

〔論 説〕

## 日本企業の純粋持株会社化推進に関する一考察

—コーポレート・ガバナンス改革との関連において—

浦 野 倫 平

### 〔要 旨〕

1997年の独占禁止法改正により解禁された純粋持株会社は年々増加し、今では日本の全上場企業の1割超が採用している。本稿は、企業的意思決定はコーポレート・ガバナンス改革の展開ならびに個別企業の経営者と株主の関係（コーポレート・ガバナンスの状況）により左右されるとの立場から、日本企業による純粋持株会社化推進の動機について、日本の株主主権論に立脚したコーポレート・ガバナンス改革との関連において考察し、日本企業の純粋持株会社化は、コーポレート・ガバナンス改革に適応した会社組織として採用されているのではなく、逆に、株主主権強化をめざすコーポレート・ガバナンス改革に対する日本企業独自の自己保全・防衛策として採用されている可能性があることを指摘している。

### 1, 持株会社の実態

#### (1) 純粋持株会社の推移

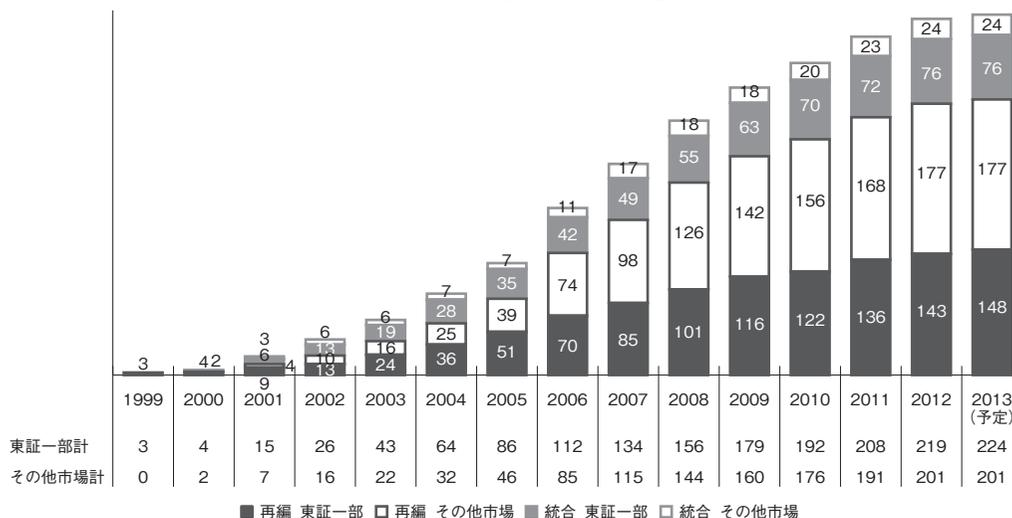
純粋持株会社は1997年の独占禁止法改正により解禁された。上場会社での純粋持株会社化の第1号は1999年の大和証券グループ本社とされる。

その後、純粋持株会社制度を採用する会社は年々増加し、外松・宮島の調査によれば、2012年10月時点で全上場企業の11.8%、東証一部上場企業に限定すれば13%を占めるに至っているという。<sup>1</sup> (図表1, 参照) 最近では、2012年10月のリクルート、2013年4月のANA (全日本空輸)、2013年10月のハウス食品の事例が記憶に新しい。

#### (2) 純粋持株会社化の二つのパターン

純粋持株会社化推進には大きく分けて二つのパターンがある。一つは「経営統合型」と呼ばれるもので、グローバル化の時代を生き残るうえで不可欠となりつつある業界再編を目的とした経営統合の合理的な手段として採用される。これまで経営統合といえばM&Aが主流であったが、純粋持株会社制度の導入の方がM&Aよりも容易に達成でき、かつ組織面や人事面で

図表 1 純粋持株会社の推移



出所) 外松陽子・宮島英昭「日本企業はなぜ持株会社制度を採用したのか? : 事業成熟度とコーディネーションの必要度」(2013年日本ファイナンス学会予稿集)  
 引用) <http://www.rieti.go.jp/jp/projects/fcga2011/columns2/09.html>

の摩擦といった M&A にありがちな副作用が少ないといったメリットがある。

いま一つは、「内部組織再編型」と呼ばれ、既存の企業グループ内において戦略的グループマネジメントと事業マネジメントを分離させて、企業グループ内の経営効率化を目指そうとするものである。

