

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

2014 年 6 月 25 日

担当：清水

**本章の目的：**市場中心のシステムと銀行中心のシステムの比較を軸に世界各国の企業の所有権、支配権および資金調達の仕組みや法制度の違いを知る。

### 34.1 金融市場と金融機関

#### ☒ 34.1

米国→巨大な銀行融資残高、巨大な株式市場ならびに巨大な社債市場が存在している。

イギリス&アジア→銀行融資が債券市場よりはるかに重要。

ヨーロッパ&日本→銀行融資が債券市場を上回っており、株式市場は比較的小さい。

#### ☒ 34.2

米国→大きな割合が株式に直接投資されている。

イギリス→保険・投資信託・年金基金が圧倒的に多い。

ヨーロッパ→銀行預金と保険・投資信託・年金基金がトップを争う。

日本→銀行預金が圧倒的に大きい。

#### ☒ 34.3

イギリス、ヨーロッパおよび日本→貸出債権および現預金に多額の投資。

#### ☒ 34.4

ヨーロッパ→多額の株式が企業により保有されている。

日本→多額の関係会社間融資・企業間信用が行われている。

### ➤ 投資家保護と金融市場の発展

市場における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。

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer と Vishny は、株主と債権者の財産権と法律の執行面での質に基づいて、投資家保護の程度の数量的な指標を開発した。低い指標の国では、市場の総価値の GDP 比および上場企業数と新規公開数の人口比で見て、一般的により小さな株式市場が存在している。低い指標は、また、民間企業の債券による調達と比較的少ないことを意味している。

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer と Vishny はどうしてある国では投資家が十分保護され、他の国ではそうでないのかという理由として、その国の法制度の起源を指摘している。彼らは、各国法制を、イギリスから始まったコモン・ローの伝統に由来する法制とフランス、ドイツおよびスカンジナビア諸国で発展した大陸法に基づく法制に峻別した。株主と債権者の両者ともコモン・ローを採用した国においてより手厚く保護されている。

しかし、Rajan と Zingales は、大陸法系の国でも 20 世紀の初めには金融市場が十分発展し

ていたことを指摘した。ヨーロッパ経済においても金融市場は現在拡大しており、より重要な役割を果たしつつあるものの、第2次世界大戦後の20世紀後半にこの順位が逆転した。Rajan と Zingales は、この順位逆転は政治的な趨勢と政府の政策の変化に帰することができる<sup>1</sup>と信じている。

### 34.2 所有権、支配権およびガバナンス

- 会社を所有しているのは誰か？→「株主」と答えればよい（米国やイギリスでは）
- 法人企業の財務上の目的は何か？→「株主価値の最大化」と答えればよい（同上）

米国やイギリスの会社法に従えば、経営者は株主に対し信任義務（fiduciary）を負う。別の言葉で言えば、法律上、経営者は株主の利益に沿って行動する義務がある。会社は株主の利益のために運営されるべきであるとの考え方は、米国とイギリスの法律の根底に存在している。取締役会は、株主の利益を代表すると想定されている。

#### ➤ 日本における所有権と支配権

日本企業の資本調達で最も目立つ特徴は系列の存在である。系列とは、通常、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である。日本には、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。

系列の中核にいる銀行および他の金融機関は、ほとんどのグループ企業の株式を保有している。これらのグループ企業は、逆にメインバンクの株式や互いの企業の株式を保有する。持合いのため外部投資家が購入可能な株式の供給は、株式の発行残高よりはるかに少ない。系列は他の方法でも結びついている。負債の大部分は系列のメインバンクか、関連した金融機関から調達される。また、グループの主要な会社の CEO による「社長会」が定期的に会合を持っている。

系列をコーポレート・ガバナンス・システムとして考えると、権限はメインバンク、グループ内の最大規模の会社およびグループそのものに分かれている。このことは一定の財務上の利点を有している。

- ①各社はグループ内部というもう一つの「内部」での資本調達へのアクセスを有することになる。このため公開市場で証券発行を行う場合の発行費用あるいは悪い知らせのシグナルととらえ得るという問題を避けることができる。
- ②系列企業が手形支払いまたは必要な資本投資のための現金が不足して、財務上の困難に陥った場合、通常、私的再建を図ることができる。

※「社長会」の例…三菱金曜会（三菱グループ）、二木会（三井グループ）、白水会（住友グループ）

※②の例…三菱自動車（2000年代にリコール隠しの発覚で経営悪化。三菱重工、三菱商事

三菱東京 UFJ 銀行などの三菱グループの支援を受けて経営再建を行う)

日本の取締役会は 40~50 人のメンバーを含んでいるが、経営陣から独立した判断ができる可能性のある取締役は数えるほどしか存在しない。実質上、CEO が取締役会の指名を支配しているからである。

#### ➤ ドイツにおける所有権と支配権

ドイツの銀行は産業界と密接に結びついている。銀行が行った融資や直接保有している株式だけでなく、銀行が行使できる委任状をも通じて企業との長期的な関係を築いている。このハウスバンク・システムは効果的な外部によるモニタリングを行い、企業の経営者と企業の最終的な所有者との間のエージェンシー問題を軽減している。

ドイツの大企業においては多層の所有構造が依然、一般的である。会社の支配権は主に銀行、保険会社および大株主にあり、普通株主には与えられていない。それゆえ支配権が変更される場合、大株主はプレミアムを受け取るが普通株主にとっての利益は小さい。米国では企業買収で最も利益を得るのが通常、売却された企業の普通株主であることとは対照的である。

