上場株式の PBR の推移



（資料）東京証券取引所ホームページ

⁹ 東京証券取引所「統計資料」。

(2) わが国企業に対する金融市場による規律づけ

イ. 企業経営者に対する金融市場による規律づけ

以上のようなわが国企業の特異な財務状況の要因について、本稿で考えるに際して、まず、企業の財務と金融市場の関わりについて基本的な整理を行っておきたい。

企業は一般に、経営者や従業員等の人的資本のみならず、設備や原材料等の物的資本を必要としており、そのためには株式や債券等を通じて資金を調達しなければならない。その際、投資家や銀行等は、自らの経済合理性に沿って行動するので、企業は、これに対応した経営を行わなければ、資金を円滑に調達することができなくなる。したがって、企業経営者は、金融市場から一定の規律づけを受けることになる。

特に、世界の資本市場においては、クロスボーダーで活発な裁定取引が行われており、各国の企業が資金を調達するために発行する株式や債券等は、リスクとリターンの組合せについて競合関係にある。各国の上場企業は、その営む事業内容はさまざまであっても、投資家等が資金供給に際し目的とする収益には個性がないので、資本市場からは共通の規律づけを受けることになる。

ロ. わが国企業に対する金融市場による規律づけ

しかし、わが国企業は、こうしたなかであっても、前述のように特異な財務特性を示している。これは、何らかの要因により、わが国では、金融市場による規律づけの態様が欧米とは異なっていることによるものとみられる。

こうした差異をもたらす要因としては、まず、情報の非対称性と取引費用の存在によって、金融市場が分断されることがあげられる。とりわけ銀行による金融仲介については、取引先との長期の継続的關係に基づく私的情報の蓄積の重要性が指摘される。こうした関係依存的な金融仲介活動は、本来局所的なものであり、これに基づく金融商品については、クロスボーダーの裁定が有効ではないとするものである¹⁰。確かに、中小企業の収益性や弁済能力の判断等については、日常的なモニタリングが不可欠であり、物理的な接触が頻繁であることの優位性が大きいものと考えられる。

しかし、上場企業については、こうした優位性は相対的に小さなものとなる。資本市場の投資家に対しては、所要の情報が適正な会計処理を経て適時に開示

¹⁰ スティグリッツ・グリーンワルド[2003]。

される枠組みが設けられるとともに、情報の不公正な利用の規制等が行われる等、当事者間の情報共有を確保するインフラストラクチャーが整備されているからである。

こうしたインフラストラクチャーのもとで、世界の資本市場においては、クロスボーダーの投資が広範に行われており、わが国企業と欧米企業の株式が裁定取引の対象となっている。現実には、わが国の株式市場においては、株主としても、売買の主体としても、外国投資家が大きなウエイトを占めている。したがって、わが国においても、上場企業については、欧米企業と同様に、金融市場による規律づけが貫徹するはずである。

この点に関し、わが国企業の経営形態の特性として、いわゆる「日本的経営」があげられることがある。例えば、経営者を対象としたアンケート調査等では、わが国企業の特徴として、高い正社員比率、年功型賃金採用、安定株主重視等の要素が検出されている¹¹。こうした「日本的経営」に関しては、国内においては、わが国の伝統に基づくものとして、今後も維持していくべきだとする考え方もみられる。しかし、外国の学者等においては、かつては有効であったかもしれないが、近年においては、事業環境の変化に対応した変革を迅速に行い、収益性を向上させていくためには障害となっているという批判もみられる¹²。

本稿は、わが国企業の財務特性の要因について分析することを目的としており、経営形態に関する価値判断を論ずるものではない。本稿においては、仮に「日本的経営」が低収益性等の原因だとするならば、なぜわが国においてそうした経営形態が存続できるのかということが論点となる¹³。

すなわち、投資家にとっては、十分な投資収益が期待できるか否かが関心事項であり、仮に経営形態がゆえにそれを提示できない企業があるとすれば、その経営形態に対して変更圧力をかけていくはずである。まず、株主は、経営方針の変更等を求める権能を有する。また、それが実現されない場合には、外部の投資家が経営権を取得して事業の再構築を図る可能性がある。さらに、そうした再構築も期待しえない場合は、株価が下落し、場合によっては信用失墜により経営破綻に至るおそれさえ生じる。

¹¹ 蟻川ほか[2006]。

¹² アンチオールドギー[2011]。

¹³ 内閣府[2006]。

(3) 低収益性等の構造的要因

イ. 既往の分析

一般に、企業の収益性は、景気動向、為替相場、金利変動等のマクロ経済情勢により変動したり、企業間の分業形態等の産業組織により影響されたりする。しかし、わが国企業の営む事業の収益性は、例えば為替相場の影響を受けにくい内需型の非製造業も低収益であることに示されるように、経済情勢や産業組織の変動にかかわらず、全般的に一貫して低い。その背景には、業種等に関わらない構造的な要因があるものとみられる。

この点に関しては、これまで、さまざまな実証研究が行われている。

まず、わが国企業が独自の経営判断に基づくリスクテイクを行わない傾向があるために、収益を得る機会が少ないという見方がある。その例としては、日米の個別企業の ROA を分析し、わが国においては ROA の企業間のばらつきが小さい一方、アメリカにおいては企業間格差が大きく、赤字の上場企業も一般的であることを指摘したものがある¹⁴。また、わが国の個別企業の ROA の年度間変動を分析し、変動が大きな企業ほど ROA の平均水準が高いという傾向を指摘したものもある¹⁵。

次に、わが国企業の低収益性の背景として、わが国における資本コストの低さを指摘したものもある。わが国においては、低い資本コストを前提として収益性の低い投資や雇用が行われてきており、これによる企業の低収益性と資本コストの低さが相乗作用を通じて定常化してきているというものである¹⁶。

本稿では、こうした研究成果を踏まえ、さらに、わが国における企業のリスクテイクの小ささや資本コストの低さの背景にある要因を検討したい。

ロ. 対内直接投資と制度的背景

本稿においてこの問題を考える最初の端緒は、わが国の対内直接投資の水準が極めて低いことにある。わが国の経済規模に対する対内直接投資の水準をみると、図表 6 に示すように、突出して低い。地理的な環境等が異なるため、欧米諸国との単純な比較は適当ではないものの、これだけ顕著な差異が生じていることは、対内直接投資を阻害するわが国固有の要因の存在を推察させる。

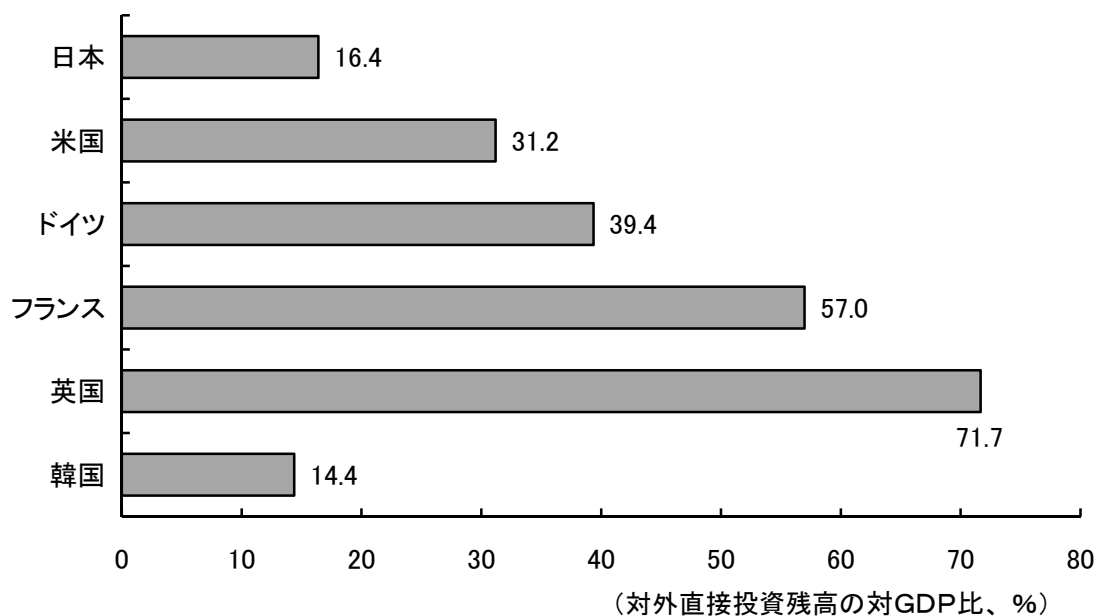
¹⁴ 伊丹[2006]。

¹⁵ 亀田・高川[2003]。内閣府[2008]。

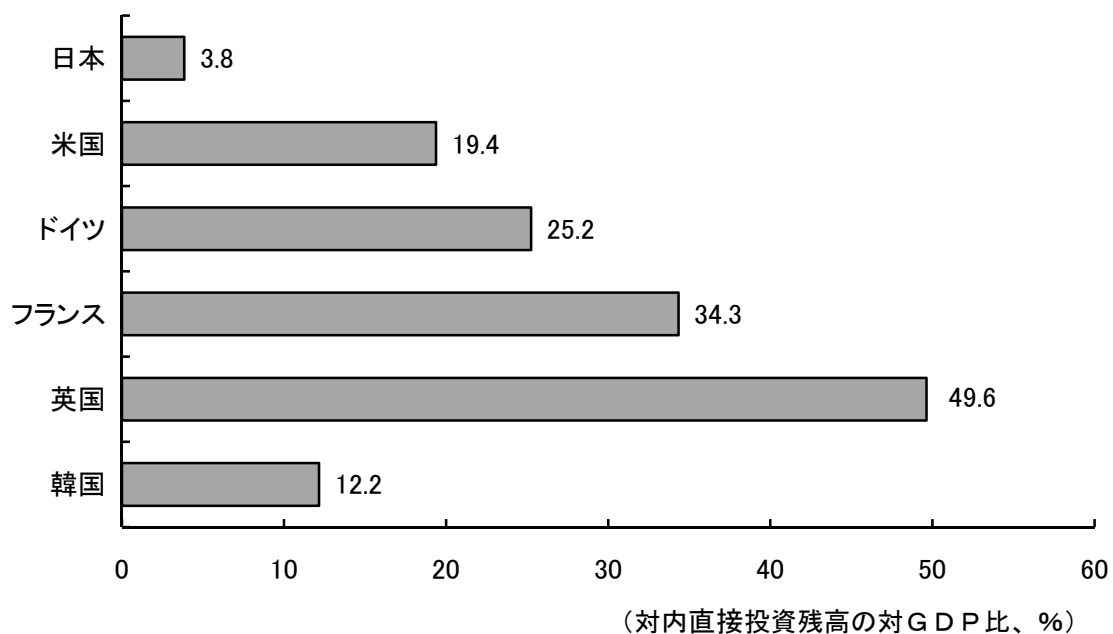
¹⁶ 内閣府[2006]。

(図表 6) 直接投資残高の国際比較

対外直接投資



対内直接投資



(注) 2011年の値。

(資料) OECD, “Foreign Direct Investment: Outward and Inward Stocks”

この点について、国際的活動を行う投資家の立場から考えてみると、直接投資の対象地域を選定する要因としては、事業面では、その地域における需要の見通しや、事業活動に要する資源の調達可能性等があり、資金面では、投資対象の企業に対する経営権やそこから得られる収益等がある。対象地域の検討に際しては、こうした要素が比較され、最も有利な国が選択されることとなろう。

このように経済合理性に沿った比較検討が行われるなかで、不利な要因が多い国においては、直接投資の水準が低くなる。わが国については、外国企業に対するアンケートにおいて、ビジネスコストの高さや製品の要求水準の高さ等と並んで、人材確保の難しさや市場の閉鎖性、特殊性が阻害要因とされており、本稿に関する事項としては、株式の持合いやM&Aの困難さが指摘されている¹⁷。

本稿においては、そうしたわが国固有の要因のうち、企業を巡る法制度に着目することとしたい。これは、国際的活動を行う経済主体にとって、法制度は、国によって事業内容を異なるものとさせる重要な要因だからである。また、わが国経済の立直しを考える場合、法制度であれば、経済合理性に沿って、合目的な議論を行うことが不可能ではないからでもある。

以上を踏まえ、本稿では、わが国企業の財務特性に対する法制度の影響について検討することとする。

3. 議論の枠組み¹⁸

(1) 企業法の法と経済学

本稿の議論の対象である企業の活動は、経済学と法律学のいずれにおいても、重要なテーマである。具体的には、経済学のアプローチでは、企業の経営者をプリンシパルである株主のエージェントと位置づけてモデルを構築し、両者のインセンティブや情報の関係等について機能的に分析することが典型的である。一方、法律学のアプローチでは、現実に即して多様なステークホルダーを想定し、その間の調整や権限配分等に関わる法制度の在り方について、規範的に論ずることが典型的である¹⁹。

¹⁷ 内閣府[2010]。浦田[2012]。日本貿易振興機構[2008]。

¹⁸ この章の記述は、脚注で個別に引用している文献のほか、神田・財務総合政策研究所[2007]、日本銀行金融研究所[2011]、法制審議会[2012]、Hansmann and Kraakaman[2004]、Hopt[2006]を参考にした。

¹⁹ 藤田[2002]。

こうしたなかで、本稿は、わが国企業の実態に即して、市場メカニズムのもとで法制度がもたらす影響について議論することを目指しており、経済学、法学双方のアプローチを踏まえた整理を必要としている。

この観点から、経済学からのアプローチについて考えると、法制度と金融市場および企業の関わりを考える際に参照すべき理論としては、コースの「企業の本質」を出発点とする組織と契約の経済学があげられる。経済学においては、この流れのなかで、取引費用の理論、契約理論、情報の経済学等の理論が展開されているほか、企業や市場の状況に関する実証分析が示されている²⁰。

一方、企業と法制度に関する法律学のアプローチのうち、本稿の目的に親和するものとしては、企業を、物的資本と人的資本の拠出者間における動機づけ交渉の場であるとする考え方があげられる。ここでは、物的資本の供出者として株主と債権者、人的資本の供出者として経営者と従業員を想定し、従業員、債権者、株主の三者と経営者とのおのおのの交渉軸を通じ、動機づけ交渉が行われるという枠組みが提示されている。そのうえで、このおのおのの交渉軸に影響を与えるさまざまな法制度を「企業法」という概念で体系化することが提唱されている。さらに、この枠組みでは、おのおのの交渉軸に対する法制度の影響や、他の要素との補完や相互連関が検討されている²¹。

このほか、特にアメリカにおいては、法制度と金融市場の機能の関わりに関し、多くの実証分析が行われている²²。

以上を踏まえ、本稿では、法制度を、当事者が経済合理性に沿って取引を行うための道具や土俵として考えることとする。すなわち、訴訟や法的整理等は、価格をシグナルとして市場で行う取引とパラレルな取引であり、裁判所は、経済主体が市場や企業内部で処理できない取引を行おうとする場合に、法制度に沿って処理するための取引の場だということになる。経済主体は、取引に要する費用と効果を比較衡量のうえ、道具や土俵を選択すると考えることとなる。

また、本稿では、会社法のみならず、倒産法、金融商品取引法、民事訴訟法等、企業の行動に関連する法律等を、広く「企業法」として議論の対象とすることとしたい。ただし、税法、独占禁止法、個別分野の業法等については、企業の行動に強い影響をもっていることは明らかであるものの、別途の観点からの議論もあわせ行う必要があるため、本稿では対象外としていることとお断りしておきたい。

²⁰ コース[1992]。柳川[2006]。

²¹ 宍戸[2006]。Shishido[2010]。

²² Bebchuk and Weisbach[2009]。

(2) 法制度と金融市場の関係

イ. 法制度と金融市場の相互作用

以上の考え方のもとで本稿の議論をすすめていくに当たっては、まず、法制度と金融市場の相互作用に関する既存の議論を概観しておくことが必要である。これは、各国の企業法が異なっているにもかかわらず、当事者がそれを織り込んで行動するために金融市場に影響がないかもしれない一方、企業法が金融市場に影響を与えるのであれば、各国の企業法に対してコンバージェンスの圧力が働くかもしれないからである。

ロ. 企業法が金融市場に与える影響

法制度が市場における経済活動に与える影響については、取引費用の問題として論じられてきた。すなわち、取引費用が存在しない世界を考えた場合には、法制度の差異があっても、当事者間でそれを前提とした最適化が行われることになり、コースの定理がなりたつ。しかし、現実には大きな取引費用が存在するため、法制度の設計が経済活動を大きく左右するという議論である。

金融市場の機能に関しては、「法制度は重要か」という論点として、多くの実証研究が行われている。例えば、各国の制度を比較検討したうえで、その差異を表す代理変数を作成し、各国の金融市場の機能の差異に対する有意な説明変数となるか否かについて、クロスセクションでの回帰分析を行うものがある。こうした研究のなかには、法制度について、金融市場に関わる具体的な規定等とともに、コモン・ローやシビル・ローといった法体系の違いや、裁判所の機能や規制当局の規模等のエンフォースメントの状況の違いの重要性を指摘したものがある²³。これらの研究を概観すれば、法制度が金融市場の機能に有意な影響をもつという結論に至ったものが多い²⁴。

本稿においては、これを踏まえ、企業法についても、金融市場の機能に有意な影響をもつという前提に立って、議論をすすめることとしたい。

ハ. 金融市場が企業法に与える影響

他方、資本市場ではクロスボーダーの取引が活発に行われることから、政府

²³ La Porta et al.[1997]. Spamann[2008].

²⁴ 例えば、Hail and Leuz[2006]、Maher and Anderson[2002]、Beck and Levine[2003]。

に対し、法制度を国際的に収斂させていく方向の圧力が働く。この点については、「企業統治のコンバージェンス」という論点として研究がすすめられてきた²⁵。

こうした研究のなかでは、法制度の「経路依存性 (Path Dependence)」が指摘されることがある。すなわち、ある法制度のもとでは、それを前提として最適化を行ってきた組織等が存在しており、抜本的な制度改正の提案に対しては、こうした組織は強く反対することになる。また、社会全体についてみても、それまでの法制度のもとで、局所的な最適解が形成されており、そこからいったん離れる過程で、経過的な損失がもたらされる可能性がある。さらに、法制度の改正作業についてみても、ある法制度は、関連する他の多くの法制度と相互に補完しあっており、抜本的な改正を行おうとすれば、連動して広範囲の法制度を見直さねばならない。こうしたことから、現時点における法制度は、それ以前の法制度がどうであったかにより強く規定されることになると論じるものである²⁶。

わが国の法制度について、例えば法改正に膨大なコストを要することをかんがみると、経路依存性の考え方が現実適合的だと見受けられる。本稿においては、各国間の法制度は経路依存的であるために、企業法の差異が金融市場に歪みをもたらしている場合も、各国の企業法は短期間では収斂しないという前提に立って、議論をすすめることとしたい。

(3) 分析の方法

イ. 分析に当たっての課題

これまで述べてきた基本的な考え方のもとで、わが国企業法が企業の財務特性に与える影響を分析していくに際しては、企業法を構成する法制度は相互に関連して機能しており、企業の財務に対する影響を検討する場合、個別の法制度を単独で論じても十分ではないことに留意する必要がある。これは、例えば、よく整備された実体法があったとしても、それを利用するための基礎となる情報開示や執行のための手続が整備されていなければ、現実にはあまり影響を与えないからである。法制度が企業の財務に与える影響を考える際には、会社法のみならず、金融商品取引法や倒産関連法等、企業の財務に影響を与える法制度について、少なくともある程度は全体を鳥瞰しなくてはならない。

²⁵ Bratton and McCahery[1999].

²⁶ Bebchuk and Roe[1999].

