

「目指すべき市場経済システムに関する専門委員会」

我が国における今後の企業統治について

早稲田大学商学学術院/高等研究所/RIETI

宮島英昭

miyajima@waseda.jp

© Copy right Hideaki MIYAJIA, All rights reserved

企業統治に接近する:3つの焦点

- 日本企業の統治構造は多様化
会社法・ソフトロー(上場ルールなど)制度設計は明確なターゲットを
- 今後の所有構造:複数議決権株式の導入の検討
- 取締役会改革: 鍵は、マネ-ジメントボードから新たなモニタリングボードへ

企業統治構造の多様化

1980s:メインバンク・法人保有・大きな内部者からなる取締役会・低く・業績に非感応な報酬・従業員の高い関与・「従業員主権」

タイプ	ハイブリッド・タイプ1 =リ・ディング企業	伝統的的日本企業 =成熟企業	新興企業=
特徴	時価総額上位350-400社 MSCI・組入れ銘柄	国内向・500-2000億 1000-2000人 ゾンビ	1997年以降上場 IT/流通
金融・所有構造	市場ベース 機関投資家保有・高い 持合解体	持合維持・ 銀行依存・	企業経営者・ブロック
取締役・報酬	委員会設置会社/監査役並 存・社外取締役	内部昇進中心のボ-ド	創業経営者 業績連動給採用多
雇用関係	長期雇用 部分的成果主義	長期雇用	有期雇用成果主義
企業統治上の 問題	内部資本市場 成長部門の拡張/低収益部 門からの退出	退出の促進	新規参入・拡大の促 進
企業統治上の 問題	アウトサイダ-が弱すぎる。	インサイダ-が強すぎ る	企業家のイニシアティ ブの確保

日本の企業統治の多様化

(2002年のスナップショット: Jackson and Mivaima 2007)

Change of Corporate Governance in Japan

33

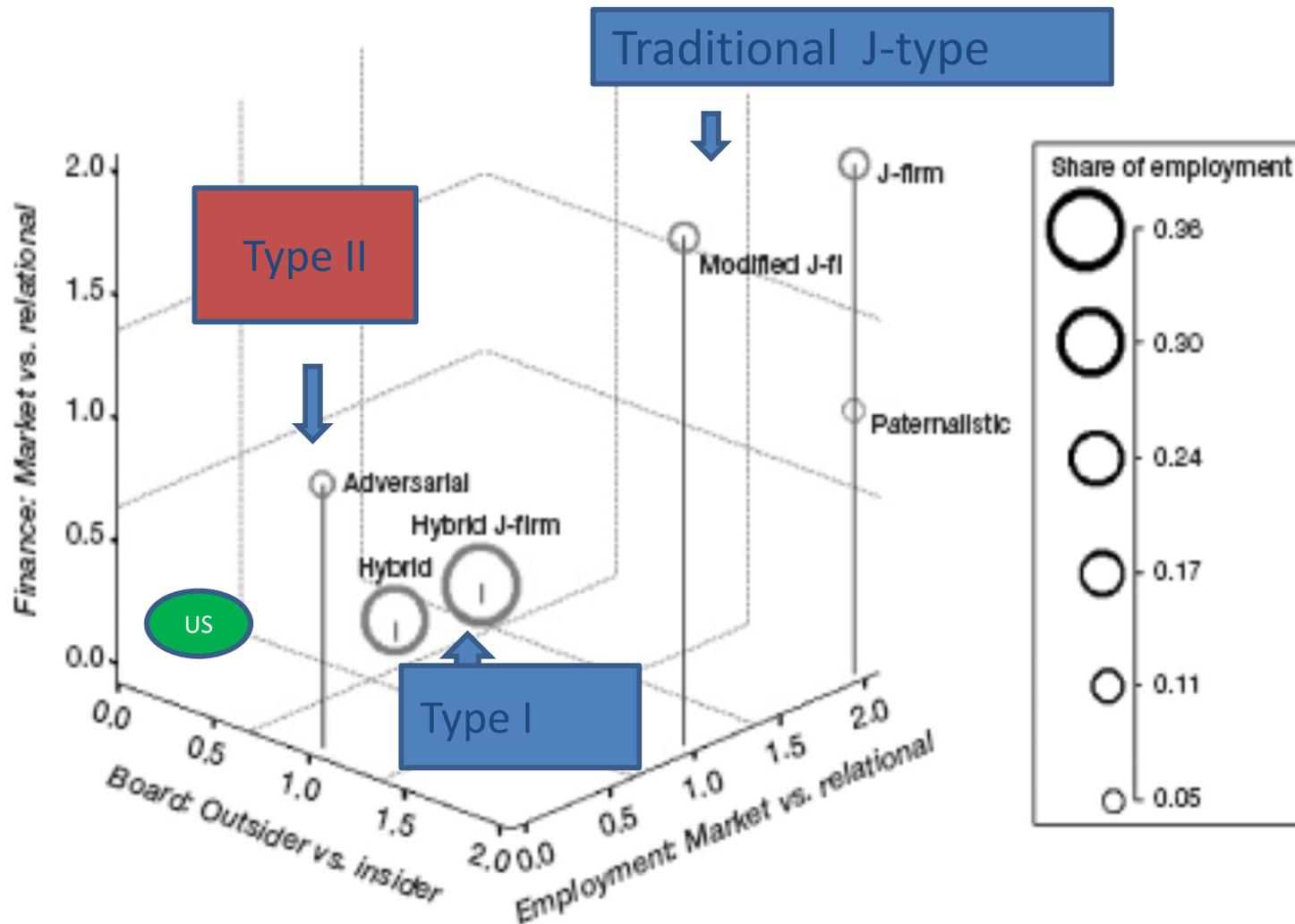


Figure 1.2 Corporate Governance in Japan: Finance, Board and Employment Characteristics

