

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 29 年 5 月 30 日現在

機関番号：12613

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2014～2016

課題番号：26380389

研究課題名(和文)コーポレート・ガバナンスの変貌と企業行動

研究課題名(英文)Changing corporate governance and corporate behavior

研究代表者

花崎 正晴 (HANAZAKI, MASAHARU)

一橋大学・大学院商学研究科・教授

研究者番号：60334588

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,800,000円

研究成果の概要(和文)：研究課題「コーポレート・ガバナンスの変貌と企業行動」においては、コーポレート・ガバナンスに関する各種情報を収集するとともに、企業データベースを作成し、分析を進め、その成果として2冊の単著を出版した。その1冊は、『コーポレート・ガバナンス』(岩波書店)であり、もう1冊は、アカデミックな専門書籍で名高いSpringer社から出版した Corporate Governance and Corporate Behavior in Japan The Consequences of Stock Options and Corporate Diversification である。

研究成果の概要(英文)：In this project, I corrected various kinds of corporate governance related information and constructed the firm level database and made empirical studies. I have finally published two books as an outcome of the JSPS KAKENHI Grant Number 26380389. The first one is Corporate Governance, which was published in Japanese from the Iwanami Shoten. The second one is Corporate Governance and Corporate Behavior in Japan The Consequences of Stock Options and Corporate Diversification, which was published from Springer, the world famous academic publisher.

研究分野：コーポレート・ファイナンス、コーポレート・ガバナンス、金融システム

キーワード：コーポレート・ガバナンス ストック・オプション 事業多角化

### 1. 研究開始当初の背景

1990年代後半から近年に至るまで、日本のコーポレート・ガバナンス構造は、大きな変貌を遂げてきた。その背景には、ストック・オプションの導入、持株会社の解禁、委員会設置会社制度の導入などの企業法制を巡る制度改革があり、また企業の所有構造の面では金融機関および事業会社の持ち株比率が低下する一方、外国人株主のプレゼンスが趨勢的に上昇しつつある。

### 2. 研究の目的

- (1) 本研究では、まず第1に、日本のコーポレート・ガバナンス構造が、いかに変貌を遂げてきたのかを制度面と実体面で明らかにする。
- (2) 第2に、企業のマイクロデータを用いて、コーポレート・ガバナンス構造の変化が、企業行動や企業パフォーマンスにどのような影響を及ぼしているのかを実証的に解明し、日本のコーポレート・ガバナンスを巡る制度設計に関するインプリケーションを導くことを目的とする。

### 3. 研究の方法

- (1) 企業の有価証券報告書の情報、財務データ、東京証券取引所のデータなどをもとに、日本のコーポレート・ガバナンスや財務情報に関するデータベースを作成することによって、日本のコーポレート・ガバナンス構造の長期的変化を明らかにする。
- (2) 上述のデータベースをもとに、コーポレート・ガバナンスに関連する昨今の改革によって日本に導入された諸制度に関して、理論から導き出される仮説を設定し、それを企業のマイクロデータに基づき実証する。ストック・オプション制度を例にとると、「ストック・オプションを付与された企業経営者は、企業価値を高める経営をする。」という仮説と「ストック・オプションの導入により、経

営者はリスクテイキング行動に走る。」という仮説が、理論からそれぞれ導き出される。

### 4. 研究成果

- (1) 日本企業のパフォーマンスの低迷を背景に、コーポレート・ガバナンスの制度を改革して、企業パフォーマンスを向上させようとする動きが1990年代から活発化した。1997年には、商法改正によりストック・オプション制度が導入され、独占禁止法によって禁止されていた持株会社の制度が同法改正により解禁となった。また、2001年には自社株買いの原則自由化などの株式に関する各種規制緩和措置が講じられ、2002年には委員会等設置会社が制度化された。さらに、2005年には会社法制の体系を整備、現代化するという目的で、各種の改正を伴いつつ商法から分離、独立する形で会社法が成立した。2015年に発効した改正会社法では、社外取締役の任用に関して、義務付け規定は盛り込まれなかったものの、任用しない場合には、その合理的理由を説明する義務を負うとされた。
- (2) 近年日本では、コーポレート・ガバナンスに関連する2つのコードが公表、適用されている。2014年2月に公表された日本版スチュワードシップ・コード(「責任ある機関投資家」の諸原則)では、機関投資家が目的を持った対話(エンゲージメント)を通じて、企業価値の向上や持続的成長を促し、顧客および受益者の中長期的な投資リターンを拡大を図る責任を有することを明確化している。また、2015年6月に適用が開始されたコーポレートガバナンス・コードは、実効的なコーポレート・ガバナンスの実現に資するための諸原則を取りまとめたもので、会社が追求すべき基本原則として、株主の権利・平等性の確保、株主以外のステークホルダーとの適切な協働、適切な情報開示と透明性の確保、取締役会等の責務、そして株主との対話という5つが謳われている。なお、2つのコ