また、本稿においてわが国企業法と企業の財務の関係について分析する際には、「本に書かれた法律（Law on the Books）」のみならず、「現実に用いられている法制度（Legal Institutions in Practice）」をあわせ検討する必要がある。これは、投資家や経営者は、法律の立法目的ではなく、その適用が現実に自らの利害にどう影響するかを考慮して行動するからである。すなわち、当事者の情報処理能力には限界があるので、自らの活動に関連する法律についても、現実に用いられる蓋然性が極めて低いような場合には、特段の配慮を行わないことが通常である。一方で、法律には至らない慣行のようなものであっても、それを利用することが自らに有利であったり、他者の利用によって自らに不利をもたらしたりする蓋然性があれば、行動に反映させることとなる。

さらに、クロスボーダーの取引が活発に行われているなかで、わが国企業の財務は、わが国の企業法だけの影響を受けているのではなく、競合する他の国の企業法からの影響を受けている。したがって、法制度と企業の財務の関わりを考えるに当たっては、内外の企業法をあわせ検討していくことも必要である。

ロ．国際比較に基づく仮説の提示

このように多大な課題があるなかで、筆者としては、自らのごく限られた能力で多少とも意義のある問題提起を行うための方法としては、企業法の限界的な差分についてのみ考察することが現実的だと考えた。具体的には、わが国の企業法が外国と異なっている分野について、その内容や当事者の行動に与える影響を考察し、現実と整合的かどうかを点検することである。

そこで本稿では、第 1 に、わが国の法制度とアメリカおよびドイツの法制度の差異を洗い出すこととした。この両国であれば、投資家からみて、その株主がわが国企業との裁定対象となる企業が多いため、わが国との企業法の差異が実質的な影響をもたらす可能性があると考えからである。とりわけ、ドイツとの比較については、法体系、かつての企業行動、現在の人口問題等で、わが国と共通の要素が多いにもかかわらず、近年においてはドイツ企業が収益性の向上等で、わが国企業と対照的な動きを示していることが注目される。

その際、比較検討を行う分野としては、事業再生、企業買収、投資家の行動、企業法のエンフォースメントについて考えることとした。これらの分野においては、後述するように、法制度が企業の財務に直接の影響を与えられからである。

第 2 に、経営者、株主、債権者、投資家、規制当局等の当事者がこれらの分野でとる行動については、経済合理性に沿った典型的なインセンティブ構造を想定したうえで、前述のように、経済取引のための道具や土俵として法制度を

用いるという作業仮説を置いた。

そして第 3 に、両者を組み合わせることにより、わが国とアメリカおよびドイツの法制度の差異がもたらす当事者の行動の差異について思考実験を行うこととした。

本稿では、これに基づき、わが国の法制度が企業の財務特性に影響を与える内容について、主な分野ごとに、具体的な仮説を提示することとした。思考実験の結果がわが国企業の財務の現実と整合的であれば、そうした因果関係が有意に働いていることを立証するには至らないとしても、今後の研究に向けた仮説を提示する意義はあるものと考えられる。

なお、企業法と企業行動の関係に関しては、本稿の議論とは逆方向の因果関係にも留意する必要がある。すなわち、わが国の企業行動が特異であるために、企業法の外国との差異等がもたらされているのではないかという論点である。この点については、別途、政治経済学的な研究の課題となりうるものと考えられるが、さしあたりの試論としての本稿においては、捨象することとせざるをえないことをお断りしておきたい。

(4) わが国企業の内部構造

イ. 議論の土俵の整理

本稿は、わが国企業の財務特性を規定する要因に関し、法制度と金融市場および企業の財務との関わりを論ずることを目的としている。これに焦点を当てた議論を行うためには、企業の内部構造について、まず土俵の整理を行っておき、個別の要因の記述においてはできるだけ捨象することが効率的である。

そこで、以下においては、わが国における経営者と従業員の関係について、株主や債権者の視点に立って簡単に整理しておくこととしたい。その際には、経営者の人的構成、経営者の報酬体系、経営者と従業員の交渉の 3 点から、わが国上場企業の経営者のインセンティブ構造を考えることが重要となる。

ロ. 経営者の人的構成

わが国上場企業について、経営者の人的構成をみると、主に内部昇格者によって構成されていることが特徴である。

その企業法における背景について、公開会社のうち大会社がとりうる機関設計をみれば、これまで、委員会設置会社と従来型の監査役設置会社の選択制であり、監査役設置会社においては、経営監視と執行の双方が取締役会の権能と

されているうえ、取締役会を構成する社外取締役の選任に関する規制が緩やかであることがあげられる。これに対し、アメリカでは、上場会社について、取締役会の構成員の過半を独立取締役とすることが義務づけられており、ドイツでは、監査役会と執行役会の二層制がとられている。また、社外取締役の社外性の要件も、わが国では自社および子会社の社員でない者とされているのみであって、厳格な独立性を要求するアメリカ等に比して緩やかであった。

選任の実態をみても、日本取締役協会の調査によれば、2011年における東証一部上場企業の取締役約15,000人のうち、社外取締役は1,700人弱にすぎない。しかも、その内訳については、取引先出身者や顧問弁護士等、内部昇格者の取締役との間で親密な利害関係をもつ者が多いという指摘がある²⁷。また、取締役会の構成の選択については、株主ではなく経営者にとって望ましいものとなっているという指摘もある²⁸。

このように、わが国上場企業の経営者が内部昇格者によって占められるようになった経緯については、戦後の財閥解体に伴って発生したものであり、高度成長期に内部昇格者の職歴がいわゆる「生え抜き」に一本化される等、内部者経営の深化が進んだとする研究がある。この研究では、その要因として、企業規模が拡大するにつれて、企業特種的な技能に基づく管理的調整が必要となったことや、企業の会社年齢が長くなることに伴い、内部労働市場が発達したこと等があげられている²⁹。

こうしてみれば、本稿においてわが国企業の経営者の技能や思考様式を考える場合には、基本的に従業員と同質であると整理してよいと考えられる。

ハ. 経営者の報酬体系

わが国上場企業の経営者の個人的インセンティブに関しては、非金銭的なものについては、内部昇格者では従業員と同様と考えられるため、金銭的なインセンティブについて、例えば報酬の体系が株主等の利益に連動する等、従業員と異なるものとなっているかどうか論点となる。

この点に関しては、多くの研究結果が公表されており、これらをみると、概ね、わが国企業の経営者の報酬体系は、業績に対する感応度が低く、アメリカ等のように業績向上に向けたインセンティブづけの手段としての積極的な利用

²⁷ 日本取締役協会[2011]。宮島ほか[2004]。

²⁸ 齋藤[2011]。

²⁹ 川本（真哉）[2009]。

がさほど多くなかったとみられる³⁰。

本稿においてわが国上場企業の経営者の個人的インセンティブの構造を考える場合には、従業員とほぼ同様のものと整理してよいと考えられる。

二. 経営者と従業員の関係

わが国企業の従業員は、監査役会への参画を認めるドイツとは異なり、会社法上は債権者の一形態にとどまるが、実態的には、企業との間で「暗黙の契約」を結び、企業特殊的な技能の蓄積を行っている。この結果、企業の業績は従業員の技能に依存する一方、大企業ではいわゆる終身雇用の慣行がある等、従業員は企業の重要なステークホルダーとなっている。

こうしたなかで、わが国企業における経営者と従業員の間を考えると、第 1 に、企業の業績が悪化し、特定の分野からの撤退等が必要となった場合の対応が重要である。経営者は、日常的に従業員に指揮命令を行う立場にあるものの、こうした重大な局面においては、従業員に対する最終的な不利益措置である解雇について、どのような法制度が適用されるかが決定的となる。

この点に関しては、まず、わが国企業においては、業績改善のための整理解雇が厳しく制限されていることに特徴がある。具体的には、「解雇権濫用法理」の判例が確立しており、責に帰すべき事由のない従業員を解雇するためには、人員削減の必要性、解雇回避努力、被解雇者選定の妥当性・基準の公平性、従業員への説明や労働組合との協議という厳格な条件を満たすことが必要とされている³¹。これに対し、アメリカでは、任意雇用の原則のもとで、整理解雇は原則として自由である。また、ドイツでは、かねてより解雇規制が厳しいものの、後述のように、2003 年における補償金 (Abfindungsgeld) 解決制度の拡充によって経営者のイニシアティブ強化が図られている³²。

第 2 に、経営者と従業員の間においては、企業が業績を向上させるために拡張すべき新たな分野が生じた場合に、その分野に特殊な技能をもつ従業員を雇い入れることができるかどうか重要である。

この点に関しても、わが国においては、アメリカのような職能別の外部労働市場が発達していないこと等から、経営者にとっては従業員の獲得が困難である。そこで、これまでの上場企業においては、まず従業員による技能蓄積を行うことを通例としていたようにみられる。

³⁰ 久保[2010]。Nakazato, Ramseyer and Rasmusen[2006]。胥[2003]。

³¹ 大竹・藤川[2001]。

³² 労働政策研究・研修機構[2006]。山本[2010]。生田[2010]。

第3に、わが国においては、所得税、企業年金、健康保険等、さまざまな制度がこうした企業と従業員の長期の「暗黙の契約」を前提として設計されている。こうした制度は、頻繁な転職を行うこと等に対しては煩雑な手続きを要求しており、従業員の側においても、流動的な雇用形態を選ぶことを妨げている。

以上からみれば、わが国上場企業の経営者については、株主や債権者の利益と従業員の利益が相反した場合に、従業員の意に反した措置を講ずる蓋然性は、アメリカやドイツに比して小さいものとみられる。

ホ. 会社共同体

わが国においては、1990年代後半以降、経済活動の停滞に伴って、企業統治に関する改革の必要性が強調されるようになった。そのなかで、取締役会等の内部統治構造に関する法制度についても、多くの改正が行われた。

こうした改正の効果に関しては、数多くの研究が行われている。その成果を概観すると、まず、法改正を踏まえた内部統治構造の見直しについて、企業によって対応スタンスがかなり異なることが指摘されている。しかしそのなかでは、従来の体制を踏襲しようとする伝統的日本企業がなお過半を占めていること、取締役会の構成変更が形骸的なものとなっている例があることが指摘されている³³。また、取締役会の構成変更が企業業績に与える効果の確認は困難であるとされている³⁴。こうしてみれば、企業統治に関する制度改正は、一朝一夕では所期の目的を貫徹することが困難なようである。これは、法改正が選択肢を拡大するという形式のものであったこと、実効性の担保手段等が緩やかであったこと等に起因する面があると考えられる。

一方、取締役の選任の実態に関しても、現在のわが国においては、社外取締役は、企業の実態に関する情報を有していないという見方があるようである³⁵。また、窮境に陥った企業の経営刷新を行う際に、後継経営者の人選が難航する例も見受けられる。

この点に関しては、アメリカにおける経営者の構成や報酬について、経営者に必要とされる能力が企業特種的な技能から普遍的な経営管理の技能へとシフトしていくに伴い、経営者の市場が成立し、外部登用や業績連動の報酬体系が増加してきたとする分析があることが注目される³⁶。わが国では、制度改正はな

³³ 宮島[2011a]。秋吉・柳川[2010]。

³⁴ 内田[2009]。

³⁵ 齋藤[2011]。

³⁶ Murphy and Zábojník[2006]。

されても、経営者に要求される主な技能が企業特殊的なものにとどまるとともに、経営者の市場が十分に形成されておらず、制度改正が機能するための経済的基礎が整っていないのではないかと考えられる。

なお、わが国においては、企業は株主だけのものではなくさまざまなステークホルダーのための存在だとし、取引先・グループ企業とともに従業員を重要なステークホルダーと位置づけることが多い。経営者向けのアンケートにおいても、上場の大企業においては、この考え方のもとで、雇用の安定や株式持合いを重視する傾向が強いとしたものがみられる³⁷。

これに対しアメリカでは、こうしたステークホルダー論について、経営者の行動指針を失わせるものとして批判する見方が多い。そのうえで、取締役の責任について、株主にとっての価値最大化を図るのか、株主と債権者双方にとっての価値最大化を図るのかという議論が行われている³⁸。

またドイツにおいては、従業員代表の監査役会参加を定めた共同決定法の影響も強く、企業サイドでの考え方は、なお、わが国に近いように見受けられるものの、後述のように、近年は株式の保有構造や銀行の経営行動の変化により、株主価値重視の流れが強まっている³⁹。

以上を踏まえ、本稿でわが国企業をアメリカやドイツの企業と比較するに際しては、経営者は、株主や債権者に対する交渉において、従業員を含む会社共同体の代表者としてふるまうものとして整理したうえで議論をすすめることとしたい。

4. 事業再生

(1) 検討課題

近年におけるわが国企業の財務状況をみると、多額の流動資産を保有していることが特徴である。こうした状況に関しては、新たな収益機会に乏しい企業が多額の内部資金を留保していると、相対的に有利でない事業へ投入して収益性を低下させるおそれがあるという議論がある。この議論においては、多額の内部資金が生じた場合には、配当や自社株買いによって株主還元を行う一方で、収益機会が生じた場合には、負債による資金調達を行うことが効率的だとされ

³⁷ 日経リサーチ[2008]。

³⁸ Jensen[2001]。

³⁹ 熊谷・青木[2008]。

ている⁴⁰。

この点に関し、1990年代における各国企業の状況を比較した研究をみると、わが国企業は、資産に占める流動性資産の割合が高水準である一方、配当性向が低水準だとされている。この研究は、各国の法制度と企業財務の関係を分析し、株主を保護するための法制度が整備されている国ほど、キャッシュフローが専ら企業価値向上のために用いられる傾向があるとしている⁴¹。

また、わが国企業の配当政策に関する研究では、安定配当が通念となっていると指摘されることが多い⁴²。わが国上場企業は、業績が悪化した場合に配当水準を維持する一方、業績が改善した場合も増配に消極的であることが多い。

さらに、わが国における自己株式取得に関しては、1990年代後半にさまざまな規制緩和や税務上の取扱変更が行われ、わが国企業も、かつてのような株式需給対策としてではなく、株主還元的手段として自己株式取得制度を利用するようになってきている⁴³。ただし、自己株式取得の規模は負債圧縮の幅よりも小さく、負債の少ない企業が主として利用している等、アメリカ的な考え方からすれば、内部資金の二次的な使途という位置づけにとどまっている面もある⁴⁴。

一方、わが国上場企業による外部資金の調達や流動性資産の保有については、メインバンクからの借入への依存等があるなかで、企業の存続確率を最大化するというモデルがあてはまるという分析がある⁴⁵。

以上のように、わが国企業は、継続的に内部資金を留保する傾向が見受けられる。現在のわが国では金融システムが安定的に機能し、緩和的な金融環境が継続しているため、他に特別な要因がなければ、機動的な資金管理を行うことが効率的なはずである。それにもかかわらず、わが国企業は、欧米企業と異なり、継続的な資金余剰の傾向を示している。こうした現象に関しては、わが国企業に固有の構造的要因があると考えられる⁴⁶。

⁴⁰ Jensen[1986].

⁴¹ Pinkowitz, Williamson and Stulz[2007].

⁴² 諏訪部[2006]。新屋ほか[2007]。

⁴³ 広瀬・柳川・齊藤[2003]。

⁴⁴ Kato, Li and Skinner[2012].

⁴⁵ 広田[2011]。

⁴⁶ 堀・安藤・齊藤[2010]。

(2) 事業再生を巡る当事者のインセンティブ

イ. 内部資金留保のインセンティブ

収益機会が乏しいなかで、企業が内部資金を留保する要因としては、一般に、経営破綻を避けるための支払準備が考えられる。すなわち、企業が事業を営むに当たっては、収支が悪化するリスクが必ず伴っているが、そのことが直ちに資金繰り破綻につながるようでは安定した事業実施が困難となるので、一時的な困難であれば乗り切ることができるよう、一定の支払準備を留保するというものである。

しかし、企業が事業を営んで収益を得るためには、リスクとリターンの組合せの異なる選択肢の間で経営判断を行っていかねばならず、資金繰り破綻に対するリスクを最小化していくだけでは、収益機会を逸することになる。また資金管理面でも、過剰な支払準備を留保しようとするれば、リスクを伴う事業への固定的な投資を圧迫することになる。

企業がこうしたバランスを衡量のうえで経営判断を行った結果、事業に伴うリスクが顕在化した場合には、まずは自力での事業再構築の可能性を検討し、それが困難であれば、株主や債権者の協力を得て、事業再生を図ることになる。

ロ. 法的整理の機能

(イ) 事業再生を巡る当事者のインセンティブ

企業が事業再生に取り組む場合、債権者等は、これに協力するか否かについて、自らの経済合理性に沿って判断する。

債権者にとっては、業績の悪化した企業の債権に生じた損失は、適正な会計処理のもとでは認識時点で引当てが計上されているので、事業再生を検討する段階では、既に埋没費用となっている。したがって、債権者は、事態を放置して潜在的損失がさらに拡大することを防ぐため、個別には、担保処分等により資金回収を図ることになる。また、全体としては、回収見込額の増大につながるような事業再構築を求めるインセンティブをもつが、債権者が多数の場合には、合意形成に困難が伴う。さらに、債権者は事業の内容については十分な情報を有していないので、一般的には、経営者による事業再生の着手を促すこととなる。

一方、株主にとっては、業績の悪化した企業に対する株式に生じた損失は、上場企業であれば株価に反映されているので、事業再生を検討する段階では、

既に埋没費用となっている。ただし、将来に向かっては、株主は、リスクをとって業績の改善を図れば、成功した場合の利益は自らに帰属する一方、失敗した場合の損失は債権者に帰属するというオプションを保有している。したがって、株主には、高リスクの事業をすすめさせるインセンティブが生ずる。

また、経営者や従業員からみれば、事業再生には、再建の機会を得る可能性とともに不利益を蒙るおそれもあり、一般的には、後者が脅威として重く受け止められている。こうした潜在的不利益は、経営者や従業員にとっては埋没費用となっていない。したがって、彼らは、業績悪化が進行するなかでも、事業再生の着手を先送りするインセンティブをもつ。

(ロ) 事業再生のための資金繰りと法的整理

事業再生には一定の期間をかける必要があるので、経営破綻を避けるためには、その間の資金繰りがやはり重要となる。資金繰りが債権者等の金融支援で確保でき、債権者間の合意形成が見込まれれば、私的整理に取り組むことが可能となる。しかし、資金繰りが確保できなかつたり、再建計画に債権者等の合意が得られなかつたりする場合には、法的整理を申し立てることにより、資金繰りの保護（Bankruptcy Protection）や債権者の多数決等による再建計画の決定等のメリットを享受する以外に選択肢がなくなることとなる。

こうして開始される法的整理の意義を債権者や株主の立場からみると、当該企業に拠出した資金の損失額を確定する一方で、経営者や従業員による損失分担の決定を含む企業統治の権限を、株主から債権者へ移譲することにある。

一方、経営者の立場から法的整理の効果をみれば、損失を受けた債権者による企業統治のもとで、自らの地位や経営の主体性を失うおそれがあるほか、経営破綻を招いた責任を追及されるおそれもある状況への移行である。また、従業員の立場からみれば、再建計画の策定の過程において、解雇等のおそれが生ずる。

経営者としては、以上のような脅威を伴う法的整理を避けるため、内部資金を留保しておくものと考えられる。またその水準は、リスクを伴う投資を行うことにより期待される収益と、事業リスクが顕在化して法的整理に至る可能性やそれに伴う不利益の大きさのバランスによって影響されることになると考えられる。

(3) 近年のわが国における制度整備

わが国の事業再生を巡る制度においては、1990年代末からの不良債権問題への対処に関連し、私的整理に関するガイドライン等が創設されるとともに、民事再生法の制定、会社更生法の改正等が行われた。

これらは、従来の事業再生制度が、担保処分と任意整理による清算を基本とし、社会的に必要な企業に限って裁判所が後見的に再建に関与するという考え方に基づいていたのに対し、当事者の主体的取組みのもとで、再建計画の策定に向けた手続を迅速にすすめることを重視するという考え方に基づく法制度へと転換したものであった。とりわけ、法的整理に入っても既存の経営者が引き続き企業を管理するDIP（Debtor In Possession、占有継続債務者）型の手続について、2000年施行の民事再生法により制度が導入され、2008年末から会社更生手続においても運用上導入されたことは、経営者が申立てを行う際のハードルを低くする効果をもったものと考えられる。

実態をみても、2000年代に入って以降、こうした再建型倒産制度がそれまでに比べ頻繁に利用されるようになった。民事再生法については、施行後10年間で約7,700件の申請があり、うち103件は上場会社によるものであった。また、会社更生法についても、2004年の改正後8年間で170件の申請があり、このうち、東京地裁が2008年末から運用上導入したDIP型手続は11件であった。これらの企業のうちには、破産手続に移行した例もみられるものの、再建計画の実行段階にたどりついたものが多い⁴⁷。

他方、事業再生のために清算型の手続を用いる例もみられるようになった。例えば、破綻原因となった経営者が支配株主でもある場合に、その影響力を除くために破産手続を用いる一方で、収益性のある事業を譲渡して新たな企業のもとで再生を図る手法である。この間、破産法についても、手続の迅速化、関係者への情報開示、免責手続の統合等を含め、全面的な改正が行われた。

(4) アメリカおよびドイツとの対比

イ. 再建型倒産制度の開始要件

事業再生を巡る当事者のインセンティブからすれば、私的整理であっても、法的整理の申立てを視野に入れて取組みが行われるので、法的整理の開始要件が事業再生の着手時期全般に大きな影響を与えるものと考えられる。事業再生

⁴⁷ 帝国データバンク「倒産集計」。

が功を奏するためには早期着手が肝要であるが、業績が悪化した企業では、株主には過度のリスクテイク、経営者には着手先送りのインセンティブが生ずるので、とりわけ再建型倒産制度の制度設計に当たっては、早期開始を促すことが重要である。

この点に関し、各国の制度をみると、アメリカでは、債務者の信義則が求められるだけで、法律上は法的整理の開始について特段の要件が定められていない。また、ドイツでは、要件として「支払不能、債務超過またはそれらのおそれ」が定められているが、取締役には適時に法的整理を申し立てる義務が課されており、違反には民事責任のみならず刑事責任も課される。

一方、わが国においては、法的整理の開始要件についてドイツと同様の要件が定められている一方、企業が債務超過に陥っていても、預金保険法で金融機関について報告義務が課されていることを除いては、取締役による報告や手続申立ての義務が存在しない。

ロ．経営者に対する脅威

(イ) DIP 型手続とプレパッケージ型の再建計画

経営者からみて、法的整理の開始に伴う第 1 の脅威は、自らの地位や経営の主体性を失うことである。

この点については、アメリカでは、かねてより、チャプター11において、DIP 型の手続が広く用いられており、プレパッケージされた再建計画も幅広く認められてきた。プレパッケージ型の手続では、チャプター11 の手続開始前に再建計画案について受諾または拒絶した債権者等は、同じ計画案が提出された場合には、あらためて受諾または拒絶の意思を表明せずとも法的整理のなかで受諾または拒絶したものとみなされる。また、最近では、倒産企業の主要事業を早期に譲渡することにより、さらに手続の迅速化を図る手法が目立つようになっている。ただし、アメリカでは、法的整理を通じた債務免責の濫用が問題とされた結果、2005 年にはこれを制限する「倒産制度濫用防止および消費者保護法 (The Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act)」が制定されたことへの留意が必要である。

一方、ドイツでは、開始時点では再建型と清算型を区別しない倒産制度が 1999 年から施行され、債権者の合意等の要件を満たす場合には、DIP 型の手続が認められたが、裁判所による後見的な色彩が残り、広範な利用には至らなかった。そこで、「企業再建円滑化法 (Das Gesetz zur Erleichterung der Sanierung von Unternehmen)」により、債権者委員会を中心とする当事者主導のもとで、DIP

型の手続やプレパッケージ型の再建計画の利用を拡大させる等により、企業再建を一層円滑にするための改正が行われ、2012年から施行されている⁴⁸。

これに対し、わが国では、2000年代に入って、再建型倒産制度におけるDIP型の手続が認められるようになったものの、なお、会社更生法における運用等に課題が指摘されており、アメリカのようなプレパッケージ型の再建計画は認められていない。経営者からみれば、自らの主体性のもとで債権者と交渉を行う余地がより小さい制度となっている。

(ロ) 経営者の責任

次に、経営者からみて、法的整理の開始に伴う第2の脅威は、再建計画の策定の過程において、責任を追及されるおそれがあることである。

この点については、取締役の債権者に対する責任に関する会社法の定めが論点となる。わが国では、取締役が故意または重過失により損害を与えた場合には、債権者等の第三者が取締役に直接賠償を請求できるものと定められている。また、その責任の内容については、自らの行為のみならず、従業員に対する監督にまで及ぶとされている。

この制度を、アメリカやドイツと比較すると、法的整理開始前でも、債務超過に陥った段階で取締役の債権者に対する責任が発生するか等の検討が行われている点は共通している。しかし、アメリカでは、取締役の対第三者責任の制度が存在していない。一方、ドイツにおいては、取締役の対第三者責任の制度が存在しているが、事業再生に関する取締役の責任については、わが国とは異なる考え方がとられている。すなわち、ドイツでは、前述のように、企業が支払不能または債務超過に陥ったときには遅滞なく倒産の申立てをし、支払不能等に陥るおそれがあるときは直ちに調査する義務があり、取締役がこの義務を怠った場合には、民事・刑事の責任を負う⁴⁹。実際にも、法的整理の申立てが行われれば、検察当局が全件を審査しているとのことである。

また、わが国では、法的整理に関する経営者のインセンティブに対し、刑事責任の追及が大きな影響を与えたものと考えられる。わが国では、1990年代末の金融危機への対応が倒産制度の抜本改正の契機となったが、金融機関の倒産に際しては、財政資金により負債の全額を保護するという異例の措置がとられた。これは、金融機関経営に強いモラルハザードをもたらすものであり、財政負担に伴う国民感情への配慮も必要であったため、当時の金融再生法には、政

⁴⁸ Graf-Schlicker[2012]. 野村資本市場研究所[2011].