ポイント

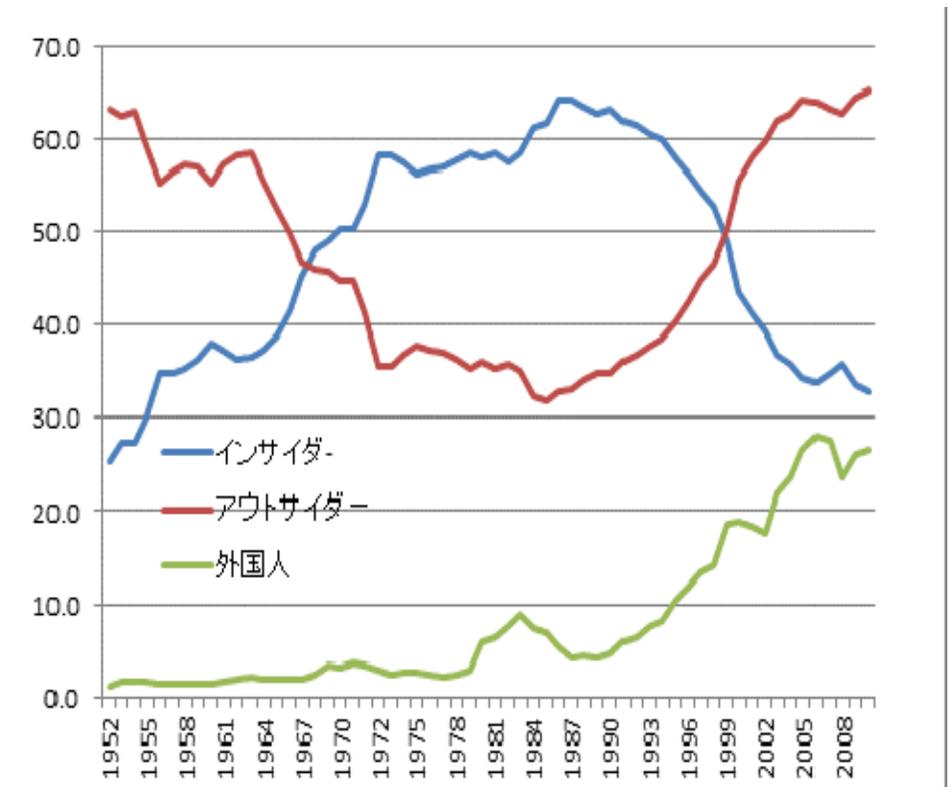
- 企業統治の改革⇒one size fits all の解決ない。
- どのクラスター・タイプのいかなる問題の解決を狙うのか
- 副次的・効果慎重に配慮
Ex. 伝統的企業持合規制⇒リーディング企業・長期経営にマイナス
長期保有の促進⇒ 経営者のエンタレンチメント
社外取締役・義務づけ⇒不要な企業の追加的コスト
- 会社法・ソフトロー(限界)
+ 企業の自発的革新

株式所有構造： 長期保有促進の可能性

急激な所有構造の変化

- インサイダー(法人) からアウトサイダー(機関投資家)へ
- アウトサイダー=投資収益の最大化、Ex. 個人・機関投資家(海外・国内)
- インサイダー= 私的便益(長期関係の維持)
Ex. 経営者・法人保有・銀行・事業法人
- 持合い・銀行・事業法人の保有比率相対的に高い。変化は相対的に小さい。

東証上場企業の株式所有構造：
時価総額ベース



企業間の変化の不均一性

- 時価総額上位と下位の格差
- 上位企業・アウトサイダ-(海外・国内機関投資家)中心
- 下位・機関投資家の増加緩慢 (Passive運用の増加部分のみ)

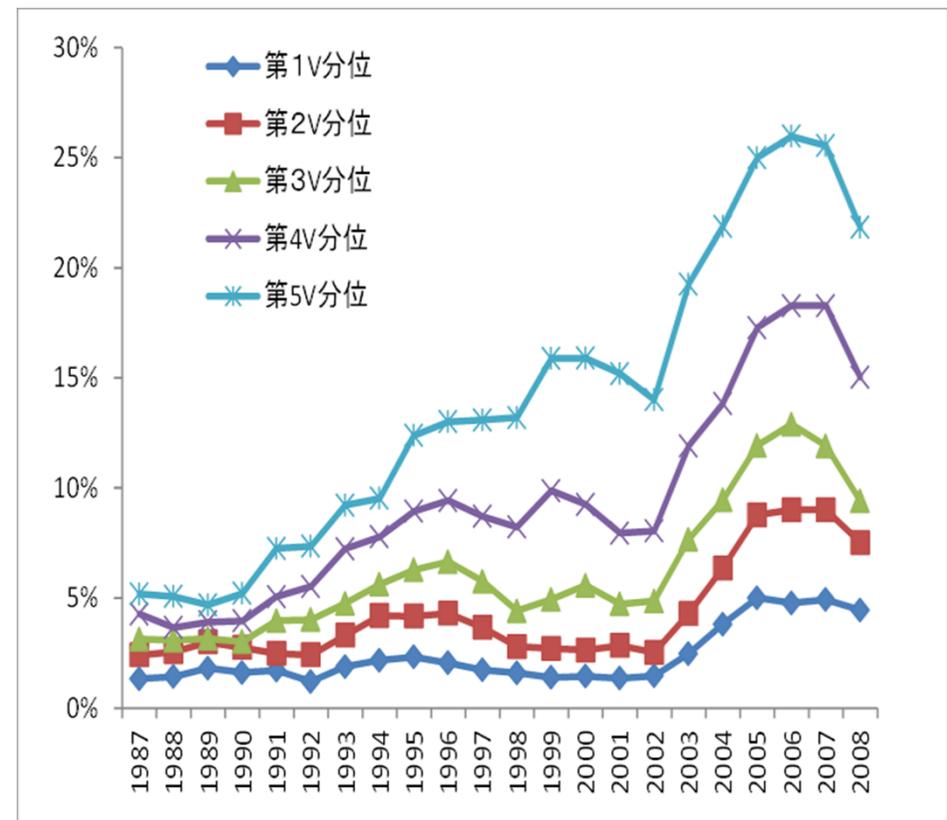
所有構造のパフォーマンス効果

- $1\sigma=5\%$ の海外機関投資家の増加(低下)7-8%のRRS上昇(低下):
- $1\sigma=4\%$ の国内機関投資家の増加7-8%のRRS上昇
- 高い機関投資家保有⇒高いROA

