

我が国企業の成長力を高めるための環境整備

—国際比較とドイツの改革から考える—

木下信行

はじめに

只今御紹介いただきました木下でございます。

私は、わが国経済の成長戦略を検討する場合、
企業のリスクテイクを制度面からエンカレッジし
ていくことが最も重要な論点だと考えてき
ました。そこで、二年半ぐらい前から、私なりに
勉強し、ペーパーをまとめたうえで内外のいろいろな方と議論させていただきました。ご出席の方の中には、その過程で、本日お見せするスライド

(将来の成長見込み)

まず、図表1では、現在の経済政策のベースとなる将来の成長見込みを示しています。この一月に、経済財政諮問会議に内閣府が提出した数字で

一、我が国経済の成長力

あります。上の図で、経済再生ケースの実質成長率をみますと、当面、一・四%、一・七%と上がつていきまして、今後の一つの目安になる二〇二〇年には、二・三%で巡航軌道に乗るという想定になつております。

この二・三%は、財政のプライマリーバランスの回復や、先般出された年金の所得代替率五〇%等、重要な政策目標のベースになつている数字であります。適切な成長戦略を実施することによって経済再生が実現すれば二・三%を達成できるので、それを目標に構造改革をすすめていこうという数字だと聞いております。

逆に、構造改革がきちんと行われない場合の参考ケースを示したものが点線であり、当面、〇・九%、一・一%の実質経済成長率しか達成できまいという見通しです。

下の図は、これに対応する名目成長率を示して

います。二〇二〇年の数字をみると、経済再生ケースで三・六%、参考ケースで一・八%ということであります。この名目と実質の差は、私ども日本銀行が進めております二%の安定的インフレ期待に対応するものです。

（供給サイドの成長力）

では、この二・三%はどうやって実現できるかということが問題となります。中長期の実質成長率ですので、経済の供給サイドがそれを生むだけの能力を持つていなければいけないということになります。経済の供給サイドというのは、基本的に労働力と資本で決まります。

逆に、労働力と資本のほうから決まってくる供給力を超えて、財政金融面で需要を刺激する政策を打つておりますと、経常赤字や財政赤字の拡大、設備投資の減少による成長率低下、最終的に

はハイパーインフレという事態を招くことになりります。ロングランでみた場合には、労働力、資本を強化しない限り経済発展はありません。

このことに関し、我が国経済の最大の問題が就業者数の減少であります（図表2）。この左側のグラフでは、濃いグレーの棒グラフで就業者数の変化率、薄いグレーで就業者一人当たりの付加価値生産性伸び率を示しています。その合計が実質経済成長率になるわけです。

一九九〇年代までは、濃いグレーの棒グラフは上を向いておりましたし、それなりの高さの生産性向上もありました。ところが、二〇〇〇年代に入りますと、濃いグレーの棒グラフの示す就業者数

の変化がマイナス〇・二%となりまして、生産性向上と合計しても実質経済成長率は〇・八%に低下していきます。

この就業者数の変化をもたらす生産年齢人口の

増減については、今後減少が加速していくと想定されております。二〇一〇年代はマイナス〇・六%、二〇二〇年代はマイナス〇・八%、二〇三〇年代はマイナス一・二%と、どんどん労働力が縮んでいくという想定になつております。

このような生産年齢人口の減少をほかの国と比べてみると、我が国とよく似ているのはドイツとフランスであります。イギリスやアメリカは二〇〇〇年代に入るまで労働人口が減少していません。従つて、アメリカ、イギリスと同じことをやつていると、日本、ドイツ、フランスは経済が衰退していくという構造になつております。

そのような生産年齢人口の減少のもとで、どのような成長戦略が必要かということが問題であります。

そこで、右上の表の現状維持というケースを見ていただきますと、就業者数の増加率は、先ほど

申しました生産年齢人口の減少率と同じマイナス〇・八%となつております。二〇〇〇年以降の生産性の上昇率実績は一・一%ですので、合計しますと実質経済成長率は〇・三%という数字になります。これでは到底、経済再生はなし遂げられませんので、どうやつて供給サイドの能力を引き上げていくかということが課題になります。

昨年の日本再興戦略では、この点に關しまして、女性やシニア層の労働参加率を、生産年齢の男性の労働参加率と同程度に引き上げるという施策が打ち出されております。仮にそれが実現されたと仮定して効果を推計しますと、二〇二〇年までの間は、生産年齢人口の減少がちょうど埋め合わされ、就業者数の変動がゼロになるということになります。その場合、二・三%という目標の実質経済成長率を達成するためには、こうした施策が確実に実行されることに加えて、一人当たり生