⁴⁹ 吉原[1985]. 浦川[2011].

府に対して破綻金融機関の経営者の責任明確化を求める旨の規定が盛り込まれた。これに対応し、日本長期信用銀行や日本債券信用銀行をはじめとする銀行の破綻処理に際しては、いわゆる「国策捜査」が行われることとなった。そしてその結果、破綻時点で経営者であった者は、粉飾等を行ったとして有罪の求刑を受け、最終的に無罪となった場合でも、長期間の公判対応を強いられることとなった⁵⁰。

これと比較すると、アメリカにおいても、かつてのS&L (Savings and Loan Association、貯蓄貸付組合) 危機への対応に際し、経営者の刑事責任に対する厳格な追及が行われた。ただし、その内容は、損失をもたらした責任者に対する一般的な民事・刑事の責任追及の延長線上にある。S&L危機では、過少資本に陥ったS&Lを乗っ取ったギャングにより詐欺や横領等の犯罪行為がしばしば行われ、後日の経営破綻の原因となった。このため、破綻原因をもたらした責任者の刑事責任の追及に資するため、時効を延長する等の規定が設けられたものである⁵¹。

またドイツでは、リーマンショック後の銀行救済の経験を踏まえ、「銀行再編基金法 (Gesetz zur Restrukturierung und geordneten Abwicklung von Kreditinstituten, zur Errichtung eines Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute und zur Verlängerung der Verjährungsfrist der aktienrechtlichen Organhaftung、金融機関の再生と清算、金融機関の再生ファンドの設立および株式法による機関責任の時効延長に関する法律)」が2011年に施行された。これは、システム上重要な銀行の早期処理が必要になった場合に備えた基金の設立および基金へ拠出するための銀行税の導入等を定めたものである。この法律は、システム上重要な銀行について、通常の企業の法的整理よりも早期に、監督当局の管理による法的整理を行うこととしている。しかし、その際の銀行の役員および従業員の刑事責任追及について、かつてのわが国のように政府に特別の行為を求める規定はない。責任追及に関する追加的な規定は、報酬の制限と賠償責任の時効の延長に限られており、通常の民事責任の延長線上にある⁵²。

⁵⁰ 水野 (朋) [2010]。

⁵¹ 岸[2006]においては、アメリカにおける責任追及の根拠規定について論じ、わが国における責任追及が不十分だとしている。

⁵² 同法の Referentenentwurf および渡辺 (富久子) [2011]参照。

ハ. 従業員に対する脅威

わが国においては、法的整理の開始に伴う従業員への脅威に関して、経常時において厳しく規制される整理解雇等が容易になることが大きな意味をもつ。すなわち、解雇権濫用法理においては、前述のように、解雇権が濫用とみなされないための要件として、解雇回避努力等が求められるが、企業が法的整理に入ると、こうした要件の具備が明確になるという実務上の効果がある。また、企業年金制度が整備されている大企業では、受給権者に対する年金額の減額についても同様の効果がある。もっとも、わが国では、アメリカと比し、会社更生法等においても、労働協約や企業年金の変更に関する労働組合の拒否権が尊重されている。しかし、再建計画がまとまらず清算処理に移行すれば、既存の労働債権の確保しかできなくなることに変わりはない。わが国においては、法的整理の開始には、整理解雇を手続開始前のようなホールドアップ問題としないで、事業再生の可能性と雇用確保の要請の間で弾力的な調整を行うことを可能とするという効果があると考えられる⁵³。

これに対し、アメリカやドイツにおいては、従業員にとって法的整理の開始が脅威であることに変わりはないが、わが国上場企業と比べれば、法的整理開始を境とする非連続性の度合いが小さいものとみられる。

すなわち、アメリカでは、経常時においても、経営判断により整理解雇を行うことが自由である。一方、ドイツでは、わが国と同様に厳しく整理解雇を規制する「解雇制限法（Kündigungsschutzgesetz）」が存在している。しかし、2003年における抜本改正の一環として補償金解決制度が拡充された結果、法的整理の開始の前後を問わず、補償金額の算定を通じて人員削減の必要性和雇用確保の要請の間の調整を弾力的に行っていくことが可能となった。特に、被解雇者の選定の公平性に関して、ドイツでは、法的整理に関し、従業員対応を迅速に処理するための枠組みとして、社会計画（Sozial Plan）の制度が設けられており、改正後の倒産制度のもとで、補償金解決制度と組み合わせることにより、公平性を確保しつつ事業再生の可能性をより高めるような人員整理が容易になったものとされている。

事業再生と雇用の関係については、わが国においても、会社共同体のもとでの保護は非正規労働者等に及んでいないことや、上場企業の従業員についても、配置転換等が弾力的であったり、退職金割増による退職勧奨が行われたりすることに留意する必要がある。しかし、解雇権の濫用とみなされれば、金銭的な補償ではなく、解雇自体が無効となる点からすると、やはり、ドイツ等に比し

⁵³ 荒木（尚志）[2012]。

て硬直的な制度となっている。また、労働審判所において、解雇を巡る紛争を金銭により解決する例も多く見られているが、この制度も、紛争の事後的処理の手段としての位置づけである⁵⁴。こうした背景のもとで、わが国上場企業の労務担当者にとっては、倒産に直面していない段階で、国内事業所の正規社員の整理解雇を行うことは常識的ではないとされているようである。

（５）わが国企業の財務に対する影響

以上のように、わが国の事業再生を巡る制度をアメリカやドイツと対比すれば、着手時期のアンカーとなる法的整理の早期申立てを確保するための法制度によるインセンティブづけが弱い。また、法的整理を取り巻く諸制度には、なお経路依存性が強く働き、法的整理の開始が経営者や従業員に対して追加的にもたらす脅威はより大きなものとなっている。このことは、従業員を含む会社共同体の代表者である経営者に対し、法的整理を回避する強いインセンティブを与えるものと考えられる。

こうしたことから、図表7に示すように、わが国における法的整理の件数は、ドイツに比べて著しく少なく、特に再建型倒産制度の利用については、アメリカに比べてごくわずかな水準にとどまっている。一方、債権者からみれば、わが国の法的整理は、企業が手続期間中を賄う事業資金を用意さえすれば手続を開始しやすい制度に改正されており、法的整理が開始されてしまうと、手続に要する期間が長いことや配当率が著しく低いこと等から、債権のリスク管理が困難である。そこで、一般の債権者としては、制度改正前に比べて早い段階から、資金回収等を開始する必要が生じてきた。

⁵⁴ 徳住[2008]。

(図表 7) 法的整理の件数の国際比較

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
アメリカ (チャプター 11)	10,823	9,762	10,882	6,250	5,701	4,688	6,274	10,348	13,583
ドイツ (法的整理)	20,470	22,030	22,830	22,208	22,250	19,575	20,404	23,215	22,432
日本 (法的整理)	8,026	7,763	7,281	8,578	8,756	9,914	11,676	11,844	11,096
うち再建 型手続	889	856	551	592	536	601	906	716	529

(注) 日本の計数は年度。

(資料) アメリカ : United States Courts, “Bankruptcy Statistics”

ドイツ : Schultze and Braun, “Insolvency and Restructuring in Germany”

日本 : 帝国データバンク「休廃業・解散動向調査」

これに対し、企業の経営者としては、わが国の制度のもとでは、債務超過に陥っていても、資金繰りさえ確保できれば法的整理を申し立てる義務がない。そこで、債権者による資金回収等の引き金を引くことがないよう、より一層深い塹壕を掘るため、より多くの内部資金を留保するインセンティブをもつことになったと考えられる。

このように考えれば、わが国では、事業再生を巡る諸制度において、法的整理の早期着手に向けたインセンティブづけが弱く、資金繰りさえ確保できれば法的整理の申立てを回避できること、また、法的整理の開始前後における経営者や従業員に対する脅威の段差が大きいままであることが、企業の財務に対し、より多くの内部資金を留保させる方向の影響を与えているのではないかという仮説を得ることができる。

5. 企業買収⁵⁵

(1) 検討課題

前章で論じたような仮説が妥当し、わが国上場企業の経営者がより多くの内部資金を留保しようとしたとしても、そのことが企業買収を受ける引き金となるのであれば、そうした状態を維持することは困難となるはずである。

すなわち、非上場企業であれば、十分な議決権をもつ支配株主でない限り、個別の株主が経営者に与える影響力は小さく、経営方針を変えさせることは困難かもしれないが、上場企業であれば、外部の投資家等が、市場での株式売買を通じて支配株主となることが可能である。外部の投資家からすれば、多くの内部資金を積み上げている企業の株式は潜在的に割安となっているので、株式を買い集めて支配権を獲得することにより、収益を実現することができる。特に、PBRが1に満たないような企業を買収すれば、大きなリスクをとって事業再構築を行わなくても、多額の内部資金を株主還元にあてさせたり、清算処理等によって資産を売却させたりすることにより、ほぼ確実に利益を得ることができる。

こうしたメカニズムは、どの国の資本市場においても貫徹するはずである。しかし、わが国においては、上場企業の多くが1を下回るPBRを示す状況が長期にわたって継続する等、市場メカニズムが働いていないように見受けられる。

(2) 企業買収を巡る当事者のインセンティブ

イ. 株式の売買としてみた企業買収

多額の内部資金に伴う収益機会に着目して企業買収を図る投資家としては、当該企業の情報を蓄積している既存株主のほか、隣接した分野等の業務を営んでいるためにシナジー効果の期待できる他企業が考えられる。また、低PBRの企業のように、多額の内部資金の還元等によって期待される利益の確度が高い場合には、資金を投入して企業の支配権を獲得することが、投資ファンド等による金融活動としての経済合理性にかなうものとなる。

⁵⁵ この章の記述は、脚注で個別に引用している文献のほか、仮谷[2012]、経済産業省企業価値研究会[2008]、日本銀行金融研究所[2010]、日本証券経済研究所[2010]、藤本・茂木・谷野[2011]、Baumほか[2010]、Buchanan and Deakin[2007]、European Capital Markets Institute[2012]、Falkenhausen・Kocher・渡辺[2010]、Fujita[2011]を参考にした。

こうした投資家等から企業買収のための株式買付けが提案された場合、既存株主は、買付けに応ずるか否かの選択を行うこととなる。その基本的な判断基準は、提示された買付価格で売却することによる利益と保有し続けることで期待できる株価上昇等の利益との比較にある。

そこで、買収者は、既存株主に対し、有利な買収価格の提示と、支配株主となった際の優位性を梃子に圧力をかけることの組合せ等により、買付けに応じるよう働きかけることとなる。その際、買収者としては、当初秘密裏に株式を買い進め、その後買収を行って一挙に支配株主となったうえで、少数株主を不利に扱うことにより、利益を最大化したいというインセンティブをもっている。

これに対し、既存株主としては、買収者の提示する価格が有利か否か、応じなかった場合に不利な立場に陥るか否か等について、情報を十分に入手し、時間をかけて検討する必要がある。そうした環境が整備されない場合には、既存株主は買収者や企業経営者により予期しない不利益を蒙るおそれがある。

市場法の観点からは、そのようなおそれに対して資本市場の機能を守るための規制として、買収者が秘密裏に買付けをすすめることを防ぐ大量保有報告書制度と、市場において公正な買付けを行わせる公開買付制度が重要となる。

また既存株主は、多くが少数株主であり、経営者と支配株主により決定される経営方針に対しては、容認するか退出するか以外の選択肢に乏しい状況に置かれている。買収者が支配株主となった後では不利な条件を強いられるおそれがあるため、企業買収の申し出に際しては、株式を適正な価格で買い取ってもらう権利を得ることが主な関心事となる。こうしたことから、公開買付制度の設計においては、公開買付けが義務づけられる要件と、公開買付けに際して応募があったすべての株式を買い付けなくてはならないという全部買付義務の有無等が重要となる。

一方、買収者の立場からは、一般投資家や対象企業の反応に応じて、公開買付けの撤回や条件変更をしてよいか否かが重要となる。

ロ. 対象企業からみた企業買収

企業買収を経営者の立場からみれば、株主の関与が強まるほか、状況によっては自らの地位が不確実になるおそれをもたらすものである。したがって、経営者は、企業買収を阻止しようとすることが多い。具体的には、既存株主に対し、買付提案に応じないよう説得するとともに、買収者が支配権を獲得できないようさまざまな防衛策を講じたり、自らに好意的な第三者による買収を求めたりすることになる。このように、公開買付けの対象となった企業の経営者に関与の余地を認める場合には、株主との利益相反に陥る可能性がある。また、

従業員は、買収に伴って事業再構築や清算処理が行われることに不安を感じる場合もある。その際には、経営者による買収防衛に協力することになる。

上記のように企業買収を既存株主と買収者の株式売買の交渉としてみる場合には、経営者の関与を認めることは必ずしも必要ではない。ただし、買収者による不意打ちや二段階買付けによって、既存株主が損害を蒙るおそれがある。そこで、経営者に既存株主の利益確保の役割を認めたり、規制当局を含む第三者が既存株主の保護のために買収者を監視したりするという選択肢が生ずることになる。そして前者とする場合には、株主から授権された範囲内で、経営者に一定の買収防衛策を講じることを認めてもよいという考え方になる。

なお、債権者は、買収が企業の信用リスクを高めるか否かに応じて、経営者と買収者のいずれかに協力することになる。その際、低収益ではあっても十分な資金を抱えている企業については、自らの債権のリスクを小さく保つため、既存の経営者を支持することが多くなる。

(3) 近年のわが国における制度整備

イ. 企業買収の増加

わが国においては、1990年代後半以降、バブル崩壊後の経済停滞を克服する観点から、企業統治や金融市場について広範な改革が行われてきており、企業買収を巡る法制度についても、その一環として、さまざまな改正等がすすめられた。

これを概観すると、2000年代前半までは、企業買収を容易にすることにつながる規制緩和や制度整備がすすめられた。すなわち、会社法の面では、1999年の商法改正により株式移転・株式交換制度が創設されたほか、2006年の会社法制定により三角合併制度が可能とされた。これによって、内外の企業が株式を対価として企業買収を行う環境が整備されることになった。また、市場法の面では、連結会計や時価会計の導入等の会計制度の整備がすすめられた。これによって、企業の財務内容が透明なものとなり、企業買収を検討する投資家にとってのリスクが軽減されることになった。2000年代半ばになると、こうした環境整備の効果もあって、わが国でも企業買収が増加し、そのなかには敵対的買収も行われるようになった⁵⁶。

しかし、2005年のライブドア事件や村上ファンド事件は、経済合理性に沿ったものであるよりは、法制度の抜け穴を利用したものであったため、証券規制

⁵⁶ 蟻川・宮島[2007]。

の機能が強化されるとともに、企業買収に関連する制度が改正されるための契機となった。すなわち、市場法においては、大量保有報告書制度や公開買付制度の見直しが行われ、会社法に関わる制度については、買収防衛策に関する指針が示されたほか、いくつかの重要な判例が示された。

ロ. 市場法の整備

まず、大量保有報告書制度をみると、その骨子は、株券等の保有割合が5%を超えた場合に、その後5日以内に報告を行わねばならないというものである。2006年の証券取引法の改正においては、従来、投資ファンド等の機関投資家に認められていた報告期限等の特例が縮小されるとともに、報告頻度が2週間ごとに引き上げられた。

また、公開買付制度については、2006年末の証券取引法の改正により、次のような内容の規制強化が行われた。

- ・買付け後の所有割合が3分の2以上となる場合に全部買付けを義務づけ
- ・買付対象者による意見表明の義務化および質問を行う機会の付与
- ・買収防衛策が発動された場合等に、公開買付けの撤回や条件変更を容認
- ・公開買付期間の伸長
- ・市場内外の取引を組み合わせた急速な買付けの後、所有割合が3分の1を超えるような場合に公開買付規制の対象となることを明確化

ハ. 会社法の運用

他方、買収防衛策については、2005年、法務省と経済産業省により「企業価値・株主共同の利益の確保または向上のための買収防衛策に関する指針」が発表された。この指針は、「企業買収に対する過剰防衛を防止するとともに、買収防衛策の合理性を高め、もって、企業買収および企業社会の公正なルール形成を行う」ことを目的としたものとされている。このなかでは、買収防衛策が認められるための要件として、企業価値・株主共同の利益の確保・向上、事前開示・株主意思、必要性・相当性という3つの原則が示された⁵⁷。2006年には、この指針により引かれたルールに沿って、多数の企業が買収防衛策を導入した。導入例の内訳としては、2006年から2007年にかけてアクティビスト投資家の目標とされた企業が多かったと指摘されている⁵⁸。

⁵⁷ 経済産業省・法務省[2005]。

⁵⁸ 滝澤・鶴・細野[2010]。

また、2007年には、ブルドッグソース社の買収防衛策に関し、最高裁の判決が示された。同社は、投資ファンドによる買収に対する防衛策として、あらかじめ株主総会の特別決議を経たうえで、新株予約権の発行を行い、買収者以外の株主には新株、買収者には金銭を交付した。これに対し、投資ファンドは、こうした措置が株主平等原則に反すると主張して訴訟を提起したものである。この最高裁判決では、買収防衛策の採否に関し、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものという考え方が示された。

なお、2008年以降は、市場と機関投資家の反応や前述の公開買付制度の整備等を踏まえ、多くの企業が、買収防衛策を廃止したり、見直したりしている。

(4) アメリカおよびドイツとの対比

イ. 買収者に対する市場法の規制

(イ) 大量保有報告書制度

大量保有報告書について、アメリカの制度をみると、上場されている株式等の5%超を取得した者に対し、取得から10日以内に届出を行えばよいとされており、報告までの期間が比較的長いことが特徴である。これに対しドイツの制度では、発行会社の議決権の3%を基準値とし、これに到達、超過、または下回る時は、4日以内に報告しなければならないとされている。

また、開示される報告書の内容をみると、わが国とアメリカでは相当に詳しい情報の記載を要求しているのに対して、ドイツでは、取得者の情報や取得した日時と割合等を記載すれば足りるとされている。

このような差異は、わが国とアメリカの制度は、投資家に対する株式取引の情報開示に重点を置いており、関連情報を詳細に示すことが重要であるのに対し、ドイツの制度は、企業支配権の取得を巡る情報開示に重点を置いており、支配権の有無は形式的基準で決定されることによるのではないかとみられる⁵⁹。

(ロ) 公開買付制度

アメリカの制度は、連邦による証券法と各州による公開買付けにかかる規制法が並立している。前者においては、規制当局に広範な規則制定権が与えられ、どのような取引が制度の対象になるかについては、当局の提示する基準のもと

⁵⁹ 神作[2008]。

で判例によって個々に決定されることとされている。この制度の対象となる場合、買収者には、情報開示や公正取引の確保のための規制が課されるが、全部買付義務が課されていないうえ、公開買付けの撤回や条件変更が可能とされている。一方、後者においては、州によってはさまざまな反買収的な規定が設けられている。両者の適用については、連邦制であることに伴う複雑な先占関係があるとされている⁶⁰。

一方、ドイツでは、「企業買収法（Wertpapierwerbs- und Übernahmegesetz、有価証券の取得および買付けに関する法律）」という単一の法律により公開買付制度が規定されている。ここでは、直接または間接に議決権の少なくとも 30%を保有するような者による株式取得は、当該企業の支配権を獲得する取引であるとして、公開買付制度によることが義務づけられる。また、そうした支配権獲得のための公開買付けにおいては、全部買付義務が課されているうえ、公開買付けの撤回や条件変更が容認されていない。

こうした差異は、アメリカの制度が基本的に情報開示の充実を目的としているのに対し、ドイツの制度が少数株主の退出権の保護を目的として整備されていることによるものと考えられる。

これらと対比すると、わが国の公開買付制度は、伝統的にアメリカの連邦法に倣うことを基本としてきたが、2006 年の改正において、公開買付けの義務づけの強化や全部買付義務の部分的導入等が行われ、ドイツにやや近い要素が盛り込まれた。ただし、全部買付義務の範囲については、なお、かなりの差異がある。すなわち、取引所での売買や新規発行については、ドイツでは義務発生の対象となるが、わが国では対象とされていない。また、ドイツでは 30%以上を所有する者の取引がすべて規制対象となるが、わが国では 3 分の 2 に達しない買付けでは部分買付けも容認される。

ロ. 取締役の義務と買収防衛策

買収防衛策の発動にかかる取締役の義務に関する法制度の構成は、国により相当異なっている。

アメリカについて、デラウェア州法では、企業買収への対応についても経営判断の原則を適用し、取締役会に比較的大きな役割を認めたいうえで、通常よりも厳格化された義務を課するという考え方がとられている。買収が提案されている企業の取締役の行為基準としては、買収防衛策の発動については、買付提案が企業に対する脅威であるとする合理的な根拠と、防衛手段が脅威に比して相

⁶⁰ スタインバーグ[2008]。古山[1988, 1990]。

当なものであることが必要だとする「ユノカル基準」が示されている。また、支配権の移転が行われる場合には、既存株主が最高の対価で株式を売ることができるよう、競売者としての役割を果たす義務があるという「レブロン基準」が提示されている⁶¹。

一方ドイツでは、株式法に基づく原則として、企業買収について、経営者には、利益相反のおそれがあるので、中立義務を課すという考え方が取られている。そのうえで、企業買収法においては、一定の場合に公開買付けを義務づけたうえで、その場合には、規制当局が既存株主の保護の役割を担うこととされ、経営者に対しては中立義務を課すという構成とされている。しかし、企業買収法の中立義務は、事前に監査役会の同意を得た場合について除外規定が設けられているほか、取締役の行為基準として、「企業利益」を保護する場合には義務違反とならないという規定もあり、厳格なものではない⁶²。むしろ、この制度については、その原型となったイギリスの制度と比べ、特に国外の投資家に対し、企業買収を抑制する効果があるという指摘もある⁶³。