### (3) 持株会社の定義

ここで持株会社の概念について整理しておこう。持株会社には純粋持株会社と事業持株会社が存在する。純粋持株会社は、株式所有により他社の事業活動を支配することが主たる事業である持株会社である。一方、事業持株会社は、他者の株式を保有する持株会社の一つであるが、他社の株式を保有する以外に何らかの事業を行っている持株会社のことである。このうち1997年の独占禁止法改正まで設立が禁止されていたのは純粋持株会社だけであり、後者の事業持株会社については、従前から禁止されておらず、日本の企業集団や企業グループの中核企業として広く普及してきた。

では、持株会社は法律上、どのように定義されているのか。1997年に改正された独占禁止法第9条は、「子会社（当該会社とその発行済み株式の50%超の株式を所有する国内の会社）の株式の取得価額の合計額が、当該会社の総資産の額の50%を超えている会社」とされている。つまり、持株会社の新たな定義では、当該会社の総資産に占める子会社株式の取得価額の合計の比率だけが問題とされ、それが50%を超えていれば持株会社と呼ぶようになり、当該持株会

社が純粋持株会社であるか、事業持株会社であるかについては区別がなくなっている。

しかしながら、実質上は、今日でも持株会社の本質を『株式保有による事業活動の支配』に求める従前の考えは改正後も十分に通用し、事業持株会社と純粋持株会社の区分もさかんに使われ続けている。<sup>2</sup>

#### (4) 純粋持株会社のメリット

ここからは純粋持株会社化のメリットとして一般的にどのようなものが主張されているかについて、1997年以前に純粋持株会社解禁論の中で経済界が積極的に主張していたものを中心に見ていく。<sup>3</sup>

さまざまに主張される純粋持株会社のメリットを整理すると以下の3点に集約される。すなわち、①戦略的グループマネジメントと事業マネジメントの分離、②円滑な人事・労務管理、③企業統合やコーポレート・ベンチャー等の大胆な事業展開の振興である。

##### ①戦略的グループマネジメントと事業マネジメントの分離

－経営における「監督と執行の分離」－

純粋持株会社化により、純粋持株会社と各事業を行う子会社が別組織となることで経営上の役割分担が明確となる。これにより純粋持株会社は戦略本社となって、各子会社の事業にかかわる日常的な経営判断から離れ、グループ全体の戦略に集中することができ、より大胆で中長期的視点に立った戦略を迅速に決定することができるようになる。一方、切り離されて子会社となった事業会社は事業に関する意思決定権を大幅に移譲されることで事業の独立性が強化され、横並び等の制約から解放されてより柔軟な経営が可能となる。

なお、本稿では「戦略的グループマネジメントと事業マネジメントの分離」について、前者を経営（＝マネジメント）における監督機能への特化、後者を執行機能への特化ととらえ、この分離を、後述するコーポレート・ガバナンス改革で進められている、経営における「監督と執行の分離」と同義のものとしてとらえて論じていくことにする。

##### ②円滑な人事・労務管理

第2のメリットは、子会社となる事業会社の人事・労務管理に関するものである。

まず、上記の戦略的グループマネジメントと事業マネジメントの分離により、各事業会社の経営者の執行責任者としての経営責任が明確になり、彼らに対する評価が客観的指標に基づいた分かりやすいものとなる。

また、彼らは当該事業分野に精通した経営者であることから、事業会社の従業員の人事評価についても事業目的に照らしてより合理的に判断することが期待できる。

それ以外にも、各事業会社は、それぞれの事業の特性に適した賃金体系を採用することができること、あるいは、純粹持株会社に移行することで役員ポストの数が増大し、これにより従業員の昇進の機会を与えることができ、それに伴い、彼らのモラルやモチベーションを向上させることもできるようになるといったことがあげられている。

### ③企業統合やコーポレート・ベンチャー等の大胆な事業展開の振興

純粹持株会社制度に移行することで、事業子会社の統廃合が容易となり、戦略的な企業統合を必要に応じて迅速に実施することが可能となる。また、既存の経営資源に縛られない新規事業展開や事業の再構築も推進されるようになるとされている。

## (5) 小括

以上が純粹持株会社化のメリットとして一般的に主張されている内容である。しかし、多くのメリットは特に純粹持株会社でなくとも、例えば、経営における「監督と執行の分離」を目指すのであれば、後述する委員会設置会社のような会社機関の導入でも追求可能であると考えられる。

