

市場化の進展とその再検討

平成23年3月7日
経済産業省 産業組織課長
奈須野 太

於：RIETI＝早稲田大学G-COE共催シンポジウム

視点1 MBOは悪いのか？

× MBOに対して批判的な意見

- 分配すべきシナジーがない・・・評価上T社株主に常に不利
- 構造的利益相反性・・・情報格差・双方代理を利用可能
- 市場の規律からの逃避・・・事後的検証が困難

○ MBOに対して肯定的な意見

- 機動的な経営判断と責任・・・ファンドからのプレッシャー
- 経営権の裁定取引・・・PBR1割れが半分
- 公開会社制度のガバナンス・・・上場維持コスト・株主代表訴訟

視点2 株式持合いは悪いのか？

× 株式持合いに対して批判的な意見

- 実質的な出資がない・・・資本充実の原則に反する
- 経営権市場の空洞化・・・日本型エージェントコスト→低収益
- 株価変動の収益への影響・・・IFRSにより絶滅は時間の問題

○ 株式持合いに対して肯定的な意見

- 安定的な経営・・・資本自由化対応策としての歴史的経緯
- 取引機会の獲得・・・片持ち（議決権×取引）は正当行為
- 資本政策の緊張関係・・・持たれたら持ち返す→経営の自由

視点3 メインバンクは役に立つのか？

× メインバンクに対して批判的な意見

- 無用な融資競争が行われ、淘汰されるべき企業が延命。
- モニタリングは、ダウンサイドのリスク極小化に限られ、アップサイドの利潤極大化に資するところがない。
- メインバンクがその地位を維持することのメリットが不明。

○ メインバンクに対して肯定的な意見

- メイン寄せの規律により、メインによるモニタリングが果たされる。
- 最適資本構成からの資本と負債の役割分担。
- メインバンクには預金獲得、証券発行等の機会が優先されるので、モニタリングに見合うメリットがある。

視点4 親子上場は悪いのか？

× 親子上場に対して批判的な意見

- 親会社による子会社搾取・・・ドイツ型コンツェルン規制が必要
- キャピタルゲインを親会社が独り占め・・・スピンオフとの比較
- フィナンシャルトネリング・・・支配株主の忠実義務が必要

○ 親子上場に対して肯定的な意見

- シナジー効果・・・グループの経営資源を活用
- 投資家によるモニタリング・・・商品画一化
- 社会的認知度の向上・・・人材確保・取引拡大にプラス

視点5 社外取締役は役に立つのか？

【図1】社外取締役を導入している企業の収益性が高いと言えるかどうか素人的には微妙。

【図2】社外監査役割合の高い企業の収益性はそれなりに高い。



【冗談】社外監査役割合の高い企業に投資すべき？（まさか）

理論的な仮説と素人的に把握できる現実が一致しない。

企業統治論の意義について、外部からのモニタリングを容易化するフレームワーク以上の積極的価値を見出すことは困難(?)

図1: 社外取締役が存在する企業群とそうでない企業群のROE比較

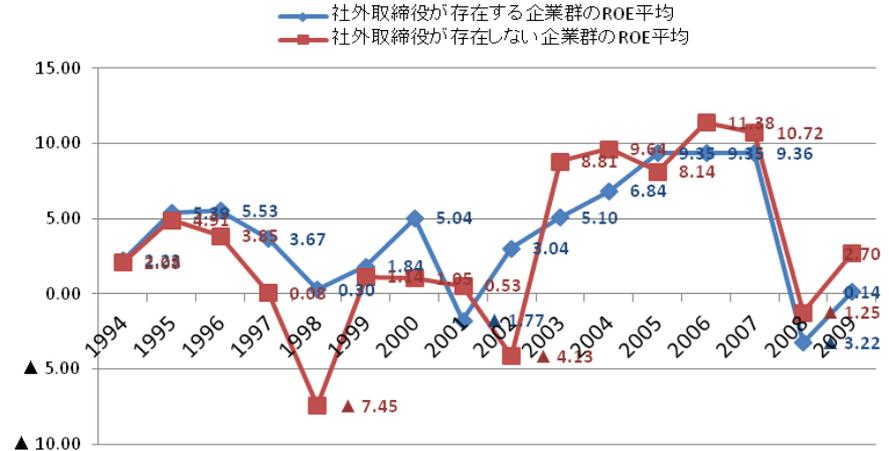
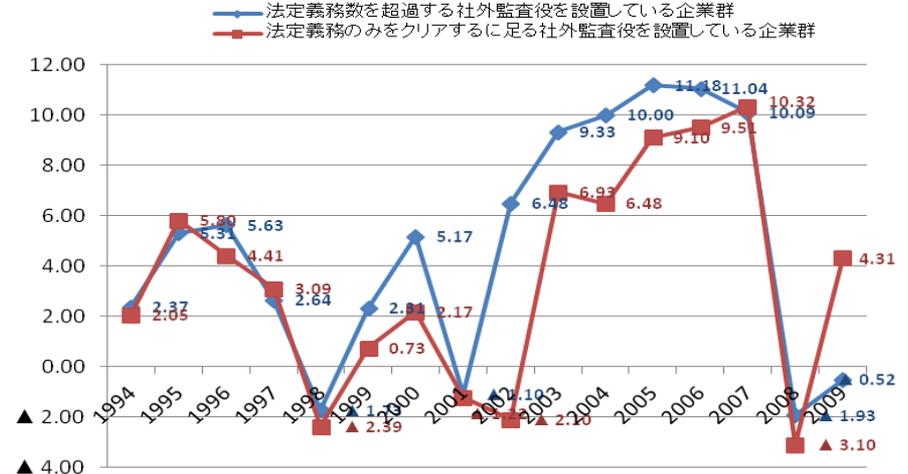


図2 法定数を超過する社外監査役を設置する企業群とそうでない企業群のROE比較



とりあえずの結論

1 ナイーブな善行の押売りはやめた方がよい。

- MBO・・・起きている問題の大半は実務的には解決可能
- 株式持合い・・・低収益の不利益は株主が負うべきとも言える
- メインバンク・・・すべての債権者によるモニタリングは非現実的
- 親子上場・・・子会社株はむしろ投資家に魅力的な側面がある
- 社外取締役・・・生え抜き従業員主権の日本的ステークホルダー観と衝突

2 当否は市場化のメタレベルで考える。

- MBO・・・規制強化と株安の悪循環からの離脱
- 株式持合い・・・ベネフィット／コストを開示させれば済む(?)
- メインバンク・・・モニタリングにフリーライドする者による規律もありえる
- 親子上場・・・カーブアウトによる企業価値析出・モニタリング効率化
- 社外取締役・・・外部モニタリングの効率性の問題と割り切る(?)