海外機関投資家・企業統治にプラス

規模別所有比率:第5V分位・上位300社

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。



株式所有構造の抱える問題

伝統的日本企業⇒持ち合いの規制・銀行の保有制限緩和

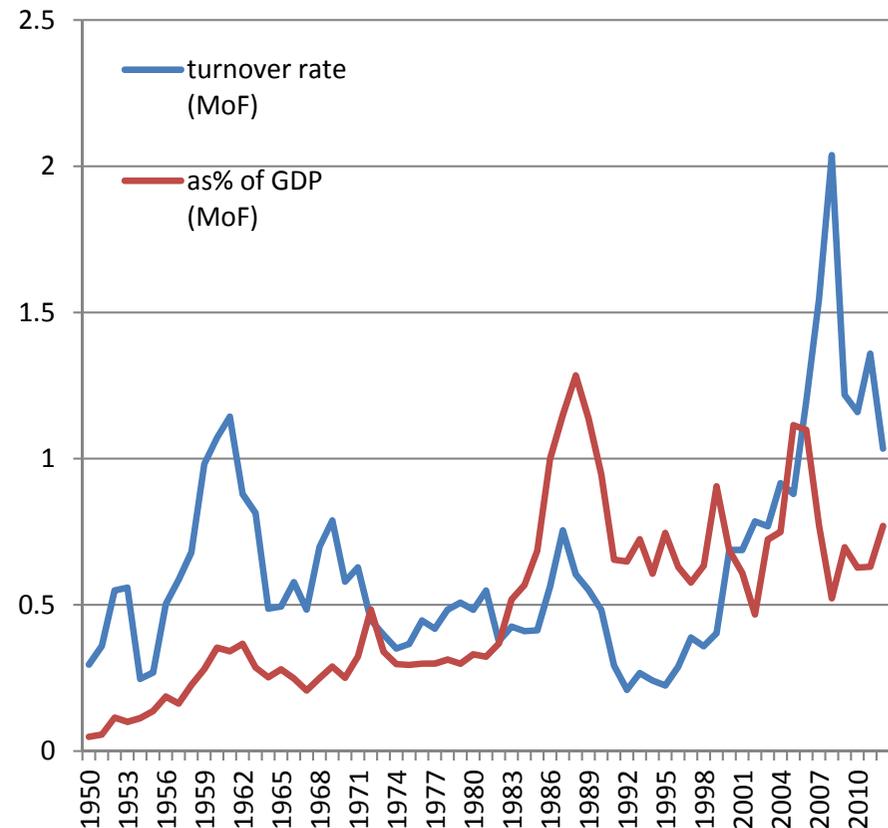
新興企業・リーディング企業:

- 企業統治の空白⇒ブロックホルダーが不在=インセンティブを持つモニター-の不在。

Ex. 2011年スキャンダル:オリンパス

- 持ち合い解体=企業経営の安定性・自律性低下
- 潜在的買収の脅威
- 売買回転率の上昇=経営への攪乱的影響株主の圧力

東証・時価総額/GDP,売買回転率



メインバンクと安定化に代わるメカニズム

長期保有の促進

株主の長期コミットメント⇒ Loyalty share (L-share)

- 一定期間以上の保有・ボーナス配当・議決権付与
- 投資対象企業のモニタ-(協力して・企業のミッションの実現・企業価値を引き上げる)

複数議決権付株式:

長期保有(例えば2年以上)の株主に多くの議決権を与える。

1. 新興企業 (ex. グーグル)
2. リーディング企業
問題・少なくない(株主平等の原則)

モニタ-と経営者の裁量バランス: 国際比較

	経営者に対する モニタ-	経営陣の自立 性確保	
US/UK	経営権市場 ブロックホルダー 業績連動報酬	取締役会の強い権限	買収防衛策
EU/韓国	監査役会	種類株	仏・蘭
新興国	金融機関	ピラミッド	伊・ベルギー
		産業財団	ドイツ
日本	メインバンク⇒ ブロックホルダー?	持合い	

長期保有の促進の課題：

誰が長期保有の主体となるか

- 銀行・関連企業 – 従来の持合い不可能(時価会計・株式市場の圧力)
- 生命保険会社 (議決権を与えるとモニタ-に積極的になるか)
- 国内機関投資家/海外機関投資家
- 従業員持株会
- **企業の側で新たに長期保有主体を考えられないか：**
産業財団(起源・同族の資産管理・欧州の大企業:ドイツ(非公開)・デンマーク、オランダ・フランス)

導入する場合のハードル：

- 既存企業への導入のスキ-ム(非公開⇒公開、一定期間が発行する新株予約権)
- 株式保有の保有期間をいかに捕捉するか(制度導入のコスト高い?)

取締役会改革の方向

Facts: 社外取締役導入の実態

- 2011年度末・東証上場企業の社外取締役(1人以上) 51%
- 独立社外取締役(会社法定義の社外取締役から銀行出身者と15%以上の株式を保有する法人出身者を除いて算出)、
- 1,445社中683社、うち1人350社、2人212社、3人以上121以上(社外取締役比率 9.6%)
- 2003年以降・着実に増加 ⇔
- 国際的に見て著しく低い、米国70%、英国40%、韓国30%以上
- 会社法制の見直し・義務化の可否⇒取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果を正確に理解する必要

何がわかっているか I : 決定要因

- 経営の監視機能/アドバイス

社外取締役の決定要因とパフォーマンス：
実証研究の標準的モデル

モデル： $OUT = F(\text{複雑性、監視の必要性、情報獲得の困難度、交渉力})$

*OUTは、社外取締役の有無、または、社外取締役比率

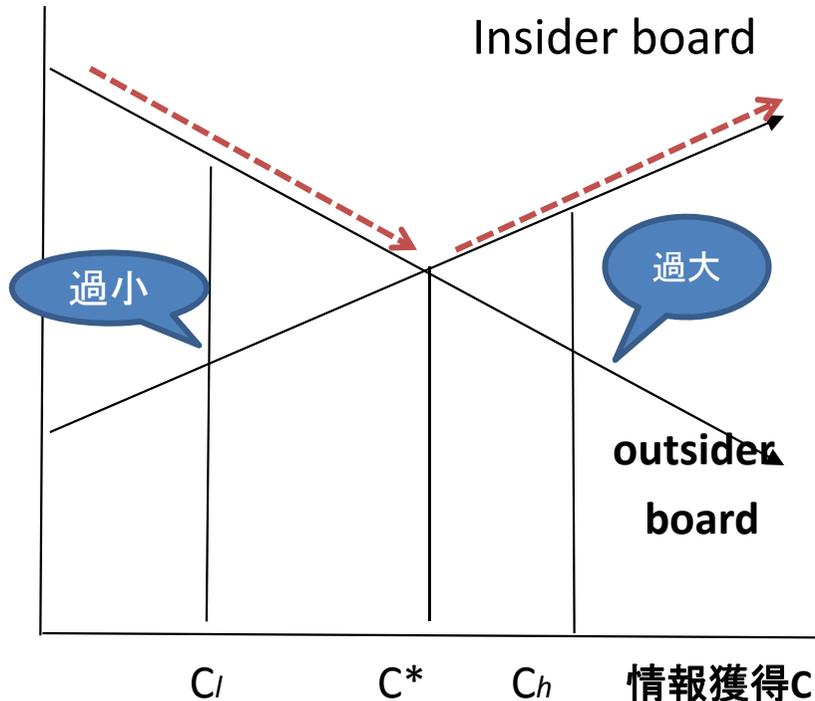
- 2005年以降：企業は取締役会を事業特性に応じて最適に選択する程度が上昇（説明力低い、10%、US 45-50%、UK 25%）⇒異なった決定要因
- 複雑性の要因強い・モニタ-の要因弱い⇒アドバイスの側面強い
- 機関投資家が多い企業のほうが事業特性に合致した選択。

