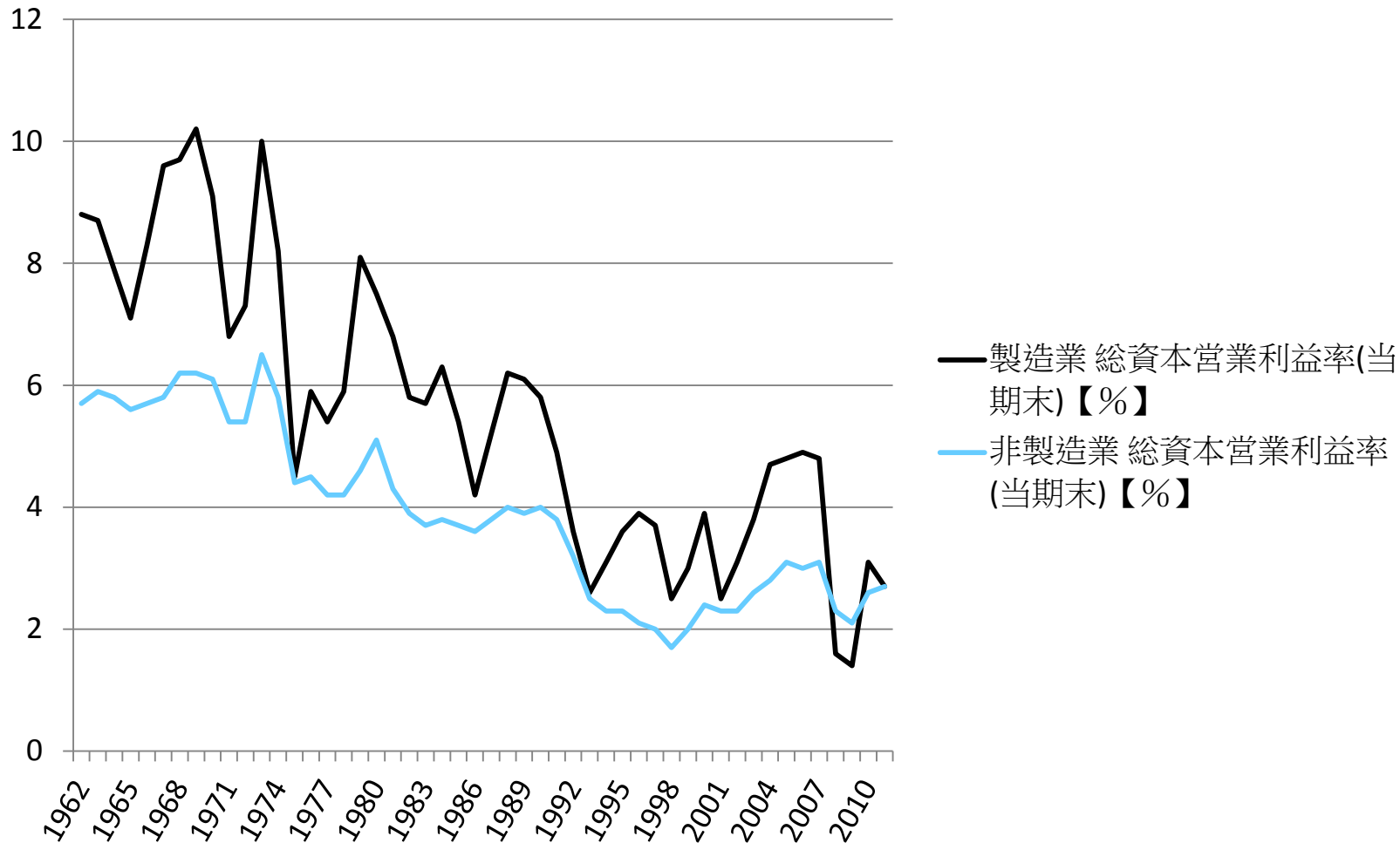


わが国企業の低収益性等 の制度的背景について

木下信行

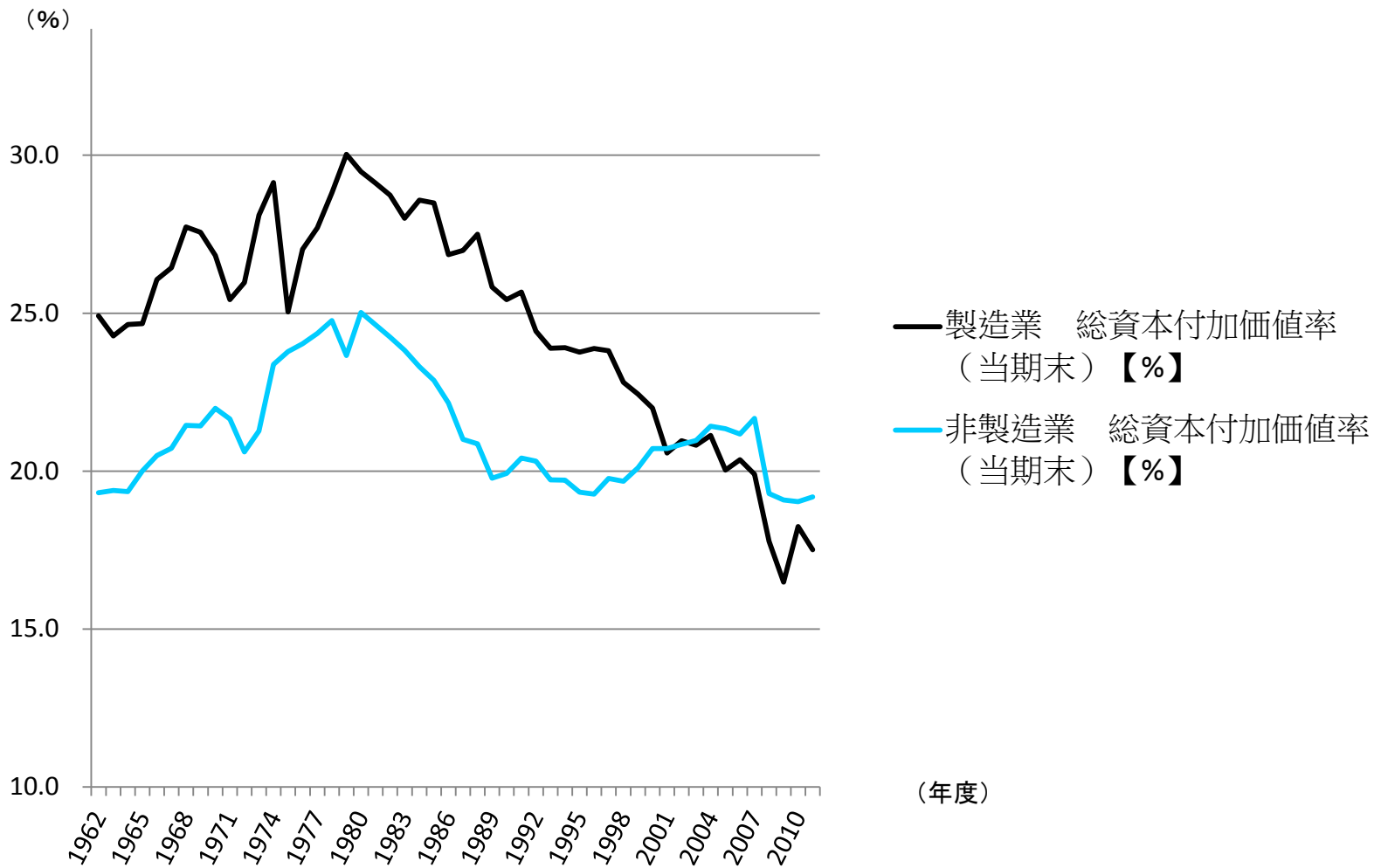
- 日本銀行金融研究所
ディスカッションペーパー
<http://www.imes.boj.or.jp/research/abstracts/japanese/12-J-12.html>
ワークショップの様様
<http://www.imes.boj.or.jp/research/abstracts/japanese/13-J-02.html>
- Columbia University CJEB
Working paper
<http://academiccommons.columbia.edu/catalog/ac:159649>