ードに共通する原則として、「プリンシプルベース・アプローチ」と「コンプライ・オア・エクスプレイン」が掲げられている。前者は、それぞれのコードの対象となる経済主体が取るべき行動について、詳細に定めるのではなく原則のみを規定するものであり、後者は、コードの原則を実施するか、あるいは原則のなかに自らの個別事情に照らして実施することが適切ではないと考える項目があれば、それを「実施しない理由」を説明することを求めるものである。したがって、これらのコードは、法的拘束力を有する法令とは性格が異なり、最終的には各経済主体の意思決定に委ねるものであり、ソフトローと呼ばれている。

(3)このような制度面での変革と呼応するように、日本のコーポレート・ガバナンスの実態は、大きく変化しつつある。第一に、上場企業の所有主体別構成比の長期推移を、全国4証券取引所による株式分布状況調査で概観すると(図1参照)、1987年度時点では金融機関のウェイトが44.8%と最も高率であり、事業法人等(30.3%)、個人その他(20.8%)と続き、外国法人等のウェイトはわずか4.1%にとどまっていた。その後金融機関のウェイトは、1990年代半ばまでは横ばいで推移したものの、その後は低下傾向を辿り、2015年度には30.0%にまで下がっている。事業法人等のウェイトも1990年代に徐々に低下し、2000年代から最近期までは2割強で推移している(2015年度:22.6%)。個人その他は、長期的にみて徐々にウェイトを低下させ、2014年度には17.6%にとどまっている。逆に、大幅にウェイトを上昇させているのが、外国法人等である。そのウェイトは、1995年度に1割を上回り、2003年度には2割を超え、2015年度には29.8%に達している。

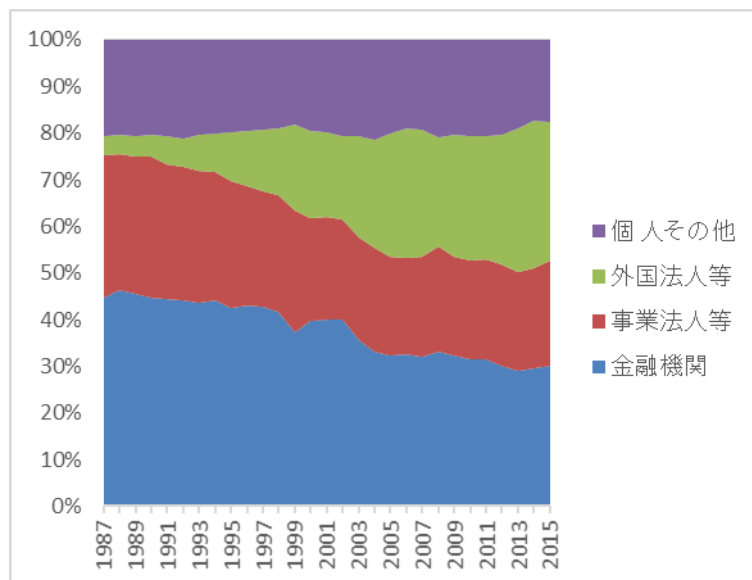


図1 日本企業の所有構造の推移

(4) ストック・オプションに関する実証分析とその結果は、次の通りである。最初に、ストック・オプションが企業の収益性に及ぼす効果を、ストック・オプション価値額、ストック・オプション価値額と役員報酬額との比率そして株価上昇に伴うオプション価値増加額という3種類のストック・オプション関連指標を用いて計測した。これらを説明変数とする計測では、収益性に対する有意にプラスの効果は観察されなかった。

