

# IMES DISCUSSION PAPER SERIES

ワークショップ

「わが国企業の低収益性等の制度的背景」の模様

Discussion Paper No. 2013-J-2

# IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい。

備考：日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

## ワークショップ 「わが国企業の低収益性等の制度的背景」の様

### 要 旨

日本銀行金融研究所は、2013年1月10日に「わが国企業の低収益性等の制度的背景」をテーマとしたワークショップを開催した。

本ワークショップは、2012年12月に公表された日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー「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・日本銀行理事）の論文報告をもとに行われた。同論文は、わが国の企業は、収益性が低いというえに近年は多額の内部資金を抱える等、際立った財務特性を示していることを指摘したうえで、こうした現象に対する法制度の影響について分析したものである。

本ワークショップは、同論文をもとに、学際的な観点からの議論を通じて、金融市場と企業および法制度の関わりについて考察し、今後のわが国の企業法制にかかる検討課題等を明らかにすることを目的として開催された。

本ワークショップでは、はじめに同論文の著者より論文報告が行われた。続いて、コメンテーターによる論文に対するコメントがなされた後、自由討議が行われた。自由討議では、わが国の企業および企業法制が今後目指すべき方向性等について、さまざまな意見が呈され、最後に、座長よりワークショップ全体が総括された。

キーワード：わが国の企業の低収益性、コーポレート・ガバナンス、インセンティブ構造、ステークホルダー論、事業再生、企業買収

JEL classification: G18、G28、G30、G34、G38、K22、K42、M41、M42

本稿に示された意見はすべて発言者ら個人に属し、その所属する組織の公式見解を示すものではない。

## 目次

1. はじめに.....	1
2. 論文報告.....	2
3. コメンテーターによるコメント.....	5
(1) 大崎コメントの要旨.....	5
(2) 岩倉コメントの要旨.....	7
(3) 岩村コメントの要旨.....	10
4. 自由討議.....	12
5. 座長総括.....	17

## 1. はじめに

日本銀行金融研究所は、2013年1月10日に「わが国企業の低収益性等の制度的背景」をテーマとしたワークショップを開催した。

本ワークショップは、2012年12月に公表された日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー「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・日本銀行理事）の論文報告をもとに行われた。同論文は、わが国の企業は、収益性が低いというえに近年は多額の内部資金を抱える等、際立った財務特性を示していることを指摘したうえで、こうした現象に対する法制度の影響について分析したものである。

本ワークショップは、同論文をもとに、学際的な観点からの議論を通じて、金融市場と企業および法制度の関わりについて考察し、今後のわが国の企業法制にかかる検討課題等を明らかにすることを目的として開催された。

本ワークショップでは、はじめに同論文の著者より論文報告が行われた。続いて、コメンテーターによる論文に対するコメントがなされた後、自由討議が行われた。自由討議では、わが国の企業および企業法制が今後目指すべき方向性等について、さまざまな意見が呈され、最後に、座長よりワークショップ全体が総括された。

参加者およびプログラムは以下のとおりである。

### (参加者)

座長 宍戸 善一（一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授）

岩倉 正和（西村あさひ法律事務所・一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授）

岩村 充（早稲田大学商学学術院教授）

大崎 貞和（野村総合研究所主席研究員）

広田 真一（早稲田大学商学学術院教授）

宮島 英昭（早稲田大学商学学術院教授）

柳川 範之（東京大学大学院経済学研究科教授）

木下 信行（日本銀行理事）

## (プログラム)

- ・ 開会挨拶  
吉田 知生（日本銀行金融研究所長）
- ・ 論文報告  
木下 信行（日本銀行理事）
- ・ コメンテーターによるコメント  
大崎 貞和（野村総合研究所主席研究員）  
岩倉 正和（西村あさひ法律事務所・一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授）  
岩村 充（早稲田大学商学学術院教授）
- ・ 自由討議
- ・ 座長による総括コメント  
宍戸 善一（一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授）
- ・ 閉会挨拶  
吉田 知生（日本銀行金融研究所長）

以下では、本ワークショップの概要を紹介する（以下、敬称略。文責：金融研究所）。

## 2. 論文報告

木下は、わが国の企業の低収益性および多額の内部資金留保に対して法制度が与える影響について、論文「わが国企業の低収益性等の制度的背景について」<sup>1</sup>に沿って、別添資料を用いて、以下のとおり報告を行った。

### (わが国の企業の財務特性)

わが国の企業は、ROA（Return On Asset、純資産利益率）等の推移に表れているように、長年にわたり低収益にとどまっており、さらに近年では収益性が一層低下している一方で、多額の内部資金を抱え、PBR（Price Book-value Ratio、株価純資産倍率）も 1 を下回る等、欧米企業と比べ、財務面で際立った差異を示している。

---

<sup>1</sup> 木下信行、「わが国企業の低収益性等の制度的背景について」、日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー、2012年12月。

(<http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/12-J-12.pdf>.)

### (議論の枠組み)

論文では、企業の財務がさまざまな要因により影響を受けるなかで、わが国の企業の特異な財務特性については、少なくとも部分的にはわが国の法制度が他国と異なることに由来する可能性があると考え、議論を展開している。これは、経済合理性のもとで国際的活動を行う経済主体にとって、国によって法制度が異なることは、事業内容に大きな影響を与えることに加え、日本経済の立て直しを考える場合、法制度であれば、経済合理性に沿って、制度改革のあり方について議論を行うことができると考えられるからでもある。

ただし、法制度による影響のみを論ずるとしても、企業の財務に影響を与える法制度は、多種多様かつ相互に関連しており、十分な説明を行うためには、これらのすべてを視野に入れた検討が必要である。また、法制度が企業にもたらす現実の影響を考えるためには、「本に書かれた法律 (Law on the Books)」のみならず、「現実に用いられている法制度 (Legal Institutions in Practice)」について検討する必要がある。さらに、クロスボーダーの取引が活発に行われているなかでは、他国の法制度からも影響を受けるため、内外の法制度をあわせ検討していくことも必要である。

こうした問題意識に基づき、具体的な分析の方法としては、まず、企業の財務に影響を与えるとみられる主な分野について、わが国の法制度とアメリカおよびドイツの法制度の差異を洗い出すこととした。とりわけ、ドイツとの比較については、法体系や経済、社会システム等で、わが国と共通の要素が多いにもかかわらず、近年においてはドイツ企業が収益性の向上等で、わが国の企業と対照的な動きを示していることが注目される。比較検討を行う分野としては、事業再生、企業買収、投資家の行動、および企業法のエンフォースメントを取り上げる。

### (具体的な検討)

第 1 に、事業再生について、わが国の制度をアメリカやドイツの制度と対比すると、法的整理の早期申立てに向けての法制度によるインセンティブ付けが弱い。また、取締役に対する責任追及や解雇法制等により、わが国において法的整理の開始が経営者や従業員に対して追加的にもたらす脅威は、アメリカやドイツよりも大きなものとなっている。この結果、わが国においては、法的整理の開始に伴う経営者等への脅威の増大を避けるために多額の内部資金を留保する傾向が生じている可能性がある。

第 2 に、企業買収についてみると、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、アメリカの「レブロン基準」のように株主の得る対価の最大化のために行動することを

求める規準がない。また現実にも、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。こうしたことから、投資家がわが国の企業の買収にリラクタントになったり、企業の統合等による産業再編が進まなくなったりした結果、低収益性や多額の内部資金の温存が可能になっていると考えられる。

第3に、投資家の行動に関し、一般的には、低収益のもとで多額の内部資金を留保している企業に対しては、株主還元を求める圧力が強まることが考えられる。しかし、わが国では、保険会社等の機関投資家が、自らの契約獲得等の観点から、株主権の行使に当たり規模の拡大を求める方向に偏ったインセンティブを有するため、収益性引上げに向けた圧力が遮蔽されている。その背景には、個別企業の株式保有状況に関する開示等が、市場法の規制に対応するものとして位置付けられていることがある。これに対し、ドイツにおいては、会社法により、政府がコーポレート・ガバナンス規準を作成する一方、経営者は“Comply or Explain”の考え方のもとで対応することとされている。株主には、その状況をモニターするために必要な情報にアクセスする権利が付与され、議決権等の株主権行使や訴訟追行に活用するという枠組みとされていることが注目される。これにより、アメリカのように株式市場が発達していないなかで、情報開示を通じてガバナンスを促す効果がより有効にもたらされているようである。わが国では市場法によっているため、情報開示が株主による議決権行使等のために機能しておらず、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の温存につながっていると考えられる。

第4に、わが国における市場法のエンフォースメントは、アメリカに比べて程度が弱く、そのことが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していると考えられる。また、わが国では、公的エンフォースメントの比重が大きいことから、企業経営者は規制法規への抵触の有無にのみ注意を払い、また、規制当局には自らの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、企業に対し収益性の向上等を促す効果が小さいと考えられる。さらに、投資家等による私的エンフォースメントについてみると、わが国では、証券訴訟よりも株主代表訴訟が多用されている結果、経営者が経営者個人の責任追及を避けるため、リスクテイクに消極的になっている可能性がある。また、アメリカに比べ、訴訟提起のための情報格差が大きいこと等により、投資家にとっての証券訴訟の採算が不利となっている。こうした状況を改善していくためには、例えば、アメリカにおけるディスカバリー制度<sup>2</sup>を参考に、証券訴訟におけ

---

<sup>2</sup> ディスカバリー制度とは、米国において、正式事実審理（トライアル）の前に、当事者が法廷外で、互いに事件に関する情報の開示を要求する手続きをいい、開示要求を受けた相手方は応ずる義務を負う。同制度に基づく情報開示の対象は、証拠関係だけでなく、争点

る投資家と企業の情報格差を是正する枠組みを工夫していくことが考えられる。

### 3. コメンテーターによるコメント

#### (1) 大崎コメントの要旨

大崎は、各証券取引所の上場廃止基準が上場企業の行動に与える影響や、保険会社や外国人投資家の行動が企業のガバナンスに与える影響等に関するより踏み込んだ分析の必要性を指摘したうえで、そもそも現状のような法制度が形成された立法過程を分析することが有用である旨指摘した。