図表1 わが国企業の総資本営業利益率の推移



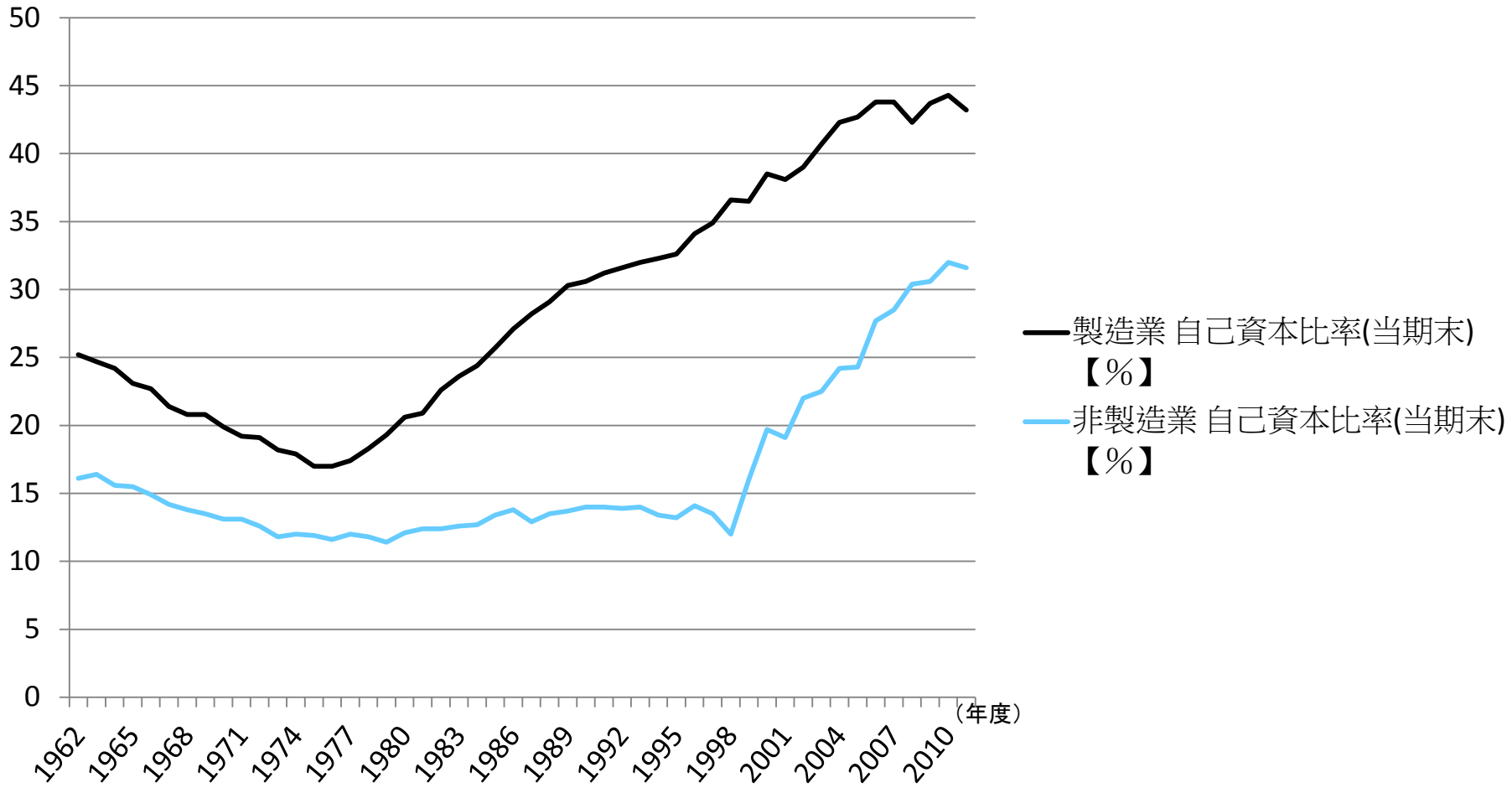
(資料)財務省「法人企業統計」

図表2 わが国企業の総資本付加価値率の推移



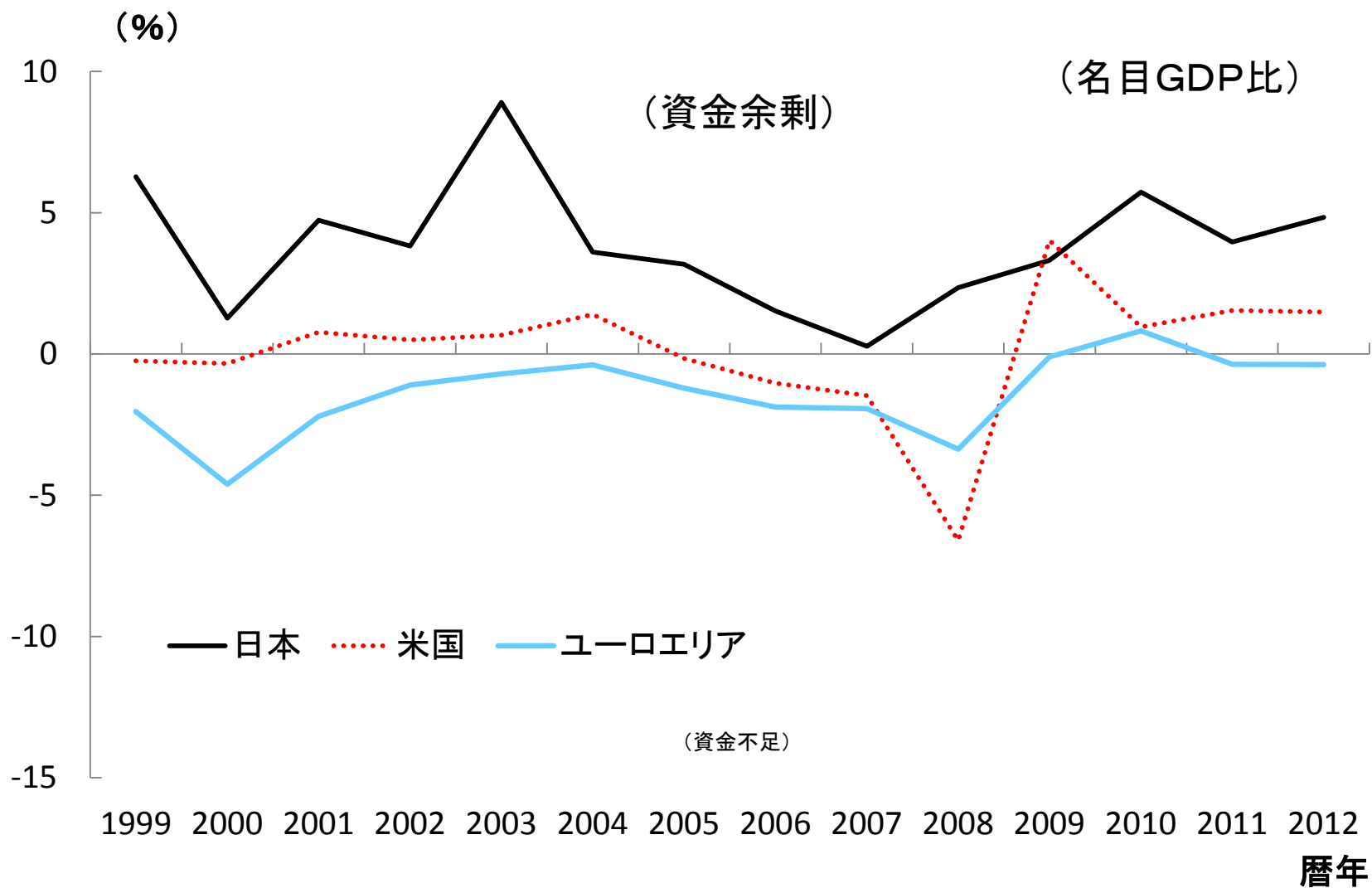
(資料)財務省「法人企業統計」

図表3 わが国企業の自己資本比率の推移



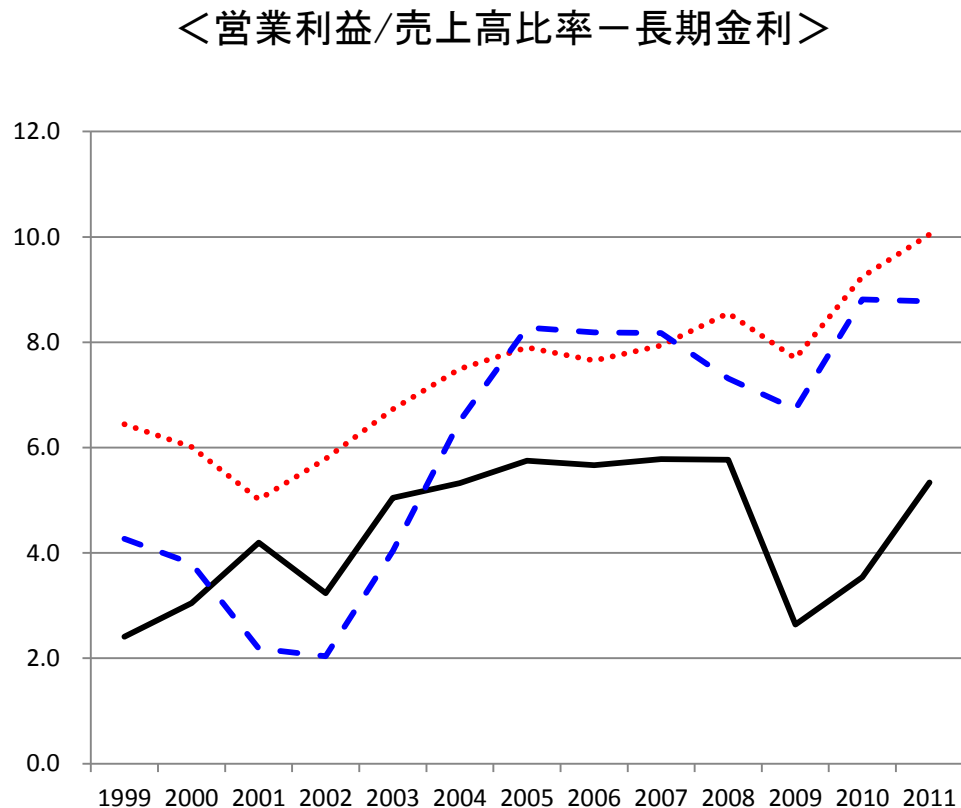
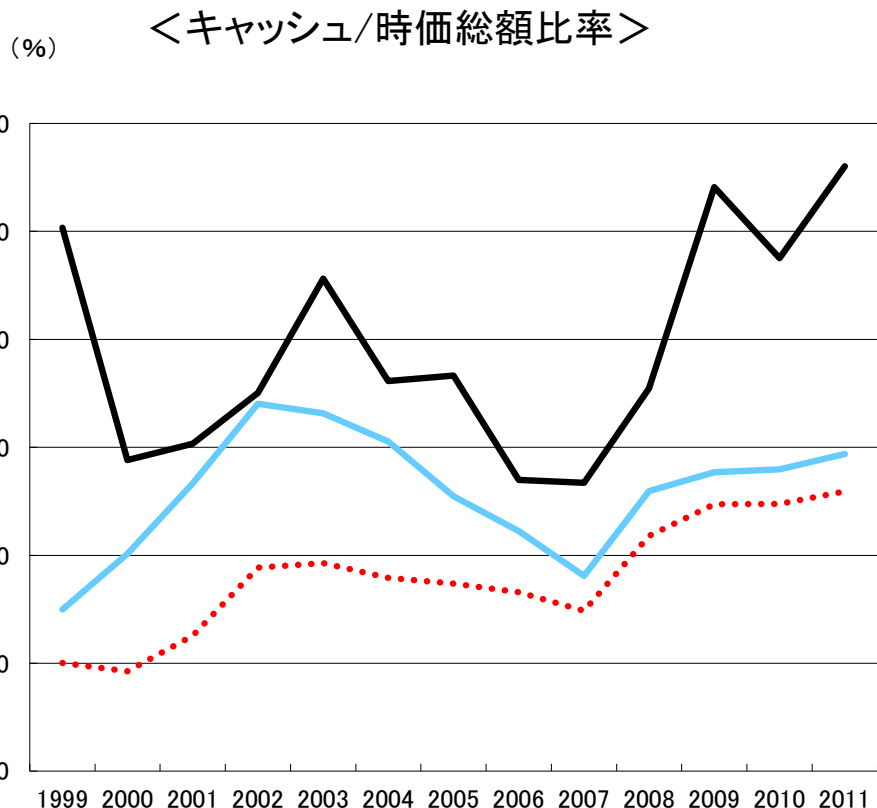
(資料)財務省「法人企業統計」