何がわかっているのか II : パフォーマンス

$$AROA = F(\text{OUT}, \text{OUT} * \text{HIC}, \text{OUT} * \text{LIC}, \text{Control})$$

NO — +

-
- 企業価値



- 情報獲得コストの低い企業 (機関投資家保有の低い企業) で社外取締役導入 = パフォーマンス上昇効果
- 情報獲得コストの高い企業、過剰な社外取締役の選任によりパフォーマンスの低下の可能性
- 社外取締役・過小 ⇒ 促進措置の必要性
- 不要な社外取締役の採用 ⇒ 義務化の非合理性

取締役の役割の再検討

モニタリング・ボード

米国：一層・監督と経営の分離

過半数は独立社外取締役(会社法、NYSE上場ルール)

取締役会は株主価値の最大化を委託

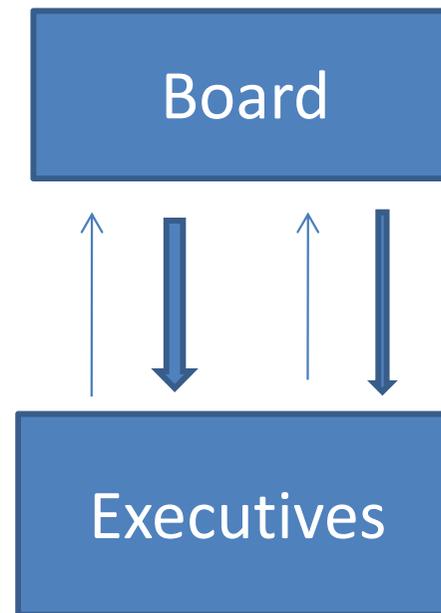
大陸欧州：2層構造

監査役の構成は多様(ドイツは半数が従業員代表)

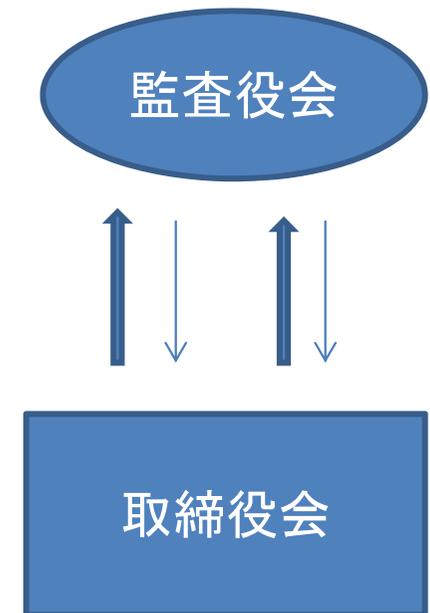
監査役会・企業の使命の実現

株主とステークホルダ-の利害のバランス

米国・委員会設置会社

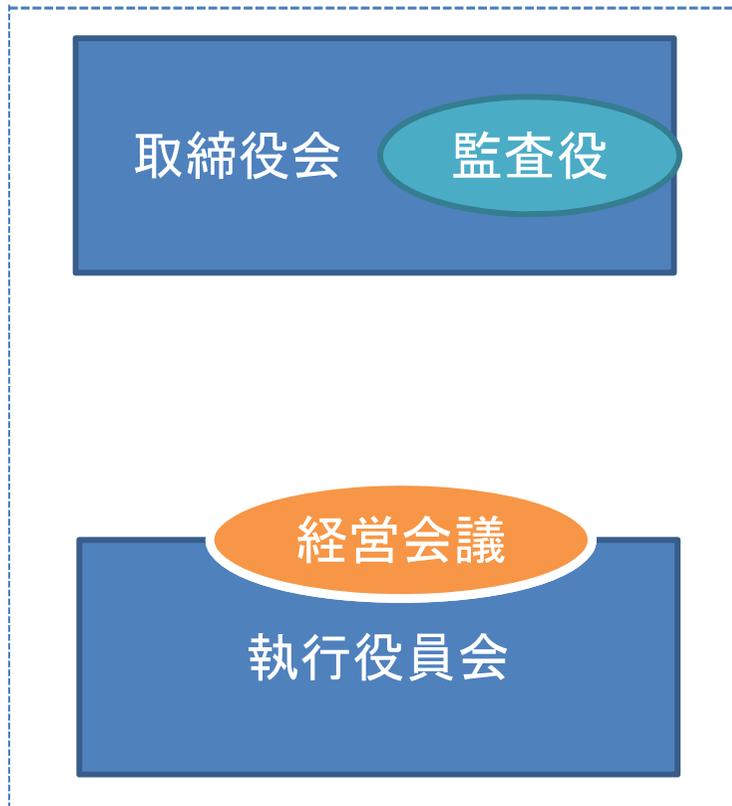


大陸欧州



- 投資計画の起案/実施
- 承認/モニタ-(報酬の決定・選解任)