#### (事業再生をめぐる制度)

上場会社に対して、法的整理の早期着手に向けたインセンティブ付けをどのように行うかを考えるうえでは、木下論文で指摘していることに加え、各証券取引所が定める上場廃止基準も重要であると考えられる。各証券取引所の上場廃止基準では、債務超過の状態が2年連続した場合や、破産手続、再生手続または更生手続を必要とするに至った場合には上場を廃止する旨規定している。ただし、産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法（以下、産活法という。）に基づく再生や私的整理ガイドラインに基づく整理を行うことにより、その翌事業年度末に債務超過の状態でなくなることを計画している場合には、上場廃止が1年猶予され、債務超過の状態が3年連続した場合に上場廃止となるとされている。こうした点を考慮しても、法的整理の早期着手に向けたインセンティブ付けが弱いといえるかが問題となり得る。

#### (投資家行動をめぐる制度)

木下論文では、わが国の保険会社は、相互会社形態であることから、規模拡大を求める方向に偏ったインセンティブを持つと指摘している。もともと、イギリスの保険会社においても相互会社形態が採用されているが、イギリスでは保険会社が機関投資家として企業のガバナンスを市場オリエンテッドなものにするうえで大きな役割を果たしているとされている。日本の保険会社とイギリスの保険会社の違いは何か、検討の余地があると思われる。

また、外国法人等によるコントロールについては、ヘッジファンド等の伝統的な投資手法とは異なる投資手法を有する投資家が増加していることによって、

---

を明確にするための情報等広く訴訟物に関連する事項を含む。

いかなる影響があるかも論点となり得る。

なお、2012年に摘発された公募増資を巡る機関投資家によるインサイダー取引事件の一つの背景には、大型増資による株主の権利希釈化や株価の下落に関する上場会社の意識の低さがあったが、その背後には、木下論文が指摘するようなわが国の企業の構造的問題があると考えられる。これは、かつて上場会社がいわゆるMSCB（Moving Strike Convertible Bond、転換価格修正条項付き転換社債）を濫用発行したこととも一脈通じる面がある。

こうした問題への対応として、金融審議会ワーキング・グループ報告書<sup>3</sup>ではインサイダー情報の伝達行為に刑事罰を科すべきであるとの提案がなされているが、こうした制度改正は機関投資家と上場会社の対話を一層難しくする可能性があるかと危惧している。

また、上記金融審議会報告書では、公募増資に代わる増資手法として、ライツ・オファリングの活用が提案されているが、時価総額の増大やEPS（Earnings Per Share、一株当たり利益）の上昇につながるような増資が行われなければ、本質的な解決にはならないであろう。

#### （立法過程に関する分析の必要性）

わが国の法制度は、ある意味上場企業の経営者にとって都合がよい制度となっているといえると思われるが、なぜこのような立法がなされたのか、その立法過程の分析が求められる。

例えば、会社法等の改正では、経済団体が大きな発言力を有する一方、機関投資家の制度形成への関与は弱い。そうした背景として、「企業側」の弁護士や公認会計士等の専門家の層が厚いのに対し、「投資家側」の層が薄いことも影響しているように思われる。さらに最近では、大手法律事務所から行政当局に向かい、政策立案に関与する弁護士が増加していることも影響している可能性がある。

さらに、「国が公正中立に公益を体現するために制度を形成する」という前提をそもそも疑うべき場合もあるように考えられる。とりわけ、外資規制、民営化をめぐる法制度、債券市場規制等のように、国自身がプレーヤーとして深く関与する法制については、国自身が自らの不利にならないように制度を形成するインセンティブを有すると考えられる。

---

<sup>3</sup> 金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」（座長・神田秀樹・東京大学大学院法学政治学研究科教授）、報告書（「近年の違反事例及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について」）、平成24年12月25日。

## (2) 岩倉コメントの要旨

**岩倉**は、わが国の企業の低収益性と多額の内部資金留保が問題であるとする価値観を前提とするならば、大胆な取組みが必要であるとの問題認識の下、わが国の法制度についてアメリカ型法制度への変革を目指してはどうかとの方向性を示し、続いて、具体的な提案を行った。

### (法律実務の観点から)

わが国の企業が低収益かつ多額の内部資金を抱えるといった保守的な行動をとることが深刻な問題であるとの木下論文の問題意識にかかる規範的評価については、現行のわが国の法制度の解釈から必然的に導けるものではないが、PBRが1を下回っていることや、企業に対する株主や投資家等の規律付けが弱いこと等は法律実務家の間でも意識されている。法律解釈には価値判断が常に入るため、代表訴訟や企業買収の買収防衛策等にかかる法的評価も価値判断によって変わり得るが、仮に木下論文の問題意識にかかる規範的評価が正しいとするならば、木下論文の指摘に基本的に賛同する。

### (わが国の法制度の方向性)

わが国の企業の低収益性と多額の内部資金留保が問題であるとする価値観を前提とするならば、その価値観に適合させるかたちで、わが国の法制度を可及的にアメリカの法制度に合わせることを最も効率的であり、かつグローバルにも理解されやすいのではないかと考えられる。アメリカ・モデルがすべて正しいと評価されているわけではないほか、現実にはきわめて難しい方向性であることは事実であるが、わが国においてこれまでさまざまな法改正が行われてきたにもかかわらず、わが国の企業の低収益性と多額の内部資金留保の問題が継続していることを踏まえれば、この問題を解決するには、抜本的に法制度を変える必要があり、その思考の一つの試みとして、なるべくすべての制度を、世界的に十分に理解されているところのアメリカ・モデルに合わせることを提案するものである。こうした方向性を前提にした場合、特に以下の点が重要と考えられる。

### (第1：取締役の義務)

現行のわが国会社法上、取締役は会社に対して善管注意義務を負うとされているが、当該義務が取締役に対し株主利益の最大化を求めているのかどうかについては議論があり、伝統的通説・判例は、取締役は株主に直接義務を負っていないと解している。そこで、取締役の負う義務は株主利益の最大化であるこ

とを明示し、ステークホルダーの利益最大化義務を明示的に排してはどうか。さらに、アングロサクソン法における信託義務（fiduciary duty）と同様に、取締役が株主に対して直接義務を負う制度に変えてはどうか。

## （第 2：司法制度の改革）

司法権（裁判所）が経営判断の合理性について、より厳格に判断し、より積極的に介入できる法制度にしてはどうか。

具体的には、(1)被告の手持ち証拠の開示を必ずしも強制できず、原告が訴訟において弱い立場に置かれている現状にかんがみ、ディスカバリー制度を導入すること、(2)裁判所の命令・決定すらにも当事者が従わないという実例が存在する実態にかんがみ、法廷侮辱罪（contempt of court）<sup>4</sup>を採用すること、(3)金融裁判所を設置すること、などが考えられる。

このうち、(3)については、1993年の商法改正により株主代表訴訟の手数料が安価となって以降、提起される株主代表訴訟の件数は増加したが、刑罰規定が適用される事案以外で、経営判断の不合理性が認定され経営者が敗訴した事例は1件もない<sup>5</sup>。日本の裁判所は、経営判断を広く尊重し、判断の不合理性を認めることに消極的である。取締役の義務に関連する訴訟は、一般の民事事件を扱う裁判所の普通部が管轄することも多く、同様の事件でも担当する裁判官がその都度異なるため、訴訟の判断にかかる専門性が蓄積し難い。知的財産高等裁判所の設置を成功とみることができれば、金融裁判所の設置も検討してよいと考えられる。なお、最近では、裁判所内部においても、金融・経済に関連する事件への対応を強化する観点から、裁判官に対する研修等を充実する動きがみられる。

## （第 3：企業買収の制度整備）

企業買収を実務的に実行しやすくする観点から、(1)公開買付義務および全部買付義務の緩和、(2)M&Aを阻害する税制の改正、(3)M&Aの活性化のための雇用法制の弾力化が考えられる。

公開買付義務は、1971年証券取引法改正により公開買付の届出等を内容とする公開買付規制が導入されたものの、実際に公開買付が行われることが極めて少なかったこと等を踏まえ、情報開示や株主間の平等取扱いを確保する観点か

---

<sup>4</sup> 法廷侮辱罪とは、裁判所の権威を傷つけまたは裁判所による司法の運営を害する行為をした場合に成立する罪をいう。

<sup>5</sup> アパマンショップ株主代表訴訟事件では、東京高裁は経営判断の不合理性を認めたが、最高裁は一転して認めなかった。最判平成22年7月15日。

ら、1990年に一定量以上の証券取引について導入されたものである。しかし、ライブドア事件やスティール・パートナーズ事件以降、公開買付義務の範囲は必要以上に拡大され、その結果、M&Aが行いにくい状況が生じている。公開買付義務や全部買付義務を緩和し、一般投資家や事業家がM&Aをしやすい環境を整備すべきと考えられる。

税制面についてみると、例えば、三角合併等は、法律上は可能となったものの、合併の対価にかかる税務上の要件が極めて厳しいためほとんど行なわれていない。また、株式対価TOBも、産活法により実定法上は実行しやすくなったが、TOBに応じて新しい株式を得た株主がその譲渡益を繰り延べる制度は不在のままである<sup>6</sup>。

#### **(第4：証券訴訟の活発化)**

証券訴訟を濫訴の弊害なく活発化させる観点から、アメリカ型のクラス・アクション<sup>7</sup>を導入してはどうか。

#### **(第5：事業再生・倒産制度)**

経営者が早期に法的整理や倒産制度に入らない理由の1つとして、倒産した(=失敗した)経営者に対する社会的評価が非常に低いことが挙げられる。かかる観点から、倒産した経営者に再チャレンジの機会を与えるような国家的プログラムがあってもよいと考えられる。