もしそうであるならば、日本企業による純粹持株会社化推進の動機は、メリットの追求とは別のところにあるものと考えられる。

本稿ではこの点についてコーポレート・ガバナンス論の視点から考えてみることにする。<sup>4</sup>

なぜなら、コーポレート・ガバナンスは、企業経営より上位に位置する、あるいは企業経営の前提にある概念であり<sup>5</sup>、それゆえ、コーポレート・ガバナンスとは、企業の目的そのものの決定にかかわっている。そして、実際の企業統治は、決定された目的に照らして、企業経営が適切に行われるように経営者を導き、適切な経営が執行されているかどうかをチェックする制度の歴史的な構築とその運用として具現されるものである<sup>6</sup>。そうであれば、企業の実際の経営意思決定は、各国におけるコーポレート・ガバナンス改革の展開、あるいは個別企業のコーポレート・ガバナンスの状況、特に株主と経営者との関係に大きく左右されるはずである。日本企業による純粹持株会社制度への移行という経営意思決定もその例外ではないと思われるのである。

## 2, コーポレート・ガバナンス改革の本質

### (1) コーポレート・ガバナンス論の展開 (図表 2, 参照。)

今日まで続くコーポレート・ガバナンスの議論は、大企業において「所有と経営の分離」が進展するにつれて、株主から経営を委託された立場にあるはずの経営者が実質的に経営意思決定権を握る、いわゆる「経営者支配」の状況が見られたアメリカ<sup>7</sup>において1970年代から活発化したものである。そこでの議論は、主に株主主権論に立脚して、「経営者の暴走を食い止めるにはどうすればよいのか」という問題を巡って議論が展開されてきた。つまり、コーポレート・ガバナンス論の本質的なテーマは、「経営者（特にCEO）をいかに監視するか」であるといえる。

アメリカではその目標達成に向けて主に二つのコーポレート・ガバナンス改革が進められてきた。それは会社機関である取締役会の構造改革と、株主行動の促進の二つである。まず、取締役会の構造改革では、取締役会に占める社外取締役の増加ならびに取締役会会長とCEO（最高経営執行責任者）の分離を通じて取締役会の独立性を確保して、取締役会の経営者（経営執行責任者）に対する監視機能を強化しようと試みた。これまで区分があいまいであった経営機能における監督機能と執行機能とを明確に分離しようとしたのである。（以下ではこれを経営における「監督と執行の分離」と呼ぶことにする。）

図表 2 アメリカ年金基金の台頭とヘッジファンド（投資銀行）活動の活発化

時代	年金基金の動き	経済的イベント	コーポレート・ガバナンス
1970年代	年金基金の台頭	投資銀行活動活発化	CG 議論の活発化
1980年代	年金基金の巨大化	M&A ブーム	株主の逆襲
1990年代		ヘッジファンド台頭	株主主権論ベースのCG 論優位
1997年		アジア通貨危機	
1999年		グラス・スティーガル法廃案 (規制撤廃)	
2000年	年金基金がヘッジファンドに 年金運用委託開始 マネーモンスター化	IT バブル崩壊 (運用難時代へ)	株主価値経営が主流になる
2001年		9.11 低金利政策	
2005年		CDS (credit default swap) 手数料収入目的リスク証券保証	
2006年～		住宅価格下落へ	
2008年 9 月		リーマン・ブラザーズ破綻	行過ぎた株主主権、株主価値 経営に対する反省も出る

(筆者作成)

一方、株主行動の促進は、議決権行使、株主提案、株主代表訴訟、経営者（経営執行責任者）との対話を通じて、株主が経営者（経営執行責任者）に対して監視する機能を促進しようとした。

アメリカでは、これら二つの改革により、経営者（経営執行責任者）による、取締役会ならびに株主に対する説明責任（アカウンタビリティ）が徹底され、経営の透明性が確保されるものと期待された。

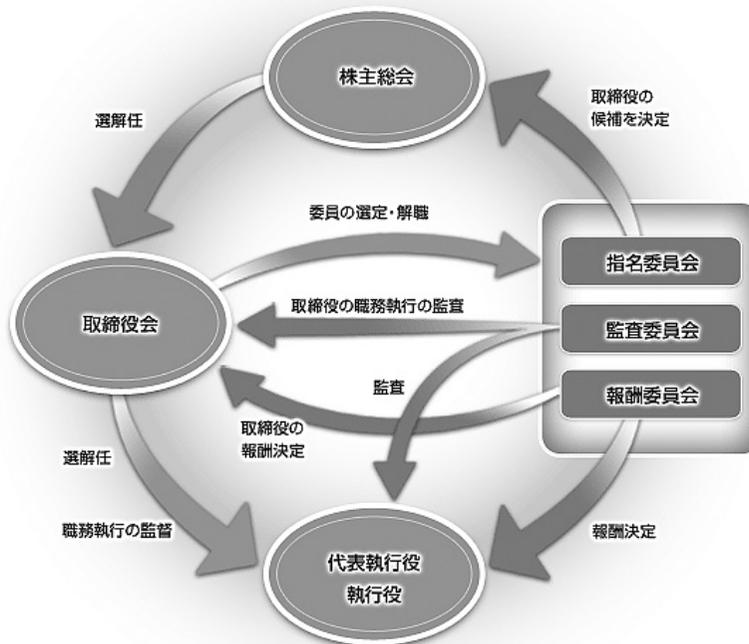
そしてその後、株主主権論に立脚したアメリカのコーポレート・ガバナンスの議論が世界各国に波及し、日本のコーポレート・ガバナンス論の展開、企業のコーポレート・ガバナンス改革に大きな影響をもたらしている。

