

RIETI政策シンポジウム

# 「企業統治改革と日本企業の成長」

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

2016年6月10日



Waseda Institute for Advanced Study

---

RIETI政策シンポジウム

June 10, 2016

**企業統治制度改革と日本企業の成長  
問題提議**

宮島英昭

(RIETI, 早稲田大学/WIAS)

## ＜企業統治改革元年＞

- スチュワードシップ・コーポレートガバナンス・コードの実施で、日本企業の統治構造改革、新たな段階
- 金融機関のエンゲージメント(目的を持った対話)の進展
- 取締役改革の進展/社外取締役の活性化(経営者の交代への影響)
- 企業の有価証券保有政策(持合い)の見直し

## ＜課題＞

- 日本の統治制度の実態についてエヴィデンスに基づいた分析結果の提供  
⇒改革を考える素材の提供とその含意

- RIETI内の企業統治分析のフロンティア・プロジェクトとして、5年間の研究成果として『企業統治制度改革と日本企業の成長』(仮)の出版。
- 『日本の企業統治』東洋経済新報社、2011年の続編
- 統治構造改革と日本企業の成長との関係
- 本シンポでは、そのエッセンスを紹介する。



・ 序: 企業統治改革と成長戦略

宮島英昭

第I部: 企業統治と財務政策

第1章. 企業・銀行関係と資金調達

蟻川靖浩・宮島

第2章. 所有構造と企業行動

保田隆明・宮島・小川亮

第3章. 従業員持株会参加と企業価値

大湾秀雄・加藤隆夫・宮島

第4章. 長期保有のコストとベネフィット

小佐野広

第II部: 企業統治と事業再組織化

第5章. ADR(裁判外紛争解決手続)による債務の私的整理

猿山純夫・胥鵬

第6章. 日本企業のMBOにおける買収プレミアムの分析

齋藤・河西・川本

第7章. 日本企業のリストラクチャリングと従業員の交渉力

久保克行

第8章. 多角化の保険効果:財務政策からの考察

牛島辰男

第III部: 企業統治改革の課題と国際比較

第9章. 取締役改革(監査役会)と経営者の交代

齋藤卓爾

第10章. 企業統治と企業不祥事

青木英孝

第11章. 企業法制改革の現状と課題

田中亘

第12章. 日本企業の低パフォーマンスの要因

井上光太郎・齋藤・蟻川

# 日本の企業統治制度はいかに変化 しているか

## 第1の波

- 1997年 銀行危機
- 2004年 不良債権処理、持ち合い解消、銀行再編成・終了
- 2005年 大量買い付け事件

## 間奏曲

- 2006年 『持合いの復活』復活
- 2008年・リーマン ⇒ 1時的に逆コース。
- 2011年・オリンパス事件・企業統治不祥事をいかに回避するか。

## 第2の波

- 2013年 成長戦略・企業統治構造改革
- 2014年 日本再興戦略・15年「改訂」

スチュワードシップC＝機関投資家に対話の要請

コーポレートガバナンスC＝独立取締役/有価証券保有  
政策の説明

その新しさ

1. 企業内部の関与のリバランス(弱すぎる株主の影響力の強化＝米国型のモニタリングモデル)
2. 統治制度改革・たんなる不祥事の抑制ではない、企業成長の促進。
3. 強行法規ではなく、コンプライ・オア・エクスプレイン原則の導入－ 柔軟な選択の可能は優れた仕組み

