



**Waseda Institute for Advanced Study**

---

**RIETI/BBL 2012年1月18日**

# **オリンパス・大王製紙事件から 日本の企業統治の将来を考える**

**宮島英昭**

**(早稲田大学商学学術院・RIETI/FF・WIAS)**

## 大きな企業不祥事が相次いで発覚。 会社法改正の論議＝山場(パブリックコメント) 大王製紙・オリンパス問題を手掛かりに日本の 企業統治の改革の方向を考える

### <参考文献>

宮島英昭編『日本の企業統治：システムの進化と危機後の再設計』（東洋経済新報社）2011年。

宮島英昭「企業統治――重み増す機関投資家 業績、外国人比率と連動性」『日本経済新聞(経済教室)』、2011年9月26日

宮島英昭・保田隆明「機関投資家の増加と企業統治」金融庁金融研究センター、Discussion paper, 近刊。

- 日本企業の多様化と企業統治
- Theory of Scandal (Coffee)
- 大王製紙とオリンパスから考える
- 会社法改正の論点
- 社外取締役の選任と機関投資家：役割と限界
- 田中コメント(会社法改正)
- 齋藤コメント(社外取締役・ファミリー・ファーム)

# 日本企業の多様化： ハイブリッド化と企業統治改革

# ハイブリッド化：3つのクラスター

(2002年の構造: Jackson and Miyajima 2007)

3つの座標軸： 外部ガバナンス・取締役会・内部組織

- ▶ **タイプIハイブリッド** (トヨタ・キャノン・三菱重工・麒麟HD)  
市場ベースの外部ガバナンス＋長期関係ベース(暗黙の契約ベース)の雇用システム
- ▶ **タイプIIハイブリッド・新興企業** (IT関連企業、流通)  
関係ベースの外部ガバナンス＋公式の契約ベースの雇用システム
- ▶ **伝統的日本企業** (繊維・食品の経営者企業、老舗の家族企業、上場子会社)  
関係ベースの外部ガバナンス＋長期関係ベースの雇用システム

# 日本の企業統治の多様化

(Jackson and Miyajima 2007)

機関投資家保有  
low

Change of Corporate Governance in Japan

33

伝統的日本企業

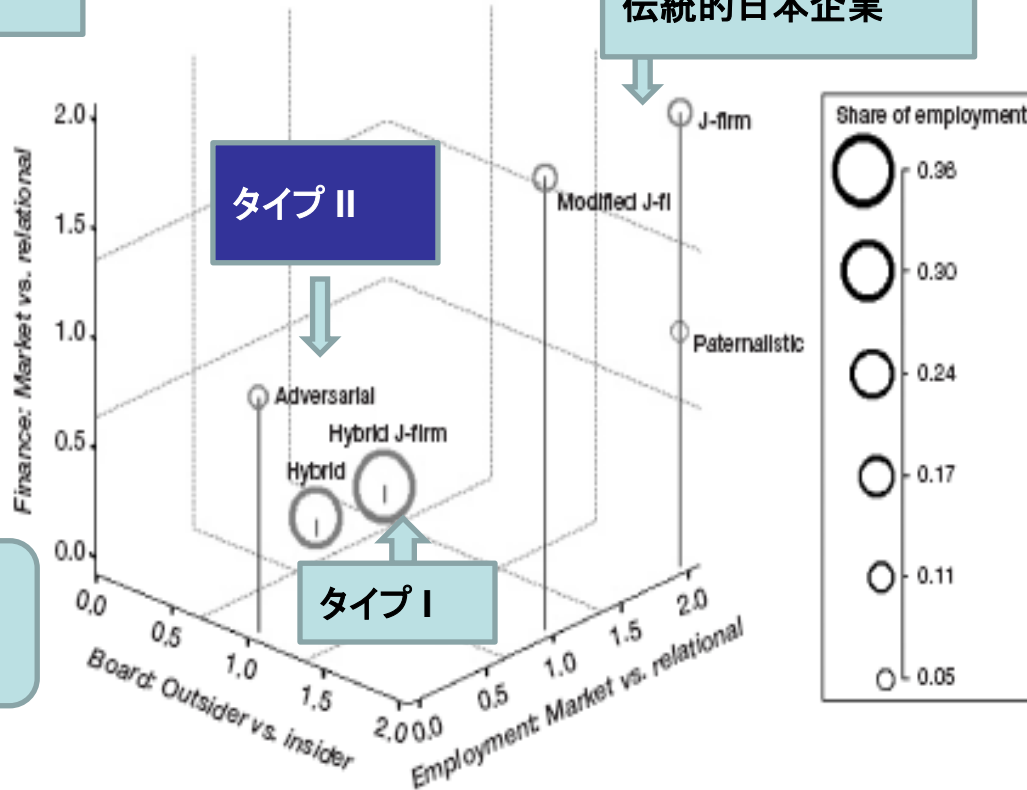


Figure 1.2 Corporate Governance in Japan: Finance, Board and Employment Characteristics