## (2) アメリカの議論を踏まえた日本の会社機関の改革

日本のコーポレート・ガバナンス論、あるいは日本企業のコーポレート・ガバナンス改革は、アメリカでの議論に大きな影響を受けている。その象徴が、アメリカ型の会社機関を範として、2002年の商法改正で我が国で導入された委員会設置会社であろう。<sup>8</sup>

図表3は、委員会設置会社の会社機関をまとめたものである。最大の特徴は会社機関の中に業務執行機能を担う執行役の設置が正式に義務付けられ、取締役会は、執行役の職務遂行を監

図表3 委員会設置会社の会社機関



出所) <http://www.nomuraholdings.com/jp/investor/cg/committee.html>

督する機関に特化したことにある。委員会設置会社では、取締役会に指名・監査・報酬の各委員会が設けられ、取締役会による業務執行に対する監督機能が大幅に強化されている。一方、新たに設置が義務付けられた執行役には、従来は取締役会が担っていた業務執行の決定権限が大幅に委譲されている。この権限委譲により、執行役は弾力的かつ迅速な意思決定・業務遂行が可能となるものとされた。

つまり、日本における委員会設置会社は、株主主権論に立脚したアメリカのコーポレート・ガバナンス論の流れを受けて、会社機関のレベルで、経営における「監督と執行の分離」を制度的に明確に分離させるために導入されたものとみることができる。<sup>9</sup>

もちろん、コーポレート・ガバナンス論へのアプローチは株主主権論だけではないが、委員会設置会社制度の導入に見られるように、日本のコーポレート・ガバナンス改革は、現実にアメリカ型の株主主権論に基づくコーポレート・ガバナンス論の影響を大きく受けてきたということはいえるだろう。そのことを端的に示すのが日本経営者協会代表（2002年時点）の以下の記述である。「『企業統治』と訳されるコーポレート・ガバナンスであるが、その意味をもっとも単純に説明すると、株主の利益をあげるために経営者がきちんと経営を行っているか、株主の立場にたって監督する制度、ということになる。では、株主は実際にどう経営者を監視すればよいのか。・・・そこでクローズアップされるのが、取締役であり、取締役会である。株主総会によって選任された取締役たちが構成する取締役会が株主の立場を代表して、経営者の経営を監視するわけである。経営の執行責任を経営者が負い、経営の監督責任を取締役が負う。このような役割分担を行うことによって、企業は株主に対してよりよい経営を実現していく。これがコーポレート・ガバナンスの理念であり、基本形であると考えられる。」<sup>10</sup>

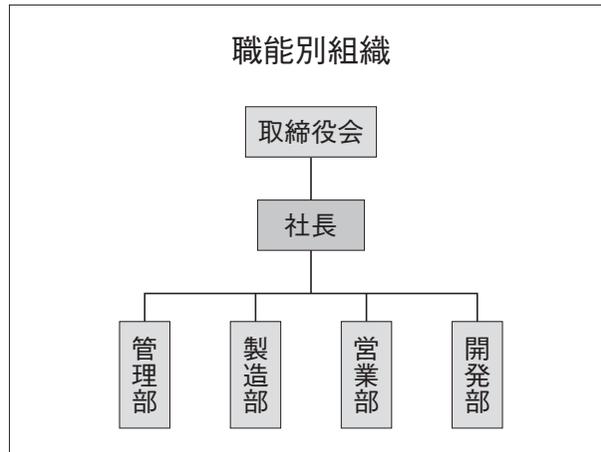
### 3、日本企業の純粋持株会社化推進の動機

では、再び日本企業による純粋持株会社化について見ていくことにする。ここからは、コーポレート・ガバナンス問題と純粋持株会社化を結び付け、日本におけるコーポレート・ガバナンス改革の延長上に純粋持株会社制度の導入がある、もっといえば、日本企業の純粋持株会社が株主主権に立脚したコーポレート・ガバナンス改革に適合する会社組織として採用されていると仮定しながら、純粋持株会社化推進の意義について検討して行くこととする。