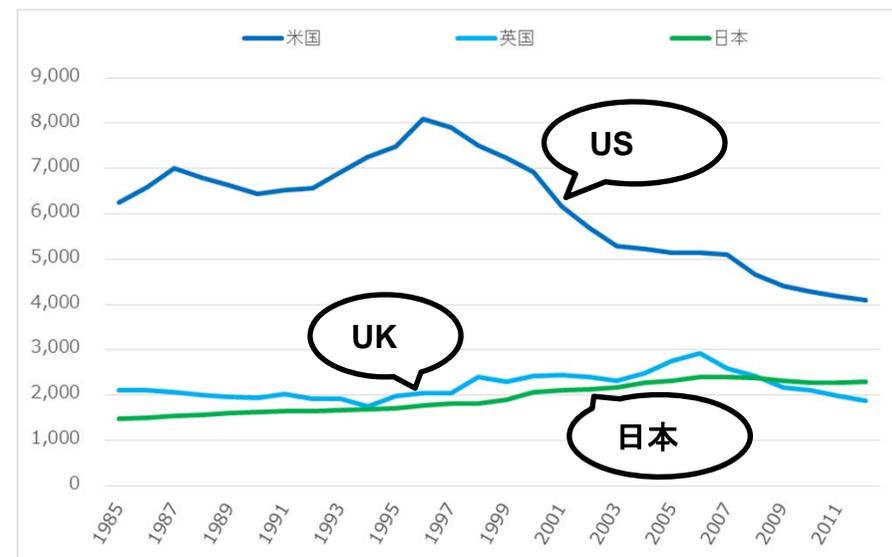
# 日本の企業統治制度はいかに変化しているか WIAS

- 日本企業は上場傾向が高い
- 大企業の2社に1社が上場 (UK28%)
- 日本の上場企業は傾向的に増加している。
- 英・米国では、Going private が問題であるのと対照的 (Eclipse of public corporation, Jensen 1989)

## 上場企業の比率(売上1000社)

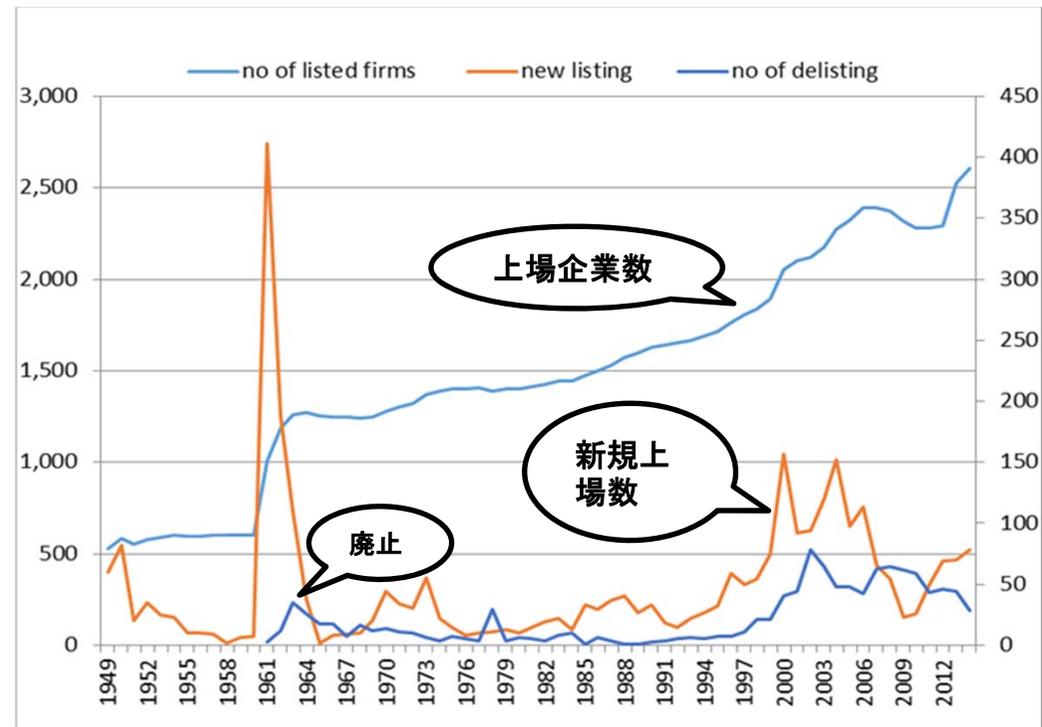
	Germany	France	UK	Italy	Japan	
	1996				2006	2013
Listed firms	134	132	272	80	559	531
%	14.5	13.6	27.8	8.4	58.4	54.2