## 課題の多様化

- ▶タイプI: 新たなビジネスモデル・R&D, M&A: 持ち合いに依存しない経営権の保護の仕組みの創出・事業単位のガバナンス
- ▶タイプII: 果敢なリスク: 企業家の裁量の確保と、帝国形成(経営者の暴走)阻止のバランス
- ▶伝統的日本企業: 事業再組織化とFree cash flowの削減: メインバンクに代わるガバナンスの再構築(誰が担い手か、銀行/ファンド)

- **制度改革の効果の非対称性**

ある制度に望ましい改革、規制が他のタイプには望ましくない可能性

例： 持合い規制・外部取締役の強制

伝統的日本に対して有効、タイプIに対してコストの可能性

- **制度の補完性 — スイッチングコストの問題**

例： 経営者の選任の仕組み、取締役の機関設計、報酬制度、成果主義

他の制度との整合性を維持しないと却って効率低下



# オリンパス/大王製紙から考える

## 米国＝エンロン、WorldCom

- 機関投資家の分散した株式所有構造-株価と連動した報酬体系→ 株価の上昇につながる決算の粉飾の誘因 株式ブームの後に、スキャンダルの大量発生 → gate keeperの重要性

## 欧州＝Parmalat(2002)

- 家族を支配株主とするピラミッド構造→支配株主による子会社を通じた直接の収奪・バランスシートの虚偽記載→ 株式ブームとの連動性なし → 銀行、外部Block shareholder の重要性

- 時価総額<総資産、内需型企业、安定的利益、modestな負債比率、低い機関投資家保有比率、高い安定保有・家族所有、多い役員・社外取締役ゼロ
- 伝統的日本企業・家族型企业 (図のPaternalistic)
- 潜在的には日本企業の中で少なくない。
  
- 欧州型のケース(支配株主が経営コントロール)
- 動機が支配株主の私的利益
  - ⇒ 遺憾、しかし驚きは少ない

# 大王製紙の財務指標と所有構造 WIAS

年度	時価総額 (100万 円)	総資産	ROA	AVEQ	海外売 上比	総資産 負債比 率	海外機 関投資 家持分	国内機 関投資 家持分	事業法 人+金 融機関	金融機 関持分	役員 数	社外取 締役(割 合)
1987(88.3)	173,169	272,136	8.05	1.35	0.9	48.3	2.4	1.1	54.4	10.8	24	4.17
1990	107,969	439,108	3.89	1.03	2.3	55.4	1.5	0.7	44.1	13.7	21	4.76
1994	87,915	424,615	3.56	1.01	0.7	61.1	2.6	2.1	41.8	13.7	24	16.67
1997	81,829	439,293	4.02	0.95	0.6	59.2	3.6	3.2	45.9	12.5	25	4.00
1998	55,201	427,160	2.52	0.91	1.4	62.2	2.7	1.6	45.7	12.5	21	0.00
1999	84,998	664,008	4.14	1.05	1.0	65.2	1.6	3.3	46.4	12.5	22	4.55
2000	108,432	686,885	6.38	1.07	0.8	64.7	1.7	4.1	43.8	12.5	24	4.17
2001	98,881	683,721	4.43	1.04	0.7	66.3	1.0	3.0	43.8	12.5	25	4.00
2002	91,694	660,384	5.46	1.03	0.0	67.6	1.0	3.2	43.7	12.5	21	0.00
2003	114,937	663,111	5.81	1.02	0.0	65.1	2.4	5.7	38.8	11.6	24	0.00
2004	121,831	641,371	5.06	1.00	0.0	64.1	4.6	7.2	32.7	7.5	25	0.00
2005	148,992	649,638	4.64	1.02	0.0	62.5	6.2	5.9	32.9	7.2	22	0.00
2006	118,520	692,427	3.68	0.96	0.0	62.1	5.6	4.9	32.8	3.7	25	0.00
2007	86,241	708,025	3.08	0.93	0.0	63.5	3.8	2.7	33.4	3.7	25	0.00
2008	110,246	713,252	2.57	0.97	0.0	65.9	3.3	1.5	32.4	6.9	20	0.00