このように、取締役の義務について、アメリカとドイツの制度の構成が対照的なものとなっていることは、公開買付制度における全部買付義務の規定が対照的となっていることに見合うものでもある。すなわち、ドイツのように全部買付義務が課されているのであれば、少数株主が残って意に反する不利益を受けることはないので、取締役による関与のいかんはあまり重要でない。一方、アメリカのように買収者の自由度が高い場合は、既存株主の代理人として、取締役の主体的関与が重要になる。

これを踏まえて、わが国の制度をみると、ドイツとの対比では、前述のように、公開買付制度がドイツにやや近い制度に改正されたものの、全部買付義務が部分的なものにとどまることを含め、基本的な考え方になお差異がある。これに対して、アメリカとの対比では、公開買付制度が情報開示に重点を置いており、企業買収における取締役の関与が重視されているという基本的な考え方が共通している。

そこで、経営者の行為基準を、例えばデラウェアの州法と比べると、わが国においては一般的な善管注意義務の問題として取り扱われており、レブロン基準のように株式売買としての側面に着目した義務づけが行われていないことが異なる。例えば、ニッポン放送事件においては、市場価格よりも低い価格での

⁶¹ ミルハウプト[2009]。

⁶² 牧[2011]。

⁶³ Baum[2008]。

買付けに応じた企業の取締役について、善管注意義務違反が否定されている⁶⁴。

(5) わが国の企業買収に対する影響

2000年代後半のわが国においては、企業買収を巡る各制度については、敵対的買収と買収防衛策が焦点となったなかで、それぞれの制度の目的に応じて均衡をとった設計が図られたものとみられる。しかし、これらを全体としてみると、上場企業の経営者や企業買収を行おうとする者のインセンティブに重要な影響を与えた可能性がある。

すなわち、企業の経営者からみれば、アメリカのレブロン基準のような義務づけがないため、企業買収の脅威に対抗する行動の自由が確認されたと受け止められたのではないかと推察される⁶⁵。一方、企業買収を行おうとする投資家からみれば、わが国の資本市場は、ドイツの制度を部分的に取り入れたことで、より不利な環境だと受け止められた可能性がある。

なお、アメリカにおいても、州法において、企業買収を阻害するような規定が設けられている。しかし、州の間で競争があるため、経済合理性の高い法制度を設けた州に企業活動が集中することや、連邦法が弊害を抑制することでバランスがとられていく。一方、ドイツについても、株式保有の流動化を促す他の施策との組合せにより、国内の資本市場活性化には寄与しているという指摘もある⁶⁶。現状では、監査役会を含む経営者においては、自己利益を図ったものとして、事後的に株式法に基づく責任や背任等の刑事責任が追及されることへの懸念が強く、中立義務の例外規定はあまり利用されていないようである。

こうしたことを勘案すれば、わが国においては、法制度が与える企業買収抑制効果は、実態としてかなり高いように考えられる。すなわち、企業買収を行おうとする投資家からすれば、わが国では、会社共同体の代表者である経営者が企業買収に敵対的な行動を行うおそれが十分にある。その交渉に際し、買収者は十分な情報開示等の義務を負うが、対象企業の経営者は、株主の合意を得さえすれば、行動の自由度が大きい。その際、わが国の多くの上場企業では、個別の取引関係等に基づく安定株主の比重が高いため、経営者の意向がそのまま企業の方針となりやすい。その結果、企業買収を行おうとする投資家にとっては、既存株主との間で取引を模索しようとしても、交渉を始めること自体が経営者によって阻止されかねないという懸念をもったのではないかと考えられ

⁶⁴ 田中（亘）[2007]。

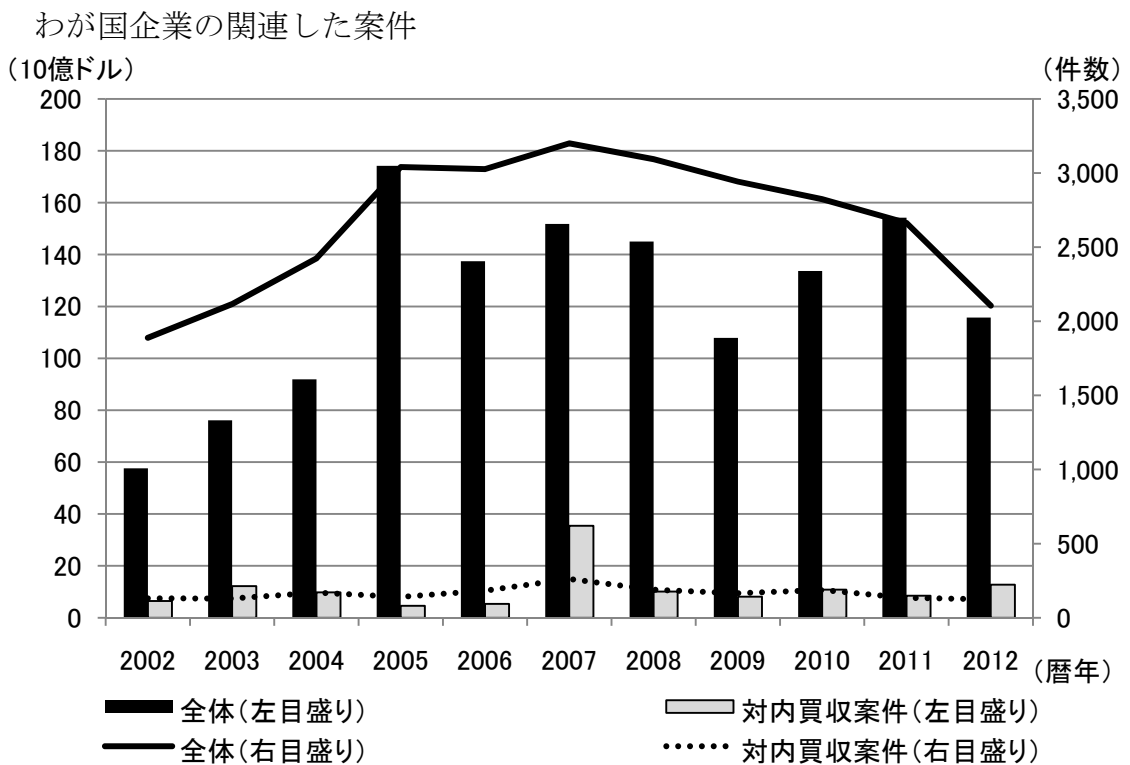
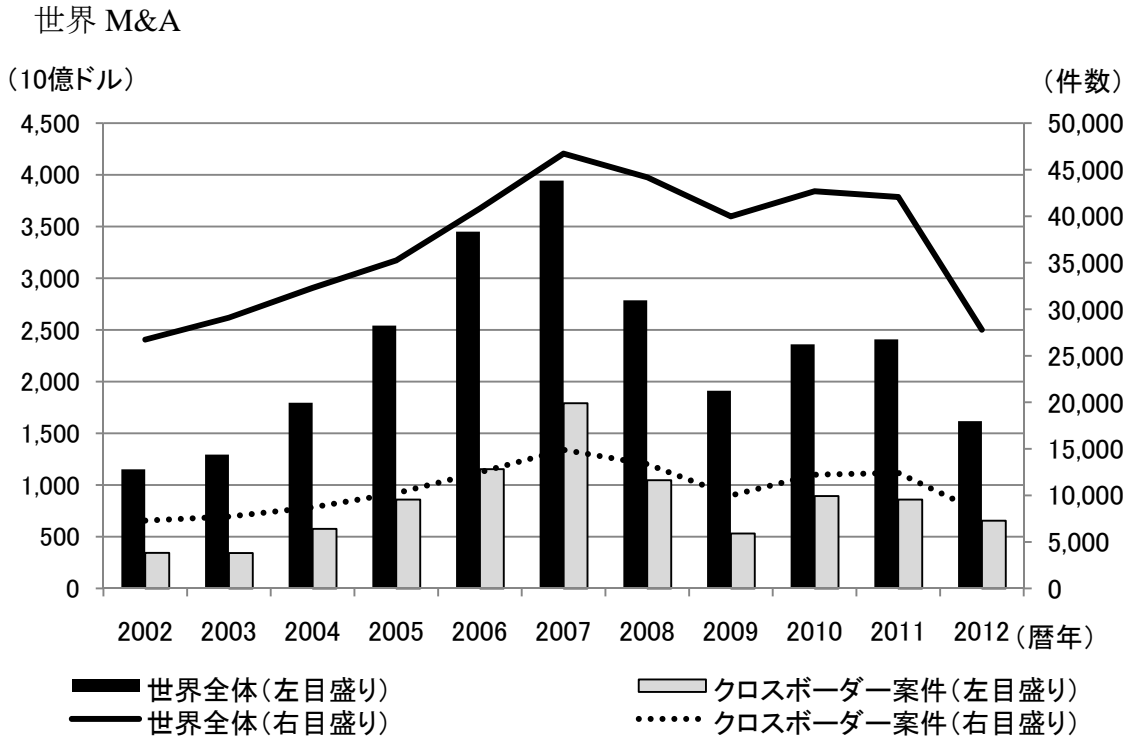
⁶⁵ 藤島[2009]。Milhaupt[2005, 2009]。Armour, Jacobs and Milhaupt[2011]。

⁶⁶ Gordon[2003]。

る⁶⁷。この点に関し、図表 8 をみると、わが国企業の関連する M&A は、世界的金融危機に先立ち、2005 年で頭打ちになっている。

⁶⁷ 胥[2009]。内閣府経済社会総合研究所[2008]。Buchanan, Chai and Deakin[2012].

(図表 8) 世界とわが国の M&A の推移



(資料) Thomson ONE

(6) わが国企業の財務に対する影響

イ. M&A の当事者となった企業の業績

企業買収が企業の財務に与える影響については、買収の当事者となった企業の業績等の変化と、企業買収の脅威による上場企業一般の経営規律の強化に区分して考えることができる。

前者は、企業買収のみならず、合併等を含む M&A 全般に関する論点である。ここでは、規模の経済性の上昇、補完性の実現、間接費の削減等による効率改善と、従業員や取引先等からの富の移転との 2 つの面から、企業の営む事業の収益性を向上させる効果が考えられる。他方、人材の統合の困難、組織内の調整コストの増大等により、かえって収益性を低下させるおそれもある。現実にその両者のいずれが大きいかは、実証の問題である。

この論点については、生産性や雇用等の実体経済に対する効果を念頭に、M&A の前後における決算の対比や株価変動の分析等による研究が行われている⁶⁸。これらの研究のなかには、企業買収が救済型か否か、買収者が国内企業か外資か、当事者企業が同業種か異業種か等を区分した分析を行ったものがある。この研究では、生産性、収益、雇用ともに、M&A には正の効果がみられるものが多く、形態別では、非救済型、外資、異業種間の方がより有効という実証結果が示された。ただし、こうした事業の変革に関わる効果の発現にはかなりの期間を要するので、決算や株価変動をみる時期等によっても分析結果が影響される面もあるという指摘もある⁶⁹。

ロ. 企業買収の脅威による規律づけ

企業買収の脅威が上場企業一般の経営規律に与える効果については、論理的には必ず生ずるとしても、現実の上場企業の財務に対して有意な水準のものとなるかどうかは、実証を要する検討課題である。しかし、具体的に実証を行う際には、買収対象とならなかった企業について、買収をかけられる可能性が異なることにより、どのような財務上の差異があるかを検出するという分析が必要となる。これは、標本の入手方法や他の要因のコントロール等、多くの困難を伴うものである。

そうした研究の例としては、まず、世界各国の企業買収の制度整備と市場規

⁶⁸ 宮島[2007]。Kruse, Hun Y. Park, Kwangwoo Park and Suzuki[2006].

⁶⁹ 深尾・権・滝澤[2007].

律の効果について、クロスセクションでの回帰分析を行ったものがあげられる⁷⁰。この研究では、企業買収の制度整備には業績の悪い企業の経営刷新を促す効果があるという示唆がなされているものの、制度整備や市場規律を表す変数の設定等で、技術的な困難が大きいという説明も行われている。また、現実に企業買収を行おうとする投資家について考えてみると、関係法令と慣行が全体として障壁となる場合もあれば、個別の規定が絶対的な障壁となる場合もある。さらに、国によっては、資料入手が比較的容易な「本に書かれた法律」とそれが難しい「現実に用いられている法制度」の乖離が大きいこともある。こうした世界各国を標本とするクロスセクションの実証分析については、金融市場全体の状況と法体系のようなマクロ的な相関については効果を発揮しているものの、検証対象が個別特定の事項となればなるほど、分析技術上の困難が増大すると考えられる。

そこで、次の分析方法として、どのような企業を買収提案の対象となったかということから、どのような規律づけ効果があるかを間接的に検討することがあげられる。わが国におけるこうした研究のなかには、企業の収益性が低下すると企業買収の対象となりやすいという結果を得たものがみられる⁷¹。

また、買収防衛策について分析することで、企業買収の可能性が企業経営者にどのような脅威を与え、規律づけるかを分析した研究もある。この研究では、買収防衛策を導入した企業の属性について分析を行い、流動性資産比率が高い、社齢が長い、株式の持合いが多いという属性をもつ企業が、買収防衛策を導入する傾向があったという結果を得ている。このほか、企業の買収防衛策導入について、株価に有意に負の影響があったという分析を示す研究もある⁷²。以上からみると、わが国の買収防衛策に関する実証研究の多くにおいては、買収者に対して既存株主の選択権を確保するためではなく、金融市場の圧力から会社共同体を守るために導入されたと評価されているものと受け止められる。

さらにその背景に関しては、企業買収に際して経営者がどのように行動したかに関するケーススタディにおいて、買収提案を受けた企業の経営者が、従業員等への配慮を優先して行動したり、株式の持合強化に動いたりしたと指摘するものもある⁷³。

なお、アメリカにおいては、各州の制定した反企業買収法が経営者の行動に与える影響を分析している研究がある。その実証結果によれば、買収者に対す

⁷⁰ Lel and Miller[2011].

⁷¹ 滝澤・鶴・細野[2010]。

⁷² 竹村・白須・川北[2010]。

⁷³ 胥・田中（亘）[2009]。

る一定の猶予期間の義務づけ等の立法が行われた州の企業経営者は、従業員との融和を過度に重視し、賃金の引上げを行う一方で事業所の再編等を行わなくなるとされている⁷⁴。

これらをあわせ考えると、わが国においては、企業買収に際して取締役の負う義務について、レブロン基準のような株式売買としての側面に着目した義務づけが行われていないことが重要である⁷⁵。

なお、2000年代半ばのわが国においては、こうした企業法分野の制度整備以外にも、行政面の外資規制の強化や対象企業の経営者による買収の阻止等の事例が相次いだ。OECDの調査によれば、現在のわが国においては、対内直接投資に対し、アイスランドや中国に次ぎ、インド等と並ぶ強い障壁が設けられている。わが国は、対内直接投資の規制に関しては、アメリカやドイツとは全く異なる閉鎖的な市場ということである⁷⁶。

以上を踏まえれば、こうした環境のもとで、投資家等からみてわが国企業の買収は失敗のおそれの大きいと受け止められている可能性があり、経営者に対する企業買収の脅威が減殺され、低収益性や資金余剰を温存する方向の影響を与えているのではないかという仮説を得ることができる。

6. 投資家の行動⁷⁷

(1) 検討課題

前章で論じたような仮説が妥当し、わが国上場企業の経営者が多額の内部資金を留保しようとするのことに對し、企業買収による脅威が機能しないとしても、株主による企業統治が的確に機能していれば、そうした状況は継続しないはずである。株主からすれば、企業が多くの内部資金を留保しているのであれば、収益を生む事業への投資や株主への資金還元を求め、そうした経営判断が行われないのであれば、株式を売却するからである。

⁷⁴ Bertrand and Mullainathan[2003].

⁷⁵ 岩倉[2010].

⁷⁶ Kalinova, Palerm and Thomsen[2010].

⁷⁷ この章の記述は、脚注で個別に引用している文献のほか、宇野・神山[2009]、江川[2008]、金融審議会金融分科会[2009]、杉浦[2011]、CFA協会[2009]、Federation of European Securities Exchanges[2008]、Fichtner[2009]、Hamano, Kutsuna and Matos[2010]、Odenius[2008]を参考にした。

こうした投資家の行動は、どの国の資本市場においても共通のはずであるが、前述したように、わが国上場企業は、大きな内部資金を留保しているうえに、低収益にとどまっている。

(2) 投資家のインセンティブ

投資家が株式を購入する理由は、株式の保有によって利益を得ることにある。株式保有による利益は、株主持分の価値上昇や配当等による株主還元等、当該企業の株主全体に共有される一般的利益と、自らの所有する債権の保全や取引関係の強化等、当該株主のみが享受する個別的利益に区分することができる。

この観点から、類型別の投資家のインセンティブを考えると、個人は、特別な大口株主でない限り企業経営に関与する余地がなく、専ら金銭面での一般的利益に関心がある。一方、事業法人は、余資運用を行っているような場合を除けば、事業面での取引関係強化等の個別的利益に関心があることが多い。株式持合いは、こうした個別的利益の追求に基づくものであり、双方の企業において、経営者の私的便益を確保するための手段とされるおそれがある。

この両者の中間的なインセンティブ構造をもつ投資家として、まず、銀行等を考えると、自らの所有する債権の保全に主として関心があるが、融資による収益機会の拡大等からは企業の規模拡大にも関心がある。また、保険会社は、金銭面での一般的利益に関心があるものの、契約獲得の梃子として株式を購入するような場合は、従業員数の増加等の企業の規模拡大に対する関心が強い。一方、投資信託や企業年金は、パッシブ運用等であって企業統治に関与する場を含め、主として金銭面での一般的利益に関心がある。

さらに、外国法人等のインセンティブ構造を考えると、基本的に金銭面での一般的利益に関心がある。そのなかで、資金量の大きい投資会社等は、一般的利益を追求する手段として、売買差益を得ることのほか、議決権行使等により株主還元を行わせることがしばしばであり、より踏み込んだ措置として、企業買収を目指すこともある。

こうした利益追求のための投資家の行動が企業経営に影響を与えるチャネルについて考えると、株主としての議決権行使等と株式売買による株価変動の2つがある。これらに関しては、投資家に対する情報開示を巡る制度が両者共通の基礎として重要であるほか、議決権の行使等については、株式の保有構造が重要となる。

(3) 株式の保有構造

イ. わが国における状況

投資家の議決権行使は、企業の経営者からみれば、前述のような各類型の投資家のインセンティブが株式保有割合に応じて合成され、株主総会等を通じて、現実に反映されるプロセスである。

わが国上場企業の株式保有構造をマクロ的にみると、2010年3月末では、全体の時価総額310兆円のうち、外国法人等が83兆円、26.7%と最大のシェアを占めている。次いで、信託銀行や保険会社等の国内機関投資家のシェアが25.6%、事業法人等のシェアが21.2%となっている。個人その他は20.3%、都銀・地銀等は4.1%を占めている。

また、こうした株式の保有構造の長期的推移をみると、都銀・地銀等が、1990年代末から著しくシェアを低下させているほか、個人その他も、1970年代から1980年代にかけてシェアを切り下げている。一方、外国法人等は、1990年代に入って以降急速にシェアを増加しているほか、国内機関投資家も1980年代後半にシェアを切り上げた後横ばいで推移している。事業法人等のシェアは、総じて安定的であった⁷⁸。

次に、わが国における株式保有構造のミクロ的特徴としては、株式持合いが大きな比重を占めてきたことが指摘される。わが国においては、1990年代半ばまで、銀行と企業の間で安定的な株式持合いが継続してきたが、1990年代後半からの金融危機のもとで、銀行が保有株式を売却せざるをえなかったことから、この形態の持合いは解消に向かった。しかし、2000年代後半においては、事業法人間で株式持合いが再強化されてきたとする研究がある⁷⁹。これは、個別企業の株式保有ネットワークの状況を分析したものであり、株式持合いの再強化の要因については、投資家からの圧力が高まるなかで、安定株主作りや経営者の私的便益の確保をあげている。もっとも、直近については、株式の投資収益の低迷に加え、株式の保有状況の開示義務の導入等により、株式持合いが再び縮小に転じているという指摘もある⁸⁰。

⁷⁸ 東京証券取引所ほか[2012]。

⁷⁹ 新田[2009]。

⁸⁰ 伊藤（正晴）[2010]。

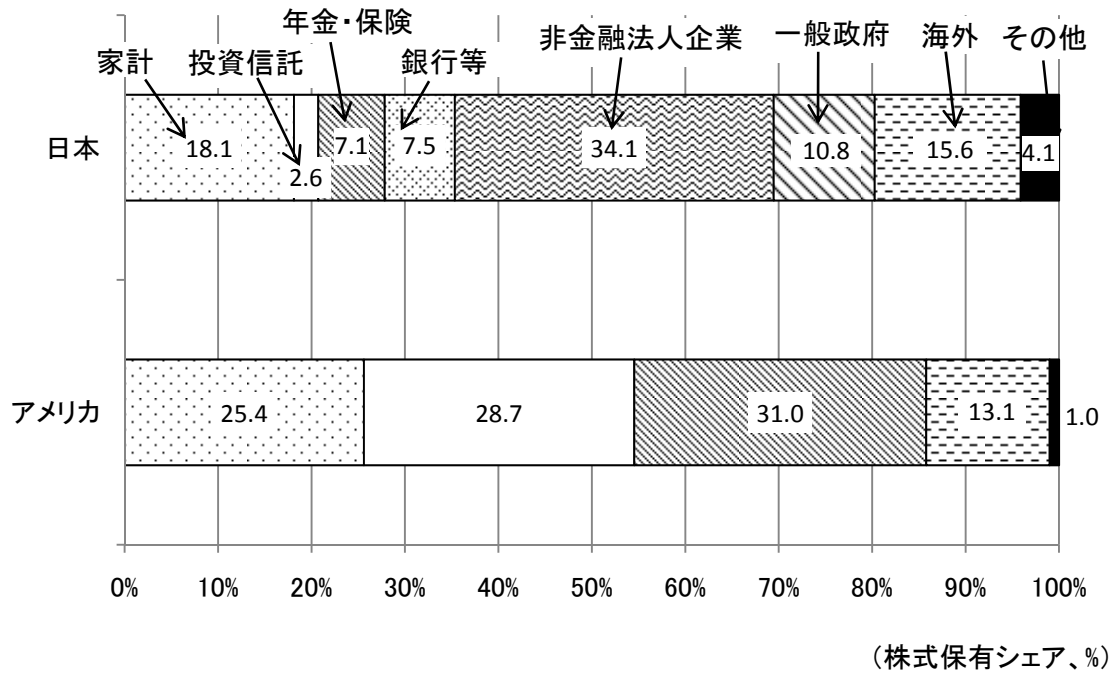
ロ. アメリカおよびドイツとの比較

株式の保有状況について、まず、マクロ的な保有構造を比較すると、図表 9 に示すように、アメリカでは、国内投資家が半ば近くを占め、家計とあわせると 8 割を超えるシェアを有している一方、事業法人等の保有はごく少なく、外国投資家のシェアも小さい。またドイツでは、非金融民間企業のシェアが 40% 程度と著しく高いことが特徴である。外国投資家のシェアは 20% 程度である。