(5) 第二に、理論的には、ストック・オプションが導入されるとリスクテイキング行動が助長される可能性があるが、レバレッジ、設備投資比率、研究開発比率をリスクテイキングのメジャーとした分析によると、製造業の研究開発比率のケースを除いてストック・オプションがリスクな行動を導いているとの証拠は、必ずしも観察されなかった。

(6) 多角化および分社化の分析によると、連結決算と単体決算との比較分析からは、多角化を進めることによって単体決算ベースに比べて、連結決算ベースの収益性が向上するようなプラスの効果が観察されている計測ケースもみられる。しかしながら、この結果

は、多角化そのものが収益増をもたらしていることを、必ずしも意味するものではない。なぜならば、連結決算と比較している単体決算も、多角化企業の決算の一部であり、その単体決算そのものにも多角化行動のさまざまな影響が反映されている可能性があるからである。

(7) 一方、連結子会社を持つ企業と持たない企業との比較からは、多角化の効果がより良く捉えられると考えられるかもしれない。そして、多角化は収益性に対してマイナスの効果を及ぼしているばかりではなく、所有構造に関する変数のガバナンス効果を大きく減衰させているというネガティブな効果を惹起しているという分析から得られた結果は、日本企業の多角化行動には、何らかの稚拙さが存在するか、足下の収益性よりは将来への布石として進めているという側面があることを示唆していると解釈できるかもしれない。

(8) 日本企業に関する実証分析により、コーポレート・ガバナンスに関する標準的な仮説が概ね成り立たないという結果が得られたが、その有力な要因は、日本とアメリカとのコーポレート・ガバナンスの違いであろう。顕著に表れると解釈することができる。すなわち、日本企業には伝統的に、メインバンクなどの債権者、垂直的および水平的系列、企業間信用を基本とする商取引相手、長期雇用を期待する従業員、企業城下町における地域住民など、株主以外に有力なステークホルダーが存在する。そして、日本企業の場合には、そのような多様なステークホルダーとの信頼関係 (credible relationship) を構築し、良好な評判 (good reputation) を維持することが、長期的にビジネスを成功させる上で、重要な要素となる。そのようなビジネス環境のもとでは、株主利益を最優先する経営や経営者が自己利益を増進させるための行

動をとることは、必ずしも合理的ではない。もちろん、日本企業においても、株主は重要なステークホルダーであることに変わりはないが、多様なステークホルダー間でコントロール権が複雑に絡み合っており、今回テストされたような株主と経営者との単純なエージェンシー関係を前提とした仮説は、成立しにくいと考えられる。

(9) ストック・オプションの導入、純粋持株会社の解禁、委員会設置会社制度の導入などの企業法制に関する制度改革は、アメリカ型のガバナンスの仕組みを日本企業に導入しようとする試みである。そのこと自体は、企業経営の選択肢を増やし自由度を広げるという点で、意味なしとはしない。しかしながら、日本とアメリカとの経済社会構造の違いやコーポレート・ガバナンス構造の歴史的変遷などを考慮すると、それらの所期の効果や懸念される問題点が直接的に表れるわけではないことが、今回の分析で示唆されている。

## 5. 主な発表論文等

〔学会発表〕(計2件)

花崎正晴「経済社会のサステナビリティとコーポレート・ガバナンス」、東京大学・設備投資研究所共催シンポジウム、2016年12月9日、大手町フィナンシャルシティ(東京都千代田区)

花崎正晴「コーポレート・ガバナンスからみる東アジア：ファミリービジネスに焦点を当てて」、一橋大学・設備投資研究所共同シンポジウム、2015年11月13日、大手町フィナンシャルシティ(東京都千代田区)

〔図書〕(計2件)

Hanazaki, Masaharu, *Corporate Governance and Corporate Behavior*

*The Consequences of Stock Options  
and Corporate Diversification,*  
Springer, 2016, 88.

花崎正晴『コーポレート・ガバナンス』  
岩波書店、2014、195

## 6 . 研究組織

### (1)研究代表者

花崎 正晴 ( HANAZAKI, Masaharu )

一橋大学・大学院商学研究科・教授

研究者番号：60334588