図表4 企業部門の資金過不足の国際比較



(資料) 日本銀行「資金循環統計」

図表5 上場企業の財務特性の国際比較

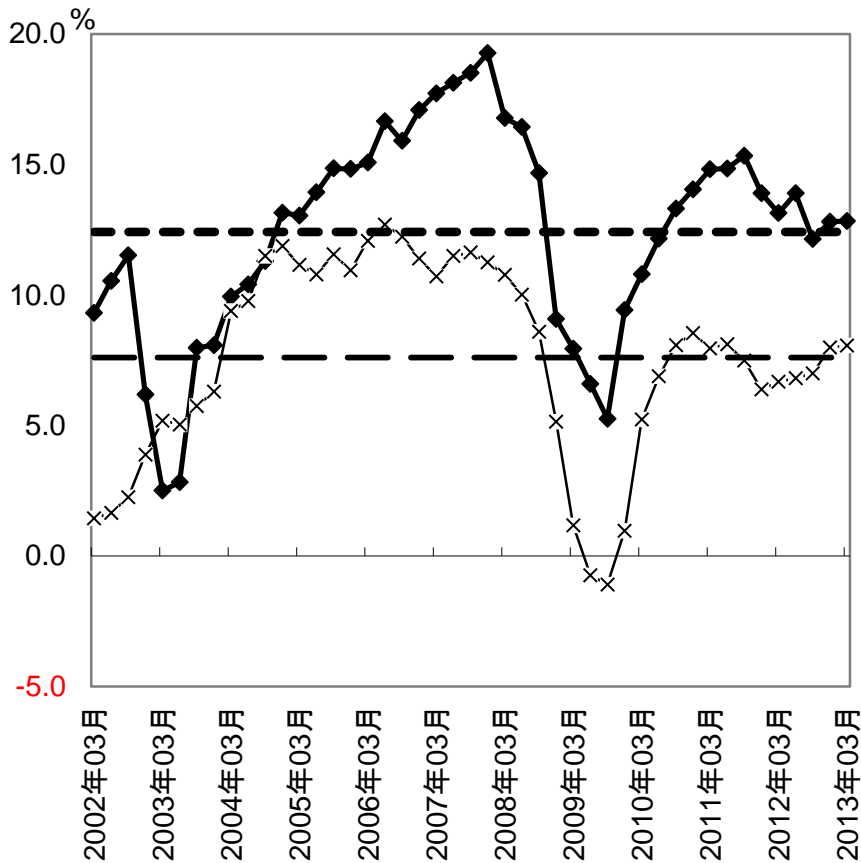


(資料)みずほ証券経営調査部／日本投資循環研究所「資本市場リサーチ」

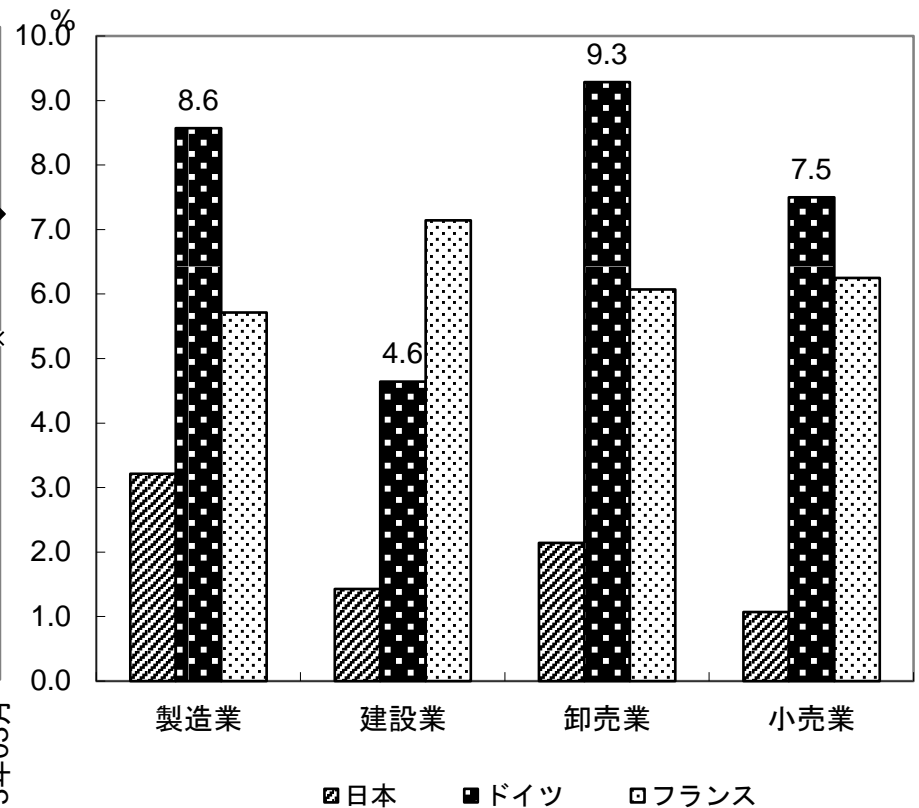
— 日本
- - 欧州
..... 米国

図表6 ドイツ企業の収益性

＜ 上場企業のROE ＞



＜ 中小企業の業種別ROA ＞



◆ 独 (CDAX) × 日 (TOPIX)
 - - - ドイツ平均 (12.4%) — ● — 日本平均 (7.6%)

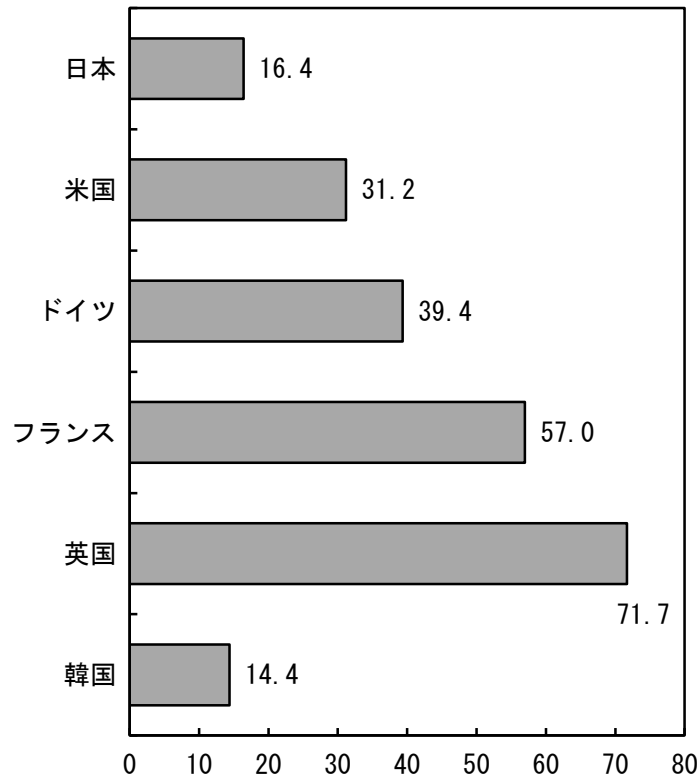
(出所) Bloombergよりみずほ証券経営調査部

(注) 2004年～2007年の平均値。中小企業の定義は、日本は資本金1億円未満、ドイツ・フランスは売上高5,000万ユーロ未満。

(出所) 財務省「法人企業統計」、European Committee of Central Balance Sheet Data Offices, “Bach Data-base” によりみずほ総合研究所作成

図表7 直接投資残高の国際比較

＜対外直接投資＞

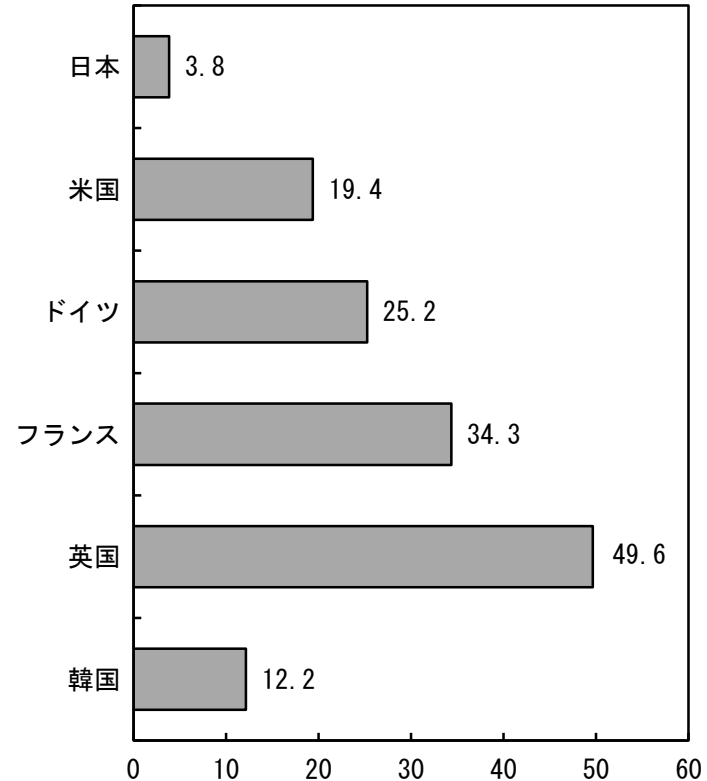


(対外直接投資残高の対GDP比、%)