一方、わが国における保有構造のミクロ的特徴である株式持合いは、アメリカにおいては存在しないとされている。また、ドイツについては、伝統的に、銀行や保険会社による集中的な株式保有がみられていたが、1990 年代後半から、銀行や保険会社の経営戦略の変化、会計制度の整備および税制上の措置により、株式の保有構造が変化しており、かつての「ドイツ株式会社 (Deutschland AG)」は解消したとされている。また、非金融民間企業による株式保有は、わが国のような水平的持合いではなく、垂直的支配であることが指摘されている⁸¹。

⁸¹ 齋田[2011]。山崎[2011a, 2011b]。

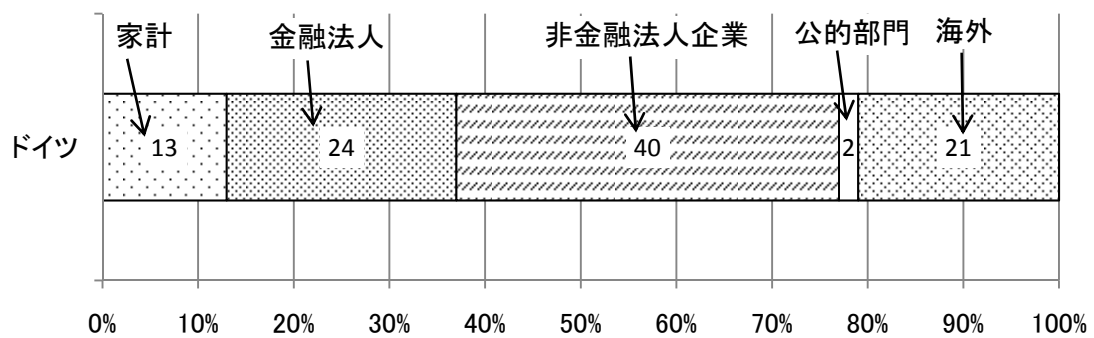
(図表 9) 株式の保有者状況の国際比較 (2007 年)



(備考)

1. 日本銀行「金融経済統計月報」、FRB "Flow of Funds Accounts"、Office for National Statistics "Financial Statistics"により作成。
2. 各国とも 2007 年末のデータ。

(参考)



(資料) Federation of Stock Exchanges in Europe 'Share Ownership Survey (2007)

(4) 企業による情報開示

イ. 情報開示の枠組み

投資家の行動が企業の経営者に影響を与えるための基盤は、適正な情報の公正な共有にある。金融商品取引法等の市場法においては、その確保のため、上場企業による情報開示、監査法人による監査、規制当局や証券取引所を通じた情報提供、投資家による情報の利用等について、さまざまなインフラストラクチャーが設けられている。こうして開示された情報は、株主による議決権行使等や株式の売買に用いられ、企業経営に対する市場規律の貫徹の基礎となる⁸²。

開示される情報としては、主に、企業業績に関するものと企業統治に関するものの2種類がある。前者としては決算等の財務報告や将来業績の見通し等があり、後者としては取締役会の構成、内部統制体制の構築状況、取締役の報酬、株主の状況等がある。

以上により開示される情報の性格は、いずれも、経営者による見積りや評価に基づく見解の表明という位置づけである。その際、決算等の業績に関する情報は、「二重責任の原則」に基づいて、経営者の責任により作成され、監査法人により監査基準に従って検証されたうえで開示される。

ロ. アメリカおよびドイツとの対比

以上による情報開示のうち、財務報告については、公正な会計基準に従って処理し、他の企業との比較可能性を確保することが重要である。そこで、会計基準についてみると、ドイツでは、1988年から国際会計基準の適用が一部企業で認められ、2002年にはEUが域内上場企業へのIFRS (International Financial Reporting Standards) 強制適用を決定するなど、外国との比較可能性確保や企業買収の円滑化のための整備が進んでいる。一方、アメリカやわが国では、IFRSについて、なお導入の是非や具体的な内容について論じられているところである。

他方、企業統治に関する事項については、アメリカやドイツ並みの取締役の報酬の個別開示を行うことがわが国では激しい議論の対象となったように、国ごとの差異が大きい。

アメリカにおいては、エンロン社のスキャンダル等に対応し、「サーベンス・オクスレー法 (Sarbanes-Oxley Act)」が2002年に施行された。この法律では、

⁸² Leuz and Wysocki[2008].

監査法人や弁護士等による経営監視機能の強化、独立取締役等によるコーポレート・ガバナンスの強化、情報開示制度の改善等について広範な制度整備が行われた。こうしたなかで、情報開示に関しては、開示情報に関する経営者の認証制度や開示統制手続の導入等が定められており、とりわけ、財務報告に関する内部統制システムを整備し、経営者が自己評価を行うとともに、監査法人が検証結果を監査報告書に盛り込むとされたことが重要である。

ドイツにおいては、2000年代前半のコーポレート・ガバナンス改革の一環として、EU共通の「遵守するか説明するか（Comply or Explain）」の考え方のもとで、「ドイツ・コーポレート・ガバナンス規準（Deutscher Corporate Governance Kodex）」の遵守状況を開示することが、株式法により義務づけられている。規準の内容は、株主総会、取締役会および監査役会の役割と責任、透明性と会計監査の独立性等を含む包括的なものである。規準の遵守状況の開示については、政府の規準委員会による実施状況の調査が行われるほか、近年においても開示内容がさらに拡充されている⁸³。また、経営者サイドが不合理に情報開示に抵抗する場合には、具体的な開示項目が法律により義務づけられることもあるとのことである。さらに、開示内容等が監査の対象とされているわけではないが、上場企業は、投資家等への説明の観点から、遵守表明を行うことが多いようである。そして、その遵守表明が事実と反する場合には、経営者は株主に対して賠償責任を負うという判例が示されている⁸⁴。このように、ドイツ・コーポレート・ガバナンス規準は、経営者と投資家の緊張関係のもとで、資本市場による規律づけの強化のためのソフトローとして有効に機能している⁸⁵。ドイツにおいては、この制度を含め、数次にわたる資本市場振興法が制定され、企業統治の様相が市場志向へと変革してきているとされている。

わが国においては、アメリカとドイツ双方のアプローチが部分的に導入されている。すなわち、2008年度決算から、企業の内部統制体制の整備状況に関し、アメリカのサーベンス・オクスレー法に準じた制度が導入された。また、コーポレート・ガバナンスに関する事項に関しては、証券取引所の上場規則により全般的な開示が求められているほか、公的なエンフォースメントの対象とする必要があるような事項については、金融商品取引法に基づく政令によって開示が求められている。2010年には、後者の一環として、コーポレート・ガバナンス体制、役員報酬、政策投資目的等による株式保有状況の開示を義務づける政

⁸³ Regierungskommission[2012]. 田淵・Bebenroth[2006].

⁸⁴ Tröger[2011].

⁸⁵ 関[2010].

令が施行された⁸⁶。

(5) わが国における機関投資家の行動

イ. 投資対象の選択

投資家の行動が企業の経営者に与える影響において、キャストイングボードをもつものは、内外の機関投資家である。その行動については、投資対象の選択と投資収益の確保に区分して考えることができる。

まず、投資対象の選択については、そのための情報収集コストが問題となる。とりわけ外国の機関投資家にとっては、企業の内容等について情報を得るためのコストが大きい。したがって、外国の機関投資家は、投資対象として、企業規模や海外での売上げが大きく、市場流動性も高い銘柄を選択する傾向がある。なお、近年のわが国においては、外国の機関投資家は、企業統治の体制改革がすすんだ企業を選択する傾向があるとされている。他方、国内機関投資家による銘柄選択の要因においては、企業規模や市場流動性が重視されているものの、海外売上げの比重は相対的に小さい⁸⁷。

ロ. 投資収益の確保手段

投資収益を確保する手段としては、議決権行使等により、株主持分の価値を高めたり、株主還元を行わせたりするか、株式売買によって利益を得るかという2つの選択肢がある。これを企業の経営者からみれば、議決権行使等により統治されるか、株式売却によって株価下落にさらされるかという影響を受けることになる。

こうした機関投資家の行動に関し、アメリカの研究では、「流動性対コントロール」という議論が行われ、この両者の両立が困難であることが指摘されてきた。すなわち、議決権等を有効に活用するためには、大口株主となつたうえで、企業の情報を十分に入手して行う必要がある。しかしその場合には、自らのポートフォリオに集中リスクを抱えること、所有株の売却が市場の需給に大きなインパクトを与えること、場合によってはインサイダー取引規制に抵触するおそれがあること等の問題がある。一方、機関投資家は、持分所有者や信託受益者等の顧客への支払いに充てるため、流動性を確保しておく必要があるが、そ

⁸⁶ この項の記述全般について、長島・大野・常松法律事務所[2010]を参照。

⁸⁷ 宮島・保田[2012]。

うした場合には、収益性が低くなりがちであること、議決権行使等を活用しにくくなること等の問題がある⁸⁸。

この流動性とコントロールの組合せについて、個別の機関投資家がどのような戦略をとるかは、背後の一般投資家による資金拠出の形態や運用ニーズの態様によって決まってくる。固定的な出資と高収益要求の組合せであれば、企業買収を含め、リスクをとって個別企業に対する議決権の活用を目指すことになる。また、流動的な資金拠出と安全性確保の組合せであれば、市場流動性の高い株式への分散投資を目指すことになる。

ハ. わが国における機関投資家

以上を踏まえて、わが国の機関投資家の類型別の状況をみると、まず、固定的な出資と高収益要求に基づく投資法人による株式保有の割合が小さいことが特徴である。

一方、企業年金等については、相応の比重をもつうえ、パッシブ投資を行う場合にはコントロールを重視することとなるので、株主還元等を促すために議決権を活用する例も見受けられた。例えば、企業年金連合会は、2007年に、独立した社外取締役の導入を促すコーポレート・ガバナンス原則を公表した。また、2008年には、買収防衛策の適正化のために議決権行使基準を改訂した。この改訂では、買収者に対して経済的対価を交付することができるような買収防衛策や、社外取締役等による実質的な検討が行われないような買収防衛策に対して反対することとされ、傘下の企業年金は、同年の株主総会における買収防衛策の議決案の3分の1以上に反対した⁸⁹。

こうしたなかで、外国法人等は、わが国株式市場において、金銭による一般的利益に最も集中したインセンティブに基づいて行動する主体であり、その活動がわが国企業に対して有する影響について、多くの実証研究が行われている。このなかでは、企業規模や海外での売上げが大きい企業について、投資家による経営の規律づけと企業統治の体制改革を通じ、業績を向上させる効果があると結論づけたものが多い。例えば、1980年代後半から1990年代の上場企業の業績について、株式の保有構造等との関係を分析した実証研究をみると、外国の機関投資家の持株比率が高く、安定保有比率が低いほど、生産性の上昇率が高いという結果が得られている⁹⁰。ただし、前述のように、外国法人等にとっては、

⁸⁸ Coffee[1991].

⁸⁹ 川北[2003]。堀江[2004]。

⁹⁰ 宮島・新田[2011]。西崎・倉澤[2003]。

わが国企業に関する情報収集のコストが大きいという制約がある。

一方、わが国機関投資家の株式保有においては、保険会社等の占める比重が高い。保険会社等については、自らの契約獲得および流動性確保の観点から、従業員数等の拡大に関心があるので、株主権の行使に当たり、収益性の向上よりも、規模の拡大を求める方向に偏ったインセンティブをもつことが考えられる。また、近年は減少しているものの、銀行による株式保有等については、自らの融資や預金の維持・確保との関連に関心があるという特徴がある。したがって、銀行については、株主権の行使にあたり、収益性の向上よりも内部資金の留保や売上規模の拡大を求める方向に偏ったインセンティブをもつことが考えられる。

なお、わが国の資本市場における機関投資家に関しては、経済状況の変化に伴って、さらに流動性重視を高める状況に置かれているように見受けられる。すなわち、企業年金は、わが国人口の高齢化に伴い、成熟度が上昇してきている。このため、かつてより大きな支払準備を確保する必要があり、投資対象としての株式の割合や投資形態におけるコントロールの比重は、低下させていく方向に向かっていると考えられる。また、外国法人等も、世界的な金融市場の不安定のもとで資金量を減少させているなかで、わが国企業の株式が投資対象としての魅力を低下させているため、その活動がわが国企業に対して有する影響も縮小してきているものと見受けられる。

(6) わが国企業の財務に対する影響

イ. 投資家の行動を巡る法制度

以上を踏まえて、わが国における投資家の行動について考えてみると、個別的利益の追求の比重が大きいことに対し、投資家のインセンティブを巡る法制度が影響を与えている可能性がある。

第 1 に、上場企業による株式保有については、わが国においても、前述のように、2010 年から純投資目的以外の目的で保有する株式の状況を開示することが義務づけられるようになった。その結果をみると、大部分の企業がそうした株式保有を行っているが、その保有目的の開示においては、画一的・抽象的な記述に終始しているという指摘がある⁹¹。これをドイツにおけるコーポレート・ガバナンス規準の機能と対比すると、資本市場における情報開示の意義が、当事者に内在するものとして確立しておらず、当局による規制に形式上従うにと

⁹¹ 横山[2011]。

どまっているのではないかと見受けられる。

第 2 に、わが国機関投資家に対する企業統治をみると、相互会社等では、構成員の出資額に比例したガバナンスの枠組みではないので、株式会社に比べ、構成員の金銭的な一般的利益の最大化に焦点をあてた運用を行うインセンティブが大きくないと考えられる。また、投資法人のような枠組みでも、アメリカに比べ、投資者集会によるガバナンスが形式的なものとなっている。こうしたもとの、企業や機関投資家のガバナンスにおいては、一般投資家から受ける規律づけが弱く、主に規制当局の検査監督による規律づけに依拠しているのではないかと考えられる。このことは、規制当局が機関投資家に対し権限行使を行う際のインセンティブに、自らが金銭的利益を得るという収益動機が含まれていないことからすれば、結果としてわが国企業に対する収益性向上に向けた圧力を減殺している可能性があると考えられる。

第 3 に、取引関係等の個別的利益に基づき株式を保有する株主においては、企業の収益性向上よりも、規模拡大を求めるインセンティブをもっており、とりわけ株式持合関係を構築した事業法人は、経営者を代表者とする会社共同体を資本市場の規律から守る方向に動くものと考えられるが、資本市場の適正な機能遂行の確保という観点からは、そうした取引関係等の個別的利益に基づく安定株主としての議決権行使により企業の意思決定が影響を受けることに一定の歯止めをかけるための何らかの制度的手当てを検討する意義もあるのではないかと考えられる。

ロ. 法制度がわが国企業の財務に与える影響

このように、わが国における投資家の行動については、「本に書かれた法律」では、株主として強い権能が規定されているが、「現実に用いられている法制度」では、十分に影響力が行使されていない可能性があるものと考えられる。

以上を踏まえれば、以下のような仮説が得られる。

わが国企業への投資家は、個別的利益の追求への関心が強いため、株主持分の価値向上や株主還元の拡大を求める行動が弱いのではないか。

また、その背景には、個別企業の株式保有状況に関する開示や、機関投資家に対する一般投資家のガバナンスが、当事者に内在するものとしては機能せず、主として政府による規制に対応するものとして位置づけられていることがあるのではないか。

さらにその結果、経営者に対するガバナンスが弱くなり、わが国上場企業の財務の低収益性や多額の内部資金留保を温存させる方向の影響を与えているのではないか。

7. 企業法のエンフォースメント⁹²

(1) 検討課題

これまで論じてきたように、会社共同体としての合理性に基づいて、企業が多くの内部資金を留保し、低リスクと低収益性の組合せを選択することに対しては、株主等の権利行使や株価変動等を通じた資本市場の圧力によって、牽制効果が働くはずである。

しかし、そうした効果は、株主および債権者による訴訟等や、規制当局等による行政処分および刑事訴追等のエンフォースメントによって担保されることにより、はじめて実効性をもつものである。企業の情報開示に対する信頼が十分でなく、株価が企業の財務状況に応じて的確に変動しなければ、市場の圧力は十分に浸透しないことになる。

この点に関しては、株主および債権者については、訴訟に際して期待される利益と訴訟に要するコストの比較衡量が論点となり、規制当局については資源制約のもとでの事前予防の効果が論点となる。また、これらが企業経営者のインセンティブに与える影響については、株価変動等による経営者への規律づけとともに、規制当局や投資家によるエンフォースメントのもたらす脅威が論点となる。

(2) 企業法のエンフォースメントの手段

イ. 市場法

市場法を実現するための活動としては、規制当局による公的エンフォースメントと投資家による私的エンフォースメントとがある。この両者の機能については、アメリカにおいて、「証券法において何が機能しているか」という論点として議論が行われている。これを概観すれば、価格発見や流動性供給等の資本市場の機能を確保するために市場法の実現が必要であるという考え方は共有されており、その実効性を検証する観点から、私的エンフォースメントと公的エンフォースメントの有効性の対比が論じられている。

この論点に関する実証研究の手法としては、例えば、各国における市場法の

⁹² この章の記述は、脚注で個別に引用している文献のほか、王子田[2011]、近藤[2008]、内藤[2011]、比較法研究センター[2010]、松井[2011]、NERA Economic consulting[2009, 2011a, 2011b]、21世紀政策研究所[2011]、Cheffins and Black[2006]、Novak[2004]を参考にした。

実現のチャネルと資本市場の規模とのクロスセクションの回帰分析等がある。前者については、説明変数として、反経営者の規定、裁判の効率、情報開示等のインデックスや、規制当局の権限、規模等のインデックスが用いられている。こうした研究においては、概ね、資本市場の機能を強化するために証券規制やそのエンフォースメントが重要であることが確認されている⁹³。また、公的エンフォースメントの国家間の相対的な比較においては、投入資源をベースとした説明変数を作成して市場の規模や流動性への影響を分析した結果、規制当局の強化が資本市場の機能に好影響を与えるものとした研究が見受けられる⁹⁴。

ロ．会社法

一方、非上場の企業を含め、企業経営者の職務遂行が適当でないとみられる場合に、一般に株主や債権者がとりうる選択肢としては、資金を回収することや株主として議決権等を行行使することがある。しかし、前者は、企業価値が著しく減少しているような場合には実施困難であり、後者も、経営者が安定株主から支持されているような場合には、実効性が小さい。こうした場合には、株主や債権者は訴訟を提起することにより、自らの受けた損害の賠償や取締役の行為の規制を目指すことになる。

(3) 当事者のインセンティブ

イ．規制当局のインセンティブ

公的エンフォースメントの主体としての規制当局について、そのインセンティブ構造を考えると、金銭的利益を目指す動機がない一方で、人員や予算等の制約のもとで市場監視の効果を最大化しようとするのが特徴である。

とりわけ、違反者に刑事制裁を課そうとする場合には、極めて厳格な立証が求められるため、証拠収集の負担が非常に重くなる。このため、調査に着手する事件の選定に当たっては、端緒情報が明確であること、事件の社会的意義が大きいこと、立件した場合の波及効果が大きいこと等の観点から、慎重に検討することとなる。こうしたことから、刑事告発の対象となる企業としては、法的整理に入った企業が多くなりがちとなる。また、調査着手から立件までに長期間を要すること、立件や公判の与える社会的インパクトが大きいことから、

⁹³ La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer[2003].

⁹⁴ Jackson and Roe[2009].