## 上場企業数(各国主要市場)



# 日本企業の地位変化は歴史的には大きい

- 上場・上場廃止 (M&A) の進展
  - 企業規模は拡大している
- 海外進出とグループ化



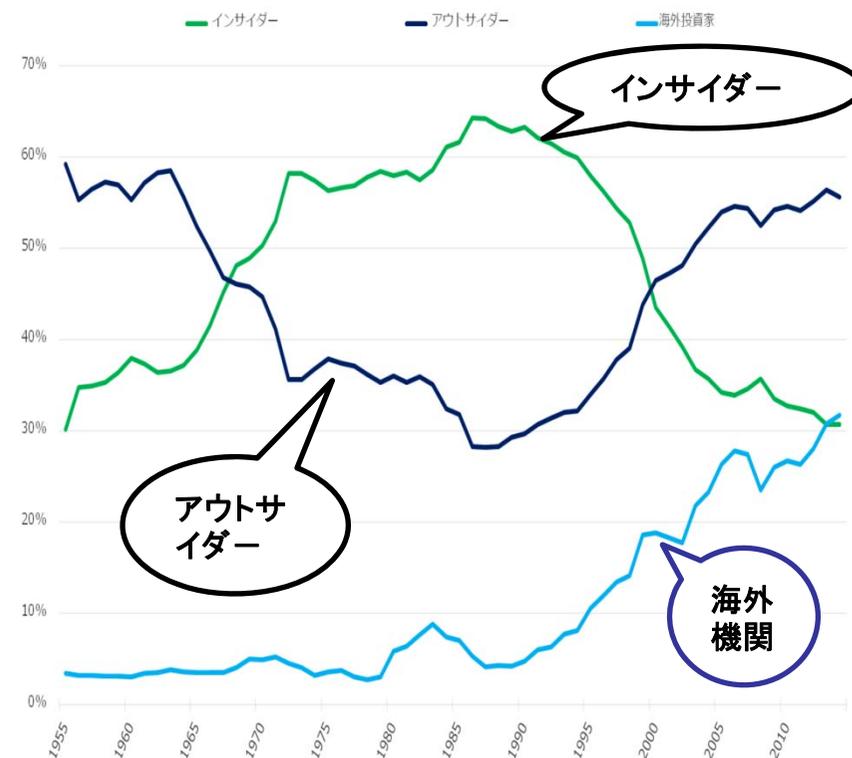
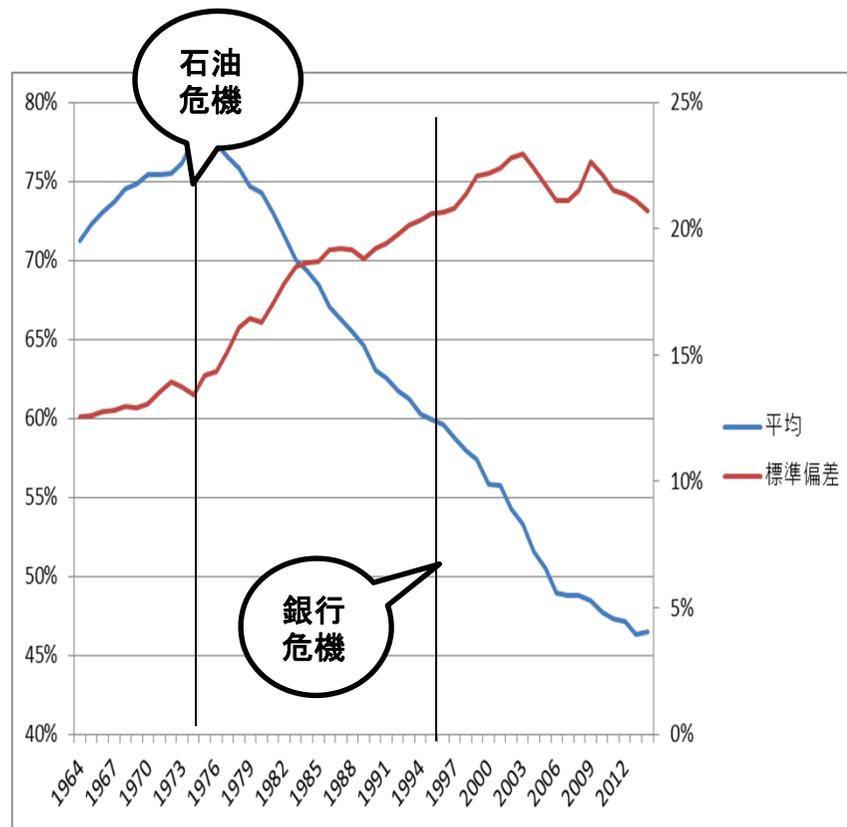
## 企業資産の変化