銀行派遣役員は、99年に1名のみ

- 監査法人・ワークしなかった。
- 社外(独立)取締役ゼロ ⇒その重要性
- グループ経営:親会社株主による子会社経営のモニターの必要
  
- 安定株主(支配株主)の多い現状・外部からの監視の乏しい現状:株式所有構造をどう変えるか
- 銀行・その他のブロック株主の役割の再評価

- エンロン型でも欧州型でもない。
- 日本型＝純粋なPrivate Benefitではない⇔ 会社のため＋保身
- ハイブリッドタイプI(図)で発生：**衝撃**
- トップ企業(資産1兆円)・海外売上比率 70%
- 高いパフォーマンス(ROA, Q)
- 機関投資家比率、外国人30%、40-45%
- 負債比率(高い資本効率)
- 社外取締役(3人)比率、外国人経営者の抜擢
- **What's new**: M&Aが焦点、社外取締役の役割。

# オリンパスの財務指標と所有構造 WIAS

年度	時価総額 (100万円)	総資産	純資産	ROA	AVEQ	海外売上 比	総資産負 債比率	海外機関投 資家持分	国内機関投 資家持分	役員数	社外取締 役(割合)
1987(88.3)	222,901	208,291	112,637	3.27	1.34	63.4	27.1	6.7	6.4	18	5.6
1990	246,330	338,950	143,819	6.11	1.28	47.2	55.0	5.2	11.4	19	5.3
1994	225,909	444,068	182,427	2.33	1.10	65.5	58.8	14.8	5.8	20	5.0
1997	306,783	522,462	186,690	5.85	1.23	64.9	64.0	13.3	9.2	20	5.0
1999	420,505	545,686	191,902	5.58	1.41	66.2	63.9	20.6	10.1	20	5.0
2000	476,311	588,855	194,135	6.07	1.48	68.0	67.1	23.2	12.6	20	10.0
2001	436,291	566,634	203,822	7.50	1.41	71.5	64.0	25.8	11.9	10	0.0
2002	485,387	610,103	223,312	10.25	1.43	75.0	63.4	25.9	14.7	10	10.0
2003	590,340	686,813	253,344	9.20	1.49	76.3	63.1	30.2	9.4	12	8.3
2004	659,259	862,706	254,124	2.70	1.47	69.2	70.5	37.1	6.9	12	8.3
2005	935,678	981,836	300,313	6.38	1.65	61.5	69.4	34.9	6.3	14	14.3
2006	1,089,397	1,096,988	344,871	9.01	1.68	60.9	68.6	31.7	8.2	15	13.3
2007	816,122	1,364,372	367,876	8.27	1.33	62.8	73.0	28.1	15.9	15	13.3
2008	422,167	1,110,340	168,784	3.13	1.23	64.6	84.8	27.9	9.1	15	20.0

99-00年飛ばし、06-08年:M&Aによる損失補填

- バブル崩壊一時価会計移行
- 銀行からの自立（外部者には観察不可能）
- 粉飾維持コストのカバー（内視鏡・ビジネス）
- 技術者の優位（M&Aの評価能力の欠如）
- 経営者の選任（長期雇用を前提・社内競争・前任者が後任者を指名する慣行・Yes man）
- 特殊なケース??



- 1) 経営者の選任の仕組み：Switching costの問題  
— 長期的課題
- 2) 社外取締役 = ワークしなかった
  - 社外取締役、選任と任務の学習
  - 日本企業にとって金融的意思決定(財務選択・M&A)の重要性の上昇 ⇒ 独立性と評価(専門)能力
- 3) 監査法人：Gate keeper として機能していない  
⇒ 供給超過・報酬競争
- 4) 資本市場の役割： 実際にワークしていない。  
Ex. 過大なM&A・アナリスト ⇒ 株価のペナルティ  
情報公開 = ジャイラス(最小限)、国内3社・公表せず。

- \* 社外取締役義務付け
- \* 監査・監督委員会の設置
- \* 親子関係規制(多重代表訴訟、親会社経営者の子会社株主の忠実義務)Etc

## 会社法の改正

## A/B案 義務付け(範囲)、C案 現行のまま

- ハイブリッドI – 義務付け必要がない。
- 時価総額上位500社・50-60%の企業が外部取締役採用(Ex. 帝人 = 監査役設置会社・資生堂)