産性の上昇率を二・三%に引き上げなければいけないということになります。

なお、今述べたゼロ%の意味ですが、これは労働不参加のストックがシフトすることに伴うものですので、二〇二〇年度以降はもう効果がありません。したがつて、日本再興戦略の目標が実現されたとしても、二〇二〇年度以降は、就業者数がマイナス〇・八%、マイナス一・二%と加速的に減少していきます。この問題を解決するために、もつと抜本的な措置を講ずる以外にないということになります。

それはともかく、次に、二〇二〇年までの間の成長戦略を考えてみましょう。その下の表では、二・三%という数字の意味を示しています。

生産性の上昇率の構成要素は、さらに大きく二つに分かれます。

一つは資本装備率の効果です。より性能の高い

機械を導入する等の設備投資をしますと、生産性が上がっていくという効果を指します。この実績が上がっていく要素が入ってきます。

は、一九八〇年から二〇一二年の平均で一・一%です。この一九八〇年から二〇一二年という期間はバブルの期間を含んでおります。日本としては相当ダイナミックに設備投資をしていた時期ですが、これを含んでも一・一%にとどまります。しかも、今後は、仮にバブル期並みに投資したとしても、同じ効果は期待できないのです。なぜかといいますと、かつてのようく製造業のウエートが高いときは、設備投資によって生産性を上げることは比較的容易だったのですが、現在は、産業構造がサービス中心に移っていますので、そうした可能性は小さくなっているからであります。

残る全要素生産性は、さらにその他ということであります。どういうものかと云うと、イノベーションであるとか、あるいは経営戦略の成功であ

るとか、数量ではばかりがたい要素が入ってきます。

従つて、経済再生を実現するためには、資本設備率の寄与をあまり期待できないなかで、生産性を一・七%から二・三%に上げるという極度に困難な目標を何とか達成しなければならず、その源泉は、イノベーションや経営戦略に求めねばならないということになります。

(我が国企業のパフォーマンス)

資本主義社会のわが国では、こうした大変な目標を実現するのは、何よりも企業の役割ということがあります。

そこで、企業のパフォーマンスにつきまして、「法人企業統計」から日本の企業の総資本付加価値率を見てみます(図表3)。ここで示している総資本付加価値率といいますのは、営業利益と人

件費の和を総資産残高で割った比率です。この定義ですと、大体マクロ経済学でいうところの付加価値生産性に近いような動きを示す数字だということになります。

このグラフをごらんいただきますと、実線の製造業の総資本付加価値率は、七〇年代後半から一貫して低下していることがおわかりだと思います。この間には、金融が引き締められたときもあれば緩和されたときもある、円高のときもあれば円安のときもある、物価が上がったときもあれば下がったときもありますが、そうした金融現象と非製造業は、九〇年代まで低下した後、最近までは持ち直してきました。これは、バブル期に非製造業の資産が水膨れを続けていたのですが、バブル崩壊に伴ってそれが縮んだことから、反射的

に総資本付加価値率が上がつていったという側面があるのではないかと推測しています。

このように、付加価値生産性が下がつていくことは、先進工業国ではそう不思議なことはありません。つまり、経済発展につれて新たなビジネスのフロンティアがどんどん縮まっていきますので、どうしても自然にこういう付加価値率は下がっていくものであるということ議論があります。しかし、それを肯定すると、二・三%の達成はもう絶対に無理だということになってしまいます。経済再生を目指すわが国としては、何とか自然のトレンドを跳ね返して、付加価値生産性を引き上げる能力を取り戻さなければいけないということをおわかりと思います。

次に、我が国企業の自己資本比率の推移を見てみましょう(図表4)。これは、純資産を総資産で割った数字を示しています。製造業では七〇年代

後半から一貫して上がっています。付加価値生産

構造的問題だと思います。

性と同様、金融現象とは関係なく、一貫して自己資本比率が上がっていることにご注意ください。

以後急上昇していますが、これは八〇年代後半からはバブルの影響があつた一方、九〇年末以降は、金融危機に対応してデレバレッジが進んだということだと思います。いずれにせよ、自己資本比率が長期的に上昇し続けていることが特徴です。

これを、先ほどの付加価値生産性の低下とあわせて考えますと、わが国企業の経営は、ずっとローリスク・ローリターンに向けたインセンティブ構造になつてゐるのではないかというになります。現に、わが国企業の現預金保有率や収益率を欧米企業と対比しますと、現預金は二倍、収益率は半分という特異な水準を続けています。これは

(産業の開放性と新陳代謝—米独日の比較)

このように労働力が縮小し、企業の付加価値生産性が低下しているなかで、わが国経済の成長力を引き上げるための手段としては、外から労働力を引き入れることもあり得るわけです。外国人の労働力や外国企業による対内直接投資を拡大してもらうことによって、わが国経済としての供給能力を引き上げてもらうというチョイスです。