#### (1) 純粋持株会社と経営における「監督と執行の分離」

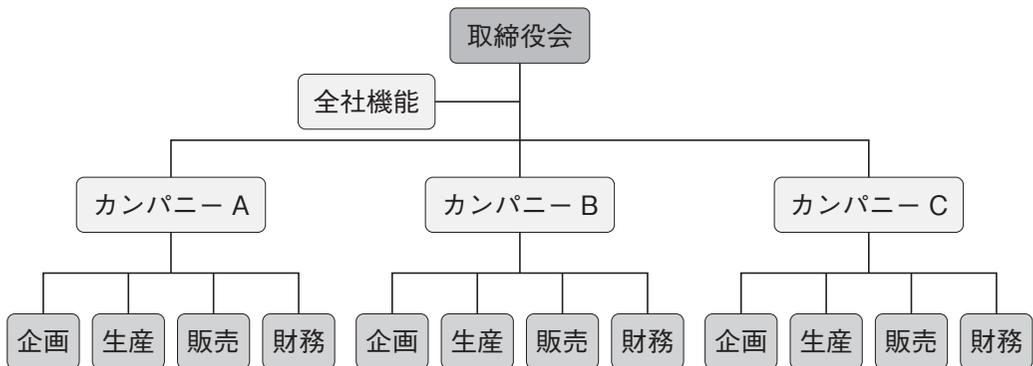
純粋持株会社化の推進は、全社的なあるいは企業グループ全体の組織改革の選択肢の一つで

図表 4 職能別組織



出所) <http://www.icgc.or.jp/guarantee/data/sosikizu.jpg>  
(筆者修正)

図表 5 カンパニー制 (社内分社化) 組織



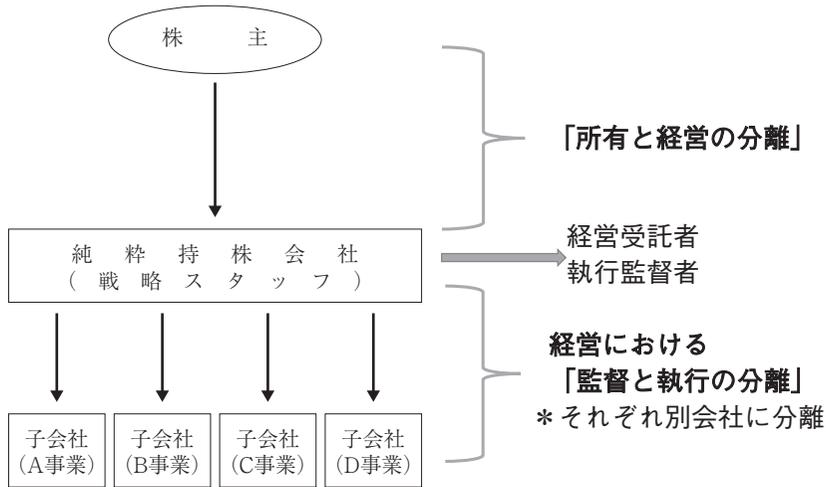
出所) <http://www.anahd.co.jp/company/aboutana/>

あり、改革対象となる組織で見れば、コーポレート・ガバナンス改革の焦点とされた会社機関とは別物である。しかしながら、純粋持株会社化推進とコーポレート・ガバナンス改革の焦点である会社機関の改革には共通項を見出すことができる。

純粋持株会社化のメリットの中に、戦略的グループマネジメントと事業マネジメントの分離の徹底があったことはすでに見たとおりである。これは経営における監督機能と執行機能の分離に他ならず、このメリットは、株主主権のコーポレート・ガバナンス改革が目指す、経営における「監督と執行の分離」という目的とまさに一致するものと見なすことができる。

純粋持株会社組織を詳しく見てみよう。図表 4, 5, 6 は、それぞれ職能別組織, カンパニー制 (社内分社化) 組織, 純粋持株会社組織を示している。職能別組織は単体企業の組織形態で

図表6 純粋持株会社組織図（所有と監督と執行の分離）



出所) [http://www.jusnet.co.jp/motikabu/motikabu\\_k.html#top](http://www.jusnet.co.jp/motikabu/motikabu_k.html#top)

(筆者追加修正)