#### **(第6：文化が法実務に与える影響への対応)**

裁判所の判断に影響を与えるわが国の文化的背景として、村上ファンド事件<sup>8</sup>の判決にも表れているように、「金儲け=悪」という考え方が一部にあるほか、嫉妬の文化があるように思われる。このため、わが国においては、経営者への多額の報酬や企業買収の活性化による経済の再生等は受け入れにくくなっているようにも思われる。

---

<sup>6</sup> 平成24年度税制改正で検討されたが、導入は見送られた。

<sup>7</sup> クラス・アクションとは、ある当事者が自らのみならず同種の利害を有する他者をも代表して訴訟を遂行する訴訟形態をいう。

<sup>8</sup> 村上ファンド事件。最小平成23年6月6日決定。

### (3) 岩村コメントの要旨

岩村は、企業活動の国民経済への貢献度を考えるうえでは会計上の利益のみならず経済的付加価値にも着目する必要性や、収益性を各国比較する際に資本コストの違いを勘案する必要性等を指摘した。

#### (会計上の利益と企業活動の国民経済への貢献度との区別)

わが国の企業は低収益だから日本経済は活性化していないとの議論がみられるが、経済学的には、企業の構成要素は資本と労働であるため、資本提供者に対するコストの支払いである会計上の利益だけでなく、労働提供者に対するコストの支払いである賃金の動きにも注意して論じる必要がある。

その観点から考えると、木下論文におけるドイツの企業法制改革に関する指摘は重要である。ドイツの労働分配率は、欧州統合以降、2000年をピークに5年間で約10ポイントも低下し、先進国の中でもその低下幅は際立っている。もっとも、こうした変化が、法制改革によるものか、あるいは欧州統合に伴う外国人労働力流入によるものかを区別し、分析する必要がある。後者であるとすれば、ドイツ企業の比較的良好なパフォーマンスは、外国人労働力の活用による労働分配率の低下に起因していると捉えることができる。これはコースの定理でいう「誰が意思決定者であるかは、その組織におけるステークホルダー間の分配には影響するが、ステークホルダー間で交渉が適切に行われる限り、意思決定の結果には影響しない」との命題そのもののように見える。

他方、わが国の労働分配率をみると、2001年をピークに約5%低下しているが、それにもかかわらず収益が増えていないことこそが問題であるということになる。

企業の経済パフォーマンスの分析にあたっては、企業利益を示す指標であるROAだけでなく、経営学でいうEVA<sup>9</sup>（経済的付加価値）、あるいは経済学でいう利潤など、資本コストを考慮したうえでどの程度付加価値を生み出しているかをみることが重要である。

#### (わが国の企業のROAの低さと資本コストとの関係)

わが国の企業のパフォーマンスが低いことの説明としてROAの低さが挙げられることがあるが、ROAは、企業活動に投じられる総資本の収益率であり、企業にとっては、収益率と資本コストが等しくなるまで投資を拡大することが合理的な決定となる。この点、資本市場を異にする企業同士では企業の資本コス

---

<sup>9</sup> EVA (Economic Value Added) は Stern Stewart 社の登録商標。

トが異なり得るため、ROA を比較する際には資本市場間における資本コストの差を調整して考える必要がある。

変動相場制移行後の日米の資本コストの差は、約 3%程度とみられるため、名目ベースでの ROA に同程度の差が生じていても不思議はない。制度比較論を行う場合には、そうした資本コストの差を考慮してもなお、わが国の企業の ROA が低いことを確認してから、制度的側面の影響を検討する必要がある。

### (直接投資に関する見方)

まず、木下論文では、わが国における対内直接投資の低さを「国際的な活動を行う投資家の立場」から議論しているが、この場合、日本の上場企業における外国人持株比率は近年大きく上昇していることはどのように解釈すべきか。なお、対内外直接投資残高については、同計数は残高ベースであり、過去の動きが大きく影響し得る点や、EU 加盟国の数値については、「対内外」といった場合に、対国内外を意味するのか、あるいは対 EU 域内外を意味するのかといった点に留意する必要がある。

次に、そもそもわが国の企業の対外直接投資スタイルと木下論文の中心的な問題意識である「わが国の法制度 (Legal Institutions in Practice)」との因果関係は単純ではないように思われる。例えば、わが国の代表的な電機企業や自動車企業の主な地域別の売上高対有形固定資産保有額の比率をみると、ほぼ例外なく国内の比率の方が連結全社平均の比率よりも低いという傾向が観察される。他方、同じ比率を欧米企業についてみると、わが国ほどはっきりとした傾向は観察されず、売上高に対する固定資産の割合は国内外においてあまり差はみられない。そうだとすると、わが国の企業は、わが国の企業にとって快くない法制度であるにもかかわらず、継続的経営資源を母国に置こうとする傾向があり、基本的な軸足を母国内に残すという傾向が強いと評価することができそうである。こうした非最適な決定を生み出す企業内ガバナンス構造こそ問題であるといえないか。

さらには、わが国の法人税率は、米国カリフォルニア州を除けば、大抵の国より高いにもかかわらず、わが国の企業内ガバナンスには、移転価格を全体最適性とは別に、本社が儲かっているように経理したがる傾向があるようにみられる。

#### 4. 自由討議

以上の報告およびコメントを踏まえ、自由討議が行われた。自由討議では、わが国の企業法制はどのような方向性を志向すべきか、といった大局的な観点からの議論がなされた。

##### (わが国の企業の低収益性にかかる分析)

広田は、わが国の企業の低収益性について分析する際には、法人企業統計に海外の子会社等の計数が含まれていない点に留意する必要があるとあり、海外からのリターンも考慮した連結ベースでみれば、1980年代後半のバブル時代を除き、1980年代と2000年代では上場企業の収益性にあまり違いがない可能性があると指摘した。

また、宮島は、わが国の企業の低収益性について、木下論文では、主にROAを用いて国際比較しているが、岩村が指摘するように、付加価値やROE (Return On Equity、自己資本利益率) の比較も重要ではないか、と述べた。過去20年間、特に最近10年間について国際比較を行うと、付加価値については差がない一方、ROAやROEには大きな差が出ており、そうした点からすると、本質的な問題は財務選択というよりもむしろ労働分配率を決定する要因にあるのではないかとの見方が可能となるとした。

##### (わが国の企業の内部資金留保の高さにかかる分析)

広田は、わが国の企業の内部資金留保が大きい背景として、木下論文は倒産法制を指摘しているが、わが国のメインバンク制度のもとでは、企業が倒産する前段階でメインバンクが企業に資金提供を行うことが予想されるため、倒産の回避という点からは、現金を持つインセンティブは逆にはないのではないかと指摘した。また、現金保有の理由として、木下論文は従業員の解雇規制の存在を指摘しているが、同氏の行ったアンケート調査の結果<sup>10</sup>では、上場企業経営者の多くは、現金保有の理由について、将来の成長や経営の安定のためと回答しており、従業員の雇用を考えていざという時のためと回答した経営者はゼロであったことを紹介し、そうしたことを踏まえると、経営者が現金を保有している主たる理由は将来の投資機会に備えるためと考えられると述べた。

他方、宮島は、わが国の企業の内部資金留保の水準が高いことについては、

---

<sup>10</sup> 伊丹敬之・江川雅子・小幡 績・田中一弘・広田真一『日本企業の強みを活かすガバナンス』に関する調査、経済産業研究所企業ガバナンス研究会、2005年。

意見の一致があると考えられるが、1990年代以降は、コーポレート・ガバナンスの改革が進んで内部資金留保の水準の高さが改善されたとみるか、こうした改革にもかかわらず依然として高いとみるかは、評価が定まっていないと指摘した。この点について、最近の研究では、わが国の企業の内部資金留保の水準の高さは、1990年代に比べ2000年代は改善しているとする分析<sup>11</sup>があることを紹介した。

柳川は、わが国の企業の内部資金留保の水準が高いことは、それが従業員のためかどうかは別としても、ハイ・リスク・ハイ・リターン of 事業を選択して会社を潰してしまうよりも、危機的状況においていかに会社を潰さないかの意識が経営者・株主を含めた会社全体で極めて強いことと整合的であるといえるのではないかと指摘した。こうした日本のガバナンスのあり方をいかに変えていくかが、日本の政策パッケージとしては重要と考えられるとした。

この点について、宍戸は、企業経営は「会社を潰さないこと」を目的としているとの指摘は、多くの企業経営者と接すると如実に感じられ、「無借金経営は良いことだ」と信じるわが国の多くの経営者に対し、企業ファイナンスのあり方について、広く議論を投げかける必要があると考えられると指摘した。

#### (株主主権論とステークホルダー論)

まず大崎は、市場をみている立場からすれば、わが国の企業が株主価値や企業価値の増大を重視する方向に向かっていくことはよいことであると考えているが、そもそもそのようなコンセンサスがわが国に形成されているとはいえないのではないかと、との疑問を提起した。

これに対し、木下は、株主価値の増大が望ましいとの価値判断がわが国において共有されることよりも、むしろ必要な事業や財務の再構築がより早期のタイミングで行われることが重要との価値判断が共有される必要があるのではないかと述べた。例えば、わが国では、現状において、民事再生を申し立てた企業の9割以上について債権放棄がなされるため、銀行側は企業からあらかじめ過度の債務保証を取るインセンティブを強く有するが、企業がより早期に事業再生の判断を下し、より早いタイミングでデット・エクイティ・スワップや企業買収等に対応することが一般的になれば、こうした銀行の行動にも変化が生じるのではないかとした。

柳川も、ステークホルダー論か株主主権かという議論は日本で一時期盛り上

---

<sup>11</sup> Kato, Kazuo, Meng Li, and Douglas J. Skinner, “Is Japan Really a „Buy“? The Corporate Governance, Cash Holdings, and Economic Performance of Japanese Companies,” Columbia University Center on Japanese Economy and Business Working Papers No.306, 2012.