(注)2011年の値。

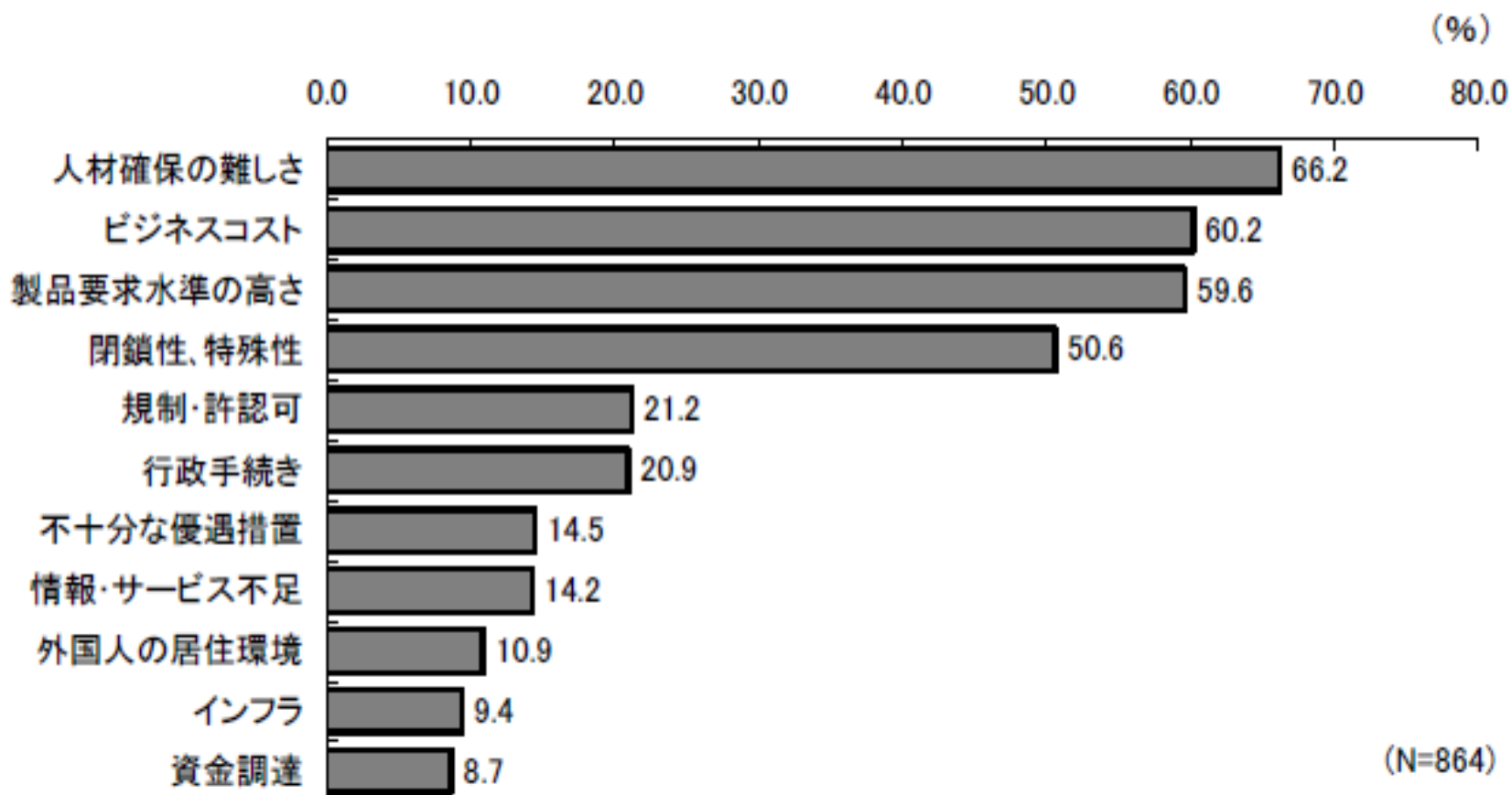
(資料)OECD 「Foreign Direct Investment: Outward and Inward Stocks」

＜対内直接投資＞



(対内直接投資残高の対GDP比、%)

図表8 わが国におけるビジネスの阻害要因



(資料) ジェトロ「第13回対日直接投資に関する外資系企業の意識調査」(2008年3月)

図表9 分析の手法

分析にあたっての課題

- 企業法全般を鳥瞰 会社法、金融商品取引法、倒産関連法等
- 実態について検討 Laws on the Book と Legal Institutions in Practice
- クロスボーダーの影響 内外の企業法を対比

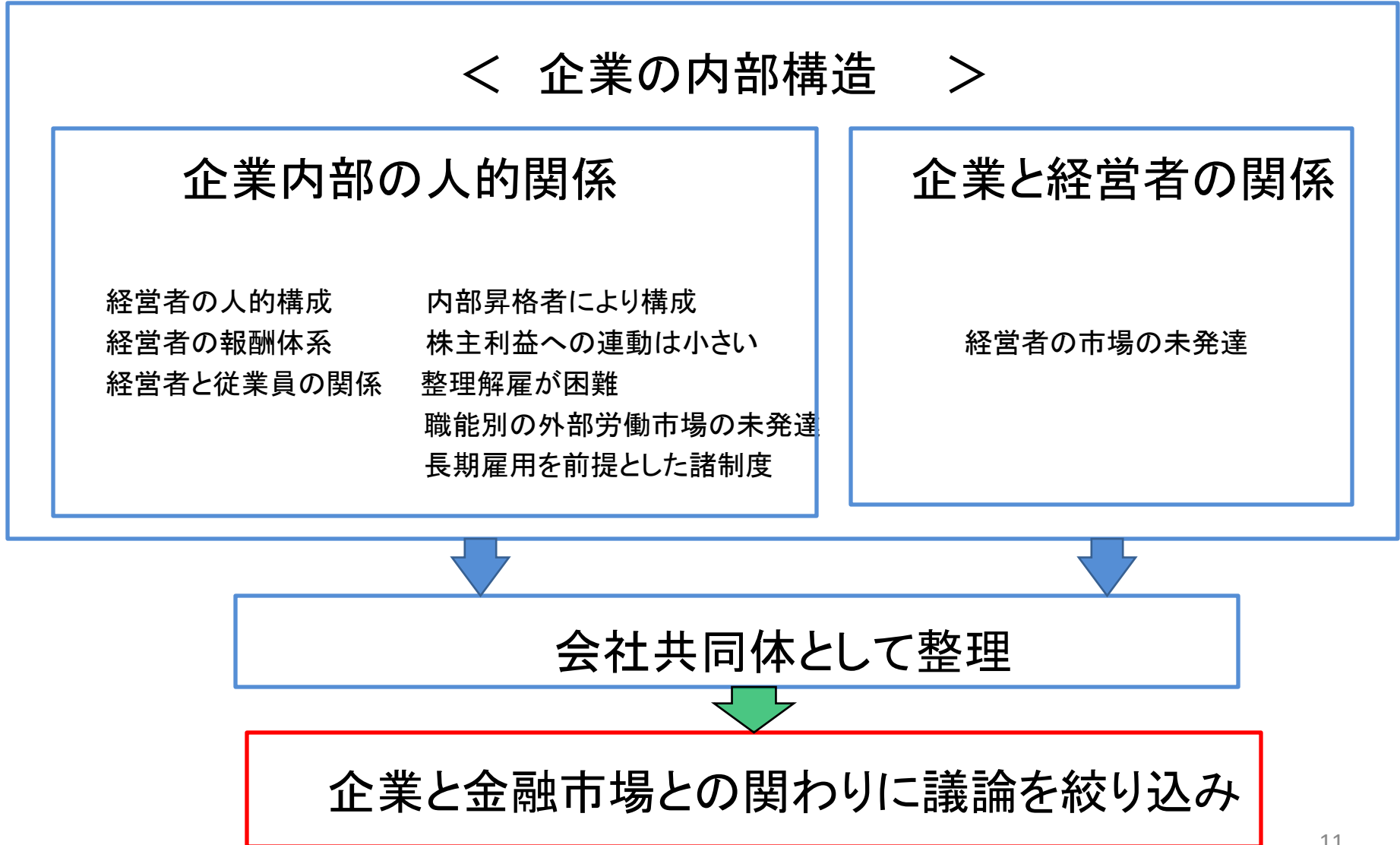
国際比較に基づく分析

- わが国とアメリカ及びドイツの差異の洗い出し
- 事業再生、企業買収、投資家の行動、企業法のエンフォースメントを対象
- 法制度の当事者による経済合理的な利用を想定
- 法制度の差異に基づく当事者の行動の差異の思考実験

分析の意義

- 今後の研究に向けた仮説の提示

図表10 議論の土俵の整理



図表11 再建型倒産法制

	ドイツ	日本	アメリカ
開始要件	債務超過又は支払不能のおそれ	債務超過又は支払不能のおそれ	なし
経営者の申請義務	申請及びその検討のための調査を怠れば民刑事の責任	なし	なし
プリパッケージ処理	可能	不可	可能

(注)わが国の金融機関については、預金保険法で破綻の申立義務を規定

○ ドイツ

倒産法の抜本改正 <2012年企業再建促進法>

- ・債権者の要望に沿った管財人の選任により、プレパッケージ処理を促進
- ・再建計画の中で株主の権利を変更可能とし、DESを促進

図表12 解雇権の制限

<日本>

- ・解雇権濫用法理の一類型
- ・整理解雇の「4要件」
 - ▶人員削減の必要性
 - ✓企業又は特定の事業部門における赤字の継続等
 - ▶解雇回避努力義務の履践
 - ✓配転、出向、希望退職募集などの手段の履践
 - ▶解雇対象者の人選の妥当性
 - ✓客観的且つ合理的な人選基準の設定
 - ▶解雇手続きの相当性
 - ✓労働組合又は労働者との協議等
- ・4要件説と4要素説
 - ▶4要件説に立つと、一つでも欠ければ解雇は無効