あり、委員会設置会社への移行により会社機関を改革するなど積極的な取り組みがなければ経営における監督業務と執行業務を明確に分離することは難しい。カンパニー制は単体企業内において、各事業の独立性を高めたもので、経営における「監督と執行の分離」を進めたものである。同じような会社組織に事業部制があるが、これはカンパニー制のカンパニーを事業部に置き換えるとそのまま事業部制組織となる。両者の違いは、事業部よりもカンパニーの方がより独立性が高いという点である。

これが純粋持株会社組織になると、監督機能は純粋持株会社に、そして執行機能は事業子会社に組織的に完全に分離される。経営における「監督と執行の分離」が純粋持株会社と事業子会社という別組織として体现されるといえる。純粋持株会社の役員は、株主から経営を委託された経営受託者として、人材、資金、技術等の経営資源の最適配置や事業の統廃合を含むグループ全体の戦略立案・決定を行い、同時に子会社間の調停役を果たすなど執行監督者としての役割も果たすことになる。一方、事業子会社の執行役は、事業執行責任者としての役割に徹することになる。

このように純粋持株会社組織を見れば、たしかに、経営における監督と執行が別組織として完全に分離・独立しており、株主主権を強化するための経営における「監督と執行の分離」を図るという今日のコーポレート・ガバナンス改革を具体化できる究極の制度であるともいえよう。<sup>11</sup>

しかし、ある規範に基づいて何らかの制度が導入されたとしても、その運用実態が規範通り

になるとは限らない。純粹持株会社化推進においてもそのようなことがないだろうか。この疑念について、下谷教授は「日本の企業グループは、外見的には…企業の集合体（企業結合体）という姿態は装ってはいるものの、実質的には親会社の統率の下にある事業単位の集合体、あるいは一個の『内部組織』と考えるのがより実態に近い…以上の事実、『持株会社』という組織形態を考えていく上でも基本となる重要な論点である」<sup>12</sup>と述べる。もしそうであれば、日本企業が純粹持株会社制度に移行したとしても、経営における「監督と執行の分離」は不完全なままに終わる可能性が高いということになる。

実際に日本で純粹持株会社制度を採用している企業グループの役員を見ると、純粹持株会社の役員と事業子会社役員を同一人物が兼任しているケースが多いことが分かる。極端な事例では、純粹持株会社の役員を、社外取締役も含めてすべて事業子会社の役員が兼任しているようなケースもある。また、業績不振や不祥事等で事業会社の社長が責任を取って辞任しても、その同じ人物が純粹持株会社の役員を兼任していて、こちらについては留任で引き続き、経営に携わるというケースも見られる。

このような純粹持株会社の運用の実態を見れば、日本企業の純粹持株会社化が、株主重視のコーポレート・ガバナンス改革の流れに沿って、経営における「監督と執行の分離」を積極的に推進していると見ることはできなくなるのである。<sup>13</sup>

## (2) 純粹持株会社制度における株主と経営者の関係

### －株主対策としての純粹持株会社化－

このような見方は、純粹持株会社化によってもたらされる純粹持株会社の株主と経営者の関係の変化においても同様に確認することができる。

図表6の純粹持株会社の組織図を見ればわかるように、純粹持株会社に移行すれば、外部の株主は純粹持株会社の株主だけで、彼らは事業を執行する子会社との距離が遠くなるだけでなく直接的な関係もなくなる。それゆえ、純粹持株会社の株主が、具体的な事業活動を行う事業子会社の経営上の重要な意思決定に直接関与することができないという問題が生じる。また、事業会社の情報が純粹持株会社の株主に上がりにくく、経営に関する重要な情報の公開（ディスクロージャー）が縮小する、あるいは公開される情報の内容が不透明化する恐れが出てくる。「純粹持株会社の設立とは、その用い方しだいによっては、企業のディスクロージャー（事業情報の開示）をより不透明にしうる一手段となりうる」<sup>14</sup>のである。純粹持株会社の取締役は、自身に有利なこうしたメリットを利用することにより、事業子会社の運営に関する株主の追及を逃れることも可能となる。当然、純粹持株会社の株主にとっては不利となる。

また、既存の経営者は純粋持株会社化に際して、第三者割当を実施することもできる。これは「経営者による株主の交代」ともいえるもので、既存企業の役員は、純粋持株会社制度の導入を利用して、自分にとって都合がいい株主を選択することで、自身に対するガバナンスそのものを空洞化させることもできるのである。これは株式相互持合が解消された中で生まれた、現代版の安定株主工作であるといえる。<sup>15</sup>純粋持株会社化に際して行われる可能性がある第三者割当を通じた株主の選択も、経営者にとっては有利、株主にとっては痛手となるものである。<sup>16</sup>