がったが、重要なことはいずれがよいかということではなく、現在わが国で生じている構造変化に合わせて生産要素をいかに新しい分野にシフトさせていくか、ということであると指摘した。この点、コースの定理に基づいて考えれば、会社の中で誰が意思決定をしても問題はないはずだが、現実には、ステークホルダー論の立場に傾くと、従業員等のモビリティは小さく、生産要素のシフトは容易でないため、企業は現状維持に走りがちになるなど結果として会社の意思決定も影響を受けると考えられるとした。また、こうした問題意識からも、木下の指摘する経営維持か、早期再生かという法的整理の問題は重要であると述べた。

広田は、すべての国が株主利益を最優先する方向を目指す必要はなく、それぞれの国が進む道が異なってもよいのではないかと問題提起した。この点、世界には、アメリカのように貧富の格差が大きいがイノベーションの活発な経済と、スカンジナビア諸国のように貧富の格差は小さいがイノベーションは活発ではない経済があるが、スカンジナビア諸国は、アメリカのイノベーションによる新技術を利用してキャッチアップしており、経済学的には均衡が成立していると指摘する米国学者の共著論文<sup>12</sup>が示唆的であると述べた。さらに、同論文において、経済学的な効用をみると、人々の幸福度はアメリカよりもむしろスカンジナビア諸国のほうが高いとされていることや、最近の幸福の経済学の研究において、先進国の労働者が所得よりも雇用の安定や職場のコミュニティ、友人等を重要と考えているとする研究結果<sup>13</sup>をみても、先進国にとって、すべての国が株主利益一辺倒というのは問題ではないかと指摘した。

これに対し、大崎は、スカンジナビア諸国の成功には、小国であることが重要な要素となっており、わが国のような、人口の多い大国でかつ資源のない国がスカンジナビア諸国型の経済を目指しても、単に貧しい国になってしまうことが危惧されると述べた。

また、岩村は、現在のように世界経済のグローバル化が進展すると、企業の生産要素である資本と労働のうち資本の重要性が増すことになるが、株主は自らの権利が優遇される国に資本を移動させるため、最終的には株主優遇の企業経営を志向する法制度に収束することとなると考えられるとした。

---

<sup>12</sup> Daron Acemoglu, James A. Robinson, and Thierry Verdier, “Can’t We All Be More Like Scandinavians? Asymmetric Growth and Institutions in an Interdependent World,” NBER Working Paper Series, 2012.

<sup>13</sup> Frey, B.S., and A. Stutzer, “What Can Economists Learn from Happiness Research?,” *Journal of Economic Literature*, Vol.40, No.2, pp.402-435, 2002. Diener, E., and M.E.P. Seligman, “Beyond Money: Toward an Economy of Well-Being,” *Psychological Science in the Public Interest*, Vol.5, No.1, pp.1-31, 2004. Layard, R., “Happiness: Lessons from a New Science,” Allen Lane, 2005.

### (各国文化が企業行動に与える影響)

広田は、企業行動に影響を与える要因として、木下論文は法制度を指摘しているが、これに加えて各国の文化も重要と考えられると述べた。各国の文化が法制度や企業行動に与える影響については、リスク回避的な文化であるほど、株主権が弱く、企業行動もリスク回避的であるとの実証研究<sup>14</sup>を紹介した。

これに対し、柳川は、わが国の企業の低収益性にはさまざまな要因があるが、法制度がそのうちの重要な操作変数の1つであるというのが木下論文の主張であり、法制度でわが国の企業の問題をすべて説明できるということではないのではないかと指摘した。この点、文化も低収益性の重要な要因の1つであることは間違いないが、文化は操作変数ではなく、これを変えるには百年単位あるいは千年単位で考えなければならず、社会学者はこの問題の解決に何ら関与し得ないことになってしまうと述べた。立法過程自体に文化が影響するのも確かだが、操作変数として操作可能な法制度を見直すことにより、問題を解決する方向に変えていくことが重要であるとした。

岩倉は、法制度を変えればわが国の企業が抱える問題がすべて解決するということではないが、企業法の本来の目的は、投資家が会社という制度を使って経済を発展させ、それが最終的に国民の生活や文化も発展させ豊かにすることであり、立法過程においても、こうした企業法の本来の目的を常に念頭において考えていくことが重要であると指摘した。その上で、わが国の法制度をアメリカ型モデルにすべて変えるとの提案は、現実的ではないことを承知のうえで、なおそうした思い切った改革を行うことで企業法がより機能する方向で変わる部分もあるのではないかとの問題意識に基づく述べた。

これに対し、宮島は、ステークホルダー型と株主主権型のいずれにより重きをおくかを出発点に議論することはあり得るとしても、もはやある特定の国をモデルに法制度を改革することは困難であり、現状を与件として、わが国固有の法制度を構築していくことが重要ではないかと指摘した。アメリカ型モデルに変えるという提案については、そもそもアメリカ型が効率的かどうかについて疑問があるうえ、わが国とアメリカの法制度を取り巻く状況が異なるため、制度移行のコストのほうが大きくなる可能性が懸念されるとした。

---

<sup>14</sup> 各国の文化が企業のリスクテイク行動に与える影響を考察したものとして、Stulz, R. M., and R. Williamson, "Culture, Openness, and Finance," *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, No.3, pp. 313-349, 2003、Licht, A. N., C. Goldschmidt, and S. H. Schwartz, "Culture, Law, and Corporate Governance," *International Review of Law and Economics*, Vol.25, No.2, pp.229-255, 2005、Li, K., D. W. Griffin, H. Yue, and L. Zhao, "How Does Culture Influence Corporate Risk Taking?" 2012 (Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2021550>)がある。

### (分析対象とするわが国の企業)

柳川は、わが国の企業あるいはわが国上場企業といっても、企業ごとに状況は異なり、こうした企業の「ヘテロジェネイティ（異質性）」を念頭において法制度のあり方を議論することが必要であると指摘した。具体的には、グローバルに活動している上場企業と、そうでない上場企業、さらには非上場の企業とでは、抱えている問題がそれぞれ異なり、法制度面に対応すべき課題も異なるとした。すなわち、グローバルに活動している上場企業は、付加価値ベースで見れば、他国の企業とさほどパフォーマンス面で差異はなく、むしろこれら企業については、いかに付加価値の増大を図ることにより日本経済の成長を牽引していくかが重要な課題であるとした。他方、グローバルに活動していない上場企業や非上場企業については、非効率な経営が行われているにもかかわらず退出していない企業の存在が問題であるとした。

この点について、宮島は、わが国の企業の活性化を考えるにあたっては、わが国の企業を、(1)内外の機関投資家が5割以上のグローバル上場企業群、(2)安定株主が多く、主として国内向けで、持合いの多い上場企業群、(3)IPO（Initial Public Offering、新規株式公開）から間もない（15年以内程度の）新興企業群、の3つに分類したうえで、それぞれの企業群の抱える問題や課題を分析する必要があるとした。そのうえで、従来は、(1)の企業群は、他の(2)や(3)の企業群より相対的に問題が少ないと考えていたが、オリンパス事件後の同社の再建過程等をみると、従来経営の規律付けの主体といわれていた銀行、メインバンクのガバナンスへの関与が後退しているだけでなく、外国人投資家もガバナンスへの関与に消極的で、メインバンクに代わるモニターの主体になり得ず、ある種のガバナンスの空白が生じていることが明らかになった。今後、こうしたグローバル企業におけるガバナンスの問題についても考えていく必要があることが認識されたとした。

また、宍戸は、本論文を通じて明らかになった上場企業の問題——すなわち株主利益を基準とした経営がなされていないという問題——は、ベンチャー企業やファミリー企業にも共通するものであり、上場企業とベンチャー企業やファミリー企業は、必ずしも全く異質のものとしてではなく、連続的に捉える必要があるのではないかと指摘した。

### (法制度と企業の財務行動の関係)

宮島は、木下論文が指摘している、法制度が企業の財務行動に関して影響を与える4つの仮説は、いずれも可能性のある経路であるとしつつ、それぞれの経路における分析上の課題について指摘した。

具体的には、第1の法的整理については、それが財務行動に影響を与えてい

るか否かを証明するためには、倒産法制の変化が生じた後に内部資金留保に変化が生じているかを確認する必要があるとした。また、第 2 の企業買収については、法制よりも市場の状況や企業ごとの株式保有構造の要因、特に、株式持合いが大きな制約となっている可能性が高いと指摘した。第 3 の投資家行動を巡る制度については、取引関係の利益を考慮する株主の存在自体は必ずしも悪いことではなく、わが国の企業の多様化というかたちで評価することも可能であると指摘した。また、安定株主が多いことにより、株主による規律付けが作用していないというのは、従来のわが国の企業のガバナンスのイメージである。しかし、特に時価総額上位 300 社までの企業では、外国人投資家の保有比率はすでに高く、むしろわが国の企業の株主による規律付けで最も重要な問題は、本来積極的な経営の規律付けを期待される外国人投資家や国内機関投資家がそうした役割を担っていない点にあるのではないかとした。最後に第 4 の代表訴訟については、これによって企業のリスク回避的な行動がどの程度影響を受けているかについて、具体例を含めて今後分析が深められることが期待されるとした。

#### (再建型倒産法制のあり方)

柳川は、再建型倒産法制の本来の趣旨は、企業の構造を変えて生き残らせるか、あるいは清算させるかの選択を行わせることにあるが、実際には裁判所の判断も含め、いかに企業を復活させるかとの見方に偏っているように思われると指摘した。収益性が低下している企業について、その要因が循環的なものか、あるいは産業構造の転換という大きなトレンドによるものかに応じて、とるべき対応も、その企業を経営刷新によって復活させるのか、あるいはその企業を市場から退出させて新しい産業や企業に期待するのか、など異なり得るとした。そのうえで、日本経済復活のためには、再生の困難な企業を市場からいかに退出させるか、またそれと同時に企業を退出させても問題の生じないセーフティネットをいかに構築するかを考えていくことが重要であると指摘した。