<アメリカ>

- ・任意雇用の原則

<ドイツ>

- ・2000年代前半の労働市場改革の一環として、補償金解決制度を拡充

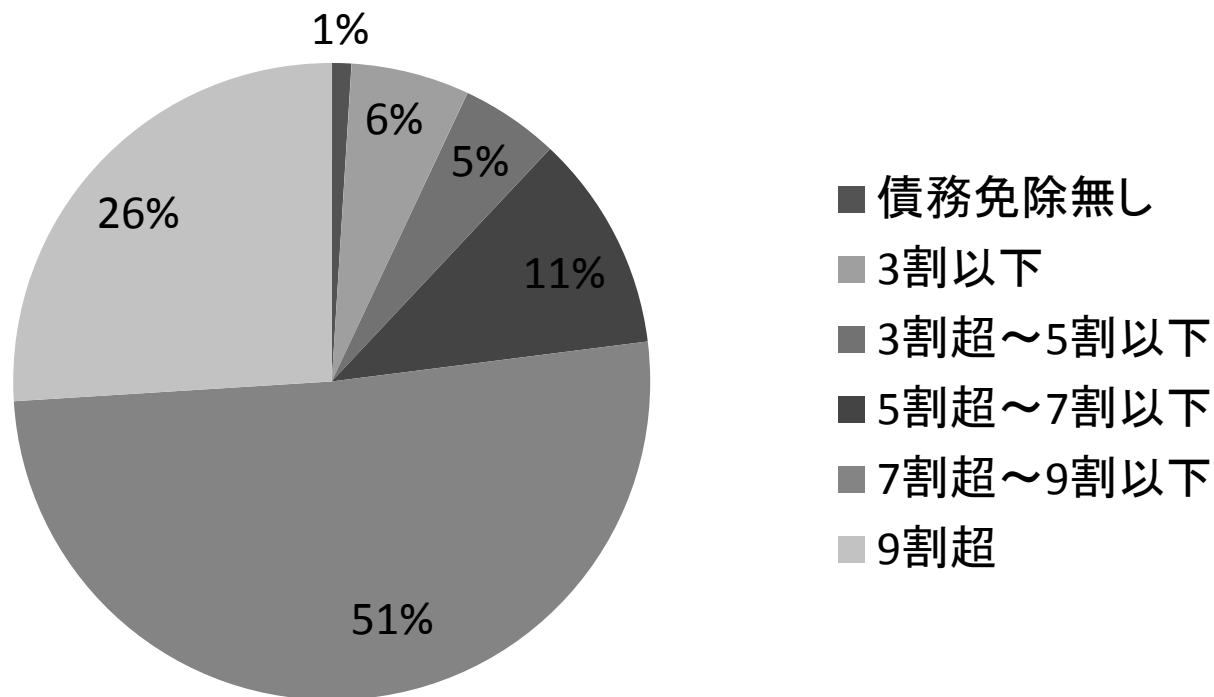
図表13 法的整理の件数の国際比較

年	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
アメリカ (チャプター11)	10,823	9,762	10,882	6,250	5,701	4,688	6,274	10,348	13,583
ドイツ (法的整理)	20,470	22,030	22,830	22,208	22,250	19,575	20,404	23,215	22,432
日本 (法的整理)	8,026	7,763	7,281	8,578	8,756	9,914	11,676	11,844	11,096
(うち再建型手続)	889	856	551	592	536	601	906	716	529

(注) シャド一部分は再建型手続

(資料)アメリカ : United States Courts 'Bankruptcy Statistics',
 ドイツ : Schultze & Braun 'Insolvency and Restructuring in Germany'¹⁴
 日本 : 帝国データバンク '休廃業・解散動向調査'

図表14 わが国の民事再生手続に基づく債務免除

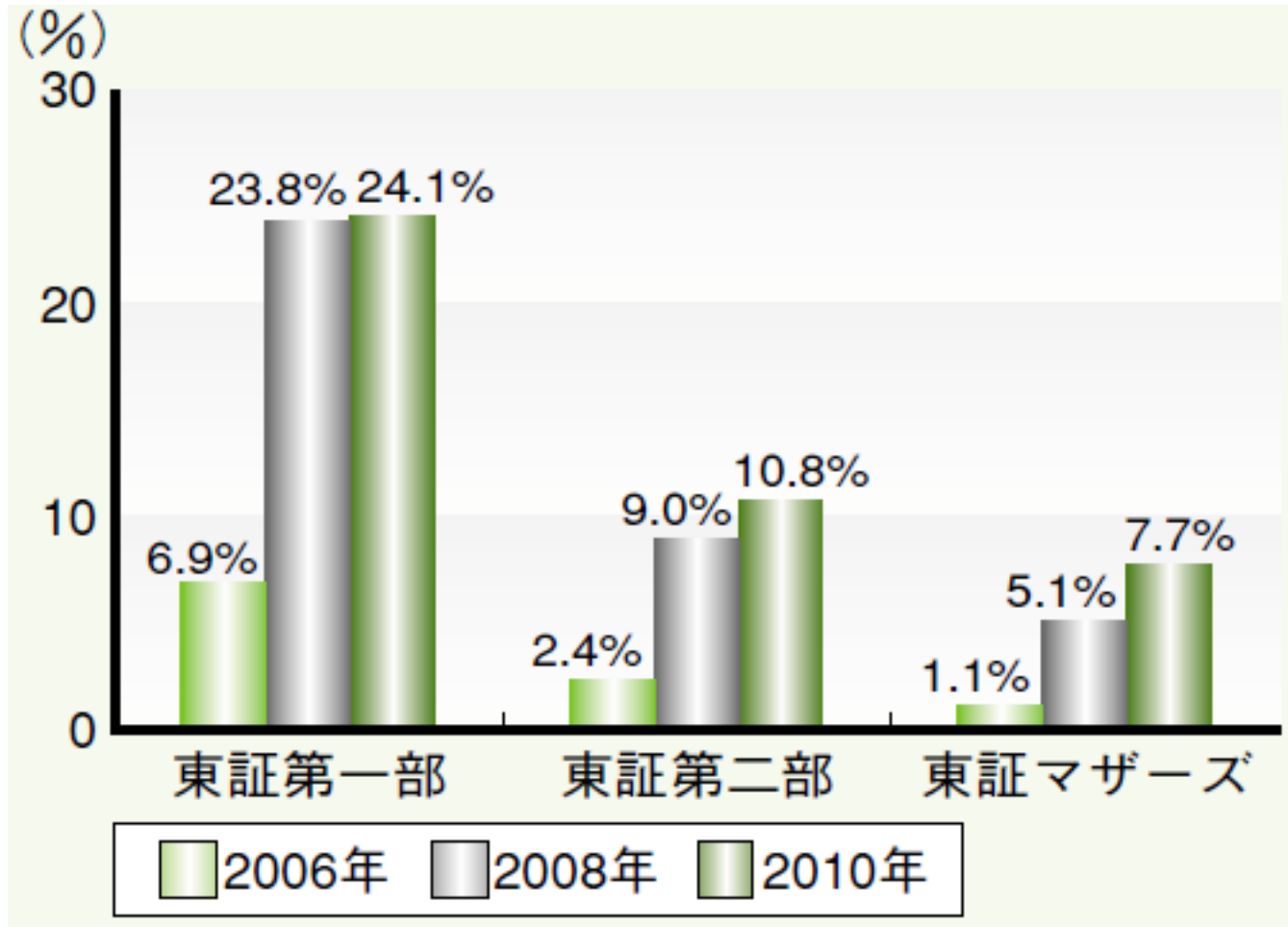


(資料) 中小企業庁委託「中小企業の企業再生調査」
(2010年12月、三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社)