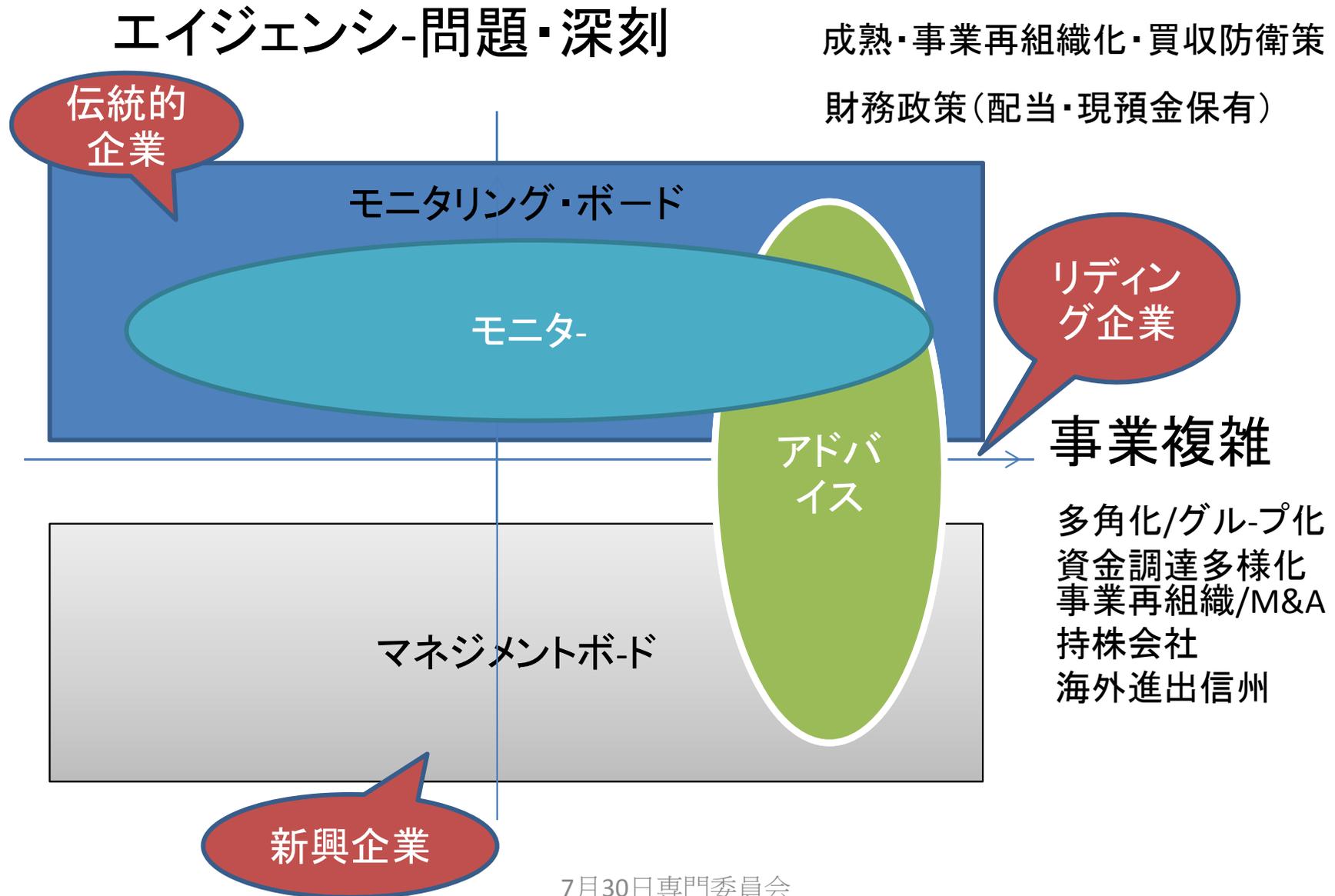
日本の取締役会の構造



- 投資計画の起案/実施
- 承認/モニタ-(報酬の決定・選解任)

- 投資計画の起案と承認のプロセスが曖昧。
- 報酬・経営者の選任・解任のプロセスが曖昧。
- 1997年から執行役員制-management boardの本質に(たぶん)変化ない企業多い。
- 取締役と執行役員の兼任
リーディング企業のヴァリエーションは大きい。
- 委員会設置会社
- 監査役会が監督の役割を担っている可能性がある。

取締役会・独立役員・事業特性



今後の取締役改革：

- 法制審「会社法制の見直しに関する要綱」(2012年9月)⇒ 臨時国会上程
- **ポイント：独立社外取締役・義務化回避 ⇒ Comply and Explain : 「遵守せよ、さもなければ説明せよ」**
- 社外、社内、人数が本質的な焦点ではない。取締役会の性格を特定すること⇒モニタリングボードとマネジメントボードの企業の選択が重要。これまでのマネ-ジメントボードを維持するのか、モニタリングボードに移行するのか。
- 社外取締役のMissionを明確にする必要⇒人選にも影響を与える。
- 社外取締役＝株主価値の最大化が唯一のミッションではない。**株主の利害と内部者の利害のバランス**
- マネ-ジメントボードを維持するという選択もある。いかに正当化するか？
- 監査・監督委員会、その役割を考える。現時点では、監査・監督委員会の長期的展望(モニタリングボードへの移行・マネジメントボードを維持・社外導入)が不明 ⇒ **① 企業の想像力、② 移行の法的インセンティブ**

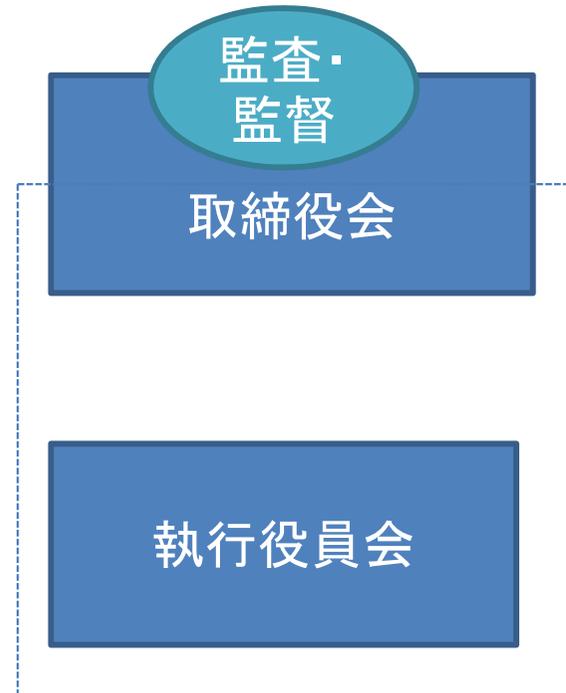
監査・監督委員会の選択

マネ-ジメントボードの拡張



モニタリングボードへの移行

独立・ミッションの明確化・増員



参考文献

- Jackson G. and H. Miyajima, (2007), Introduction, in Aoki et al. eds. *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford University Press, 2007
- Colin Mayer, *Firm Commitment: Why the corporation is failing us and how to restore trust it*, Oxford University Press, 2013.
- 宮島英昭編(2011)『日本の企業統治: その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社 .
- 宮島英昭・小川亮(2012)「日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか」『旬刊商事法務』、No.1973。
- 宮島英昭・保田隆明(2012)「変貌する日本企業の所有構造をいかに理解するか: 内外機関投資家の銘柄選択の分析を中心として-」金融庁金融研究センターDP。
- 宮島英昭・外松(片倉)陽子(2013)「日本企業はなぜ持株会社制度を採用したのか?: 事業成熟度とコーポレイションの必要度」(2013年度日本ファイナンス学会)
- 宮島英昭「日本企業の経営改革: 独立の監査委員会の設置を」『日本経済新聞』(経済教室)2013年5月14日。