## 5. 座長総括

宍戸は、ワークショップの総括として、木下論文が、企業活動のプレーヤーのインセンティブに法制度がどのような影響を与えるかに着目している点や、法制度の比較においてアメリカに加えドイツを取り上げている点等を評価したうえで、今後さらに研究を深めていくべき検討課題について指摘した。

- 従来の立法政策論の中には、法制度の体系の整合性等を重視する議論が多かったが、木下論文は、法制度が経営者や従業員、株主、債権者といった企業活動の主たるプレーヤーのインセンティブにどのような影響を与えるかに着目している点が重要である。法制度のあり方を考えるうえでは、新たな法制度に対してプレーヤーがどのように反応するか、ということまで逆算して考える必要がある。現状において、こうした点は、わが国の立法担当者や裁判官を含む法律家の間で十分に意識されていないと考えられることから、法律家への経済学教育の必要性を説く岩倉の指摘は重要である。

また、大崎が指摘するように、立法過程において、経営者・従業員・株主・債権者に加え、政府も利害を有する5番目のプレーヤーとして存在することを理解したうえで、立法の政治経済学を検討していく必要があると考えられる。特にわが国のいわゆる縦割り行政のもとで、金融商品取引法、会社法、労働法、倒産法、税法など企業法を構成するさまざまな法律が、それぞれ全く違ったルートで立法され、立法者間の相互のコミュニケーションが行われていないことも問題である。
- 木下論文では、検討すべき重要な企業法として、倒産法や再生型倒産制度を取り上げているが、倒産法制については、企業活動を活性化するためにいかに改革するかとの観点からの議論はこれまであまりなされてきていないため、意義が大きい。また、岩倉が指摘するように、企業活動に影響を与える観点で最も重要な企業法は税法であり、M&Aにかかる税制の問題等、今後検討していくべき課題は多い。
- このほか、わが国のコーポレート・ガバナンスを考察するにあたっては、宮島の指摘するように、やはり株式持合いが重要であり、これに対する評価や対策についても考察を深めることが重要と考えられる。また、岩村の指摘するように、わが国の企業のパフォーマンスを分析する際には、付加価値を考慮することも重要である。
- 金融裁判所を設けるべきではないかとの岩倉の提案も重要である。アジアの司法制度におけるシンガポールの重要性が近年増しているが、東京が今後アジアの司法制度において重要な地位を占めるという観点からも、デラウェア州裁判所におけるような専門裁判官の法廷について、考察を深めることは重要と考えられる。

