

青木昌彦先生追悼シンポジウム

「移りゆく30年：比較制度分析からみた日本の針路」

プレゼンテーション資料



宮島 英昭

RIETIファカルティフェロー

早稲田大学商学学術院教授・早稲田大学高等研究所所長

2015年10月6日



Waseda Institute for Advanced Study

青木昌彦先生追悼シンポジウム

2015年10月6日

日本の企業統治をめぐる業績とその示唆

2015年10月6日

宮島英昭

(RIETI・早稲田大学商学大学院・WIAS)

© Copyright Hideaki MIYAJIMA, All Rights Reserved

- 日本型企业統治制度の様式化 (*Institutions, Incentives and Bargaining in the Japanese Economies*, 1988)
 - その中核としてのメインバンク関係の様式化 理論化 (状態依存型ガバナンス、*The Japanese Main Bank System*, 1994)
 - 企業統治制度と組織アーキテクチャ (日本型雇用システム) の補完性
- 「失なわれた10年」における企業統治の変容
 - External monitoring of internal linkage (*Corporate Governance in Japan*, 2007),
 - ハイブリッドの出現・進化の可能性 (*Corporations in Evolving Diversity*, 2010)

状態依存型ガバナンス (Aoki and Patrick 1994, Aoki 1994)

- 財務状態に依存して、経営権が移転。
- 株主を残余請求権者とする通常の負債契約 (Aghion and Bolton 1992) の拡張
- インサイダー (従業員・銀行) を残余請求権者とする企業、MBの介入する固有の領域
- Sheard (1994) — 債務危機企業の救済例の分析
- ガバナンスの有効性は、業績悪化 → 経営者の交代が的確に行われるかにある。
- 経営者の交代パターンによる実証 (銀行役員派遣による分析, (宮島・近藤・山本 2001))