参考1:

財務構造 ⇔ 所有構造 ⇒ 企業行動 ⇒ パフォーマンス

株式所有構造:

機関投資家の増加と今後の所有構造

(MIYAJIMA AND KUROKI 2007, 宮島・保田 2012)

株式相互持合の解消と機関投資家の増大

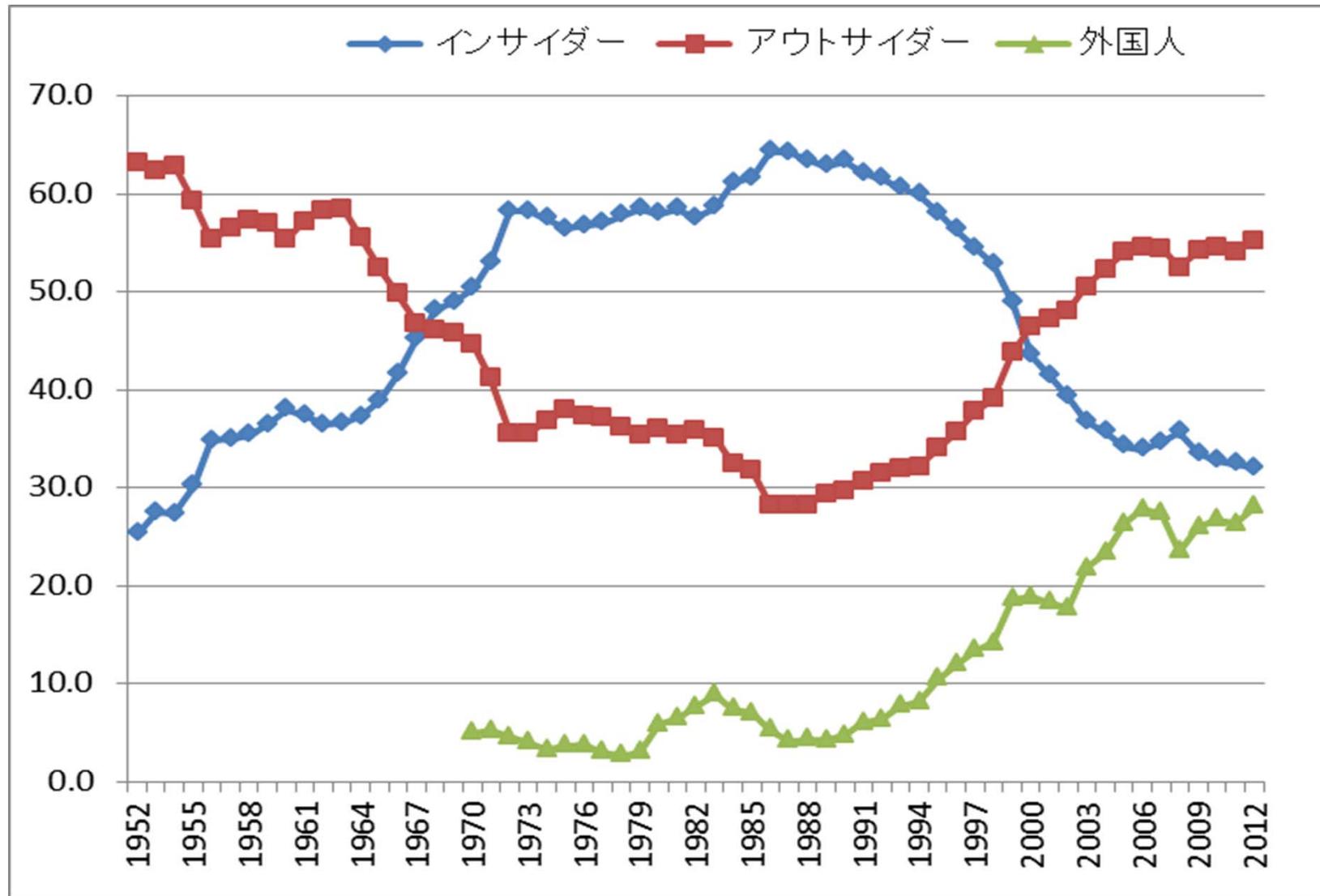
- **アウトサイダー**=投資収益の最大化、Ex. 個人・機関投資家
 - **インサイダー**= 私的便益(長期関係の維持)
 - 1970年前後インサイダー-(法人)優位、安定株主の構造確立-以降30年間その構造で安定
 - 1997年から:銀行危機・インサイダー-保有の解体
 - 企業・銀行間の相互保有の解体、生保の売却
 - 1999年・03-05年・海外投資家急増
- インサイダーとアウトサイダー(機関投資家・個人)の比率逆転
- 05年敵対的買収案件増加(ライブドア-日本放送、王子-北越製紙)
 - 2006年持合い「復活」⇔部分的(事業法人間のみ)
- 2006年ピーク・08年リーマンショック後一時低下
- 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