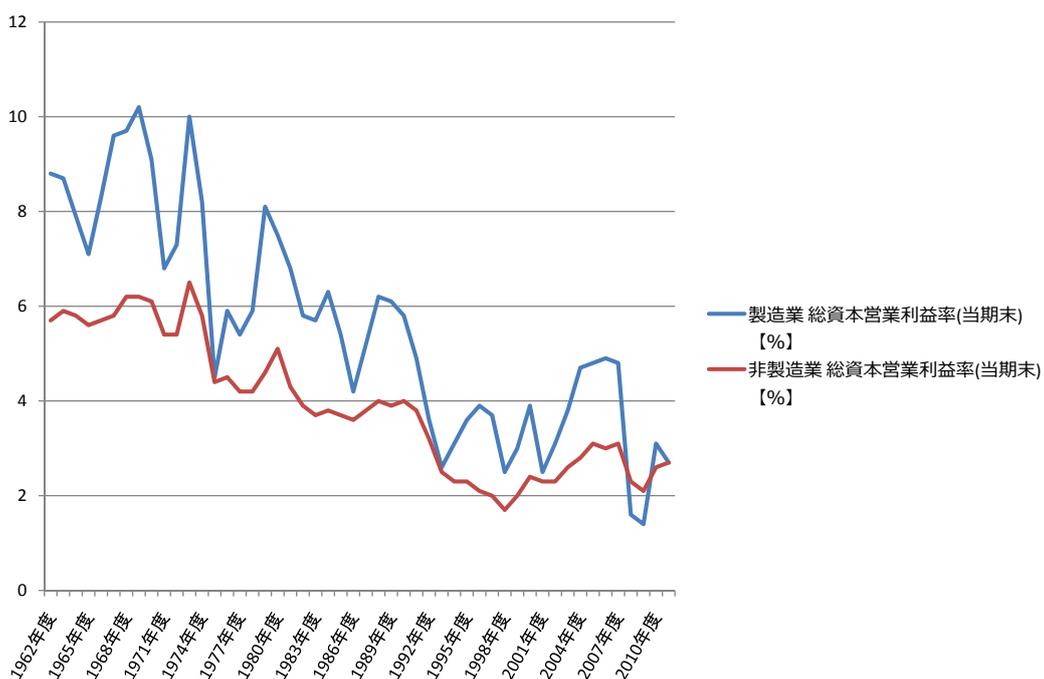
以上

# わが国企業の低収益性等 の制度的背景について

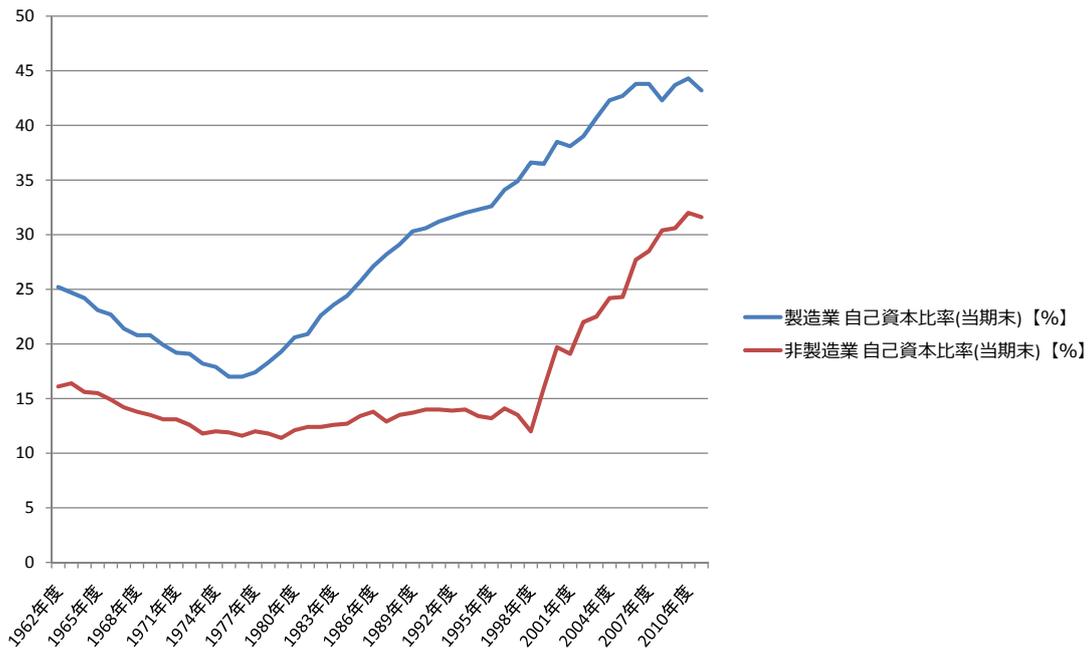
— 図表 —

日本銀行理事 木下信行

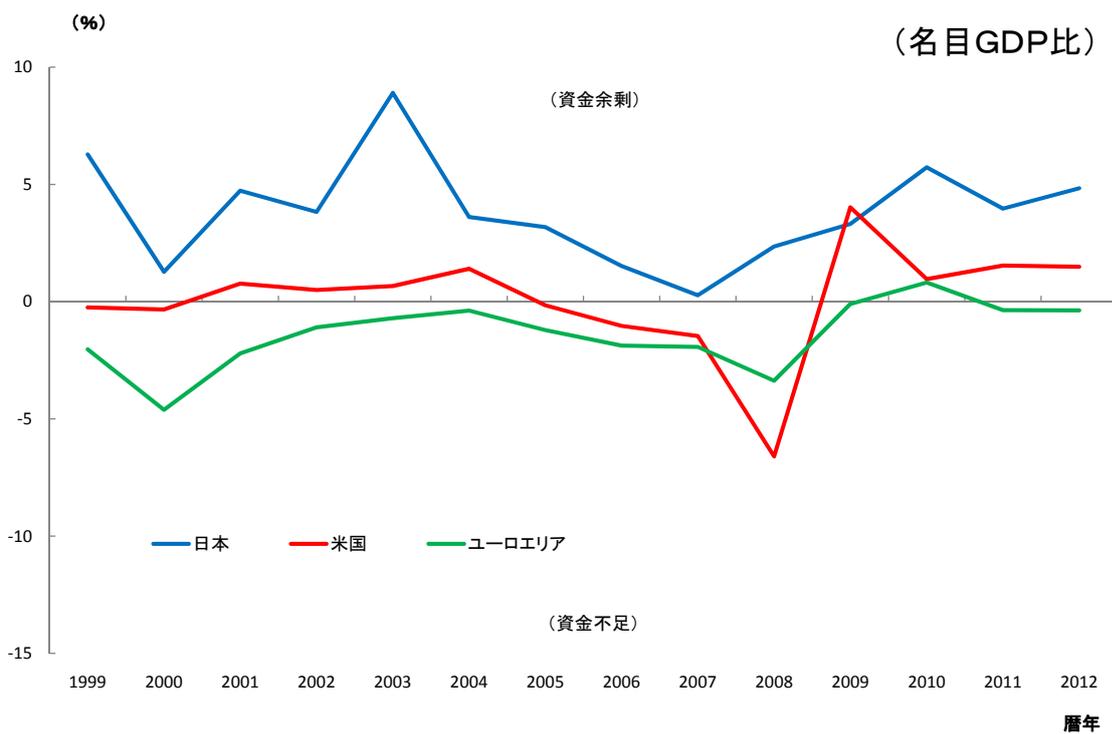
図表1 わが国企業の総資本営業利益率の推移



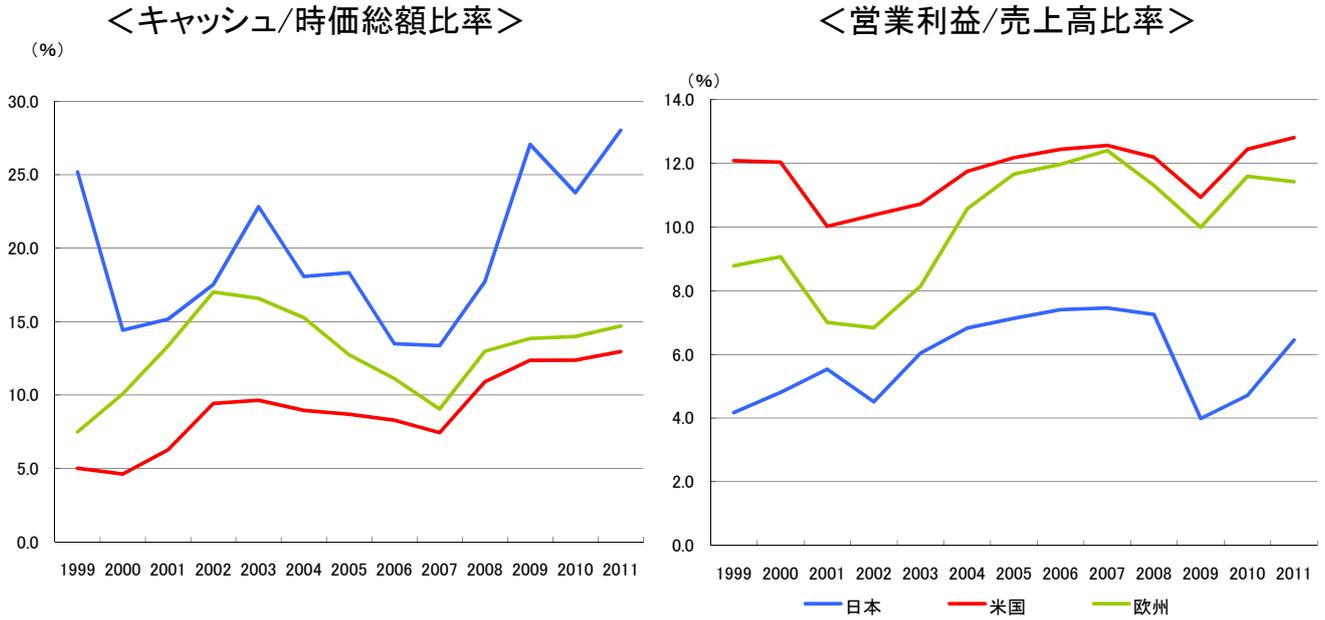
## 図表2 わが国企業の自己資本比率の推移



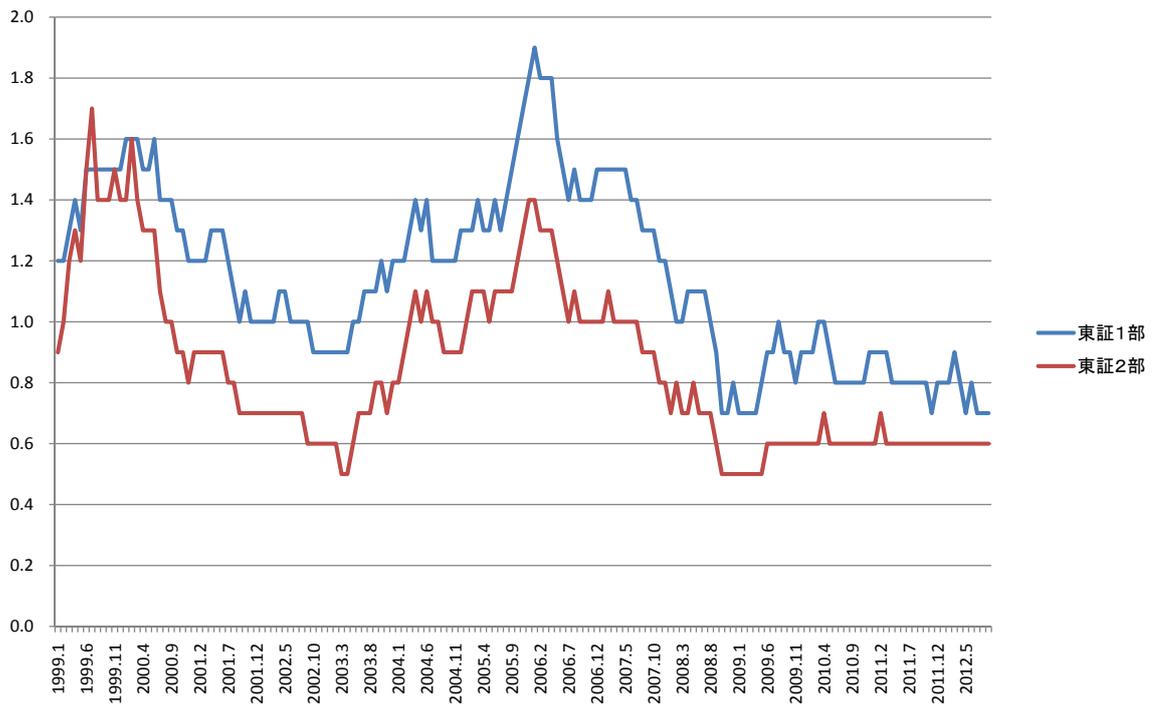
## 図表3 企業部門の資金過不足の国際比較



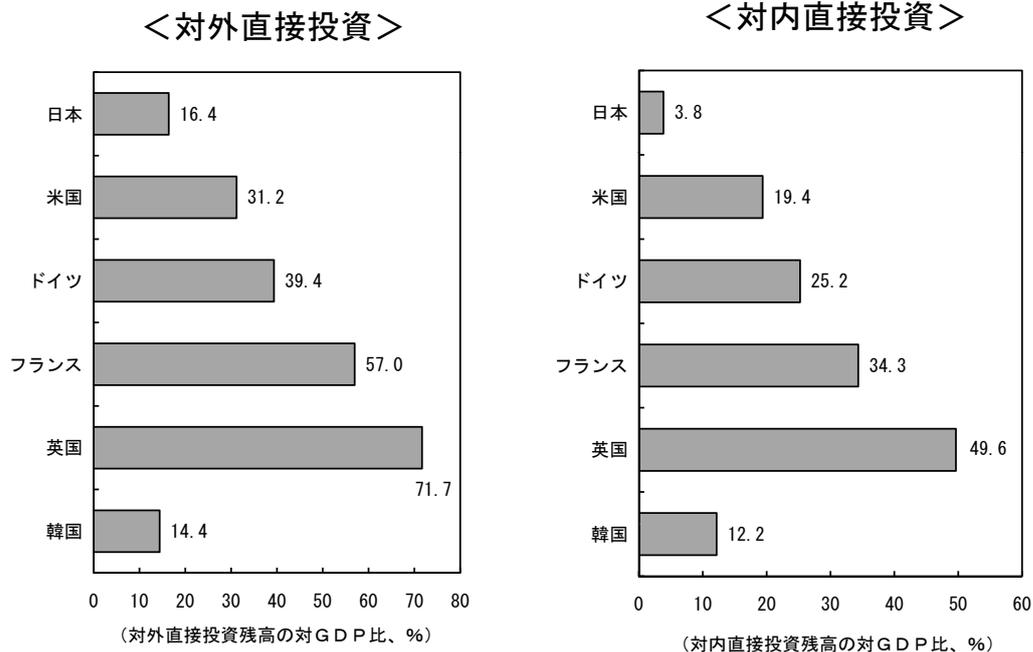
# 図表4 上場企業の財務特性の国際比較



# 図表5 東証上場株式のPBRの推移



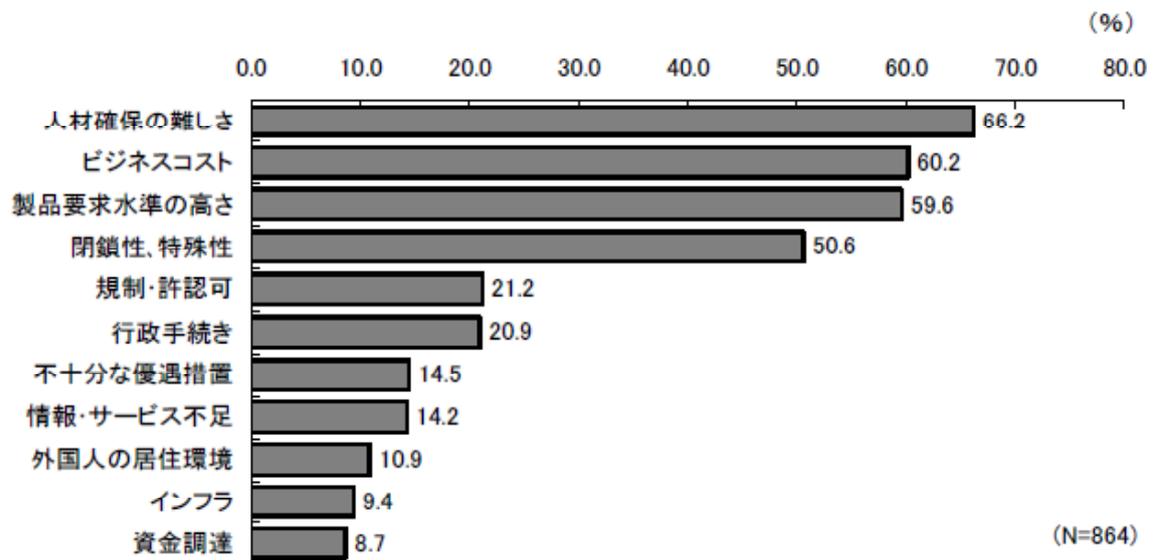
## 図表6 直接投資残高の国際比較



(注)2011年の値。

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

## 図表7 ビジネス上の阻害要因について



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8 再建型倒産法制の国際比較

	アメリカ	ドイツ	日本
開始要件	なし	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
経営者の申請義務	なし	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
プリパッケージ処理	可能	可能	不可