事後的な制裁とならざるをえない場合が多く、対象事案について被害を予防する効果を目指すことは困難である。

また、行政処分を行う場合も、刑事上の制裁よりも立証の制約等は小さいが、やはり、行政処分の対象の権利保護や規制当局の資源制約等に配慮して、慎重に行う必要がある。ただし、刑事上の制裁と異なり、対象企業等へのインパクトは限定的であり、当該企業の統治構造の改革による見直しや、類似事案の発生予防を重視することが可能となる。

ロ. 訴訟提起者のインセンティブ

投資家等が訴訟提起を検討する場合には、訴訟を提起して自らの主張を証明していくための費用と勝訴した場合に期待する利益との比較衡量が行われる。

これらのうち、訴訟を提起して自らの主張を証明していくための費用に関しては、訴訟の端緒となる情報を入手するための費用を引き下げる手段として、第三者が収集した情報の利用や企業に対する情報開示請求が論点となる。また、訴訟提起者 1 人あたりの訴訟費用を引き下げる手段としては、訴訟参加や集団訴訟の制度の利用が論点となる。さらに、弁護士報酬等の訴訟費用については、当初費用や訴訟終結時の分担等が論点となる。一方、勝訴の際の期待利益としては、賠償額の帰属先と算定方法が論点となる。株主や債権者は、こうした点を比較衡量し、訴訟の提起の可否を判断するものと考えられる。

その際、訴訟提起の機会に関しては、株主と債権者の間に大きな差異があることに注意が必要である。すなわち、株主に対しては、少数株主であっても、情報開示を要求したり、訴訟を通じて自らの利益を追求したりするためのさまざまな枠組みが用意されているのに対し、債権者については、訴訟の提起が合理性をもつケースが限定される。

次に、市場法の私的エンフォースメントの主体としての投資家について、そのインセンティブ構造を規制当局と対比すれば、賠償の獲得という金銭的利益をめざしていることが特徴である。また、訴訟に関わる情報収集については、さまざまな投資家がさまざまな関心のもとで投資対象である個別企業の行動を注視しているので、訴訟提起の端緒となる情報を得る範囲が幅広い一方、規制当局と比べて訴訟追行等のための情報収集の能力が小さいという差異がある。

第 3 に、投資家の立場から、市場法に基づく訴訟を会社法に基づく訴訟と対比すれば、訴訟費用等のコストと勝訴した場合の利益の比較衡量が行われることは共通しているが、市場法に基づく証券訴訟においては、賠償を獲得することが目的の中心であり、企業統治に関する請求等の比重が小さい点が異なる。また、賠償額については、市場法に基づく訴訟では、市場における株価変動を

基本とした算定が行われるのに対し、会社法に基づく訴訟では、実体的な損害額に基づく算定が行われる点異なる。このため、証券訴訟の提起においては、企業の株価動向やその背景にある財務状況の変動が契機となることが多い。さらに、会社法に基づく株主代表訴訟と異なり、証券訴訟は、勝訴した場合の利益が自らに帰属するので、株式の保有高や訴訟費用の軽減制度の程度によっては、投資家にとって経済合理性のある手段となりやすいことが指摘できる。

ハ. 経営者のインセンティブ

訴訟が提起された場合、経営者としては、自らの主張を証明するための情報収集等の費用と敗訴した場合に予想される賠償額を比較衡量し、対応していくこととなる。

ただし、経営者は、一般的には会社共同体の代表者としてふるまうとしても、訴訟となれば、それが企業に対するものであるか、経営者個人に対するものであるかによって、インセンティブ構造が異なってくる。

すなわち、経営者からすれば、企業に対する訴訟は、通常企業経営の一環として受け止めることができる。仮に訴訟に敗訴し、その原因が経営者としての義務違反等によるとされた場合には、企業が経営者に求償したり責任追及を行ったりすることになるが、その場合にも、一般的には経営判断の原則が適用されるので、経営者の受ける脅威は比較的緩和される。

一方、経営者個人に対する訴訟においては、直接の脅威を受けることになり、企業による訴訟費用負担の是非、損害賠償額の算定方法、企業による経営者の賠償責任に対する附保の可否が重要となる。仮に、その比較衡量の結果が、経営者としての報酬等に照らして不利であった場合には、訴訟が提起される確率の高い経営判断は、企業収益の向上に資するものであっても、避けていくことが合理的な対応となる。また、そうした脅威があまりに大きな場合には、高収益が期待されても、高リスクの事業を営む企業においては、経営者に就任する者がいなくなる事となる。

なお、この論点は、社外取締役制度の実効性等にも影響する。社外取締役制度が有効に機能するためには、こうした比較衡量が社外取締役からみて不利なものとならないよう、内部昇格者の取締役と比べ責任を限定する定めが必要だと考えられる。

(4) 会社法のエンフォースメントを巡る法制度の対比

イ. 債権者による訴訟

企業が債務を約定通り弁済している限り、債権者には訴訟を起こす契機があまりないので、債権者による訴訟が提起される局面は法的整理に入って以降となることが多い。また、経営者が企業に対して負う責任については、管財人が倒産企業のために賠償請求を行うので、債権者集会を通じて追及すれば足りる。さらに、債権者が訴訟等を通じて期待しうる利益は、金額的には十分なものではない可能性が高い。したがって、経営者に対する債権者の訴訟は、経営者の責任を直接追及し、一般債権者に優先して弁済を受けることが可能な場合や、不法行為等により債権者となった場合に提起されるものとなる。

債権者による訴訟提起に関し、わが国の会社法においては、取締役が故意または重過失により第三者に損害を与えた場合には、直接に賠償を請求できる旨が定められており、企業が債務の弁済不能に陥らない段階でも訴訟を提起できることが特徴となっている。また、わが国においては、倒産制度において、債権の査定制度と並び、役員責任の査定制度が設けられ、簡易・迅速な処理が図られている⁹⁵。

この点では、アメリカの制度は、全く異なる枠組みとなっている。すなわち、企業が債務を弁済できる限りは、債権者は取締役の責任を追求できない。企業が債務を弁済できなくなった場合には、取締役に対する賠償責任の追及は法的整理のなかで行われ、その利益も倒産財団に帰属するので、債権者が個別に訴訟を提起する経済合理性がない⁹⁶。ドイツにおいては、債権者に対する取締役の責任の制度は存在するものの、その内容は法的整理の適時の開始を義務づけるものであって、わが国とは異なる考え方がとられている⁹⁷。

また、法的整理における役員責任の査定制度は、アメリカやドイツにおいては設けられていない。

こうした制度の差異の背景には、わが国とアメリカおよびドイツとの間で、会社法と倒産法の分担に関する考え方に差異があるのではないかと推察される。

⁹⁵ 田中（秀樹）[2006]。

⁹⁶ 後藤[2010]。

⁹⁷ 浦川[2011]。

ロ. 株主による訴訟

株主が企業経営者に対して提起しうる訴訟の根拠としては、会社法に基づくものと、金融商品取引法等の市場法に基づくものがある。いずれにおいても、議決権行使による経営への関与に実効性を期待しえないような個別株主が訴訟を提起しようとする場合には、情報収集の費用や訴訟費用が大きい一方、保有株式数が少ないことから勝訴時に期待しうる利益が小さいことが多い。株主代表訴訟や株主集団訴訟等においては、こうした株主に対する訴訟提起のハードルを引き下げる仕組みが設けられている。

まず会社法に基づく訴訟についてみると、わが国においては、取締役の責任を追及するための株主代表訴訟制度が多く用いられている。この制度は、戦後直後に導入されたが、長期間にわたってほとんど用いられることがなかった。しかし、1993年の商法改正において株主代表訴訟が財産権上の訴訟ではないとされたことから、訴訟の手数料が著しく安価となり、頻繁に提起されるようになった⁹⁸。株主代表訴訟の原告となりうる者の範囲についても、わが国の民事訴訟法上の法定訴訟担当制度という位置づけから、限定が緩やかなものとなっている⁹⁹。

アメリカにおいても、株主代表訴訟は、各州の会社法に基づいて数多く提起されているようである。しかし、原告が株主利益を的確に代表しているか等が厳格に審査されることや、独立取締役等の申立てによる却下申立制度がある点でわが国と異なる。また、投資家による訴訟のなかでは、後述の証券訴訟が非常に多用されているため、相対的に比重が小さい。

一方ドイツにおいては、原告適格の制限に加え、提訴にあたり取締役の不誠実な行為が行われたこと等の疎明が求められるために、株主代表訴訟制度はあまり用いられていない。ドイツにおいては、わが国と異なり、株主による質問等の情報開示要求が頻繁に行われており、これに基づいて株主総会決議に対する差止めの訴え（Anfechtungsklage）が多用されている¹⁰⁰。

以上を踏まえて、わが国における株主代表訴訟制度について考えると、制度による保護の対象となるはずの少数株主には、訴訟を提起する経済合理的なインセンティブが考えにくい。仮に勝訴しても、利益は企業に帰着し、自らの持分増加は相対的に小さいからである。わが国において、株主代表訴訟を提起しやすくする改正が行われた背景としては、企業不祥事に対する社会的憤りを反

⁹⁸ Kanda and Milhaupt[2003].

⁹⁹ 伊藤（眞）[2007].

¹⁰⁰ Behrendt[2012].

映するチャンネルとする考えがあったものと指摘されている¹⁰¹。株主代表訴訟の提起は、金銭的な一般的利益の追及よりも、経営者を罰しようという非経済的な動機によるものとなりやすいとみられる。

（５）市場法のエンフォースメントを巡る法制度の対比

イ．規制当局の組織

公的エンフォースメントを担当する規制当局について、わが国の状況をみれば、2000年代初まで、証券取引等監視委員会の権能は刑事告発に向けた犯則調査が中心であり、人員や予算の規模も不十分であった。その結果、対象とする事件に関しては、端緒情報が確実なものについて極めて慎重に選定したうえで、十分な時間をかけて内偵を行い、満を持して強制調査に踏み切るという行動をとることとなっていた。これは当時の資源や権能の制約等のもとでは合理的な運営であったが、結果としてみれば、ライブドア事件にみられたように、規制当局の措置が資本市場に大きな攪乱をもたらす結果にもつながった。

そこで、2005年には、より迅速な対応を可能とする課徴金制度が導入されるとともに、企業の情報開示の内容に関する検査権能が証券取引等監視委員会に与えられることとなった。これによって、わが国の規制当局は、企業による情報開示義務の違反について、行政処分を用いて予防的に対応することができるようになった。また、証券取引等監視委員会の人員は、2000年代初まで地方部局の職員をあわせても200人強にすぎなかったところから、2011年度末では約700人を擁するまでに増強された。なお、2004年には、証券取引等監視委員会に加えて、公認会計士・監査審査会が設置され、監査法人に対する検査等を担当することとされた。

これに対しアメリカでは、SEC（Securities and Exchange Commission、米国証券取引委員会）の権能は、法令の執行のみならず、準立法機能や関連企業に対する監督機能までを含む広範なものとなっており、その規模も、かねてより極めて大きい。市場法のエンフォースメントの手段としては、刑事告発を行う権能はないものの、排除命令等の行政処分のほか、違反行為の差止命令、違反者に対する不当利益の吐出し命令や民事制裁金の賦課、被害者に対する付随的救済等の民事手続きをも取り扱うことができる。また、人員でみた規模は、2010年末で3,750人と、わが国の約5倍である¹⁰²。さらに、アメリカでは、これに加

¹⁰¹ 山田（泰弘）[2007]。

¹⁰² Securities and Exchange Commission[2012]。

えて、司法当局が刑事的な制裁を担当しており、監査法人の検査監督には、PCAOB（Public Company Accounting Oversight Board、米国公開会社会計監視委員会）が設置されている。なお、不当利益の吐出しと刑事罰の関係に関しては、二重処罰の禁止に抵触しないという判例が確立している。

他方ドイツでは、証券規制と銀行や保険会社の監督の双方が **Bafin**（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht、ドイツ連邦金融監督庁）によって担当されている。その権能については、不公正取引等に対して刑事告発や行政処分等を行っているほか、企業買収の審査等も担当している。**Bafin** の人員は、2010 年末で合計 1,976 人であるが、このうち証券規制を担当する部門については、人員面のシェアが予算面のシェアと同様に 18% とほぼ同程度だと仮定すれば、350 人強と比較的小規模となる。企業の情報開示の審査に関しては、別途、DPR（Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung、ドイツ会計監査機関）という機関が設けられており、**Bafin** は非協力的な企業に対して DPR のメンバーとして強制的審査を行うという立場となっている。なお、監査法人の検査監督には、別途、APAK（Abschlußprüfer Aufsichts Kommission、ドイツ監査監督委員会）が設置されている¹⁰³。

ロ. 公的エンフォースメントの手段

公的エンフォースメントの具体的な手段の性質を対比すれば、わが国とアメリカの規制当局の間には大きな差異がある。とりわけ、違反者に対する金銭的な制裁の性格が対照的であり、わが国における課徴金制度は、審判手続を経たうえで行う行政処分とされている一方、アメリカにおける不当利益の吐出し制度等は裁判所に申し立てる民事手続きである。また、SEC は、不当利益の吐出しや民事制裁金を通じて違反者から徴収した資金によってファンドを作り、一般投資家に配分する手続を行う点でも、わが国の当局と著しく異なっている。さらに、エンフォースメントの終結の手法についても、アメリカでは私的エンフォースメントと同様、裁判上の和解によることが多いのに対し、わが国では、法定の算式に基づく課徴金を課す行政処分の実施となることが多い¹⁰⁴。

なお、ドイツの **Bafin** は、公開買付け等に関する規制も担当していることや、財源を全面的に規制対象企業等に依存している点で、わが国と異なる¹⁰⁵。

以上を対比してみれば、わが国の規制当局による公的エンフォースメントは、

¹⁰³ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht[2011].

¹⁰⁴ 黒沼[2006]。Ramphal[2007].

¹⁰⁵ 山田（剛志）[2005]。Ballakrishnen, Cervone and Stil[2008].

ドイツと比べれば遜色のない水準ではあるものの、アメリカに比べれば、なおかなり規模が小さい。また、その活動は、アメリカやドイツに比べ、純然とした行政庁の性格が強い。

ハ. 投資家による証券訴訟

(イ) 集団訴訟

わが国では、被害を蒙った投資家の救済に向けて、不公正取引や不実開示について民事責任の規定が設けられてきており、2004年の改正によって証明責任の転換や損害額の算定方法の規定等が置かれたが、なお、発行体に対する証券訴訟はあまり多く提起されてはいない。こうしたなかで、証券訴訟のための集団訴訟の制度も設けられてはいない¹⁰⁶。

一方、アメリカにおいては、集団訴訟の形態による証券訴訟が数多く提起されている。その内容としては、証券業者を相手とするもののほか、発行体による不実開示を訴える訴訟も多い。不実開示の法律効果としては、もともとは刑事上の制裁が規定されているが、アメリカでは、そうした規定は、当然に民事上の賠償責任追及の根拠にもなると認識されている¹⁰⁷。また、訴訟の端緒は、株価の変動、企業の情報開示、報道等のほか、倒産や企業買収が契機となることも多いという指摘がある¹⁰⁸。さらに、倒産企業に対する証券訴訟では、一般の場合と比べて、原告に有利な結果となる確率が高いという分析がある¹⁰⁹。

このように証券集団訴訟制度が広く用いられている要因としては、勝訴した場合の利益に比して訴訟費用が引き下げられることで、少数株主にとっても訴訟提起の採算が有利となるという効果のほか、証券集団訴訟が提起された際に、同一事案で訴訟を提起できる者に対しても、特に否定的な意思表示を行わない限り訴訟の効果が及ぶオプトアウト制度が採用されていることがあげられている。なお、アメリカでは、証券集団訴訟には濫訴の嫌いがあるとして、1995年には、「私的証券訴訟改革法 (Private Security Litigation Reform Act)」が制定され、損害賠償請求権を行使するための要件の厳格化が行われている。

ドイツにおいては、伝統的に、一定の資格のある消費者団体等に違法行為の差止めの訴求を認める団体訴訟制度 (Verbandsklage) が用いられてきたが、市場

¹⁰⁶ 横山[2012]。

¹⁰⁷ スタインバーグ[2008]。

¹⁰⁸ Jennings, Kedia and Rajgopal[2011]。

¹⁰⁹ Park[2012]。

法の分野については、多数による賠償請求に関する「投資家モデル訴訟法 (Das Gesetz über Musterverfahren in Kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten)」が 2005 年から 2012 年までの実験的な時限立法として施行されてきた。これは、2001 年に起こったドイツテレコムの不実開示事件において、あまりに多数の訴訟が提起されたために裁判所の対応が大幅に遅延したことに対し、憲法訴訟が提起されたことを契機としたものである。この事件に関する憲法裁判所の判断は、違憲とはいえないというものであったが、ドイツの国会は、国民の裁判を受ける権利を確保する必要があるという観点から、投資家モデル訴訟法を立法した。その内容は、同一の事実関係等に基づく多数の証券訴訟が提起された場合、モデルとする訴訟について上級審で審理することにより、一括して効率的に処理することを骨子とする。この制度は、アメリカにおける証券集団訴訟制度のようにオプトアウト制度ではなく、また、モデルとされた訴訟の弁護士費用が当該訴訟の原告負担となっていることが、投資家による制度活用の阻害要因となっているとされている¹¹⁰。実際にもそれほど用いられているわけではないが、裁判所の効率性確保という点では一定の意義を有しているようであり、2013 年以降も延長されることとされている。

(ロ) 法曹産業

わが国において、投資家による証券訴訟がアメリカのように多数提起されない要因については、法曹産業の実態の差異が指摘されることがある。すなわち、アメリカの法律事務所は、証券集団訴訟では多額の報酬を効率的に得る可能性があるため、いわば事業として原告団を組成することが多い。また投資家も、仮に敗訴したとしても、訴訟費用がすべて敗訴者負担とされるわけではないので、法律事務所による募集に対し、特に否定的に対応しないことが多い¹¹¹。これに対し、わが国においては、そうした訴訟実務が行われず、投資家も、訴訟参加をより重大なものとして受け止めているとされる。

しかし、かつて、訴訟費用の引下げに伴って株主代表訴訟が一挙に増加した例をみれば、わが国においても、訴訟費用と期待利益の比較衡量に基づいて訴訟提起の頻度に変化するというメカニズムは働くものと考えられる。

また、わが国においても、エポックメイキングとなるような事件について多数の訴訟が提訴された例は多い。それが訴訟手続の遅延につながる場合には、国民の訴訟を受ける権利の保障や裁判所組織の効率的運用という観点から、体

¹¹⁰ Baetge[2010]. Bälz and Blobel[2007]. 高田[2011a, 2011b].

¹¹¹ 浅香[2008].

制整備が必要となる。ドイツにおいては、こうした観点から、証券訴訟制度の円滑な活用に向けた前向きな取り組みが行われたものとみられる。

さらに、わが国においても、例えば交通事故の賠償に関しては、裁判所により経済合理的な処理基準が設定され、賠償責任の保険商品の普及とあいまって、他国と比しても迅速・円滑な処理が行われるようになったと指摘される例や、民事再生法の導入等の際し、標準的なスケジュールを示すことで迅速な処理が図られ、事業再生の実務に定着したという例がある¹¹²。

以上からすれば、法曹産業の差異が証券訴訟に与える影響は、固定的なものではないと考えられる。

二. 訴訟手続

現在、わが国において証券訴訟がアメリカほどは提起されないでいる根源的な要因は、投資家からみて証券訴訟の提起が経済合理的でないことではないかと考えられる。

投資家による証券訴訟の実態に関し、まず訴訟の提起の端緒についてみると、アメリカにおける証券集団訴訟の契機としては、前述のように、企業による情報開示が重要である。またドイツにおいては、平常時から株主から情報開示要求が頻繁に行われ、これを端緒として差止訴訟が多用されている¹¹³。一方、わが国では、株主の保有する情報が不足しがちであり、規制当局の行動や刑事的な不祥事が訴訟提起の端緒として大きい比重を占めると見受けられる。

第2に、訴訟追行のための情報収集についてみると、どの国においても、当事者間の情報量の格差に対処し、民事訴訟制度の活用を促すための制度が設けられていることに注意が必要である。わが国においては、司法制度改革の一環として、民事訴訟法の改正により対応が行われた。すなわち、1998年には、文書提出命令制度の整備や当事者照会制度の新設を行った改正民事訴訟法が施行され、2004年には、提訴前情報証拠収集制度が施行された。これらは、訴訟提起後における迅速かつ充実した審理を目的としたものとされている¹¹⁴。これに対し、アメリカでは、かねてからディスカバリー制度が広範に利用されている。とりわけ事前ディスカバリー制度は、証券訴訟等において有効に機能している。また、ドイツの民事訴訟法における事前の情報収集に関しても、こうした事前ディスカバリー制度は存在していないが、和解による紛争解決の促進を目的と

¹¹² 渡辺（千原）[2011]。

¹¹³ Behrendt[2012]。

¹¹⁴ 荒木（由紀子）[1998]。中根[2003]。

した独立証拠調べ制度が採用されている。ただし、文書提出命令については、対象文書の特定の困難等から、あまり用いられていないようである¹¹⁵。

第3に、訴訟参加の募集についてみると、オプトアウトによる集団訴訟制度は、アメリカでは非常に多用されているのに対し、わが国およびドイツでは証券訴訟のための制度として採用されていない。

第4に、訴訟の終結の形態をみると、アメリカでは、証券集団訴訟の大半が和解により集結しているようである。この要因としては、ディスカバリー制度の多用によって当事者間でかなり事実解明が行われること、賠償額の算定が株価のイベント分析等に基づいて標準化されていることが大きいと考えられる。ドイツではこうした事象はみられないが、前述のように、証券訴訟の迅速・円滑な処理を図るための制度が導入されている。これに対しわが国では、なお、判決に至るまで長期間の審理が行われることが多いようである。

以上により、投資家による訴訟を巡る法制度を対比すると、図表10のとおりである。

(図表10) 投資家による訴訟の国際比較

	アメリカ	ドイツ	日本
主な端緒	情報開示、株価変動等	株主の質問、帳簿閲覧	報道、当局の行動
事前情報収集	ディスカバリー	独立証拠調べ	提訴前情報収集
多用される訴訟形態	証券訴訟 (州法に基づく株主代表訴訟も多い)	株主差止訴訟	株主代表訴訟
集団訴訟制度	クラス・アクション (オプトアウト方式)	投資家モデル訴訟	×
一般的な終結形態	和解	判決	判決

¹¹⁵ 吉田[2002]。

こうした点をあわせ考えれば、わが国では、アメリカと比べると、訴訟提起のための情報格差、訴訟に要する期間の長さ等により、投資家にとって証券訴訟の採算が不利になっているのではないかという仮説が得られる。その結果、証券訴訟については、かつての倒産制度同様、当事者間で合理的な解決を図る手段ではなく、裁判所の後見的な判断に頼る枠組みとして受け止められているように見受けられる。また、このことは、わが国の投資家に対し、市場法のエンフォースメントを規制当局の行動に依存する傾向をもたらしている可能性があると考えられる。

この点に関し、文書提出命令制度については、訴訟提起者からみれば、情報収集手段として活用することにより、訴訟に伴うリスクを低減させるとともに、企業との和解による早期解決につながる可能性があると考えられる。その際、重要な論点としては、企業が文書提出命令に応じないための事由である「自己使用文書」認定基準や、株主と企業の関係が文書提出を必要とする「特段の事情」に当たるかどうかの判定基準などが考えられる¹¹⁶。

(6) 市場法のエンフォースメントの構成

イ. 私的エンフォースメントと公的エンフォースメントの組合せ

市場法の実現全般に関しては、「不完備法律」(Incomplete Law)の理論の一環として、規制当局によるエンフォースメントと裁判所における投資家のエンフォースメントについて、規則の制定による事前予防の効果やそれに伴う過剰予防のリスクとを対比する等の議論が行われている。そのなかで、資本市場については、金融取引等の技術革新が急速であるため、法律が結果として不完備になる度合いが高く、規則を定めて自らエンフォースメントを行う規制当局の役割が大きくなるとする研究がある¹¹⁷。

ただし、この結論に関しては、規制当局と投資家のインセンティブ構造もあわせ考慮に入れる必要がある。わが国においては、投資家が規制当局によるエンフォースメントに依存する傾向が強いこと、行政庁による規則の制定全般に謙抑性が重視されていることから、規制当局の強化に並行して、私的エンフォースメントも拡充をすすめなければ、市場法のエンフォースメントの不足や、当事者のインセンティブの歪みにつながるおそれがあるのではないかと考えられる。

¹¹⁶ 出口[2009]。戸塚[1999]。

¹¹⁷ Xu and Pistor[2003]。

次に、個別の訴訟における公的エンフォースメントと私的エンフォースメントの関連については、アメリカでは、SEC は類似事案の事前予防効果等を重視するのに対し、投資家の証券訴訟は賠償請求の成否を重視することから、対象とされる事案はかなり異なっていると指摘されている。ただし、双方が重複して行われた場合には、比較的多額の賠償につながることが多いとされている¹¹⁸。

この点に関連し、わが国では、課徴金処分が行われた企業に対する証券訴訟において、裁判所から処分実施の基礎となった文書の提出命令が出される事例がある。これは、事前ディスカバリー制度が確立せず、集団訴訟の制度もないなかで、投資家が企業との情報格差に対処しようとする動きの一環とみられる。しかし、そのことが当事者のインセンティブに与える影響を考えると、市場法のエンフォースメントを規制当局の行動に依存するというわが国の傾向をさらに増幅するおそれがあることに留意が必要である。

ロ. 監査法人の役割

私的エンフォースメントと公的エンフォースメントの中間にあつて、資本市場のゲートキーパーとしての役割を担っているものが監査法人である。

監査法人のインセンティブ構造については、まず、監査を行う対象である企業の経営者が監査報酬等を決定することに伴う「インセンティブのねじれ」がしばしば指摘される。また、本稿の議論からすれば、企業の収益と監査報酬が連動していない一方で、企業の倒産等に際しては、「深いポケット」として投資家による賠償請求の対象とされることが重要である。

この点に関し、公認会計士協会は、わが国の制度をアメリカおよびドイツと比べると、監査法人が民事責任を負う第三者の範囲が広いうえ、会社法により挙証責任が転嫁されている点で、監査法人にとって厳しいものとなっていると指摘している。また、現状では損害賠償訴訟はあまり多く提起されていないものの、責任限定制度が導入されていないことから、監査法人のインセンティブへの影響は大きいとしている¹¹⁹。

次に、市場法のエンフォースメントにおける監査法人の役割に関しては、企業の内部統制体制の構築義務の履行状況について、経営者が報告を行ったり、監査法人が確認を行ったりし、その結果を開示する制度が重要である。この制度は、アメリカにおいては、サーベンス・オクスレー法によって導入された。その効果に関しては、SEC が企業を監視する機能が強化された一方で、規制に

¹¹⁸ Cox and Thomas[2003].