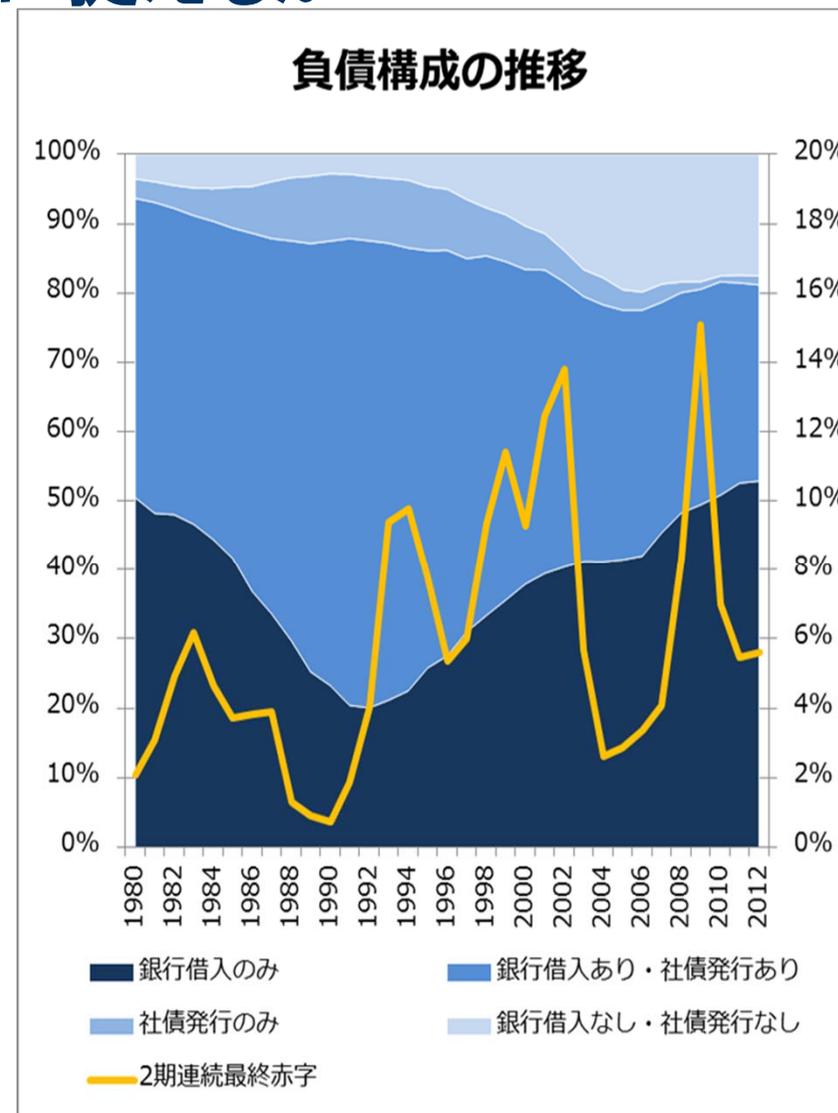
Double Edge swords of main bank system

- 銀行危機の発生→メインバンクによるモニターがワークする条件限定的 (Aoki 2001)
- 規制の存在、銀行の財務健全性(回収の脅威)
- メインバンク関係の両面性: 過剰投資の促進・追貸/過剰救済 ⇔ 貸渋り・貸剥し/過小救済
- 1998年－2002年: 銀行のperverseなインセンティブに基づく追加融資(Peek and Rosengren 2005), ゾンビ企業の発生Hoshi/Kashyap (2008)
- 過剰救済とクレジットクランチの並存 (Arikawa and Miyajima 2007)

残された問題：変容した企業・銀行関係をいかに捉えるか

メガバンク成立後の企業・銀行関係(上場企業)

- 企業金融・資本構成における無借金企業の増加
- 暗黙の契約から明示的な契約へ(シンジケートローン/コミットメントライン)
- 規制の変化(大口融資規制の強化、BIS規制、保有株式の圧縮)
- 銀行の株式保有の縮小、役員派遣の減少.
- 銀行のビジネスモデルの変化(総合ビジネス化)



をいかに捉えるか

- 負債の圧縮、社債から借入れの再シフト
 - 財務構造の安定 (“回収の脅威”の回復)
 - メガバンク間の借入れ依存度の均等化
 - 株式保有・ブロック保有の維持
 - 大型案件でのメインバンクの救済、イニシアチブ(シャープ)
- ⇒現在の日本企業における企業・銀行関係はいかにとらえるか？ ⇒ アームスレンジスな関係への接近、長期関係の維持

- 銀行危機後の企業統治の大規模な変容
市場ベースの企業金融 / 持合の解体、取締役改革 / 雇用システムの改革
- 同質的であった統治構造の多様化
- ハイブリッドな構造
(Jackson/Miyajima 2007)
- A型企业へ向かう収斂過程の一時的現象か、多様性の出現か？ (Aoki 2010)

Jackson and Miyajima (2007)