(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

図表9 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) (うち再建型手続)	8,026 889	7,763 856	7,281 551	8,578 592	8,756 536	9,914 601	11,676 906	11,844 716	11,096 529

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

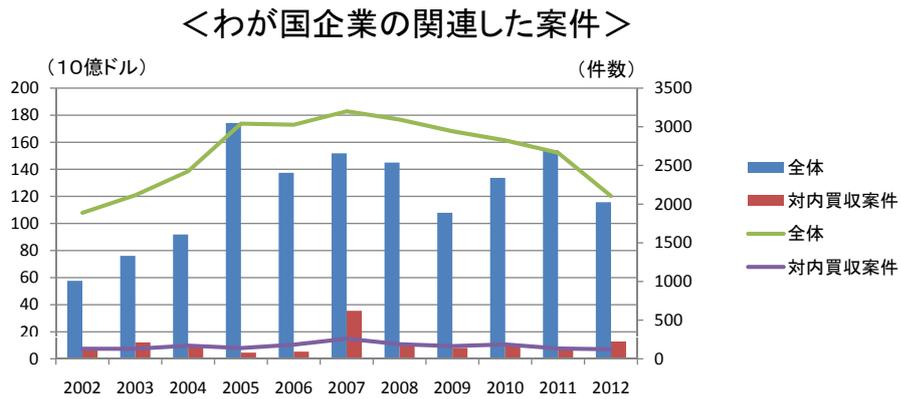
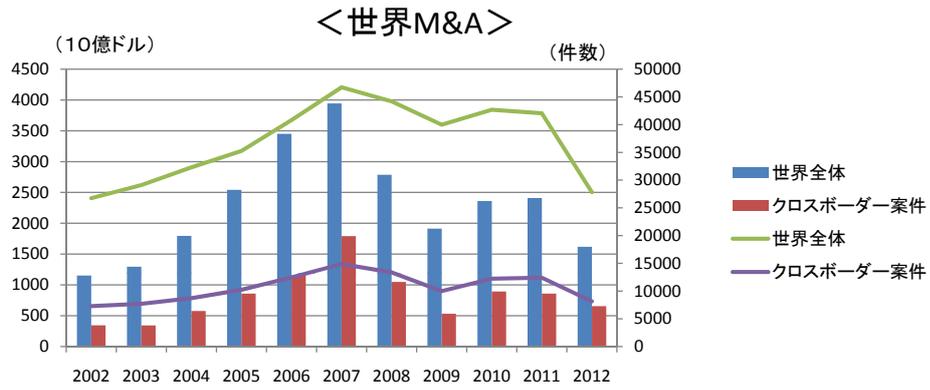
## 図表10 解雇権の制限

<p>&lt;日本&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・解雇権濫用法理の一類型</li> <li>・整理解雇の「4要件」             <ul style="list-style-type: none"> <li>▶人員削減の必要性                 <ul style="list-style-type: none"> <li>✓企業又は特定の事業部門における赤字の継続等</li> </ul> </li> <li>▶解雇回避努力義務の履践                 <ul style="list-style-type: none"> <li>✓配転、出向、希望退職募集などの手段の履践</li> </ul> </li> <li>▶解雇対象者の人選の妥当性                 <ul style="list-style-type: none"> <li>✓客観的且つ合理的な人選基準の設定</li> </ul> </li> <li>▶解雇手続きの相当性                 <ul style="list-style-type: none"> <li>✓労働組合又は労働者との協議等</li> </ul> </li> </ul> </li> <li>・4要件説と4要素説             <ul style="list-style-type: none"> <li>▶4要件説に立つと、一つでも欠ければ解雇は無効</li> </ul> </li> </ul>
<p>&lt;アメリカ&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・任意雇用の原則</li> </ul>
<p>&lt;ドイツ&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> </ul>

## 図表11 企業買収関連制度の国際比較

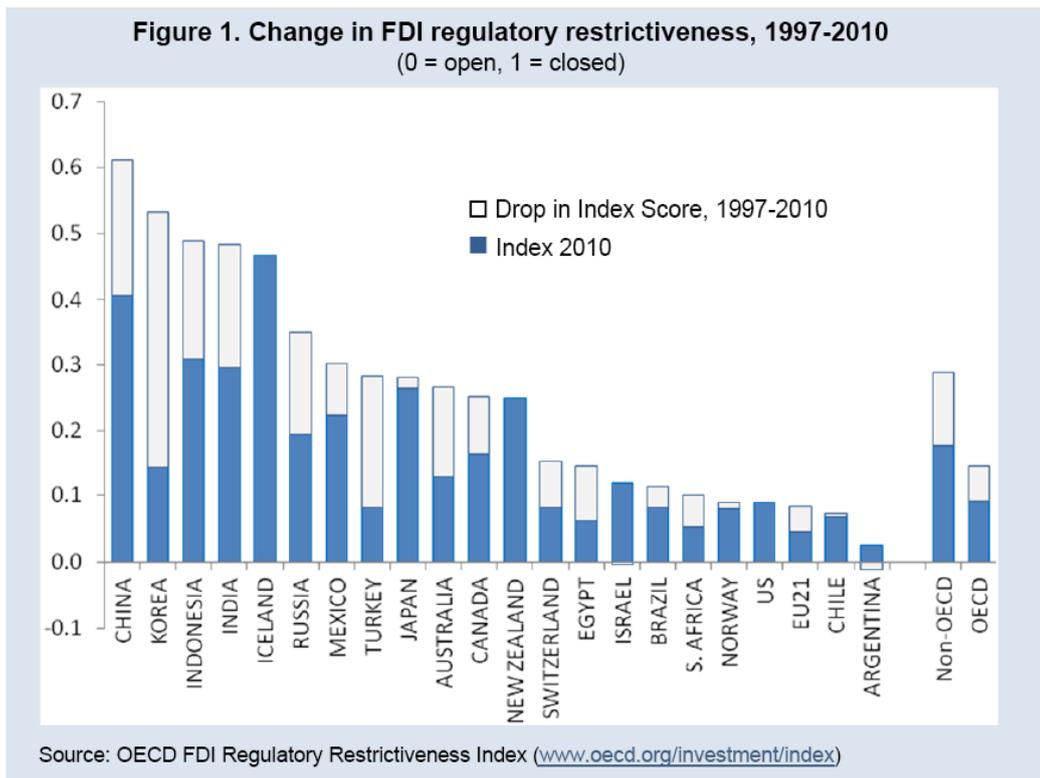
	アメリカ	ドイツ	日本
<p>&lt;買収者&gt;</p> <p>公開買付制度の趣旨</p> <p>価格規制</p> <p>全部買付義務</p> <p>適用範囲</p>	<p>公開買付が行われる場合の情報開示の確保</p> <p>均一の最良価格の提示</p> <p>なし (部分買付の場合はプロラタ)</p> <p>SECにより判定 (5%以上の買収は届出)</p>	<p>企業の支配権が移動する場合の少数株主保護</p> <p>最低価格規制</p> <p>あり</p> <p>30%以上を保有している場合</p>	<p>大規模な株式買付が行われる場合の投資家保護</p> <p>均一価格規制</p> <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>&lt;対象企業&gt;</p> <p>取締役の行動基準</p> <p>買収防衛策の採用</p>	<p>レbron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12 世界とわが国のM&Aの推移