社外取締役がいなくとも、優秀な業績を残している日本企業も少なからず存在するので、必ずしも社外取締役が存在する必要性はない。社外取締役の存在によって業績がよくなるとは考えていない。日本企業のディスクロージャーレベルは問題ない  
(投資信託組成中心の海外機関投資家)

社外取締役がいなくても立派な企業は存在する。そういう企業には無理強いする必要はない。社外取締役導入という外形的な整備が目的化してしまっている可能性がある。制度として導入されていても、実質的に機能していないことを危惧している

(年金信託中心の国内金融機関)。 18

- 伝統的日本企業・新興企業

安定株主の高い企業＝義務付けないと採用されない。

-- 機関投資家の投資対象となっていないから圧力が加わらない。

-- 義務付けされていたら大王製紙のケースは回避できた？

⇒ 日本の企業システム全体から見ると  
コスト<ベネフィット

- 委員会設置会社・監査役設置会社＋監査・監督委員会設置会社(社外過半数)、選択制
- 機関投資家にとってわかりやすいか？
- 企業にとって： メリット何か  
すでに社外取締役を選任する企業⇒移行？  
監査役会からの組織変更でOK。
- 選択制・促進のインセンティブ必要

# 社外取締役の選任と機関投資家： 役割と限界

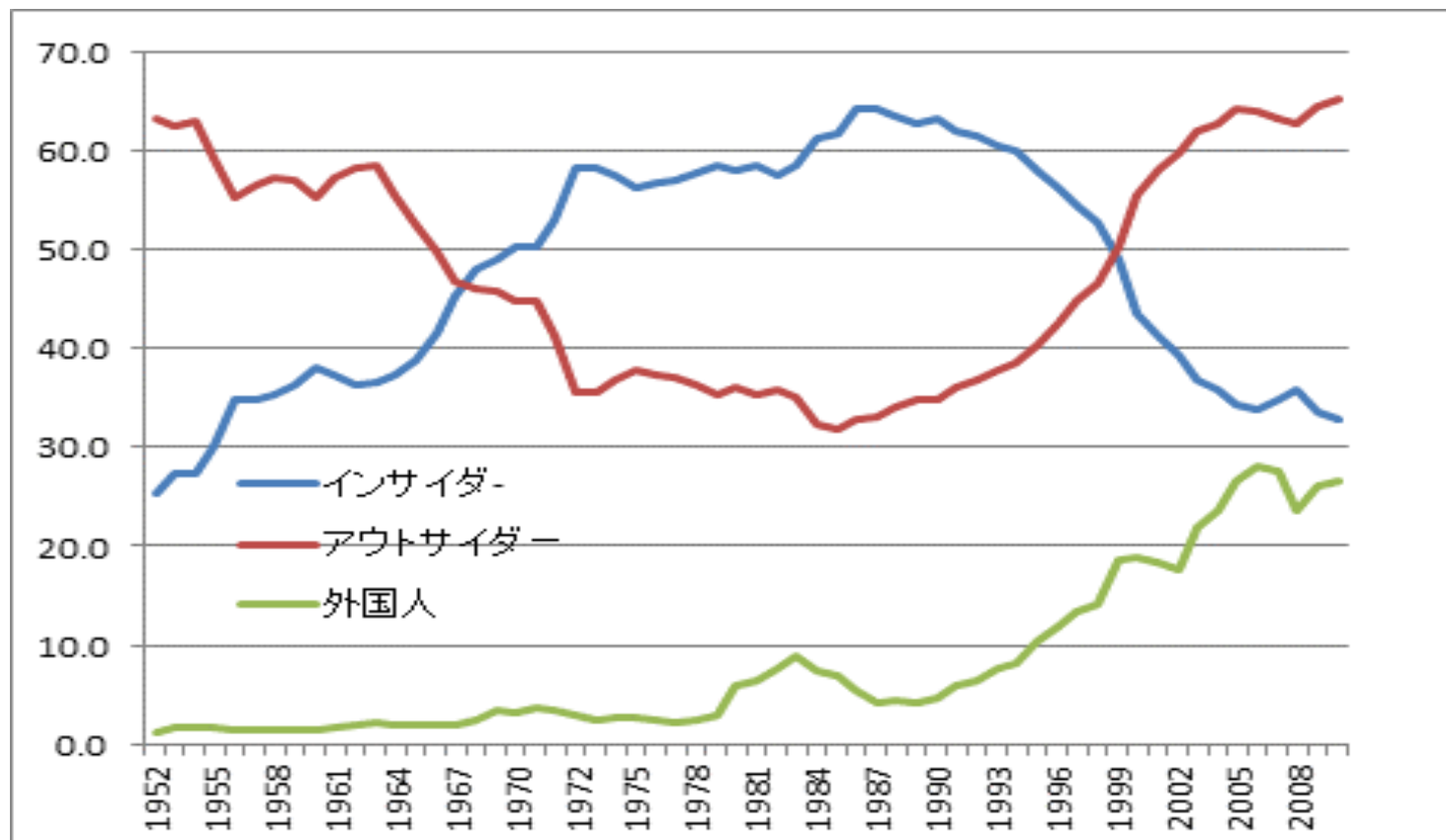
- 1970年前後インサイダ-(法人)優位、安定株主の構造確立-以降30年間その構造で安定
- 1997年から: インサイダ-保有の解体
- 2006年持合い「復活」一部分的
- 戦略的提携、大量買い付けの対象、現預金保有の多い企業
- 2006年ピーク・リーマンショック後一時減少
- 2009-10年回復=安定