図表15 企業買収関連制度の国際比較

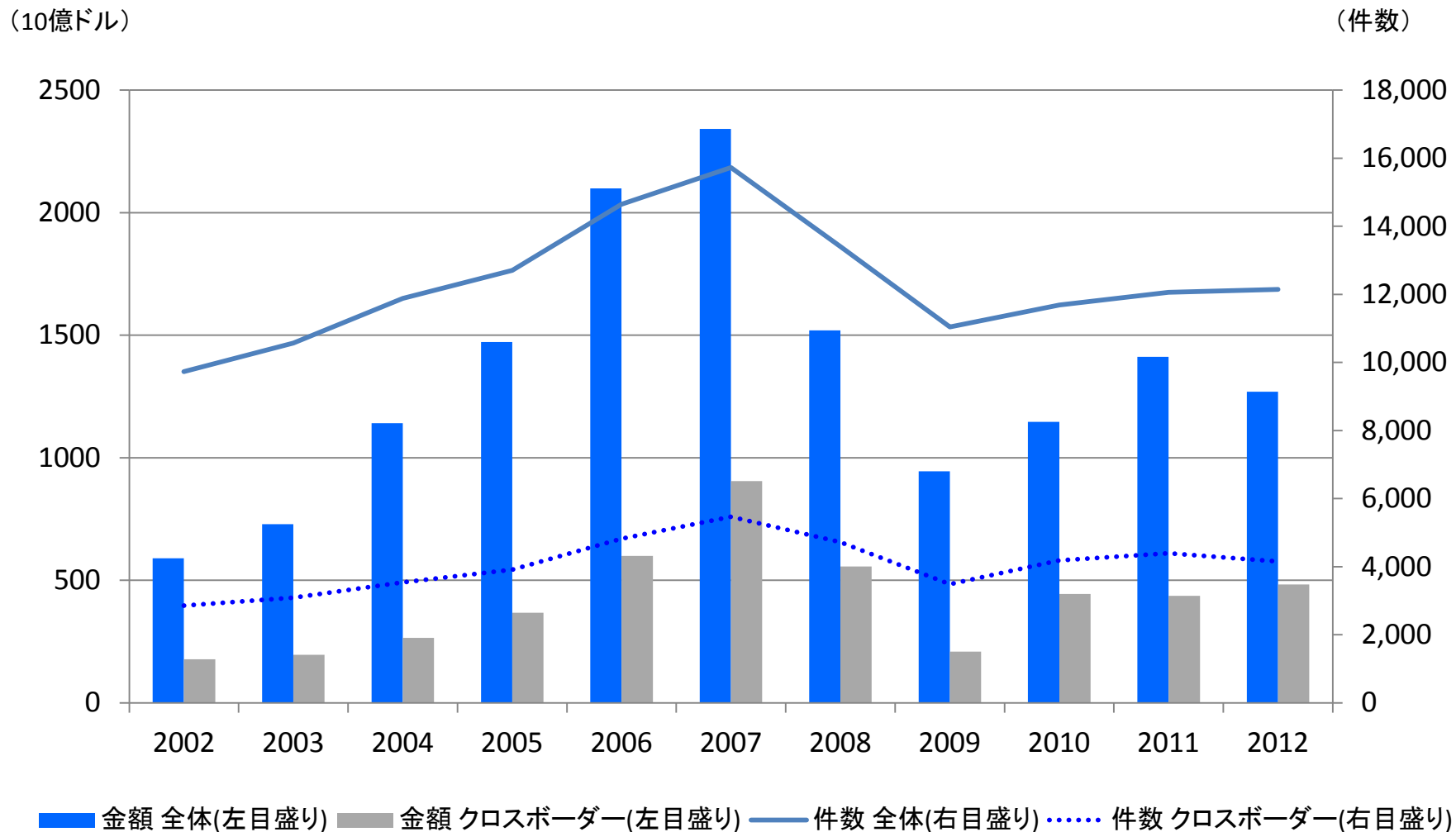
	アメリカ	ドイツ	日本
<p><買収者></p> <p>公開買付制度の趣旨</p> <p>価格規制</p> <p>全部買付義務</p> <p>適用範囲</p>	<p>公開買付が行われる 場合の情報開示の確保</p> <p>均一の最良価格の提示</p> <p>なし (部分買付の場合はプロラタ)</p> <p>SECにより判定 (5%以上の買収は届出)</p>	<p>企業の支配権が移動 する場合の少数株主保護</p> <p>最低価格規制</p> <p>あり</p> <p>30%以上を 保有している場合</p>	<p>大規模な株式買付が 行われる場合の投資家保護</p> <p>均一価格規制</p> <p>3分の2を超える場合</p> <p>市場以外において5%以上 または著しく少数の者から 3分の1以上を買収する場合</p>
<p><対象企業></p> <p>取締役の行動基準</p> <p>買収防衛策の採用</p>	<p>レブロン義務 (支配権移動時における 株主の売却対価最大化)</p> <p>ユノカル基準 (相当性、合理性)</p>	<p>中立義務 (企業買収法上は緩やか)</p> <p>監査役会の承認 (殆ど事例なし)</p>	<p>一般的な義務</p> <p>買収防衛策の指針 (企業価値最大化等)</p>

図表16 買収防衛策の導入状況



(資料)東京証券取引所 コーポレートガバナンス白書

図表17 アメリカにおけるM&Aの推移

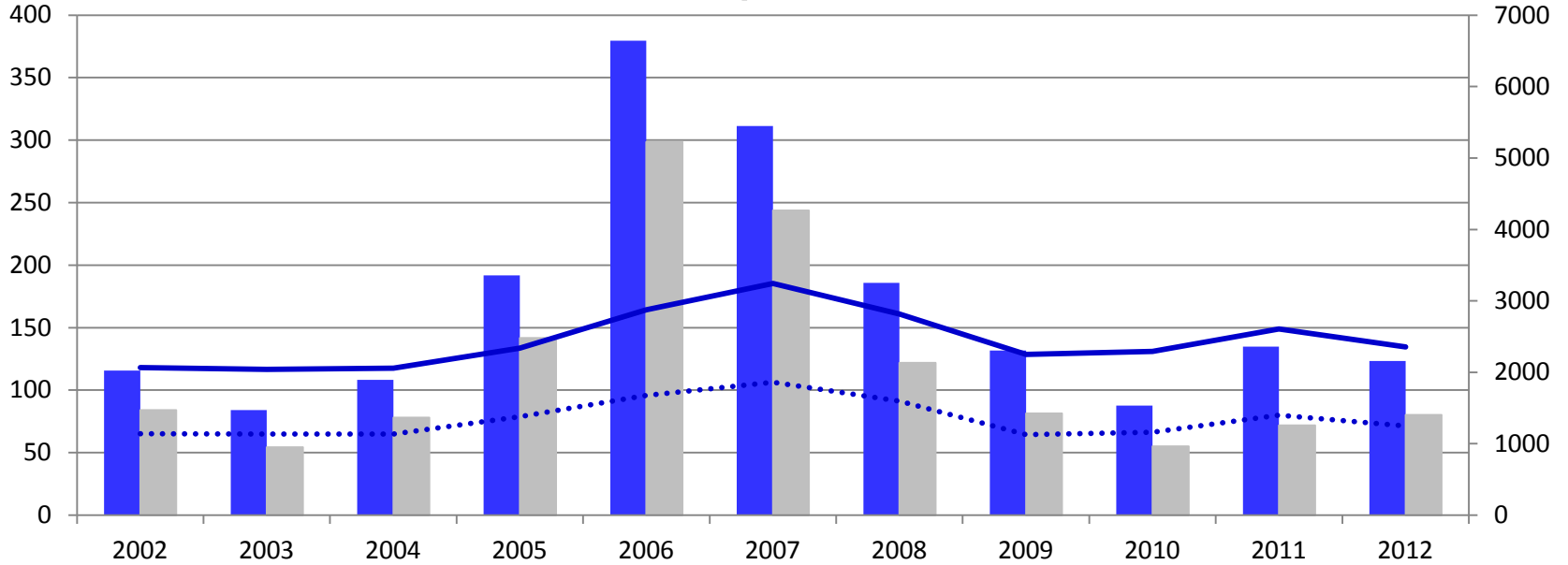


図表18 ドイツと日本におけるM&Aの推移

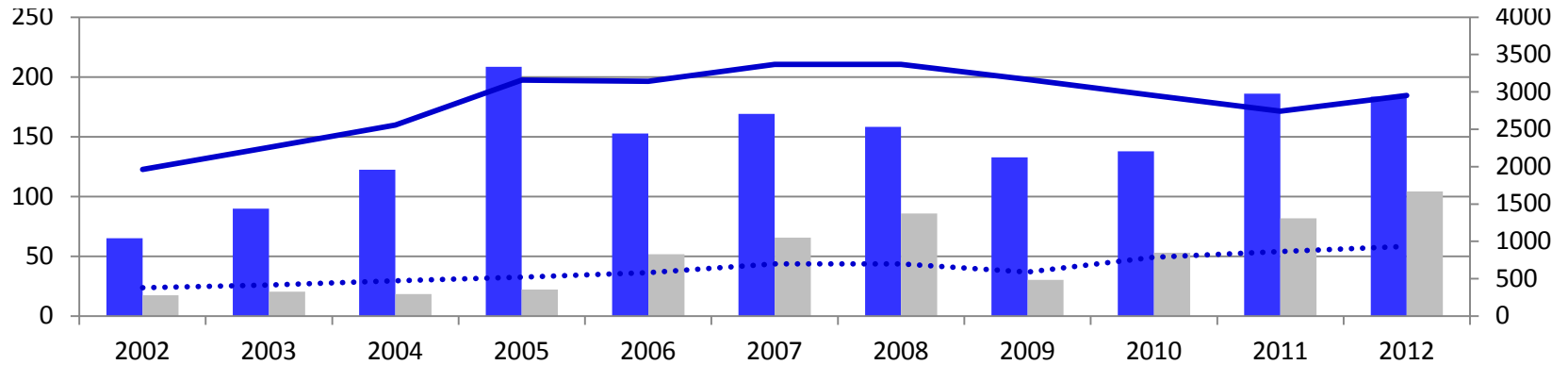
(10億ドル)

(件数)