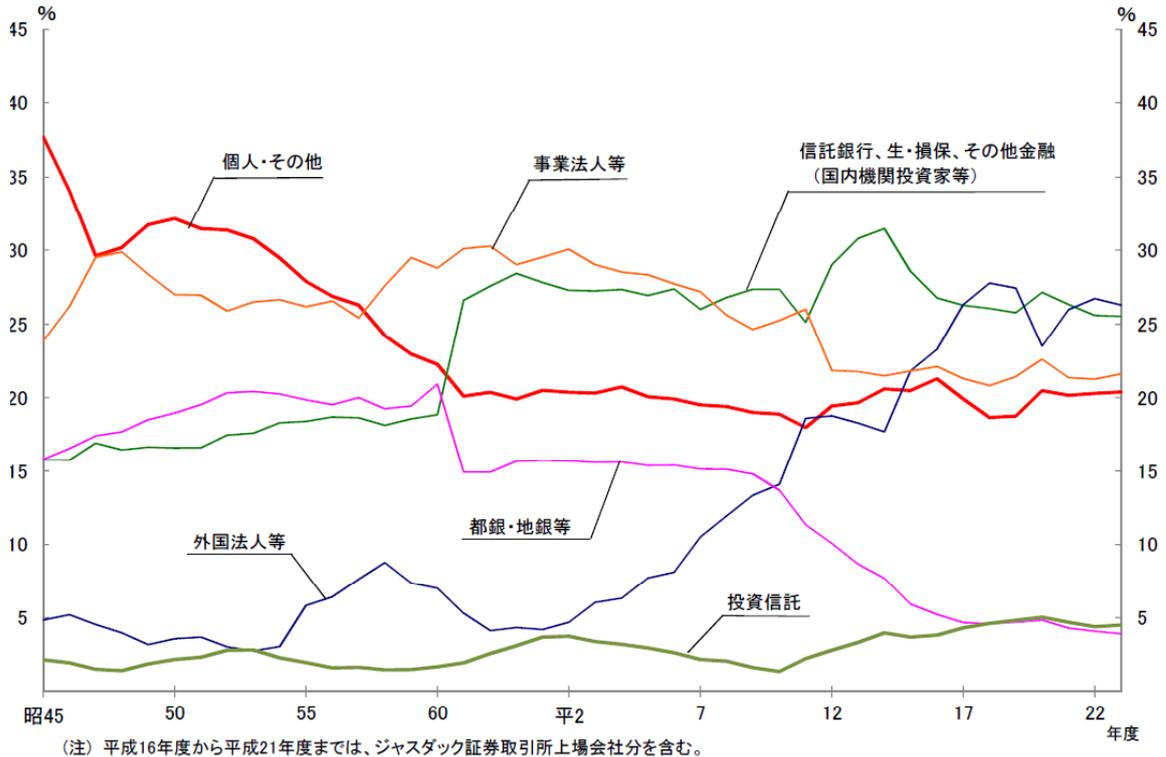


資料: Thomson ONE

# 図表13 対内直接投資の制限

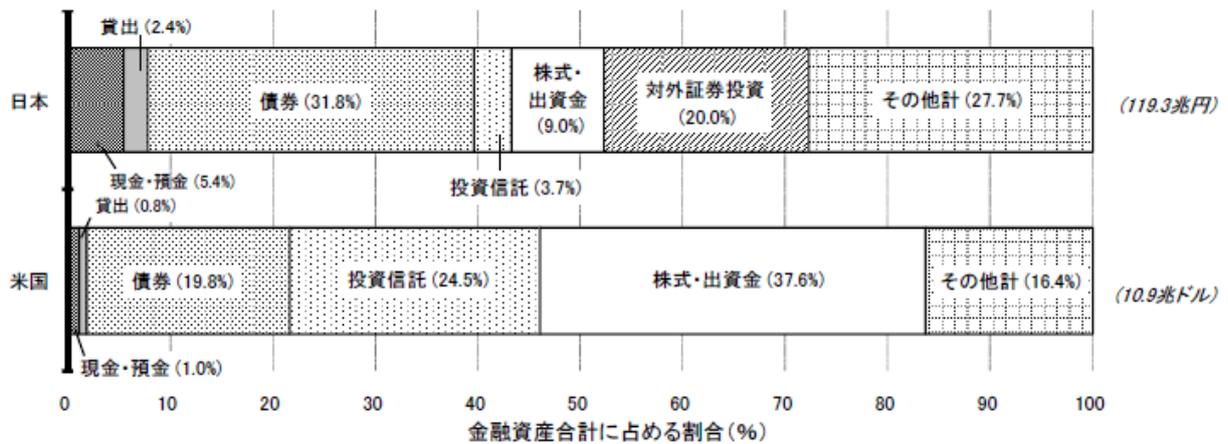


# 図表14 主要投資部門別株式保有比率の推移



資料: 東京証券取引所

# 図表15 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16 ドイツにおける資本市場改革

### ＜ 情報開示の重視 — Comply or Explain 原則 ＞

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  
 2000年「コーポレート・ガバナンス、企業経営、企業統制、株式法近代化のための政府委員会」(Baums委員会)  
 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  
 会社法制上、上場会社の取締役・監査役に対し、同コードに従っているかどうかについて開示義務を課す  
 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」  
 株主権および少数株主権の強化を通じて株式会社を資本市場と結び付けるという考え方に基づく法律  
 2005年「取締役報酬開示法」

### ＜ 資本市場法と会社法制の総合的整備 ＞

- (イ) 会社法制に対する資本市場法の影響  
 資本市場を前提としたガバナンスに適合的な株主の権利
- (ロ) 資本市場改革との連動  
 特別法の制定: 「有価証券取得及び買収法」(2002年)  
 第四次資本市場振興法、金融監督組織の統合(2002年)
- (ハ) 市場規制違反に対する民事法上の効果  
 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17 市場監視機関の国際比較

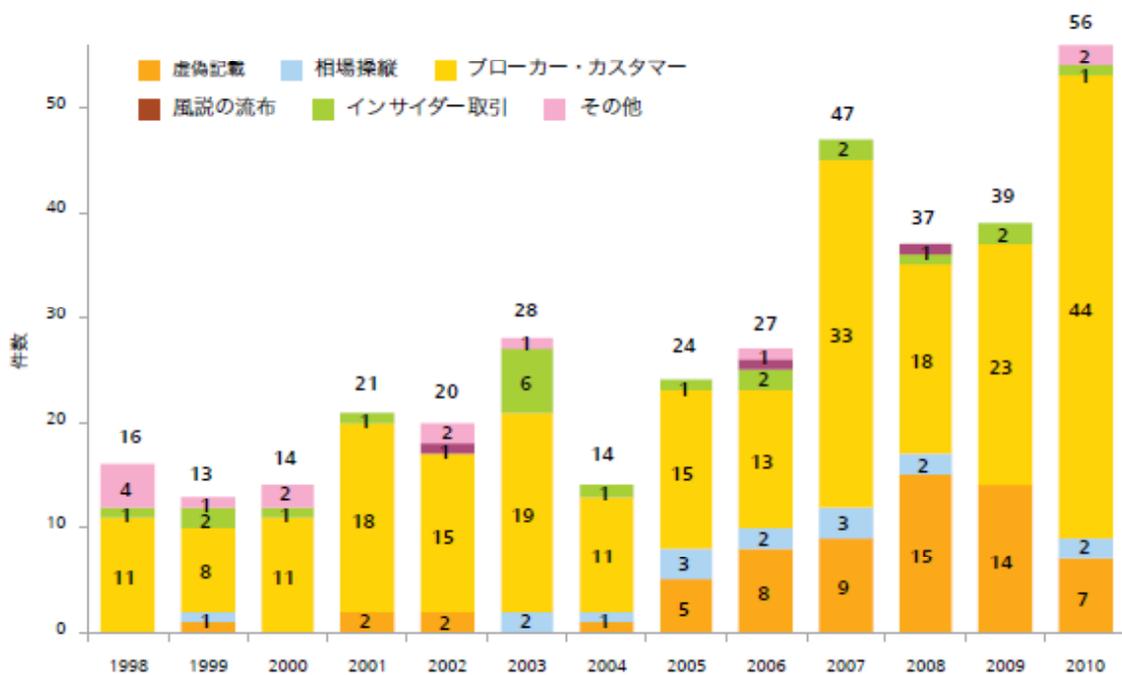
	アメリカ	ドイツ	日本
名称	Securities and Exchange Commission	Bundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht	証券取引等監視委員会
＜ 資源 ＞ 人員	約3750人	(約350人)	約700人(地方300人を含む)
歳出	12億ドル	約2700万ユーロ	(約60億円)
財源	独立採算	独立採算	国費
＜エンフォースメント＞ 刑事告発	×	○	○
課徴金	○	○	○ (金融庁への勧告)
民事訴訟	○ (Disgorgementを含む)	×	×
＜追加的権限＞ ルール設定	○	×	×
公開買付の審査	×	○	×

(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18 投資家による訴訟の国際比較

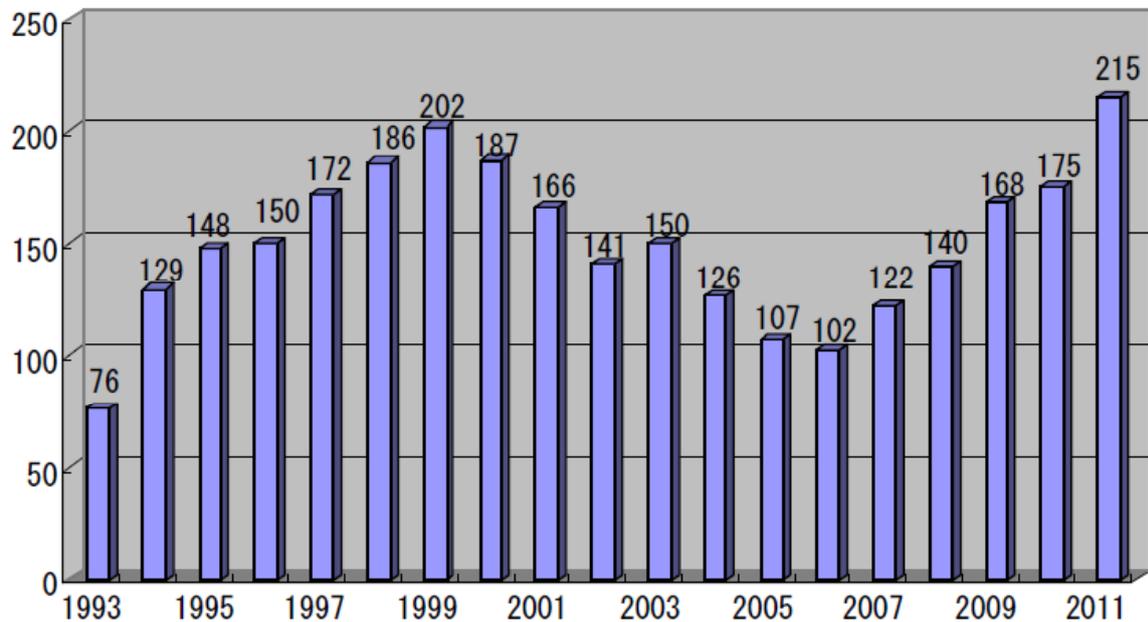
	アメリカ	ドイツ	日本
主な端緒	情報開示、株価変動等	株主の質問、帳簿閲覧	報道、当局の行動
事前情報収集	ディスカバリー	独立証拠調べ	提訴前情報収集
多用される 訴訟形態	証券訴訟 (州法に基づく株主代表訴訟も多い)	株主差止訴訟	株主代表訴訟
集団訴訟制度	クラスアクション (オプトアウト方式)	投資家モデル訴訟	×
一般的な 終結形態	和解	判決	判決

図表19 わが国の証券訴訟(類型別判決件数)



出所：WestLaw Japan, 新聞報道等

図表20 わが国の株式代表訴訟係属件数(地裁)



資料: インターリスク総研

図表21 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と。

(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と。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と。

(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と、株主持分の価値向上や株主還元拡大を求める行動が少ないのではないかと。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と。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と。

(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と。

(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ため、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と。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と。

(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と。

(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と。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と。