	1997年度		2007年度				2014年度			
	会社名	総資産	会社名	総資産	連単倍率	海外売上比率	会社名	総資産	連単倍率	海外売上比率
1位	日本電信電	15,123	トヨタ自動	32,458	3.11	76.7	トヨタ自動	47,729	3.15	77.6
10位	ソニー	6,403	松下電器産	7,443	1.62	49.9	住友商事	9,021	2.12	-
20位	三菱自動車	3,370	キヤノン	4,512	1.62	78.9	デンソー	5,283	1.45	58.9
30位	トーマン	2,356	ブリヂスト	3,359	1.93	76.4	国際石開帝	4,499	1.28	46.5
上位10社		93,181		134,918	2.60	65.4		191,204	3.29	70.5
		100		144.8				205.2		
上位20社		142,323		186,010	2.17	55.2		260,121	2.70	54.8
		100		130.7				182.8		
上位30社		169,582		223,456	2.01	48.5		308,136	2.31	53.4
		100		131.8				181.7		

# 日本の企業統治制度の変容

負債比率の低下＝銀行の関与/負債による規律の後退  
 上場企業の負債比率とその標準偏差の上昇

インサイダー(安定株主・持合い)  
 優位の構造から上場アウトサイダー(機関投資家)優位の構造へ

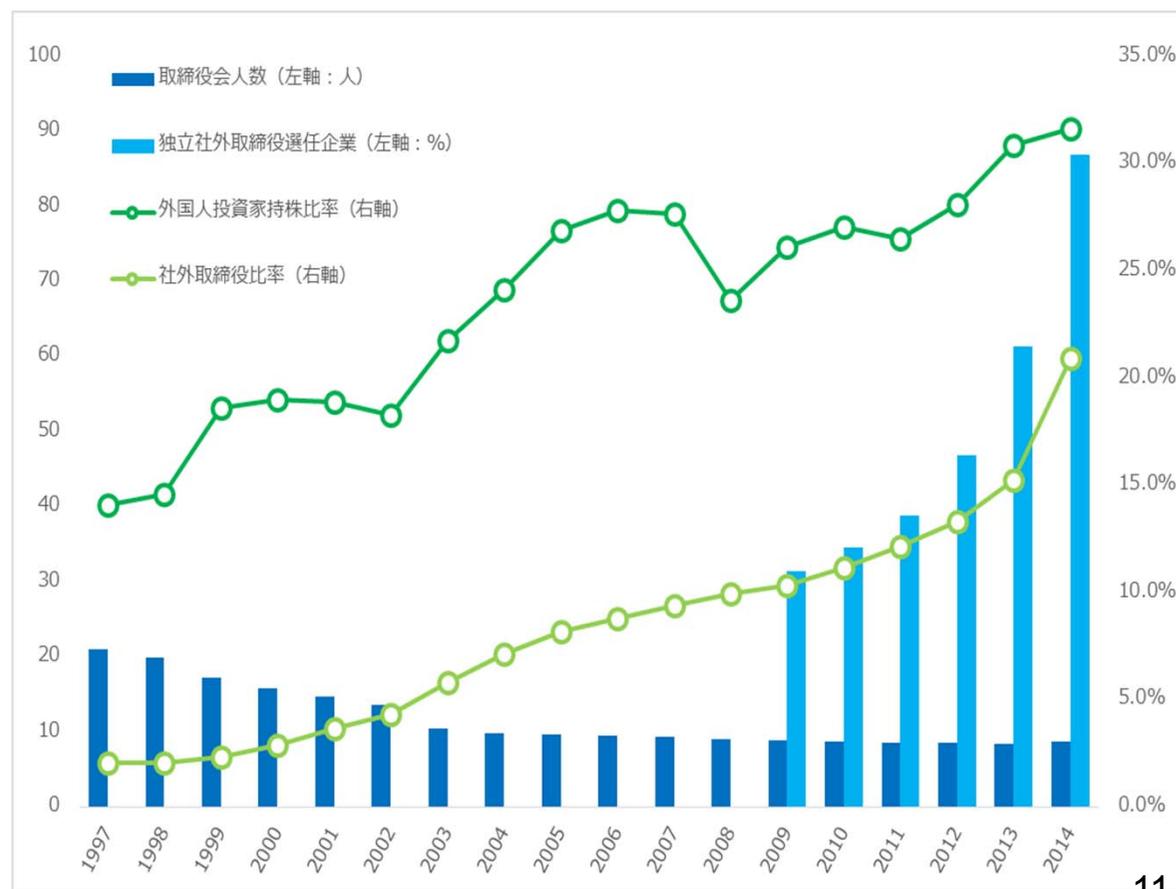


- 規模が大きく・内部昇進者から構成される取締役会・大きく変容

- 2000年前後からの自発的選択

- 近年の加速  
← スチュワードシップ、CGコードの成果

## 取締役改革の進展



## はいかに理解できるか？

- 上場企業の統治構造の進化⇒失われた20年とは異なるLandscape ⇒「移り行く30年」(青木)
- 1998年以降のプロセスで日本企業の多様化が進展した。
- メカニズム： 資金調達が多様化→銀行・企業の相互保有の解体 ⇒ 資本市場の圧力・国際化 ⇒ 統治制度の進化

## リーディング企業 (JPX400、MSCI構成銘柄) – ハイブリッド

- 銀行との継続的關係、株式・役員派遣後退、銀行(負債)の企業統治の役割後退、機関投資家の優位
- ExitとVoice: Exitが経営の規律のメカニズム。
- ブロックホルダー少ない・モニタリングのインセンティブが小さい、近視眼(Myopia)の可能性