# 東証上場企業・株式所有構造の推移

東京証券取引所他『株式分布状況調査』調査対象は、全国証券取引所上場会社(JASDAQ(旧店頭市場)を除き、マザーズ、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し、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。

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





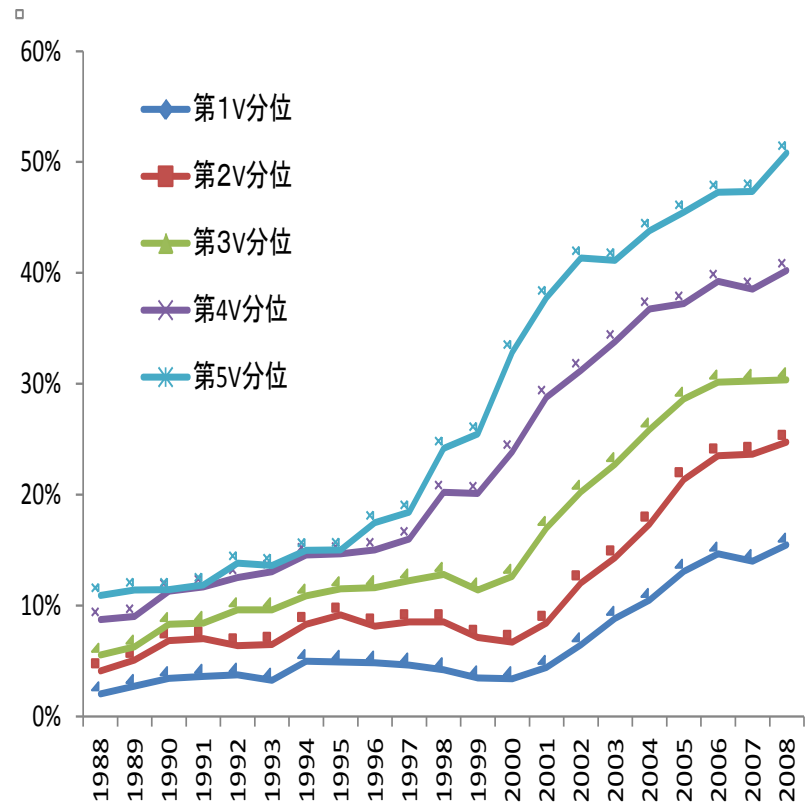
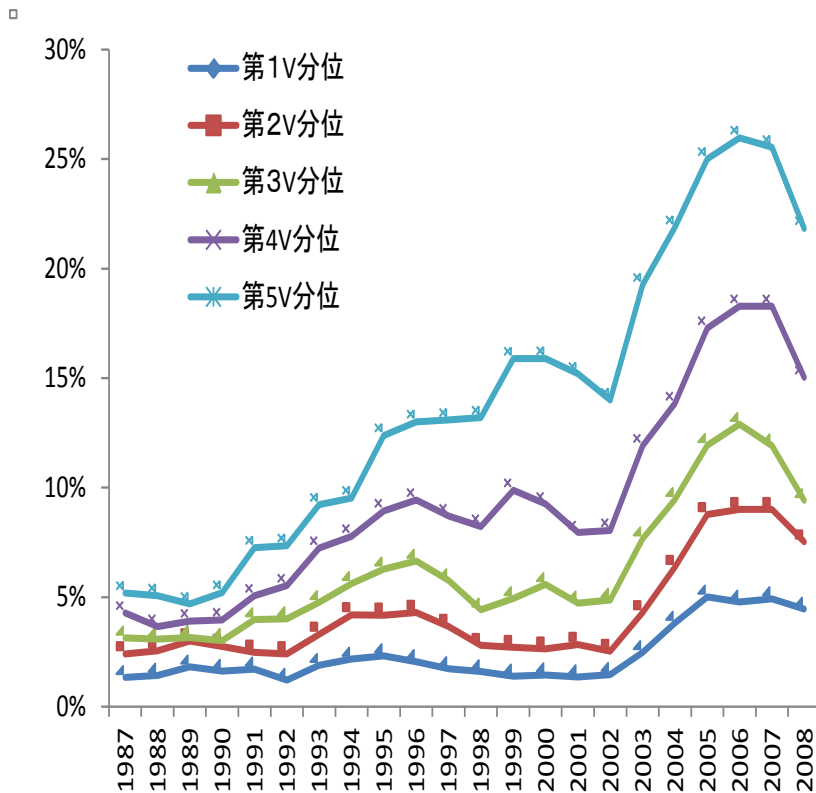
# 規模別所有比率。