< ドイツ >



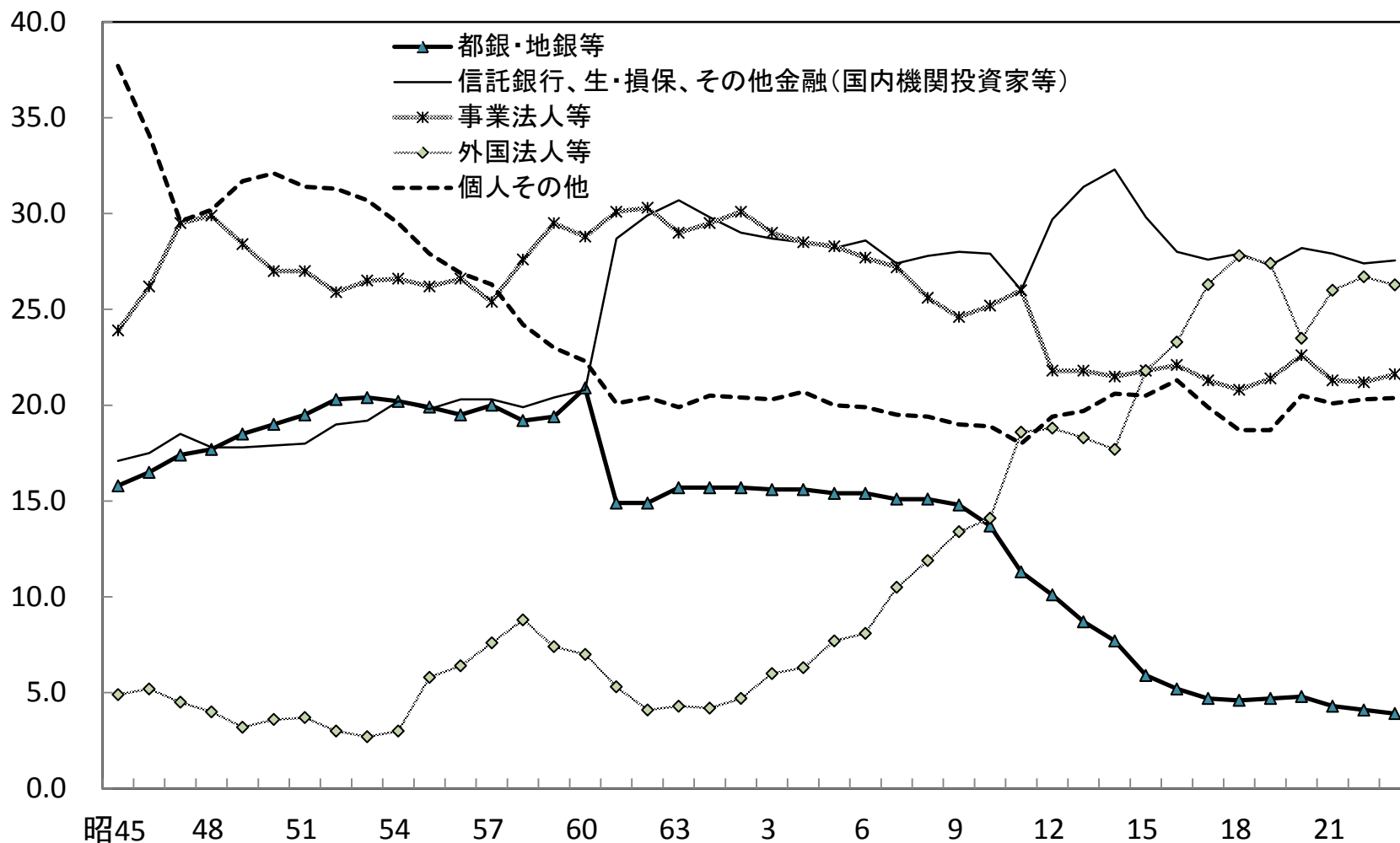
< 日本 >



■ 全体(左目盛り)
 ■ クロスボーダー(左目盛り)
 — 全体(右目盛り)
 ⋯ クロスボーダー(右目盛り)

(資料) Thomson Reuter

図表19 主要投資部門別株式保有比率の推移



(注)平成16年度から平成21年度までは、ジャスダック証券取引所上場会社分を含む。

(資料)東京証券取引所

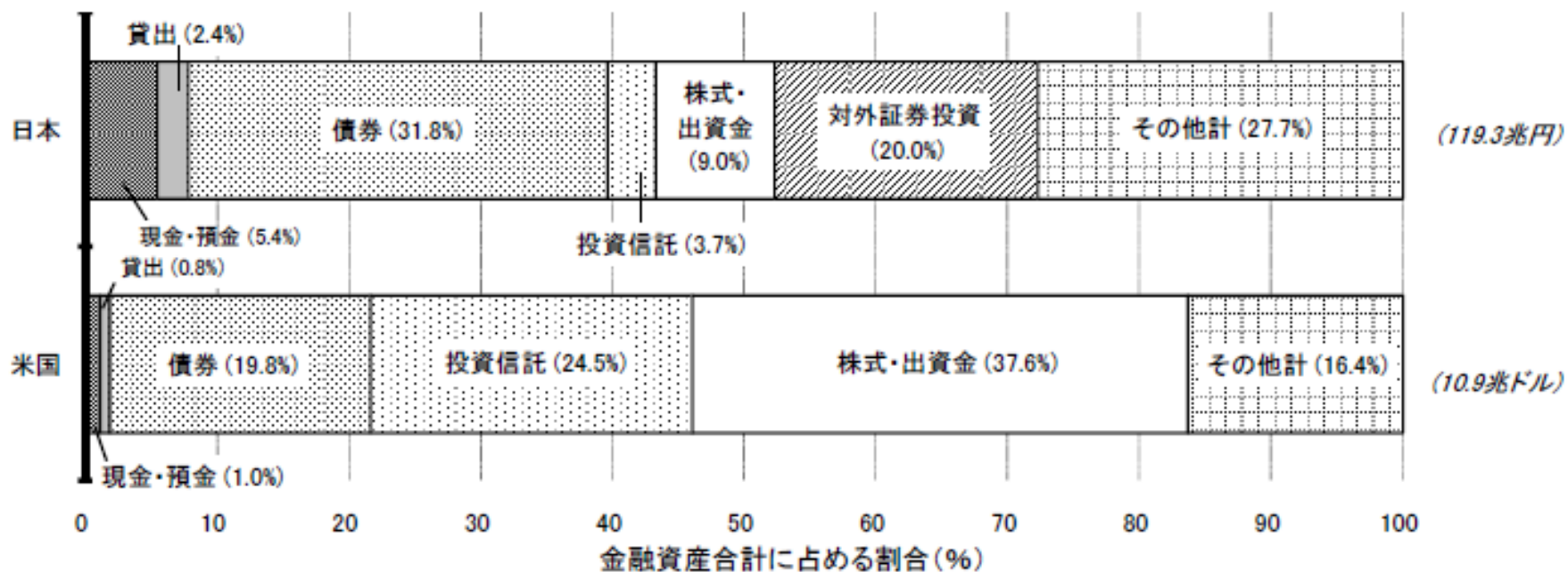
図表20 企業の考える安定株主比率

社数（ ）内%

資本金(円) \ 回 答	10%台	20%台	30%台	40%台	50%台	60%台	その他	無回答	計
100億以下	8.0 (0.6)	32.0 (2.2)	103.0 (8.7)	209.0 (16.1)	319.0 (26.8)	381.0 (36.7)	74.0 (7.4)	22.0 (1.5)	1148.0 (100.0)
100億超1000億以下	29.0 (7.4)	55.0 (13.5)	124.0 (21.7)	122.0 (18.2)	133.0 (19.0)	83.0 (12.5)	31.0 (4.4)	19.0 (3.2)	596.0 (100.0)
1000億超	9.0 (8.9)	27.0 (26.7)	22.0 (21.8)	6.0 (5.9)	10.0 (9.9)	4.0 (4.0)	10.0 (9.9)	13.0 (12.9)	101.0 (100.0)
計	46.0 (2.5)	114.0 (6.2)	249.0 (13.5)	337.0 (18.3)	462.0 (25.0)	468.0 (25.4)	115.0 (6.2)	54.0 (2.9)	1845.0 (100.0)

(資料) 商事法務

図表21 年金基金の資産構成



*「その他計」は、金融資産合計から、「現金・預金」、「貸出」、「債券」、「投資信託」、「株式・出資金」、「対外証券投資」(日本のみ)を控除した残差。

**米国の資金循環統計の取引項目では、国内・海外証券の区別をしておらず、取引項目「対外証券投資」が設けられていない。

(資料) 日本銀行「資金循環統計の日米欧比較」

図表22 ドイツの企業制度改革

< 株主による情報アクセスの重視 >

1998年「企業分野における監督と透明性の確保のための法律」

国際的な要請等に応じ、企業法および企業会計法を整備するとともに、会社法制の多くの規定を改正

2002年「透明性および開示法」

ドイツ・コーポレートガバナンス・コードの導入

2005年「企業の公正性および決議取消権の現代化のための法律」

資本市場を前提とした株主権の強化

等

< 資本市場法と会社法の横断的整備 >

○会社法に対する資本市場法の影響

情報開示の重視に対応した株主の権利規定

○資本市場法と会社法の連動

特別法の制定：「有価証券取得及び買収法」

連動した法整備：2002年におけるバウムス委員会報告と市場規制整備

○資本市場法違反に対する会社法上の効果

大量保有報告や有価証券取得・買収法の通知義務に違反した場合に規制対象株式等の議決権を排除
コーポレートガバナンス規準の遵守を表明した場合、その不履行があれば株主に対する賠償責任