このように、既存の経営者は純粋持株会社化を利用して、自らの利害のために安定株主工作を図ることも可能であり、かつ、移行後においても純粋持株会社の株主による追及を回避することもできる。純粋持株会社化は、株主による経営者の監視を強化しようとするコーポレート・ガバナンス改革とは裏腹に、株主による自身に対するチェック機能が効かないような状況を経営者自身が作り出すことができるものなのである。<sup>17</sup>

2013年11月29日に国会に提出された会社法改正法案の中に、多重代表訴訟制度の創設が盛り込まれている。多重代表訴訟制度は、親会社の株主が子会社の取締役等役員の責任も追及できるようにするもので、企業の純粋持株会社化が進む中で、純粋持株会社傘下の主要子会社の取締役等役員に対して株主代表訴訟ができないという純粋持株会社の株主から出ていた不満に対応したものであるという。<sup>18</sup>この改正案は、改めてわが国のコーポレート・ガバナンス改革を株主重視の方向に導くことを意図したもので、純粋持株会社化された日本企業において株主軽視の実態があり、これを修正するために提出されたものと考えられる。このことは、日本において純粋持株会社化が、株主主権に立脚したコーポレート・ガバナンス改革の流れに逆らって、逆に経営者に有利な状況を作り出すために利用されている状況が存在していることを示しているといえよう。

#### 4, おわりに

ここまで、日本企業の純粋持株会社が株主主権に立脚したコーポレート・ガバナンス改革に適合する会社組織として採用されていると仮定しながら、純粋持株会社化推進の意義について検討してきたが、実際には、逆に日本企業が株主主権を強化しようとするコーポレート・ガバナンス改革に抗う方策として純粋持株会社化が推進されている可能性があることを明らかにしてきた。

日本の経営者の意思決定の前提となるのは「自分の職を守ることである。…職を維持するた

めに重要なのは、…損失を出さないことである。」<sup>19</sup>という指摘がある。つまり、彼らの基本的性格はリスク回避的であり、自らの地位保全を第一に考える傾向にあるということであろう。もちろん、経営者が独善的になりリスクを取りすぎることも問題であるが、「日本の事業会社においては、リスクを取りすぎる危険よりも、リスクを全く取らない危険の方が大きい。」<sup>20</sup>

たしかにグローバル経営の時代を迎え、コーポレート・ガバナンス改革についてもアメリカをはじめとして世界と歩調を合わせて行くことは必要である。しかし、これまで株式相互持合等の安定株主構造の下で企業集団や企業グループを形成し、経営者主導で経営を行ってきたのが日本企業である。その日本企業の経営者のコーポレート・ガバナンスに対する意識が根本的に株主重視の立場に切り替わることはやはり難しいし、また日本独自の経営環境を考えれば、それは不可能なことかもしれない。

日本企業が、表面上は株主主権のガバナンス改革の流れに従いつつも、内実ではしたたかにそれを回避する、あるいはそれに抵抗する方策を取ることは大いに考えられる。そして、日本企業の純粋持株会社化はその方策の一つとして産業界全体で注目され、推進されている可能性は大である。本稿ではとりあえず、日本企業による純粋持株会社化推進の最大の動機は、株主主権強化というコーポレート・ガバナンス改革に対する日本企業独自の自己保全・防衛策であると結論づけたい。<sup>21</sup>

## 〈参 考 文 献〉

1. 下谷政弘『持株会社解禁』中公新書, 1996年。
2. 日本取締役協会『取締役の条件』日経BP社, 2002年。
3. 吉村典久『日本の企業統治－神話と実態』NTT出版, 2007年。
4. 下谷政弘『持株会社と日本経済』岩波書店, 2009年。
5. 久保克行『コーポレート・ガバナンス－経営者交代と報酬はどうあるべきか』日本経済新聞出版社, 2010年。
6. 浅羽 茂『なぜ企業は純粋持株会社に移行するのか』TCER:東京経済研究センター Working Paper Series, 2012年。

## 注

- 1 外松洋子, 宮島英明『どのような企業が持株会社を選択しているのか?』(経済産業研究所コラム), 2013年9月 (<http://www.rieti.go.jp/jp/projects/fcga2011/columns2/09.html>), 参照。
- 2 下谷政弘『持株会社と日本経済』岩波書店, 2009年, 84ページ, 参照。
- 3 代表者なものとして、『企業法制研究会報告書～純粋持株会社規制及び大規模会社の株式保有規制の見直しの提言～』(通商産業省産業政策局編『組織の新潮流－急がれる持株会社規制の見直し－』通商産業調査会, 1995年に収録)がある。