各分位の2006年度の時価総額の中央値は、第5V分位5,615億円、第4V分位1,317億円、第3V分位523億円、第2V分位273億円、第1V分位122億円、閾値は、第4から5V分位が、2,292億円、第3から4V分位が812億円、第2から3V分位が374億円、第1から2V分位が192億円である。

## 機関投資家(海外+国内(投信

・年金信託(銀行・保険含まず)

### 海外機関投資家



- 第5V分位・上位300社、海外機関投重家と国内(投資信託・投資顧問の年金運用分)で50%。

**Exit:** 海外と国内機関投資家の投資行動の差は縮小

国内機関投資家の銘柄選択は親会社・顧客の影響を受ける、もはや過去のこと、但し、銀行・保険は別)

## 機関投資家の銘柄選択のインパクト大

- 海外機関投資家は社外取締役の有無を銘柄選択の基準の一つ。
- 2005-08年の各年の推計: 機関投資家の保有比率1 $\sigma$ (5%)  
上昇(低下)⇒リターン7-8%上昇(低下)

**Voice:** 海外機関投資家の一部も統一行使、国内機関投資家は完全に統一行使。

⇒ 議決権行使：否決も視野（05年から否決例）

議決権行使基準⇒予見可能性上昇

**ExitとVoiceの仕組みが徐々に定着**

- 実質的な判断の担い手としての機関投資家  
社外取締役の独立性と専門性の評価の主体
- 経営者選任議案(包括的性格)
- 海外機関投資家は、重要な案件＝配当政策・TOB・合併 ⇒「有事」には他の投資家との協調

# 法のターゲット： 伝統的日本型・新興企業・

- 法の役割：伝統的日本企業・新興企業を念頭に置くべき。
- 下位企業 Ex.時価総額1000億円以下（機関投資家の保有比率の低い＝対象銘柄となりにくい企業）⇒ 機関投資家のVoiceとExit十分に期待できない。

	2000/3	2004/3	2007/3	
第1V分位	観測数	262	291	324
	時価総額平均(百万円)	7,466	10,333	12,183
	外資保有30%以上観測数	0	0	2
	外資保有20%以上観測数	0	1	10
第2V分位	観測数	261	290	323
	時価総額平均(百万円)	17,258	22,330	27,561
	外資保有30%以上観測数	0	2	4
	外資保有20%以上観測数	1	8	33
第3V分位	観測数	262	291	323
	時価総額平均(百万円)	35,467	43,870	55,272
	外資保有30%以上観測数	0	3	13
	外資保有20%以上観測数	4	19	53
第4V分位	観測数	261	290	323
	時価総額平均(百万円)	100,118	108,878	135,841
	外資保有30%以上観測数	2	11	37
	外資保有20%以上観測数	22	48	133
第5V分位	観測数	262	291	324
	時価総額平均(百万円)	1,340,165	824,220	1,167,161
	外資保有30%以上観測数	20	54	122
	外資保有20%以上観測数	80	121	225

- 2000-3000社近い上場企業が新たに社外取締役を選任
- 誰が独立性を判断するか？  
国内機関投資家？
- 社外取締役の独立性要件、いかに構成するか
- 独立性と専門性のトレードオフ  
事業の専門知識＝取引先  
金融の知識＝メインバンク



**WIAS**

早稲田大学高等研究所

Waseda Institute for Advanced Study (WIAS)