図表23 ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コード

<位置付け>

株式法における上場会社に対する義務付け

<内容>

政府のコーポレートガバナンスコード委員会で制定、モニターおよび改訂

- 法規定
- 勧告事項 ⇒ 非遵守項目に関する説明義務（ Comply or Explain ）
- 奨励事項

<株主に対する説明責任>

経営者には説明責任

株主に質問権

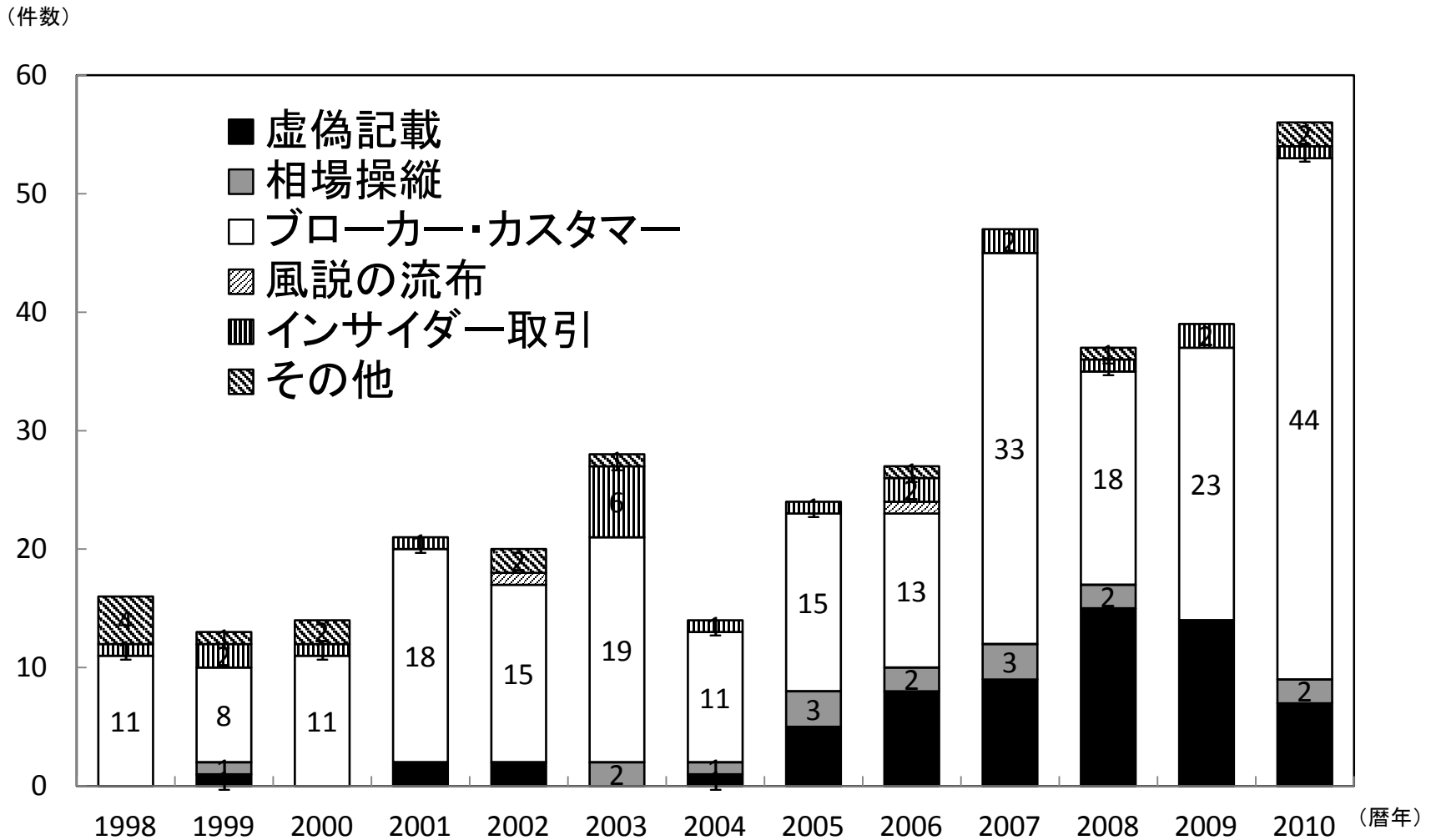
株式売買に伴う市場規律

(注) わが国におけるコーポレートガバナンスに関するディスクロージャーは、金融商品取引法及び証券取引所
上場規則で規定。

図表24 投資家による訴訟の国際比較

	アメリカ	ドイツ	日本
主な端緒	情報開示、株価変動等	株主の質問、帳簿閲覧	報道、当局の行動
事前情報収集	ディスカバリー	独立証拠調べ	提訴前情報収集
多用される 訴訟形態	証券訴訟 (州法に基づく株主代表訴訟も多い)	株主差止訴訟	株主代表訴訟
集団訴訟制度	クラスアクション (オプトアウト方式)	投資家モデル訴訟	×
一般的な 終結形態	和解	判決	判決

図表25 わが国の証券訴訟(類型別判決件数)



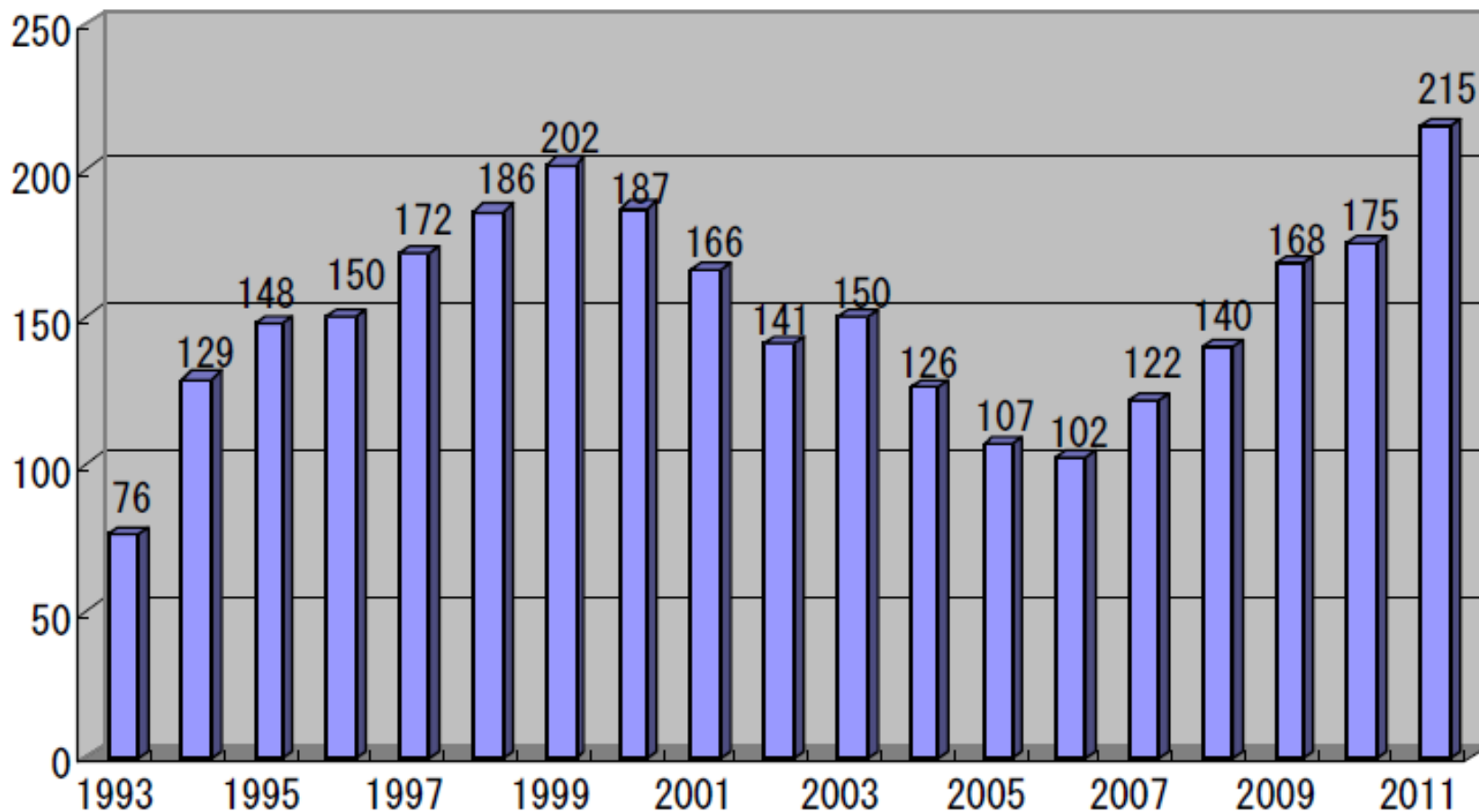
(資料) WestLaw Japan, 新聞報道等

図表26 市場監視機関の国際比較

	アメリカ	ドイツ	日本
名称	Securities and Exchange Commission	Bundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht	証券取引等監視委員会
< 資源 > 人員	約3750人	(約350人)	約700人(地方300人を含む)
歳出	12億ドル	約2700万ユーロ	(約60億円)
財源	独立採算	独立採算	国費
<エンフォースメント> 刑事告発	×	○	○
課徴金	○	○	○ (金融庁への勧告)
民事訴訟	○ (Disgorgementを含む)	×	×
<追加的権限> ルール設定	○	×	×
公開買付の審査	×	○	×

(注) アメリカとドイツの計数は2011年アニュアルレポート、日本の計数は2012年度予算による。
ドイツの人員、日本の予算は、各々機関全体の計数から予算または人員のシェアで比例計算した。

図表27 わが国の株主代表訴訟係属件数(地裁)



(資料)インターリスク総研

図表28 提示される仮説

(i) わが国では、事業再生を巡る諸制度において、法的整理の早期着手に向けたインセンティブ付けが弱く、法的整理の開始前後における経営者や従業員に対する脅威の段差が大きいままであることが、企業の財務に対し、より多くの内部資金を留保させる方向の影響を与えているのではないか。

(ii) 企業買収制度に関しては、買収者に対しては、ドイツに準じて部分的な全部買付義務等が課される一方、対象企業の経営者に対しては、アメリカにおけるレブロン基準のような株式売買としての側面に着目した義務付けが行われていない。投資家等は、行政面の外資規制の強化や対象企業の経営者による買収の阻止等の事例が相次いだこともあり、わが国企業と交渉を行っても、成果を得る見込みが殆どないという懸念をもっているのではないか。その結果、低収益性や多額の内部資金を温存する方向の影響を与えているのではないか。

(iii) わが国企業に対する投資家の行動に関しては、取引関係等の個別的利益の追求への関心が強いいため、株主持分の価値向上や株主還元の拡大を求める行動が少ないのではないか。また、その背景には、個別企業の株式保有状況に関する開示や、機関投資家に対する一般投資家のガバナンスが、当事者に内在するものとしては機能せず、主として政府による規制に対応するものとして位置づけられていることがあるのではないか。さらにその結果、経営者に対するガバナンスが弱くなり、わが国上場企業の財務の低収益性や多額の内部資金留保を温存させる方向の影響を与えているのではないか。

(iv) わが国の市場法のエンフォースメントの程度が弱いことは、上場企業の経営に対する市場規律の浸透を不十分なものとさせる方向の影響を与えているのではないか。

(v) わが国の市場法では、アメリカに比べて公的エンフォースメントの相対的な比重が大きいことから、企業経営者が規制法規に抵触するか否かにのみ注意を払うようなインセンティブを持ちやすいのではないか。また、規制当局には金銭的な利益を目指すインセンティブがないこと等から、上場企業の財務に対し、収益性や株主還元による株価上昇を図ることを促す効果が小さいのではないか。

(vi) わが国の投資家により株主代表訴訟制度が多用されていることは、わが国企業に対し、アメリカやドイツと比べ、経済外的な要因に配慮するあまり、リスクテイクを消極化させ、結果として収益性を下押しする方向の影響を与えているのではないか。

(vii) わが国では、アメリカに比べて、訴訟提起のための情報格差、訴訟に要する期間の長さ等により、投資家にとっての証券訴訟の採算が不利となっているのではないか。その結果、多額の内部資金を活用して株価を上昇させようという経営者のインセンティブを弱くする方向の影響を与えているのではないか。