- 4 日本企業の純粋持株会社化推進の動機について実証分析を行った浅羽は、「純粋持株会社化した企業は、純粋持株会社にならなかった企業と比べて、移行前からすでに子会社数を大きく変化させている。また、純粋持株会社を設立した企業は、移行前の方が移行後よりも子会社数を大きく変化させている。つまり、純粋持株会社が事業や組織の再編を行ないやすくする、もしくは企業はそれを狙って純粋持株会社になるというよりも、そもそも事業や組織の再編に積極的であった企業が純粋持株会社に移行したと考えられる」（浅羽茂『なぜ企業は純粋持株会社に移行するのか』（TCER：東京経済研究センター）2012年6月、14-15ページ。）としている。
- 5 吉村典久『日本の企業統治－神話と実態』NTT出版、2007年、10ページ、参照。
- 6 同上書、10-11ページ、参照。
- 7 バーリ・ミーンズにより初めて指摘された。（Berle, A. and Means, G, The Modern Corporation and Private Property, Macmillan, 1932.（北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』文雅堂、1958年。）
- 8 2005年に新会社法制定されるまでは、委員会設置会社は、委員会（等）設置会社と呼ばれていた。
- 9 委員会設置会社においても、実際には、「監督と執行の分離」は完全には達成されていない。会社法では委員会設置会社であっても、取締役である者が執行役を兼ねることができる（会社法第402条）としているからである。このような原則論に反する規定が導入されたのは「①取締役の全員が非業務執行者（社外取締役を含む）であることを一律に義務付けると、かえって会社の実態に即した適切な業務決定や執行役の業務執行につき有効な監督をなし得ない懸念があること、また、②委員会設置会社のモデルとなった米国の制度においても、そこまで両者の分離を徹底していない」（小林秀之編著『新会社法とコーポレート・ガバナンス（第2版）－委員会設置会社 VS 監査役設置会社』中央経済社、2006年、115-116ページ）といった主張があったからだとされている。
- 10 日本取締役協会編『取締役の条件－21世紀のコーポレート・ガバナンスはどうあるべきか』日経BP社、2002年、10ページ。
- 11 純粋持株会社制度を採用している企業グループの中には、さらに純粋持株会社の会社機関において委員会設置会社制度を導入し、二重に経営機能を分離している事例もある。
- 12 下谷政広、前掲書、31ページ。
- 13 純粋持株会社制度の導入あるいは委員会設置会社への移行の理由にかかわるものとして以下のような見解もある。株主主権論中心のコーポレート・ガバナンス改革の中で、「取締役会のメンバーが多すぎるのでスリム化せよ」という日本企業に対する投資家の批判・要求が高まり、これに対して日本企業の経営者は、取締役メンバーを半数以下に削減したが、「これまで取締役であった人が従業員に格下げになるというのでは誰でもやる気を失ってしまう。そこで役員ではないが、従業員のトップ『役員と従業員の間存在的存在』として執行役員が設けられたというのが実情」（佐藤孝平『出世するなら会社法』光文社新書、2011年、35ページ。）だというものである。純粋持株会社化あるいは委員会設置会社への移行に伴う経営における監督と執行の分離が、株主重視のコーポレート・ガバナンス改革の推進というよりも、取締役会メンバー削減に伴う役員の救済措置という、投資家の意向とは正反対の保守的な目的のためになされた可能性があるという側面も検証すべき興味深いテーマである。
- 14 下谷政広『持株会社解禁』中公新書、1996年、197ページ。
- 15 純粋持株会社となった企業グループの大株主を見ると、カストディアン（custodian）と呼ばれる証券保管・管理会社が上位を占めている企業が多い。カストディアンは形式的な株主・代理人に過ぎず、実質的な株主は投資信託等の機関投資家である。（吉村典久、前掲書、55ページ、参照。）
- 16 「フランスでは、持株会社を利用した安定株主工作が常態化し、コーポレート・ガバナンス機能が失われるほか、M&Aによる企業買収はむしろ難しくあまり例がないと否定的なのである」（下谷政広（1996年）、前掲書、220ページ。）とされる。
- 17 下谷政広（1996年）、前掲書、218ページ。

<sup>18</sup> 『西日本新聞』2012年8月2日、『読売新聞』2013年12月2日、参照。

<sup>19</sup> 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、38ページ。

<sup>20</sup> 久保克行、同上書、40ページ。

<sup>21</sup> もしそうであれば、純粹持株会社化のメリットとして挙げられていた、大胆な事業展開の促進も十分に成果が出ていない恐れもある。