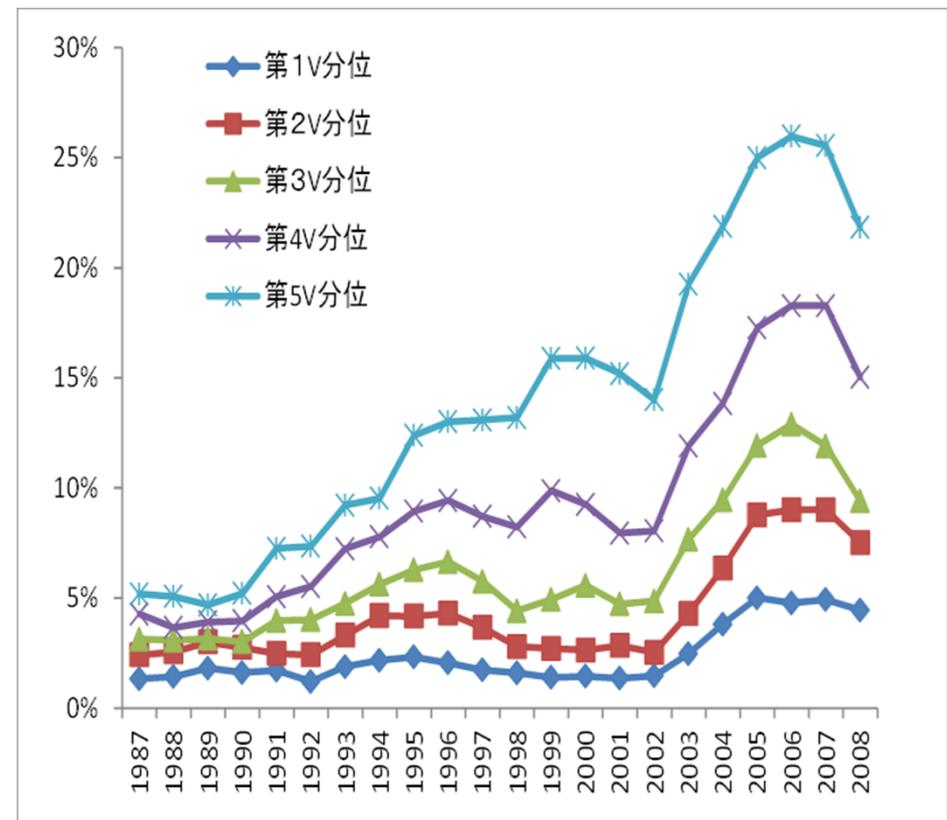
企業間の変化の不均一性

- 時価総額上位と下位の格差
- 上位企業・アウトサイダ-(海外・国内機関投資家)中心
- 下位・機関投資家の増加緩慢 (Passive運用の増加部分のみ)
- 持合い・銀行・事業法人の保有比率相対的に高い。変化は相対的に小さい。

⇒ 日本企業の株式所有構造は多様化

規模別所有比率：第5V分位・上位300社

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。



日本の所有構造の国際的特徴

- インサイダ-の優位と株式分散の結合
- 株式所有構造の多様化

			集中度	
		分散		集中
	アウトサイダ-中心	US/UK		-
		↑		
構成	インサイダ-中心	Japan	→	EU, Korea,

What do we know?

所有構造の決定要因

- どのような性格をもつ企業が解消を進めたのか。中心は、企業—銀行間の相互持合

企業サイド： 銀行株の保有リスクの上昇

⇒ 銀行依存度の低い企業から売却、逆に、銀行依存度の高い企業は保有株を維持、

銀行サイド： 不良債権処理の必要

⇒ 流動化の容易な企業 (ex. ソニー、トヨタ)

逆に、自行がメインバンクで、他の調達手段のない(格付けを取得していない)企業は売却できない。

- どのような性格をもつ企業の所有構造が機関投資家によって購入されたか？(ホ-ムバイアス)

時価総額が大きい、高流動性、高海外売上比率、Familiarity

- 国内・海外機関投資家の銘柄選択行動の差、縮小
- 金融機関(銀行・生命保険)の選択は、内外機関投資家と異なる。

機関投資家の増加のインパクト

機関投資家の増加は企業パフォーマンスにプラスなのか？

A. 投資収益率

モデル $R_{it} = F(X_{i,t-1}, S_{Ht-1}, \Delta S_{Ht})$

- R_{it} : 投資収益率。企業*i*の各年の対TOPIX調整済み投資超過収益率。
- X_{it} は、 R_{it} に影響を与える変数。1期ラグ。 S_{Ht-1} は、各機関投資家の期初(前期末)の保有比率の水準。 ΔS_{Ht} はその当期の変化。ここでは ΔS_{Ht} に注目。
- 2005-08年の各年の推計: 機関投資家の保有比率1 σ (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 ⇒

- 取締役改革/配当政策(安定配当政策の終焉)
- R&D(過度に圧縮している訳ではない)

機関投資家と企業パフォーマンス

B. パフォーマンス: ROA、トービンのQ

モデル $ARO_{it} = F(X_{1t-1}, SH_{t-1}, \dots)$

- SHは、海外機関投資家・国内機関投資家＝正
- パフォーマンスを高い企業を買うのでないか？
- 機関投資家が買うから需要ショックで株価上昇、一見パフォーマンスが上昇するように見えるのではないか？
- Home bias (規模・売買高・海外売上) ⇒ 需要ショック ⇒ 株価上昇 (パフォーマンス上昇と誤解)
- 同時性・内生性を考慮して、トビンのQ、総資産営業利益率、売上高営業利益率を3段階最小二乗法で推計
- パフォーマンス効果あり。
- 機関投資家は、企業統治の中心になりつつある

参考2:

財務構造 ⇔ 取締役会 ⇒ 企業行動 ⇒ パフォーマンス

内部ガバナンス:

取締役会構成の決定と今後の改革課題

宮島・小川(2013)

内部ガバナンス：報酬と取締役会

- 取締役⇔モニタ-
- 報酬：株主と経営者の利害の一致
- 米国・英国：High powered incentives リスクの取りすぎ。
- 報酬の日本企業の実態：
 - 水準・低い、利益・株価への感応度低い
 - ストックオプションの利用停滞

Q: なぜ、ストックオプションの利用が停滞しているのか
報酬とリスクテイク関係あると想定できる。

日米・報酬の比較:

10%の投資収益率の上昇: 15,000\$、日本(東証上場),
while 1.3 Million \$ in the US (NYSE 上位500社)

パネル1: 日本企業

100\$ 10000yen

年	社長報酬の推移: 中央値の推移 (万円)						業績報酬連動度の推移		
	基本給	ボーナス	報酬	配当受取額	保有自社株 価値変化	報酬+配当 受取額+保 有自社株価 値変化	株式投資収益率が1%向上したときの社 長の資産の変化(万円) 中央値		
							報酬	株式	合計
1991	2484	549	3061	31	-999	1687	2.2	47.5	49.7
1997	2930	380	3423	17	-408	2518	2.1	19.3	21.4
2003	3038	250	3457	20	546	4559	1.9	10.9	12.9
1991-1997	2731	435	3209	22	-272	2722	2.7	29.5	32.2
1998-2003	2975	73	3315	15	38	3260	2.6	12.2	14.8

パネル2: 米国企業

10000\$ 1\$

年	役員資産の推移: 中央値の推移 (万ドル)						資産タイプ毎の業績報酬連動度		
	給与+ ボーナス	交付オプ ション価値	報酬合計	保有オプ ション 再評価	保有自社 株再評価	役員資産 総変化	株式投資収益率が1%向上したとき の報酬の変化(ドル)		
							報酬	オプション保有	自社株保有
1980-1989	103	19	133	11	8	193	3509	10496	13825
1990-1999	158	59	236	35	23	397	16839	57587	37408
2000-2005	248	121	411	0	13	403	8951	84901	44401

Facts: 社外取締役導入の実態

- 2011年度末・東証上場企業の社外取締役(1人以上) 51%
- 独立社外取締役(会社法定義の社外取締役から銀行出身者と15%以上の株式を保有する法人出身者を除いて算出)、
- 1,445社中683社、うち1人350社、2人212社、3人以上121以上(社外取締役比率 9.6%)
- 2003年以降・着実に増加 ⇔
- 国際的に見て著しく低い、米国70%、英国40%、韓国30%以上
- 義務化の可否⇒取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果を正確に理解する必要

What do we know?