¹¹⁹ 日本公認会計士協会[2010].

対応するための企業の負荷が増大したとして、得失が盛んに議論されている¹²⁰。わが国についても、これに準じた制度が導入されたが、アメリカの制度と異なり、ダイレクト・レポーティングを採用しておらず、経営者による報告書を監査法人が監査するという二重責任の原則の枠内の制度となっている。

なお、企業全般に関わる法制度ではないが、わが国では、銀行監督や政府調達分野において、行政措置の発動を財務報告に直接連動させる制度が関連事業者に大きな影響を与えてきたことが重要である。特に銀行に対する早期是正措置制度は、監査法人の実務に深刻な圧力をもたらしたほか、貸倒引当金の算定作業が貸出先に対する与信方針に直接に影響する等、銀行貸出の実務に大きな影響を与えた。これは、前述のような倒産制度を巡る関係者のインセンティブ構造のもとで、銀行の貸出姿勢を通じ、わが国企業の財務行動に大きな影響を及ぼしたものとみられる。

(7) わが国企業の財務に対する影響

イ. 市場法のエンフォースメントの規模と構成

前述のように、市場法のエンフォースメントに関しては、アメリカでは、投資家による活発な私的エンフォースメントを、規制当局による大規模な公的エンフォースメントが補完しているのに対し、わが国やドイツは、少なくともこれまでのところ、私的エンフォースメントの機能が限定的であるうえ、規制当局の規模もアメリカに比して小さく、市場法のエンフォースメントは全体としての程度が弱い。またそのなかでも、わが国やドイツにおける市場法のエンフォースメントの構成は、規模の面でも、投資家による具体的な行動の面でも、規制当局の行動に強く依存しているとみられる。

こうした差異が企業経営者のインセンティブに与える影響を考えると、まず、全体としてのエンフォースメントの規模に関する研究成果においては、十分なエンフォースメントが資本市場の機能発揮にとって重要な基礎となるという見解が一般的である。ここからすれば、わが国において市場法のエンフォースメントの程度が弱いことは、資本市場の機能発揮を不十分なものとさせ、上場企業の経営に対する市場規律の浸透を阻害しているおそれがある。

また、アメリカと比べ、わが国で公的エンフォースメントの比重が大きいことの影響に関しては、規制当局のインセンティブが金銭的な動機を含まず、違法行為の予防等に集中していることにかんがみれば、企業経営に対して、規制

¹²⁰ 大川[2007]。

法規に抵触するか否かにのみ注意を払うようなインセンティブをもたらしやすいと考えられる。投資家による証券訴訟が提起される端緒として、規制当局の行動の占める比重が大きいことは、こうした傾向に拍車をかけているのではないかと考えられる。

ロ. 投資家による訴訟

(イ) 会社法に基づく株主代表訴訟

わが国における企業法の私的エンフォースメントにおいては、アメリカに比べて証券訴訟が少なく、アメリカとドイツの双方と比べて、会社法に基づく株主代表訴訟が多用されている。

こうした訴訟制度の比重の違いが企業経営に与える影響に関し、株主代表訴訟は経営者個人の責任を追及するものであるため、経営者は、株主代表訴訟を提起されにくいような経営を行う強いインセンティブをもつことが重要である。また、株主代表訴訟では、株主が勝訴しても賠償が企業に対して行われるので、株主にとっての期待利益は小さいことが多く、経済外的な目的のために訴訟を提起することが多くなりがちである。とりわけ、わが国においては、報道が株主代表訴訟を提起する契機となる傾向が高く、報道においては、企業が収益を過度に追求することに対する批判が行われることが多い。その結果、経営者は、自らの経営方針について否定的な報道が行われることを回避するため、収益追求を抑制するインセンティブをもつのではないかと考えられる。なお、経営者には、その責任の範囲について、2001年の会社法改正により責任限定契約を認める等の合理化が行われたものの、その利用例はあまり多くないようである。

(ロ) 市場法に基づく証券訴訟

一方、わが国では証券訴訟がアメリカほど多用されていないことに関し、アメリカにおける証券訴訟の提起の端緒をみると、市場による情報開示等が重要であり、株価の下落や多額の内部資金の蓄積が訴訟提起の端緒となる例が多いとされている。このことは、企業経営者に対し、内部資金を活用して株価を上昇させようというインセンティブを与えるものである。わが国上場企業については、証券訴訟がそうした効果をもっているとは考え難い。

また、投資家による私的エンフォースメントに関し、証券訴訟の終結について考えると、アメリカでは、標準化された手法により株価を基準として算定される賠償額を目安として、多くが和解で終結するのに対し、わが国においては、

長期間の審理を経て判決により終結することが多い¹²¹。

こうしたことから、アメリカであれば、株価への影響を目安として、訴訟リスクを事業に関わる他のリスクと統合的に管理することが可能であるのに対し、わが国企業にとっては、証券訴訟がいわばテールリスクとなっているのではないかと推察される。

ハ. 法制度がわが国企業の財務に与える影響

以上で論じてきたところをまとめれば、以下のような仮説が得られる。

- わが国の市場法のエンフォースメントがアメリカに比べて程度が弱いことは、上場企業の経営に対する市場規律の浸透を不十分なものとさせる方向の影響を与えているのではないか。
- わが国の市場法では、アメリカに比べて公的エンフォースメントの比重が大きいことから、企業経営者が規制法規に抵触するか否かにのみ注意を払うようなインセンティブをもちやすいのではないか。また、規制当局には自らの金銭的な利益を目指すインセンティブがないこと等から、上場企業の財務に対し、収益性や株主還元による株価上昇を図ることを促す効果が小さいのではないか。
- わが国の投資家による訴訟で株主代表訴訟制度の比重が大きいことは、わが国企業に対し、アメリカやドイツと比べて、経済外的な要因に配慮するあまり、結果として収益性を下押しする方向の影響を与えているのではないか。
- わが国では、アメリカに比べて、訴訟提起のための情報格差、訴訟に要する期間の長さ等により、投資家にとっての証券訴訟の採算が不利となっているのではないか。その結果、多額の内部資金を活用して株価を上昇させようという経営者のインセンティブを弱くする方向の影響を与えているのではないか。

8. むすび

わが国の金融市場と企業および法制度の関わりについて、本稿の議論において提示した仮説を列挙すると、以下のとおりである。

(i) わが国では、事業再生を巡る諸制度において、法的整理の早期着手に向

¹²¹ 池谷・岸谷・中野[2009]。

けたインセンティブづけが弱く、資金繰りさえ確保できれば法的整理の申立てを回避できること、また、法的整理の開始前後における経営者や従業員に対する脅威の段差が大きいままであることが、企業の財務に対し、より多くの内部資金を留保させる方向の影響を与えているのではないか。

- (ii) 企業買収制度に関しては、買収者に対しては、ドイツに準じて部分的な全部買付義務等が課される一方、対象企業の経営者に対しては、アメリカにおけるレブロン基準のような株式売買としての側面に着目した義務づけが行われていない。企業買収を行おうとする投資家は、行政面の外資規制の強化や対象企業の経営者による買収の阻止等の事例が相次いだこともあり、わが国企業と交渉を行っても、成果を得る見込みがほとんどないという懸念をもっているのではないか。その結果、低収益性や資金余剰を温存する方向の影響を与えているのではないか。
- (iii) わが国企業に対する投資家の行動においては、わが国企業への投資家は、個別的利益の追求への関心が強いいため、株主持分の価値向上や株主還元の拡大を求める行動が弱いのではないか。また、その背景には、個別企業の株式保有状況に関する開示や、機関投資家に対する一般投資家のガバナンスが、当事者に内在するものとしては機能せず、主として政府による規制に対応するものとして位置づけられていることがあるのではないか。さらにその結果、経営者に対するガバナンスが弱くなり、わが国上場企業の財務の低収益性や多額の内部資金留保を温存させる方向の影響を与えているのではないか。
- (iv) わが国の市場法のエンフォースメントの程度が弱いことは、上場企業の経営に対する市場規律の浸透を不十分なものとさせる方向の影響を与えているのではないか。
- (v) わが国の市場法では、アメリカに比べて公的エンフォースメントの比重が大きいことから、企業経営者が規制法規に抵触するか否かにのみ注意を払うようなインセンティブをもちやすいのではないか。また、規制当局には金銭的な利益を目指すインセンティブがないこと等から、上場企業の財務に対し、収益性や株主還元による株価上昇を図ることを促す効果が小さいのではないか。
- (vi) わが国の投資家による訴訟で株主代表訴訟制度の比重が大きいことは、

わが国企業に対し、アメリカやドイツと比べて、経済外的な要因に配慮するあまり、結果として収益性を下押しする方向の影響を与えているのではないか。

- (vii) わが国では、アメリカに比べて、訴訟提起のための情報格差、訴訟に要する期間の長さ等により、投資家にとっての証券訴訟の採算が不利となっているのではないか。その結果、多額の内部資金を活用して株価を上昇させようという経営者のインセンティブを弱くする方向の影響を与えているのではないか。

筆者としては、こうした仮説を得るための検討を通じ、以下のような問題意識をもつことになった。

第 1 に、わが国の企業法の体系においては、経路依存性が強く働いているということである。具体的には、貯蓄から投資への流れのなかで、目立つ分野では、さまざまな改正が行われたが、底流となるような分野では、銀行と規制当局中心の金融システムを前提とした法制度がなお随所に残っていると感じられる。

第 2 に、アメリカと対比すると、会社共同体が強固に維持されており、経営者、従業員、金融機関等、企業を取り巻く経済社会全般の流動性が小さいということである。この結果、現在においては、金融市場による経済活性化の機能や新規参入者による事業展開が阻害されているのではないかと考えられる。

第 3 に、ドイツと対比すると、企業法の分野における改革のスピードが遅いということである。わが国では、1990 年代末からの金融危機は、企業や金融機関の破綻という目立った現象を伴うために、大幅な制度改正をもたらす契機として機能した。しかし、現在の低収益性と資金余剰の組合せは、同等に深刻な問題であるにもかかわらず、目立った現象を伴わないために抜本的な対応が行われにくい。この点、ドイツにおいては、ヨーロッパ統合や再統一という環境変化が有効に作用したのではないかと考えられる。

第 4 に、金融市場の規律づけが遮断されれば、その外側に、より大きな市場メカニズムが働くということである。具体的には、まず、新規上場企業の減少、MBO 等の非上場化等による資本市場の空洞化がある。また、金融機関の主たる資金運用手段が国債購入となる等、金融システム全般の政府依存の強まりもある。さらに、市場規律が緩やかななかで、企業再編が緩慢となり、産業全体としての国際競争力低下につながる可能性があるのではないかと考えられる。個別企業の会社共同体からみて合理的であっても、わが国の経済社会の全体からみて合理的とは限らないことに注意する必要があると考える。

以上の問題意識にみられるように、企業財務と法制度の関係はわが国経済社会にとって極めて重要な問題である。

企業法に限らず、法制度をどのように整備するかは、国民の合意によって定められるものであることは言うまでもない。しかし、そうした合意が適正に形成されるためには、その基礎として、事実関係の的確な分析とその成果の広範な情報提供が必要である。

この観点からすれば、本稿で提示した仮説は、もし有意なものとして確認されるのであれば、今後、わが国企業財務と法制度に関する包括的な議論を行っていくための足がかりとなりうるものと考ええる。また、その検討に当たっては、抽象的なモデル分析や部分的な価値判断ではなく、当事者の行動に対し法制度がどう影響しているかという機能的なアプローチに基づいて行うことが、建設的な議論につながるものと考ええる。

本稿は、冒頭に述べたように、わが国企業の低収益性等の要因について、早期に多くの方に関心をもって頂き、本格的な研究を行って頂く契機を提供したいということを狙いとしている。本稿では、その狙いを効率的に達成するための方法として、さしあたり、わが国企業法がアメリカおよびドイツと異なっている事項について、その内容や当事者の行動に与える影響を考察し、現実と整合的かどうかについて試論を行い、具体的な仮説を提示した。

本稿を契機として、多くの方々が、金融市場と企業および法制度の関わりについて研究を行うとともに、わが国の現実の経済社会をよりよいものとするための議論をすすめることを切望する。

参考文献

秋吉史夫・柳川範之、「コーポレート・ガバナンスに関する法制度改革の進展」、
内閣府経済社会総合研究所監修、寺西重郎編、『構造問題と規制緩和』、慶應
義塾大学出版会、2010年、229～263頁

浅香吉幹、「アメリカ弁護士のクラス・アクション戦略」、『東京大学法科大学院
ローレビュー』3巻、2008年、135～144頁

荒木尚志、「労働法と倒産法の交錯 —企業倒産時（再建型倒産手続き）におけ
る労働法規範の運用と解釈」、『NBL』No.979、2012年、10～20頁

荒木由紀子、「民事訴訟法の改正とその影響」、『安田総研クォーターリー』23巻、
1998年、41～50頁

蟻川靖浩・菊田逸平・有馬基之・小田晋一郎・岸野 崇・茨木秀行、「アンケー
ト調査からみた日本的経営の特徴」、経済財政分析ディスカッション・ペーパ
ーDP/06-3、内閣府、2006年

———・宮島英昭、「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、2007年、
45～79頁

アンチオールドギー、マリー（安部悦生・内川金生・山下 充監訳）、『日本経済
の再設計—共同体資本主義とハイテク産業の将来—』、文眞堂、2011年

生田大輔、「我が国解雇法制における金銭解決制度導入の可能性—国際比較を通
して—」、『東京大学法科大学院ローレビュー』5巻、2010年、3～24頁

池谷 誠・岸谷 暁・中野八英、『証券訴訟の経済分析—日米の事例動向と損害
立証アプローチ』、中央経済社、2009年

伊丹敬之、『日米企業の利益率格差』、有斐閣、2006年、61～106頁。

伊藤正晴、「銀行を中心に、株式持ち合いの解消が進展—株式持ち合い構造の推
計：2010年版—」、『大和総研調査季報』1巻（2011年新春号）、大和総研調査

本部、2010年

伊藤 眞、「株主代表訴訟における訴訟法上の諸問題」、『東京大学法科大学院ローレビュー』2巻、2007年、133～142頁

岩倉正和、「取締役の責任・行動準則」、岩倉正和・太田 洋、『M&A 法務の最前線』、商事法務、2010年、2～35頁

内田交謹、「取締役会構成変化の決定要因と企業パフォーマンスへの影響」、『商事法務』No.1874、2009年、15～22頁

宇野 淳・神山直樹、「株式保有構造と流動性コスト：投資ホライズンの影響」、早稲田大学ファイナンス総合研究所 Working Paper WIF-09-002、早稲田大学、2009年

浦川章司、「会社の債務超過または支払不能における取締役または業務執行者の責任」、『近畿大学短大論集』44巻1号、2011年、21～36頁

浦田秀次郎、「低迷する日本の対内直接投資拡大に向けて」、日本国際問題研究所、『国際社会における日本の競争力確保のために必要な政策』、2012年、91～108頁

江川雅子、『株主を重視しない経営』、日本経済新聞出版社、2008年

王子田誠、「流通市場における会社の不実開示責任について（一）」、『駿河台法学』25巻1号、2011年、1～19頁

大川昌男、「米国資本市場の競争力に関する最近の議論について—SOX 法制定から5年を経て」、『金融研究』26巻法律特集号、日本銀行金融研究所、2007年、69～168頁

大竹文雄・藤川恵子、「日本の整理解雇」、猪木武徳・大竹文雄編、『雇用政策の経済分析』、東大出版、2001年、3～28頁

亀田制作・高川 泉、「ROA の国際比較分析—わが国企業の資本収益率に関する考察」、日本銀行調査統計局 Working Paper 03-11、日本銀行調査統計局、2003

年

仮谷広郷、「企業買収法制のあり方と今後の展望—制度設計への視座—」、『一橋法学』11巻1号、2012年、61～96頁

川北英隆、「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」、『フィナンシャル・レビュー』68号（2003年12月号）、財務省財務総合政策研究所、2003年、102～123頁

——、「日本企業の利益構造と競争力：長期的な付加価値生産力の低下に関して」、『ニッセイ基礎研所報』57巻（2010年4月号）、ニッセイ基礎研究所、2010年、27～42頁

——、「企業の利益構造と株価の低迷」、『ニッセイ基礎研 Report』2012年2月号、ニッセイ基礎研究所、2012年、18～26頁

川本真哉、「20世紀日本における内部昇進型経営者—その概観と登用要因—」、早稲田大学高等研究所 Discussion Paper No.2009-002、早稲田大学高等研究所、2009年

川本隆雄、「日本企業のキャッシュと投資の水準—震災後の新たな成長を目指して—」、『資本市場リサーチ』20巻（2011年夏季号）、みずほ証券・日本投資環境研究所、2011年、52～63頁。

神作裕之、「大量保有報告制度」、『日本証券経済研究所 金融商品取引法研究会 研究記録』第22号、2008年

神田秀樹・財務省財務総合政策研究所、『企業統治の多様化と展望』、金融財政事情研究会、2007年

岸 毅、「アメリカ合衆国における破綻金融機関の旧経営者等に対する責任追及活動の歴史と現状—我が国との比較—」、『預金保険研究』6号、預金保険機構、2006年、19～72頁

金融商品取引法研究会編、『金融商品取引法制の現代的課題』、日本証券経済研究所、2010年

金融審議会金融分科会、「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告 ～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」、2009年

久保克行、『コーポレート・ガバナンス—経営者の交代と報酬はどうあるべきか』、日本経済新聞出版社、2010年

熊谷五郎・青木麻由子、「ドイツ株式・資本市場改革、コーポレートガバナンス改革とわが国に与える示唆」、『資本市場リサーチ』7巻（2008年夏季号）、みずほ証券・日本投資環境研究所、2008年、4～31頁

黒沼悦郎、「ディスクロージャーの実効性確保—民事責任と課徴金—」、『金融研究』25巻法律特集号、日本銀行金融研究所、2006年、69～96頁

経済産業省企業価値研究会、「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」、2008年

経済産業省・法務省、「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」、2005年

コース、ロナルド H.、(宮沢健一・後藤 晃・藤垣芳文訳)、『企業・市場・法』、東洋経済新報社、1992年

後藤 元、「取締役の債権者に対する義務と責任をめぐるアメリカ法の展開」、『金融研究』29巻3号、日本銀行金融研究所、2010年、123～174頁

近藤光男、「民事責任規定・エンフォースメント」、『金融商品取引法研究会研究記録』26号、日本証券経済研究所、2008年

齋田温子、「ドイツの金融機関による株式保有の経緯と現状」、『野村資本市場クォーターリー』14巻4号（2011年春号）、野村資本市場研究所、2011年

齋藤卓爾、「日本企業による社外取締役の導入の決定要因とその効果」、宮島英昭編、『日本の企業統治』、東洋経済新報社、2011年、181～214頁

胥 鵬、「経営者の報酬制度とコーポレート・ガバナンス」、『フィナンシャル・

- レビュー』68号(2003年12月号)、財務省財務総合政策研究所、2003年、79～101頁
- 、「買収防衛策イン・ザ・シャドー・オブ株式持合い」、『商事法務』N0.1874、2009年、45～55頁
- ・田中 亘、「買収防衛策イン・ザ・シャドー・オブ株式持合い—事例研究」、『商事法務』N0.1885、2009年、4～18頁
- 宍戸善一、『動機付けの仕組としての企業—インセンティブ・システムの法制度論』、有斐閣、2006年
- ・柳川範之・大崎貞和、『公開会社法を問う』、日本経済新聞出版社、2010年
- 編、『「企業法」改革の論理—インセンティブ・システムの制度設計』、日本経済新聞出版社、2011年
- 新屋吉昭・能勢憲二・岸野 崇・菊田逸平・茨木秀行、「資金面からみた最近の企業行動の特徴」、経済財政分析ディスカッション・ペーパーDP/05-5、内閣府政策統括官室(経済財政分析担当)、2005年
- 杉浦秀徳、「金融・資本市場の発展に向けたガバナンスの役割」、神田秀樹・小野傑・石田晋也編、『コーポレート・ガバナンスの展望』、中央経済社、2011年、197～232頁
- スタインバーグ、マーク・I、『アメリカ証券法』、レクシスネクシス・ジャパン、2008年
- スティグリッツ、J.E.・B.C.グリーンワルド(内藤純一、家森信善訳)、『新しい金融論—信用と情報の経済学』、東京大学出版会、2003年
- 諏訪部貴嗣、「株主価値を向上させる配当政策」、『証券アナリストジャーナル』44巻7号(2006年7月号)、日本証券アナリスト協会、2006年、34～47頁
- 関 孝哉、「近時のドイツのコーポレート・ガバナンスとわが国への示唆」、神