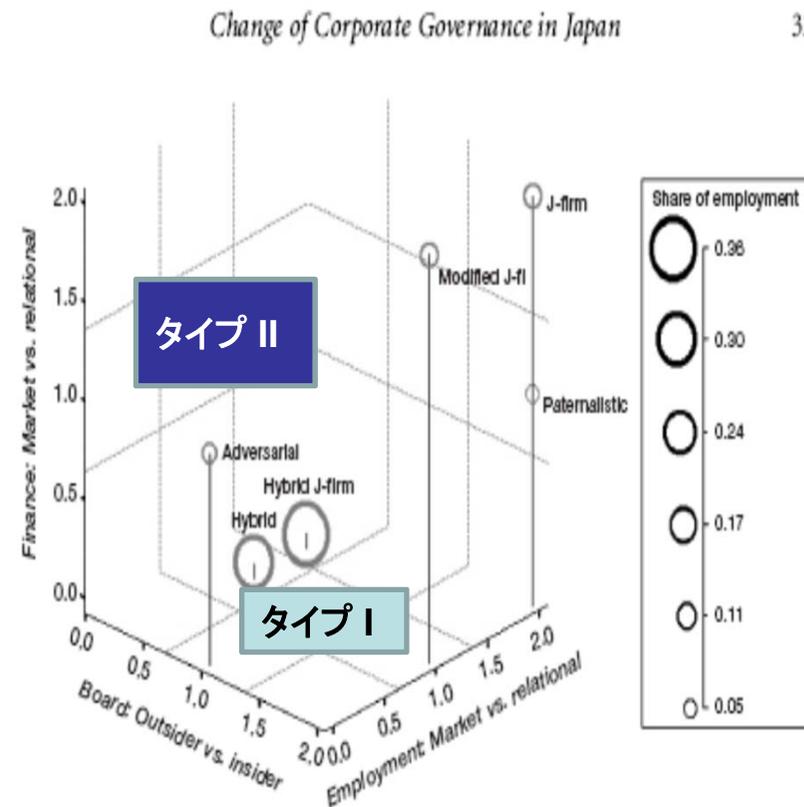


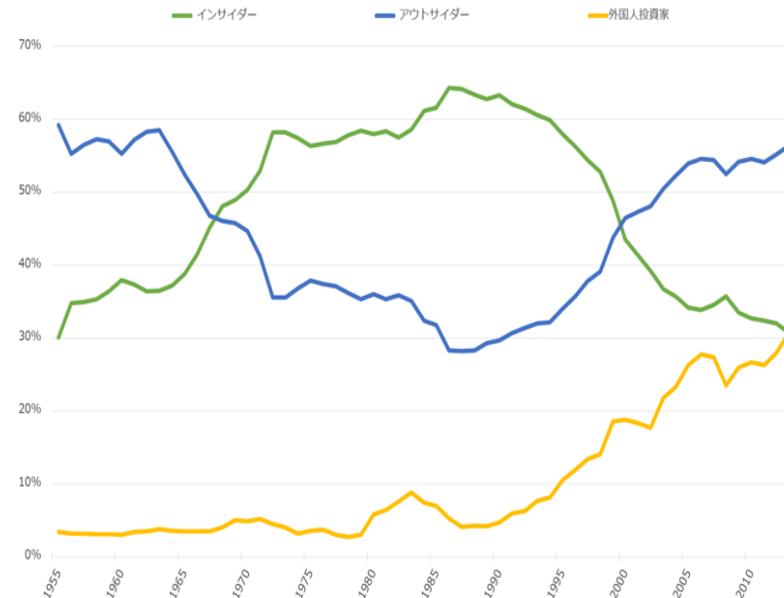
Figure 1.2 Corporate Governance in Japan: Finance, Board and Employment Characteristics

新たなガバナンスの鍵: External Monitoring of internal Linkage

- ハイブリッドが安定的であるための鍵 = External monitoring of internal linkage (EMIL model, Aoki 2007)
- 機関投資家が、環境と、事業特性に適合的な企業のビジネスモデルを評価する
- 経営者の認知資産と従業員の認知資産の結合を適切に評価する (Aoki 2010)
- このモデルが支配的となれば、Hybrid な統治制度が安定的

インサイダーは、都銀・地銀等、生損保、その他金融機関、事業法人等の保有比率合計
 アウトサイダーは、外国人、個人、投資信託、年金信託の保有比率合計

図1. 株式所有構造の推移



出所：東京証券取引所『株式分布状況調査』より筆者作成
 注：調査対象は、全国証券取引所上場会社（旧店頭市場を除き、マザーズ、ジャスダック、ヘラクレス等の新興市場を含む）。保有比率は、原則、市場価格ベースで計算されたものを表示。データが取得できない1969年度以前は、株数ベースで計算されたもので、保有比率の変化幅の情報を失わないように補完。インサイダーは、都銀・地銀等、生損保、その他金融機関、事業法人等の保有比率合計。アウトサイダーは、外国人、個人、投資信託、年金信託の保有比率合計。1970年度から1985年度は、都銀・地銀等のみの保有比率が取得できないため、都銀・地銀等と信託銀行の保有比率合計に占める都銀・地銀等の保有比率が、1986年度のものと同であると仮定して、都銀・地銀等の保有比率を試算。さらに、1965年度以前は、金融機関保有分の内訳も取得できないため、1966年度の内訳に基づいて、各投資主体の保有比率を試算。

Linkage は出現しつつあるか？

ポジティブな見方

- 機関投資家の保有・増加 → 取締役改革、株主総会集中開催回避、高配当 ⇒ 高パフォーマンス ⇒ メインバンクに代替しつつある

ネガティブな見方

- Reverse causality: ・海外機関投資家、非対称情報深刻・規模・海外売れ上げ比率高・企業統治の形の整備された企業を選好。
- ポートフォリオ投資家—コミットしないのがビジネスモデル
- 低調な買収市場・貧困なActivismの成果 (Becht, et al. 2015)
- いぜん企業統治に空白/別のメカニズムが作用

Linkage は出現しつつあるか？ 実証上の課題

External monitor は形成されつつある。

- 外部株主に増加、組織・行動・成果に影響を与えているのか？ ⇒ 逆の関係を考慮してもYES
- 影響を与えているとすれば、その経路は？
 - ⇒ 経営権市場を中心とした英米型とは異なった形のExitと議決権行使を中心とした形成
 - Exit⇒株価低下、反対票⇒内部者の信認低下
- ポスト持合い後の長期保有はいかなる形をとっている(いく)のか？ 経路依存的に進化
 - ⇒ 銀行・生命保険・企業の「物言う株主化」と長期コミット
 - ⇒ 企業側の「ポスト持合い後」の所有構造政策の変化(eg. トヨタAA種類株、有価証券保有政策)