取締役会構成の決定要因 (宮島・小川 2012)

- 経営の監視機能/利益相反の阻止機能
- アドバイス(戦略意思決定の承認)

社外取締役の決定要因とパフォーマンス:

実証研究の標準的モデル (Raheja 2005, Adams, and Ferreira, 2007 Harris and Raviv 2008)

$OUT = F(\text{複雑性、監視の必要性、情報獲得の困難度、交渉力})$

OUTは、社外取締役の有無、または、社外取締役比率

取締役会構成の決定要因

- 2005年以降：
企業は取締役会を事業特性に応じて最適に選択する程度が上昇（説明力低い、10%、US 45-50%、UK 25%）
- 機関投資家の保有比率が高い企業群、社外取締役平均的に高い、**合理的に選択する程度高い**
- 機関投資家の保有比率低い企業群、社外取締役少なく、**合理的に選択する程度低い**。

変数	全企業 平均値	推計結果			
		全企業	高機関投資家保有	低機関投資家保有	
複雑性＝ 助言の 必要性	総資産(10億円)	421.6	+	+	
	企業年齢	35.1			
	事業部門数	2.26	+	+	
	持株会社の設立	5.4%	+	+	
	負債比率	19.3		+	
監視の 必要性	キャッシュフロー	1.18			
	独占度の指数	0.07			
	買収防衛策導入の有無	0.15	+	+	
情報獲得 の困難度	R&D比率	1.7%	+	+	
	時価簿価比率	1.18	+	+	+
	株価収益率の標準偏差	9.88			
	無形固定資産比率	69.3%	+		(+)
経営者の 交渉力	産業調整済みROA	0.28%		-	
	経営者在職年数	5.49	-	-	
	経営者持株比率	2.89	-	(-)	

What do we know?

独立取締役とパフォーマンス

- 社外取締役が多いと、あるいは、新規の登用がパフォーマンスを上げる証拠はない。
- 外部からの情報獲得コストが低い企業では、社外はパフォーマンス効果あり。
- 機関投資家が、多い企業で、社外はパフォーマンスに負の効果

パネルA

	全企業 平均値	独立社外 取締役 あり 平均値	独立社外 取締役 なし 平均値	平均値の差
全企業	0.176	0.217	0.149	0.068
情報獲得コスト				
第1四分位	-0.979	-0.693	-1.156	0.462***
第2四分位	-0.445	-0.731	-0.285	-0.447**
第3四分位	0.370	0.308	0.408	-0.100
第4四分位	1.758	1.597	1.903	-0.307

パネルB

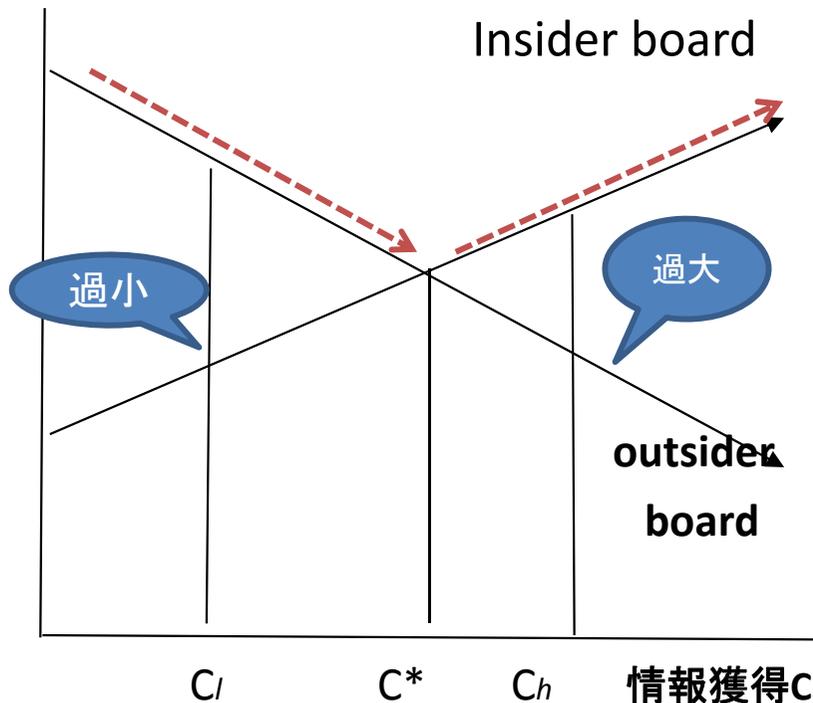
	全企業 平均値	独立社外 取締役 あり 平均値	独立社外 取締役 なし 平均値	平均値の差
=	0.176	0.217	0.149	0.068
機関投資家持株 比率				
第1四分位	-1.895	-2.105	-1.782	-0.323
第2四分位	-0.126	0.195	-0.284	0.479**
第3四分位	0.669	0.383	0.868	-0.485**
第4四分位	2.060	1.722	2.397	-0.674***

パフォーマンスⅡ： 情報獲得コストと取締役会構成

$$\text{AROA} = F(\text{OUT}, \text{OUT} * \text{HIC}, \text{OUT} * \text{LIC}, \text{Control})$$

NO — +

-
- 企業価値



- 情報獲得コストの低い企業 (機関投資家保有の低い企業) で、社外取締役導入 = パフォーマンス上昇効果
- 情報獲得コストの高い企業、過剰な社外取締役の選任により、パフォーマンスの低下の可能性

参考：持株会社の推移

(宮島・外松 2013)： 引用する場合、連絡下さい。