作裕之責任編集、資本市場研究会編、『金融危機後の資本市場法制』、資本市場研究会、2010年、354～372頁

高田昌宏、「ドイツにおける集团的訴訟制度の概要（上）」、『NBL』No.964、2011年 a、44～54頁

——、「ドイツにおける集团的訴訟制度の概要（下）」、『NBL』No.965、2011年 b、78～84頁

滝澤美帆・鶴光太郎・細野 薫、「どのような企業が買収防衛策を導入するのか」、『金融経済研究』30号、日本金融学会、2010年、1～19頁

竹村 泰・白須洋子・川北英隆、「買収防衛策導入の株価への影響について」、金融庁金融研究研修センターディスカッションペーパーDP2009-8、2010年

田中秀樹、「経営危機時における取締役の債権者に対する責任について」、『東京大学法科大学院ローレビュー』1巻、2006年、86～100頁

田中 亘、「買収防衛策の限界を巡って—ニッポン放送事件の法的検討—」、『金融研究』26巻法律特集号、日本銀行金融研究所、2007年、1～68頁

田渕 進・Ralf Bebenroth、「ドイツのコーポレート・ガバナンス・コードとその準拠表明」、『大阪経大論集』56巻5号、2006年、5～17頁

出口雅久、「提訴前情報証拠収集制度と紛争解決に関する若干の考察」、『法学雑誌』55巻3・4号、2009年、824～841頁

東京証券取引所・大阪証券取引所・名古屋証券取引所・福岡証券取引所・札幌証券取引所、「平成23年度株式分布状況調査の調査結果について」、2012年

徳住堅治、「労働審判制度の解決機能とインパクト」、『東京大学法科大学院ローレビュー』3巻、2008年、214～220頁

戸塚貴晴、「民事訴訟法の文書提出義務について—証言・文書提出等に関する他の制度との比較の視点を交えて—」、『金融研究』18巻1号、日本銀行金融研究所、1999年、147～182頁

内閣府、「平成 18 年度年次経済財政報告—成長条件が復元し、新たな成長を目指す日本経済—」、2006 年

——、「平成 20 年度年次経済財政報告—リスクに立ち向かう日本経済—」、2008 年

——、「平成 22 年度年次経済財政報告—需要の創造による成長力の強化—」、2010 年

内閣府経済社会総合研究所、「M&A 研究会報告 2008」、2008 年

内藤和美、「ドイツにおける会社役員の賠償責任および D&O 保険の沿革」、『損害保険研究』72 巻 4 号、損害保険事業総合研究所、2011 年、105～129 頁

長島・大野・常松法律事務所、「『諸外国の上場企業法制に関する調査』報告」、経済産業省委託調査、2010 年

中根 茂、「株主代表訴訟における文書提出命令—金融機関の貸出稟議書に関する文書提出命令の検討を中心として—」、『国土法研論集』4 号、2003 年、55～78 頁

中村純一、「ROA の長期低落傾向とそのミクロ的構造—企業間格差と経営戦略—」、『調査』30 号、日本政策投資銀行、2001 年

西崎健司・倉澤資成、「株式保有構成と企業価値—コーポレート・ガバナンスに関する一考察—」、『金融研究』22 巻別冊 1 号、日本銀行金融研究所、2003 年、161～199 頁

日経リサーチ、「新たな成長に向けた日本型市場システム・企業ガバナンスの在り方に関する調査研究」、内閣府委託調査、2008 年

新田敬祐、「持合復活の構図：2008 年度株主構成調査より」、『ニッセイ基礎研 Report』2009 年 11 月号、2009 年

日本銀行金融研究所、「金融取引の展開と信認の諸相—金融取引におけるフィデューシャリーに関する法律問題研究会報告書」、『金融研究』29 巻 4 号、日

本銀行金融研究所、2010年、179～200頁

——、「コーポレート・ガバナンスに関する法律問題研究会報告書—株主利益の観点からの法規整の枠組みの今日的意義」、『金融研究』31巻1号、日本銀行金融研究所、2011年、1～66頁

日本公認会計士協会、「法定監査における監査人の民事責任の限定について」、『公認会計士制度委員会研究報告』第7号、2010年

日本証券経済研究所、「ヨーロッパM&A制度研究会報告書」、2010年

日本取締役協会、「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査2011」、2011年

日本貿易振興機構（ジェトロ）、「第13回対日直接投資に関する外資系企業の意識調査」、2008年

野村資本市場研究所、「各国の事業再生関連手続について—米英独仏の比較分析—」、経済産業省委託調査、2011年

長谷川克行・秋田寛子・益田沙織、「日本企業に求められるレバレッジ経営とキャッシュフローの有効活用～日米上場企業の財務状況比較を踏まえて」、『みずほレポート』2004年5月31日号、みずほ総合研究所、2004年

比較法研究センター「アメリカ、カナダ、ドイツ、フランス、ブラジルにおける集团的消費者被害の回復制度に関する調査報告書」、平成21年度消費者庁請負調査、2010年

広瀬純夫・柳川範之・齊藤 誠、「企業内キャッシュフローと企業価値—日本の株式消却に関する実証分析を通じての考察—」、「制度の実証分析」ディスカッション・ペーパーNo.56、日本経済国際共同センター、2003年

広田真一、「日本の大企業の資金調達—企業の存続確立最大化の観点から」、宮島英昭編、『日本の企業統治』、東洋経済新報社、2011年、367～408頁

——、『株主主権を超えて—ステークホルダー型企業の理論と実証』、東洋経済新報社、2012年

深尾京司・権 赫旭・滝澤美帆、「外資による M&A はより高いパフォーマンスをもたらすのか」、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、2007 年、81～108 頁

藤島裕三、「買収防衛策を巡る近時の動向—2009 年総会シーズンを控えた論点整理—」、『大和総研コンサルティングレポート』2009 年 2 月 20 日号、大和総研、2009 年

藤田友敬、「契約・組織の経済学と法律学」、『北大法学論集』52 巻 5 号、2002 年、433～480 頁

藤本 周・茂木美樹・谷野耕司、「敵対的買収防衛策の導入状況—2011 年 6 月総会を踏まえて—」、『商事法務』No.1948、2011 年、13～25 頁

古山正明、「公開買付をめぐる法規制の現状と課題〔2〕—アメリカの動向（その 1）—」、『経営と経済』68 巻 2 号、長崎大学、1988 年、55～91 頁

———、「公開買付をめぐる法規制の現状と課題〔3〕—アメリカの動向（その 2）—」、『経営と経済』70 巻 1 号、長崎大学、1990 年、183～209 頁

法制審議会、「会社法制の見直しに関する要綱及び附帯決議」、2012 年

堀江奈保子、「年金基金のコーポレート・ガバナンスへの取り組み」、『みずほレポート』2004 年 9 月 30 日号、みずほ総合研究所、2004 年

堀 敬一・安藤浩一・齊藤 誠、「日本企業の流動性資産保有に関する実証研究—上場企業の財務データを用いたパネル分析」、『現代ファイナンス』27 号、日本ファイナンス学会、2010 年、3～24 頁

牧真理子、「ドイツ企業買収法における経営管理者の中立義務と例外規定」、『東北大学 GEMC Journal』5 号、2011 年、142～155 頁

松井秀征、「ドイツにおける株式会社法制の運用実態とわが国への示唆（上）」、『商事法務』N0.1941、2011 年、25～34 頁

三品和広・天野倫文・清水剛、「日本の製造業—長期データに基づく収益力の再

- 検証一」、『経済経営研究』23 巻 5 号、日本政策投資銀行設備投資研究所、2003 年、1～75 頁
- 水野温氏・高橋祥夫、「企業行動の国際比較」、『フィナンシャル・レビュー』62 号（2002 年 6 月号）、財務省財務総合政策研究所、2002 年、124～145 頁
- 水野 朋、「破綻金融機関の経営者責任追及の法的枠組み」、『預金保険研究』12 号、預金保険機構、2010 年、71～142 頁
- 宮島英昭・新田敬祐・齋藤 直・尾身祐介、「企業統治と経営効率—企業統治の効果と経路、および企業特性の影響—」、『ニッセイ基礎研所報』33 巻、2004 年、52～98 頁
- 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、2007 年
- 、「日本企業システムの進化をいかにとらえるか：危機後の企業統治の再設計に向けて」、RIETI Discussion Paper 11-P-009、経済産業研究所、2011 年 a
- 編、『日本の企業統治—その再設計と競争力の回復に向けて』、東洋経済新報社、2011 年 b
- ・新田敬祐、「株式所有構造の多様化とその帰結—株式持ち合いの解消・「復活」と海外投資家の役割」、宮島英昭編、『日本の企業統治』、東洋経済新報社、2011 年、105～149 頁
- ・保田隆明、「変貌する日本企業の所有構造をいかに理解するか—内外機関投資家の銘柄選択の分析を中心として—」、金融庁金融研究センターディスカッションペーパーDP2011-11、2012 年
- ミルハウプト、カーティス J.編、『米国会社法』、有斐閣、2009 年
- 柳川範之、『法と企業行動の経済分析』、日本経済新聞社、2006 年、1～100 頁、131～182 頁、212～238 頁

山崎敏夫、「1990年代以降の『アメリカ化』の再来とドイツの企業経営（Ⅰ）—株主主権的経営、コーポレート・ガバナンスとそのドイツ的展開—」、『立命館経営学』49巻5号、2011年a、141～168頁

——、「1990年代以降の『アメリカ化』の再来とドイツの企業経営（Ⅱ）—株主主権的経営、コーポレート・ガバナンスとそのドイツ的展開—」、『立命館経営学』50巻1号、2011年b、17～45頁

山田剛志、「近時の企業情報開示を巡る課題—実効性確保の観点を中心に—」、『証券取引法研究会研究記録』6号、日本証券経済研究所、2005年

山田泰弘、「国際的潮流からみた日本の株主代表訴訟制度—特に株主代表訴訟の原告適格を巡って—」、『立命館法学』314号、2007年、96～137頁

山本陽大、「ドイツにおける解雇の金銭解決制度に関する研究—解雇制限法9条・10条の史的形成と現代的展開—」、『同志社法学』344号（62巻4号）、2010年、357～452頁

横山 淳、「株式保有状況開示の現況（2011年版）」、『大和総研 Legal and Tax Report』2011年8月5日号、大和総研、2011年

——、「日本版クラス・アクションと金融商品取引法」、『大和総研調査季報』5巻（2012年新春号）、大和総研、2012年、98～123頁

吉田元子、「文書提出義務に関するドイツ民事訴訟法の最新動向」、『上智法學論集』45巻4号、2002年、151～176頁

吉原和志、「会社の責任財産の維持と債権者の利益保護—より実効的な規制への展望（3・完）」、『法学協会雑誌』102巻8号、1985年、1431～1531頁

労働政策研究・研修機構、「ドイツにおける労働市場改革—その評価と展望—」、『労働政策研究報告書』No.69、2006年

渡辺千原、「裁判の専門化と裁判官」、『立命館法学』339・340号、2011年、647～682頁

渡辺富久子、「ドイツにおける銀行再編基金法の制定—銀行税の導入—」、『外国の立法』248号、国立国会図書館調査および立法考査局、2011年、37～53頁

Baum, Harold・Christoph Kumpan・Felix Steffek・渡辺宏之、「ドイツ企業買収法をめぐる諸問題—マックスプランク研究所にて」、『企業と法創造』7巻2号、早稲田大学グローバルCOE企業法制と法創造総合研究所、2010年、169～187頁

CFA協会、「世界における株主権の現状」、2009年

Falkenhausen, Joachim von・Dirk Kocher・渡辺宏之、「ドイツにおける企業買収の実相—ドイツM&A弁護士との対話」、『企業と法創造』7巻2号、早稲田大学グローバルCOE企業法制と法創造総合研究所、2010年、188～209頁

NERA Economic Consulting、「証券訴訟のトレンド：1998-2008—虚偽記載に係る損害賠償請求訴訟が増加傾向に」、2009年

——、「証券訴訟のトレンド：2010アップデート—件数、金額とも虚偽記載訴訟が急減、ブローカー・カスタマー訴訟は過去最高を記録」、2011年a

21世紀政策研究所、「会社法制のあり方に関する研究報告—ドイツにおける会社法制の運用実態と比較して—」、2011年

Armour, John, Jack B. Jacobs and Curtis J. Milhaupt, “The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework,” *Harvard International Law Journal*, Vol.52, 2011, pp.219-286.

Baetge, Dietmar, “Class Actions, Group Litigation & Other Forms of Collective Litigation – Germany –,” Stanford University Global Class Actions Exchange, 2010.

Ballakrishnen, Swethaa, Elisabetta Cervone and Brandan Still, “An Overview of Securities Enforcement in Germany,” Harvard Law School, Seminar on Financial Regulation in a Global Economy Briefing Paper, 2008.

Bälz, Moritz and Felix Blobel, “Collective Litigation German Style: The Act on Model Proceedings in Capital Market Disputes,” Gottschalk, Eckart, Ralf Michaels, Giesela

- Rühl and Jan von Hein, *Conflict of Laws in a Globalized World*, Cambridge University Press, pp.126-150, 2007.
- Baum, Harold, *Corporate Takeovers: Emerging Global Trends*, Amicus Books, 2008, pp.659-666.
- Bebchuk, Lucian A. and Mark J. Roe, "A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership," Columbia Law School The Center for Law and Economic Studies Working Paper No.131, 1999.
- and Michael S. Weisbach, "The State of Corporate Governance Research," Dice Center Working Paper 2009-21, 2009.
- Beck, Thorsten and Ross Levine, "Legal Institutions and Financial Development," World Bank Policy Research Working Paper 3136, 2003.
- Behrendt, Jenny, *Corporate Governance in Deutschland und Japan: Die Rolle von Aktionärsklagen im Rechtsvergleich (German Edition)*, Akademikerverlag, 2012, pp.47-54, pp.68-82, pp.91-98.
- Bertrand, Marianne and Sendhil Mullainathan, "Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences," *Journal of Political Economy*, Vol.111, No.5, 2003, pp.1043-1075.
- Bratton, William W. and Joseph A. McCahery, "Comparative Corporate Governance and the Theory of the Firm: The Case against Global Cross Reference," *Columbia Journal of Transnational Law*, Vol.38, No.2, 1999.
- Buchanan, John and Simon Deakin, "Japan's Paradoxical Response to the new 'Global Standard' in Corporate Governance," University of Cambridge, Center for Business Research, Working Paper No.351, 2007.
- , Dominic Heesiang Chai and Simon Deakin, *Hedge Fund Activism in Japan - The Limits of Shareholder Primacy*, Cambridge University Press, 2012, pp.193-211, pp.283-321.

- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, *Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2011*, 2011, pp.185-242, pp.265-269, p279.
- Cheffins, Brian R. and Bernard S. Black, “Outside Director Liability Across Countries,” University of Texas at Austin School of Law, Law and Economics Research Paper No.31, 2006, pp.1385-1480.
- Coffee, John C. Jr., “Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor,” *Columbia Law Review* Vol.91, 1991, pp.1277-1368.
- Cox, James D., Randall S. Thomas and Dana Kiku, “SEC Enforcement Heuristics: An Empirical Inquiry,” *Duke Law Journal*, Vol.53, Issue 2, 2003, pp.737-780.
- European Capital Markets Institute, “The Takeover Bids Directive Assessment Report,” ECMI Research Report, 2012.
- Federation of European Securities Exchanges, “Share Ownership Structure in Europe,” 2008.
- Fichtner, Jan, “Activist Hedge Funds and the Erosion of Rhenish Capitalism: The Impact of impatient Capital,” CCGES/CCEAE Working Paper, No.17, The Canadian Centre for German and European Studies at York University) / Le Centre canadien d’études allemandes et européennes at Université de Montreal, 2009.
- Fujita, Tomotaka “The Takeover Regulation in Japan: Peculiar Developments in the Mandatory Offer Rule,” *UT Soft Law Review*, No.3, 2011, pp.24-46.
- Gordon, Jeffrey N., “An America Perspective on the New German Anti-takeover Law,” Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Discussion Paper No.407, 2003.
- Graf-Schlicker, Marie Luise, *InsO -Kommentar zur Insolvenzordnung , 3. Auflage*, RWS Verlag Kommunikationsforum GmbH, 2012.
- Hail, Luzi and Christian Leuz, “International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter?,” *Journal of Accounting*

Research, Vol.44, Issue 3, 2006, pp.485-531.

Hamao, Yasushi, Kenji Kutsuna and Pedro Matos, "U.S.-Style Investor Activism in Japan: The First Ten Years," Marshall School of Business Working Paper No.FBE 06-10, 2010.

Hansmann, Henry and Reinier Kraakman, "What is Corporate Law?," Yale Law School, Center for Law, Economics and Public Policy Research Paper No.300, 2004.

Hopt, Klaus J., "Comparative Company Law," European Corporate Governance Institute Working Paper No 77/2006, 2006.

Jackson, Howell E. and Mark J. Roe, "Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-based Evidence," Harvard University Law School, Public Law and Legal Theory Research Paper No. 0-28, 2009.

Jennings, Jared, Simi Kedia and Shivaram Rajgopal, "The Deterrent Effects of SEC Enforcement and Class Action Litigation," 2011, SSRN, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1868578.

Jensen, Michael C., "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, Vol.76, No.2, 1986, pp.323-329.

———, "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function," Harvard Business School Working Paper #00-058, 2001.

Kalinova, Blanka, Angel Palerm and Stephen Thomsen, "OECD's FDI Restrictiveness Index : 2010 Update," OECD Working Papers on International Investment, No.2010/3, OECD, 2010.

Kanda, Hideki and Curtis J. Milhaupt, "Re-examining Legal Transplants: The Director's Fiduciary Duty in Japanese Corporate Law," Columbia Law School, The Center for Law and Economics Studies Working Paper No.219, 2003.

Kato, Kazuo, Meng Li and Douglas J. Skinner, "Is Japan Really a 'Buy'? The Corporate Governance, Cash Holdings, and Economic Performance of Japanese Companies,"

Columbia University Center on Japanese Economy and Business Working Papers No.306, 2012.

Kraakman, Reinier, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry B.Hansmann, Gérard Hertig, Klaus J.Hopt, Hideki Kanda and Edward B.Rock, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach, Second Edition*, Oxford University Press, 2009, pp.55-87, pp.115-151, pp.225-304.

Kruse, Timothy A., Hun Y. Park, Kwangwoo Park and Kazunori Suzuki, “Long-term Performance following Mergers of Japanese Companies: The Effect of Diversification and Affiliation,” *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.15, 2006, pp.154-172.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, “Legal Determinants of External Finance,” NBER Working Paper No.5879, 1997.

———, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer, “What works in Securities Laws?,” Tuck School of Business at Dartmouth Working Paper No.03-22, 2003.

Lel, Ugur and Darius P. Miller, “Does Takeover Activity Cause Managerial Discipline? Evidence from international M&A Laws,” 2011, SSRN, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1730316.

Leuz, Christian and Peter Wysocki, “Economic Consequences of Financial Reporting and Disclosure Regulation: A Review and Suggestions for Future Research,” 2008, SSRN, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1105398.

Maher, Maria and Thomas Anderson, “Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth,” McCahery, Joseph A., Piet Moerland, Theo Raaijmakers, *Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity*, Oxford University, 2002.

Milhaupt Curtis J., “In the Shadow of Delaware? The Rise of Hostile Takeovers in Japan,” Columbia Law Review School, the Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 278, 2005.

———, “Bull-Dog Sauce for the Japanese Soul? Courts, Corporations, and Communities –A Comment on Haley’s View of Japanese Law,” *Washington University Global Studies Law Review*, Vol.8, No.2, 2009, pp.345-361.

——— and Mark D. West, *Economic Organizations and Corporate Governance in Japan: The Impact of Formal and Informal Rules*, Oxford University Press, 2004, pp.9-43, pp.179-206.

Murphy, Kevin J. and Ján Zabojník, “Managerial Capital and the Market for CEOs,” Queen’s University Economics Department Working Paper No.1110, 2006.

Nakazato, Minoru, J. Mark Ramseyer and Eric B. Rasmusen, “Executive Compensation in Japan: Estimating Levels and Determinants from Tax Records,” Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper 567, 2006.

NERA Economic Consulting, “Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2011 Year-End Review, Pace of Overall Filings Holds Steady; Suits against Chinese Companies Surge,” 2011b.

Novak, Eric, “Investor Protection and Capital Market Regulation in Germany,” Krahnert, Jan Pieter and Reinhard H. Schmidt, *THE GERMAN FINANCIAL SYSTEM*, Oxford University Press, 2004, pp.425-449.

Odenius, Jürgen, “Germany’s Corporate Governance Reforms: Has the System Become Flexible Enough?,” IMF Working Paper WP/08/179, IMF, 2008.

Park, James J., “Securities Class Actions and Bankrupt Companies,” Brooklyn Law School Legal Studies Research Papers No.241, 2012.

Pinkowitz, Lee, Rohan Williamson and Rene M. Stulz, “Cash Holdings, Dividend Policy, and Corporate Governance: A Cross-Country Analysis,” *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.19, No.1, A Morgan Stanley Publication, 2007, pp.81-87.

Ramphal, Nishal Ray, *The Role of Public and Private Litigation in the Enforcement of Securities Laws in the United States*, Pardee RAND Graduate School, RAND

Corporation, 2007.

Regierungskommission, *Deutscher Corporate Governance Kodex*, 2012.

Securities and Exchange Commission, “Fiscal Year 2012 Agency Financial Report”, 2012.

Shishido, Zenichi, “The Structure of Enterprise Law: Interrelationships among Contracts, Markets, and Laws in the Bargaining Structure of the Firm,” RIETI Discussion Paper 10-E-063, Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA, 2010.

Spamann, Holger, “ ‘Law and Finance’ Revisited,” The Harvard John M. Olin Fellow’s Discussion Paper No.12, 2008.

Stanford Law School Securities Class Action Clearinghouse, “Index of Filings,” <http://securities.stanford.edu/companies.html/>.

Tröger, Tobias, “Aktionärsklagen bei nicht-publizierter Kodexabweichung,” *Zeitschrift für das Gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht*, Vol. 175, 2011, pp.746-786.

Xu, Chenggang Katharina Pistor, “Law Enforcement under Incomplete Law: Theory and Evidence from Financial Market Regulation,” Columbia Law School, The Center for Law and Economics Studies, Working Paper No.222, 2003.