

## 第 34 章 各国における企業のガバナンスと支配権 (p.513~p.541)

担当：國信奈苗

### 34.1 金融市場と金融機関

- 金融システムの国別比較
  - 米国：市場中心の金融システム
    - ー米国の家計では他国に比べ株式を多く保有している。
  - ヨーロッパ：銀行中心の金融システム
    - ーヨーロッパは企業間で多額の持ち合いをしている。
  - 日本：銀行中心の金融システム
    - ー日本の家計は銀行預金に多く投資しており、他の先進国に比べ企業間信用をより多く活用している。
  
- 投資家保護と金融市場の発展
  - 投資家が適切に保護されている地域では株式市場や債券市場が繁栄する
  - 投資家保護の程度（株主と投資家の財産権の内容と法律の執行面での質に基づく）が低い国では株式市場の価値が低く、民間企業の債券による調達は少ない。
  - 国によって投資家への保護の程度の違いが起こるのは、政府の政策の違いによるものである。

### 34.2 所有権、支配権およびガバナンス

- 米国とイギリスにおける所有権と支配権
  - 会社の所有権を持つのは株主
  - 通常 1 株 1 議決権
  - 「株主価値の最大化」を目的に、経営者は株主に対し信任義務 (fiduciary duty) を負う。
  
- 日本における所有権と支配権
  - 系列 (keiretsu) とは、主要な銀行を中心に組織された企業ネットワークのこと。
  - 銀行と企業間の長期的関係を伴うメインバンク・システムが存在する。
  - 系列内の会社間で取引や株式の持ち合いが行われている。
  - 権限が、メインバンクとグループ内の会社及びグループ自体に分かれている財務上の利点
    - ① 各社はグループの「内部」で資本調達のアクセスを有すること
    - ② 系列企業が財務上の困難に陥った場合、私的再建を測ることができる

- 日本の会社法は、米国の会社法より容易に株主が取締役の候補を提案し、選任することができる。
  - しかし、株主は大きな影響力は有しておらず、実質 CEO と経営幹部が会社を支配している。
- ドイツにおける所有権と支配権
- ダイムラー・ベンツの所有権が数層の所有構造になっており、その所有権は大株主に集中している。
  - ユニバーサル・バンキング・システムは、ドイツの銀行が個人や機関投資家のために株式を保管し、投資家のために議決する委任状を得ることを認めている。
  - ハウスバンキング・システムで、ドイツの銀行は委任状を通じて企業との長期的な関係を築きながらモニタリングを行い、経営者と所有者の間のエージェンシー問題を軽減している。
  - 会社の支配権は主に銀行、保険会社及び大株主にあり、普通株主には与えられていない。
- ヨーロッパにおける取締役会
- 大会社では監査役会（Aufsichtsrat）と取締役会（Vorstand）という二層式の機関による共同決定の制度をとっている。
  - 監査役会の半数は経営陣や従業員、残りの半数は株主の代表（銀行が多い）  
⇒監査役会は会社全体の利益を代表している。
- 他の国における所有権と支配権
- 先進国 27 国では、一般的に企業は裕福な一族か、国によって支配されていた。
  - 最終的に企業の支配権を有している株主は、過半数の持ち分を有していなくても企業支配を確実にするような議決権を有しているのが典型。
  - 同族支配はヨーロッパやアジアで特に一般的である。
  - 企業支配を確実にする方法
    - ① ピラミッド型の所有構造
    - ② 複数議決権のある株式の保有
  - 株主が支配権を持つこと
    - メリット：支配権を持つ株主は経営陣を監視し、企業が最善の事業戦略・投資戦略を着実に追求することにより、企業価値を最大化する可能性がある
    - デメリット：支配権を持つ株主は他の株主を犠牲にして、私的利益を享受し企業価値を奪い取るリスクがある

- コングロマリット再訪
  - 金融市場が発展していない国では企業支配が複数の産業にまで広がった企業が存在し、実際にはコングロマリットである。
  - 開発途上国でコングロマリットが成長しているのは同族による所有が理由の一つ。内部的な多角化が金融投資での分散化より先になされるから。
  - コングロマリットの企業グループは時には外部の少数株主を犠牲にしながらグループ企業間で資源のトンネリング（tunneling）を行うことがある。

### 34.3 金融構造の差異は重要なのか？

- リスクと短期主義
  - 銀行中心のシステムでリスクを負うのは、銀行や他の金融機関、最終的には政府  
⇒企業は「長期的な投資」が可能になる
  - 市場中心のシステムでリスクを負うのは、株主  
⇒株主から迅速な利益拡大を要求され、短期主義（short-termism）になりやすい
- 成長産業と衰退産業
  - 市場中心システムの貢献
    - ① 新産業の発展
    - ② 衰退産業の会社に生産縮小と資本の他産業への移動を強いる
- 透明性とガバナンス
  - 市場中心システムでは、企業の外部投資家に対する透明性が重要である
  - 銀行中心システムでは、銀行は企業を密接に監視し、損失を止めさせたり過剰に危険な戦略を止めさせたりすることができる。
  - 投資家を完全に保護するような金融システムは不可能かつ非効率。
  - 投資家を適度に保護し、経営者と投資家の利益が一致するようエージェンシー問題に向き合うことが必要である。

#### 【コメント】

- ◆ 内部ガバナンスについてあまり述べられていないが、ガバナンスによる投資家の保護が必要というならば外部と内部の両方のガバナンスが関わってくるのではないか。
- ◆ 金融中心のシステムの国に対し、社債市場が発達していないために銀行中心であるというが、それよりもリスク回避型を好むような国民性の方が大きく関係しているのではないか。