#### ➤ ヨーロッパにおける取締役会

ドイツには共同決定の制度がある。大企業は、監査役会と取締役会という二層式の機関を有している。監査役会の半数は経営陣、スタッフのみならず労働組合も含む従業員により選任される。残りの半数は、株主を代表し、しばしば銀行役員が含まれる。加えて、可否同数の場合に議決を行なえる監査役会会長が株主より選出される。監査役会は単に従業員または株主の利益だけではなく、会社全体の利益を代表している。監査役会は経営戦略を監督し、会社を運営する取締役会のメンバー選任し、監督する。

#### ➤ 他の国における所有権と支配権

**ピラミッド**：ピラミッド型の所有構造は、アジア諸国およびいくつかのヨーロッパの国において一般的である。ピラミッド型の所有構造においては、数層に重なった各会社における支配権の確保を通じ企業支配がなされる。

**2 種類の株式**：企業支配を維持する別の方法は、複数議決権のある株式を保有することである。多くの国で用いられているが日本などでは禁止されている。

なぜ株主による支配権に価値があるのだろうか。望ましい理由と問題のある理由の二つの理由があろう。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・投資戦略を確実に追及することにより、企業価値を最大化するかもしれない。他方、支配権を持つ株主は他の株主を犠牲にして、私的利益の享受により企業価値を奪い取る誘惑にかられるか

もしれない。

### ➤ コングロマリットの再訪

米国ではコングロマリットのほとんどは解体されてしまっている。しかし、開発途上国ではコングロマリットは生き延び、さらに成長している。なぜだろうか。同族による所有がその答えの一部である。裕福な一族にとっては、支配権を維持しつつ、一族の事業を新しい産業に拡大し、リスクを軽減することができる。金融市場が限られており、投資家保護も貧弱だとすると、内部的な多角化が金融分野での分散化より先になされることになる。内部的な多角化とは、内部資本市場を運営することを意味するが、その国の金融市場や金融機関が標準以下だとすれば、内部資本市場も結局のところ、それほど悪くはない。多くの幅広く多角化した企業グループは効率的であり、成功している。しかし、悪い面も存在している。コングロマリットの企業グループは、ときには外部の少数株主を犠牲にしなが、グループ企業間で資源のトンネリングを行うことがある。

### 34.3 金融構造の差異は重要なのか？

幅広い信用情報が入手できることで、融資に伴うコストは軽減され、信用を供与することも容易になる。そのことは、情報を独占的に得ている貸し手がないため、信用供与の主体間の競争が激化し、借り手にとってのコストも軽減されることを意味する。

### ➤ リスクと短期主義

国によってリスクを負う主体は異なる。金融機関がビジネスリスクを吸収し、株式市場に直接投資する個人がほとんどいない銀行中心のシステムにおいては、企業は「長期的な投資」が可能になると論じる者もいる。日本やドイツの会社と銀行の密接な関係は短期主義（short-termism）という病気を防ぐものと考えられている。

### ➤ 成長産業と衰退産業

市場中心のシステムは、全く新しい産業を発展させるのにとりわけ成功しているように思われる。他方、銀行中心の金融システムを持つ二つの国であるドイツや日本は、すでに確立された産業で競争上の優位を維持している。

なぜ金融市場は革新的な産業を発展させる上でより優位なのだろうか？

→新しい製品や製造方法が発見された時点では、新しい産業の将来性や発展させる最善の方法について幅広い意見が存在する。金融市場はその意見の違いを調停し、若く野心的な会社はその会社の成長のための資本を提供する同意見の投資家を見出すことを可能にする。

市場中心のシステムはまた、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

際により効果的と思われる。しかし銀行中心のシステムでは、収益をあげない企業でもしばしば救済される。

### ➤ 透明性とガバナンス

透明性が確保されていれば、会社の抱えた問題は一般的に是正される。しかし、問題を抱えた透明性の低い会社の最高経営陣は、株価を維持し、市場による規律付けを先送りすることができるかもしれない。透明性を欠いても、銀行中心のシステムでは、それほど危険ではない。企業は銀行と長期的な関係にあり、銀行は企業を監視し、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。しかし、どんな金融システムも時たま生じる会社の崩壊を避けることはできない。

完全に投資家を保護することは不可能である。実際、完全な投資家保護はもし実現可能だったとしても、賢明ではなく、非効率でもある。なぜなら、外部投資家は、経営者が行っていることのすべて、あるいはその理由を知ることはできないからである。法律と規制は経営者が何をすべきかを特定することはできても、何をすべきかを特定することはできない。したがって、経営者には予想外の問題や機会に対応するため、裁量権が付与される必要がある。経営者にいったん裁量権が与えられれば、経営者は投資家の利益だけでなく、自らの利益も考える。エージェンシー問題は不可避であり、金融システムに最大限可能なのは、投資家を適切な程度によく保護し、経営者と投資家の利益が一致するように努めることである。

### エージェンシー問題をコントロールしていくメカニズム

- ・インサイダーによる自己取引から外部投資家を保護する法律と規制
- ・公開企業に適切な透明性を確保させる適時開示義務と会計規則
- ・銀行および他の金融機関による監視
- ・取締役会による監視
- ・企業買収の脅威
- ・利益や株価と結びつけられた報酬

投資家保護を強化することが常に望ましいわけではない。会社は、外部投資家と企業を運営する経営陣・従業員との間の一種のパートナーシップである。経営者と従業員は投資家でもある。彼らは金融資本の代わりに人的資本を出資しているのである。企業の成功には人的資本と金融資本の共同投資が求められる。

### 【コメント】

- ・一言で欧米と言っても米英と独仏では金融において大きな差があるとわかった。

- 日本で企業間信用取引が多いことが海外から「閉鎖的」と見られる一因ではないかと思った。
- 銀行中心の金融システムは本当に革新的な産業を発展させる上で不利なのか気になった。