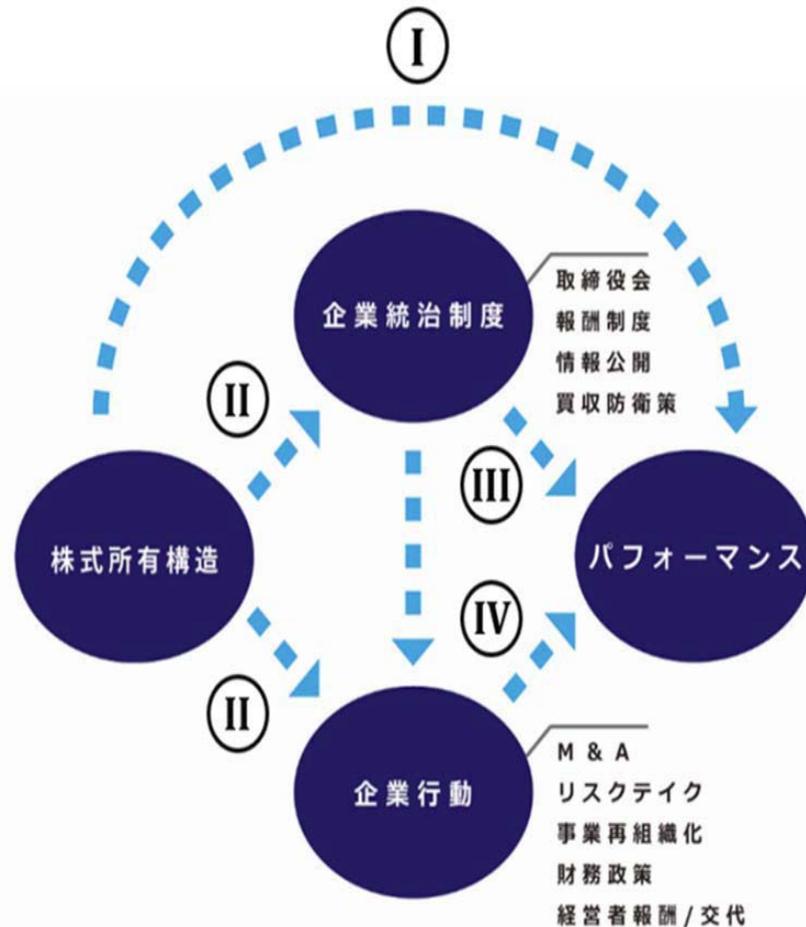
## 伝統的日本企業・新興企業: 中期規模以下

- タイトな銀行との長期關係、銀行(メインバンク)の関与の変化
- 安定保有の維持、機関投資家の圧力・小

# 日本の企業統治の統治制度の何が問題か

- 企業統治制度が低いROEをもたらしている。
- 企業統治制度が、保守的経営・リスクテイク(大型投資・R&D・M&A)を妨げている可能性がある。
- 株主の利益が十分に実現されていない(配当・現預金保有)。
- 逆に、機関投資家の増加、近視眼的経営(長期投資の回避、過剰な配当)
- 企業統治制度の改革が遅れ、企業統治の空白が発生しているのではないか？
- 不祥事の発生につながっているのではないか(不正会計など)？

# 統治制度にどの程度問題が還元できるか 改革すれば改善されるのか:分析の枠組み



## 焦点

- 株式所有構造
- 統治制度(取締役会)
- 経営行動・政策
- 経営者の交代
- 不祥事
- パフォーマンス

## 第1部 新たな所有構造に向けて

### 保田報告: 機関投資家の役割

- 海外機関投資家の役割: External monitorsとして、本当にメインバンクに代替しつつあるのか?
- 海外機関投資家の銘柄選択行動、影響: 取締役会の選択、経営政策、パフォーマンス
- 高い保有比率が高い(安定保有比率が低い)、投資比率が高い、負債の利用が多い、配当が多い、パフォーマンスが高い。

### 小佐野報告: 長期保有のコストとベネフィット

- 機関投資の急増・保有期間の短期化—近視眼的経営の可能性
- 種類株の可能性: 本当に機能するのか
- トヨタの種類株の経済的意味

### 齋藤報告： 経営者の交代：

- ・メインバンクの後退は、経営の規律の空白もたらしているのか？
- ・機関投資家、独立取締役は、経営者の交代に影響を与えているのか？

### 井上報告： 日本の低パフォーマンスの要因

- ・どこまで企業統治の要因に還元できるのか？
- 国際比較を通じて分析、
- ・統治制度の影響と、それに還元できない要因を指摘

### 青木報告：統治構造と不祥事の関係

- 企業のガバナンス改革は不祥事の抑制に寄与したのか？
- 粉飾決算など会計不正に関する定量分析

### 田中報告：今後の統治制度改革の行方

- CGはどのような特徴をもっているのか？
- 統治構造改革を促すことができるのか？
- その経路は？