本日は、この点を含めまして、国際比較をします。

中身に入る前に、なぜアメリカ、ドイツ、日本と三つで比べるのかを説明します。これは、かつて、日本はアメリカと比べてこうだという制度論をしていた記憶がありますが、アメリカの制度を

取り入れても、結果としては、必ずしもうまくいかなかつたことがあるのではないかと思うからであります。

アメリカと日本はあまりにも対照的です。例えば、一番重要な点として、先ほど人口構造の話を申し上げました。アメリカは、最近まで人口が減つていなかつた。ドイツや日本は早くから人口が減つっていたと申し上げました。また、自明のことですが、アメリカは大陸の移民国家でありますし、ドイツや日本は中規模の国民国家です。

この点に関しまして、お手元の資料の一番後ろに、(参考)として、アメリカ、ドイツ、日本の対比表を示しております。法制度を見ていただきますと、アメリカはコモンローですが、ドイツと日本はシビルローの国ということで、法律のつくり方が全く違います。企業金融の形態も、アメリカはマーケット中心ですが、ドイツと日本は銀行中

心の間接金融であります。企業の構造についても、例えば株主の分布は、アメリカでは機関投資家が中心ですが、ドイツでは垂直的支配株主、とりわけオーナーの持株比率が非常に高いわけです。日本の場合は、後で申し上げますが、水平的安定株主ということになつています。

このようなことから、アメリカと日本の間に、ドイツという中間項を一つ入れることで、制度の違いが日本にどういう意味をもつかを考えやすくなるのではないかと考えました。そこで、本日は、アメリカ、ドイツ、日本と並べて、国際比較で議論させていただきます。

「産業の開放性と新陳代謝」に戻ります(図表5)。まず、対内直接投資です。これはよく指摘されるところですが、日本に対する直接投資は極端に少ないのです。アメリカでは、二〇一〇年レベルで、直接投資残高のGDP比が二三・四%と

いう数字になっています。これに対してもドイツは

二一・七%という数字です。ただし、ユーロ圏のなかですので、例えばフランスからドイツへの直接投資というのは純粹に外資ということではないとして、ユーロ圏外からのものだけをとつてみると七・七%になります。しかし、これに対応する日本の数字は、僅かに三・九%であります。

次に、外国人労働者の比率です。これは、アメリカは一六・二%、ドイツは九・四%であるのに対し、日本は僅か一・〇%です。

つまり、少なくとも今までのところ、日本は、成長力の今後の減退を外国からの資本あるいは労働力で補うというチョイスは、殆どとてこなかつたということが上の欄でわかると思います。わが国経済は、外に向かっては非常に閉鎖的では、国民性にも関わるので、すぐには変わらない

かもしれません。

それではどうしたらよいかというと、労働力や資本のリシャッフルを徹底的に進める以外ないとすることになります。つまり、全要素生産性を引き上げるために、経営革新やイノベーションをすすめるということを考えますと、これまでのようないくことでは、労働力や資源の最適配分ができるませんので、抜本的に流動化しなくてはならないということになります。経済学的な議論で説明すると、労働も資本も希少ななかでは、できるだけ移動をフレキシブルにして、付加価値生産性の変動に応じて、いつも企業が再構築されるようになります。ていれば、一番効率がよくなるはずだということです。

こうしたフレキシブルさの指標としてよく出されます数字は、開業率、廃業率です。これを下の

欄で見比べていただきますと、アメリカは九・三%と一〇・三%、ドイツは八・八%と八・〇%です。日本は四・五%と四・一%ということで、アメリカやドイツの半分の水準になっています。

ここで、よく「アメリカと同じようなことはなかなかできませんよ。日本のように非常に定着性が強い国ではうまくいかないのではないか」という議論が出されます。私も、アメリカとだけ比較するのであれば、そうだと思います。しかし、そういう議論の観点から御注意いただきたいのは、表の少し下の方にある平均勤続年数です。これを見ていただきますと、アメリカは四・六年なのに対し、ドイツは一一・二年、日本は一一・九年です。これは、おおまかに整理してしまいますと、アメリカは従業員が移ることによつて産業のリシャッフルを実現しているのですが、ドイツの場合は、事業所に勤めている従業員は安定した

働き方を続けるなかで、事業所が会社を移ることでリシャッフルしている。しかし、日本はどちらもしないということが言えようかと思います。

一、リスクテイクを促すための環境整備

では、なぜ日本の産業がこのようにリスクテイクをしない、外から人も資本も入れない、リシャッフルもしないということになつてしているのでしょうか。この問題については、人によっていろいろな議論があると思います。

私なりに考えた要因は、図表6の三つの項目であります。アメリカでは、こういう論点に関しては、ロー&エコノミクスという学問が確立していますので、日本企業のビヘイビアについて、それを応用してみたということです。

一つ目の要因は、リスクが顕在化した場合に、早期に円滑に收拾できるかという問題があります。事業というのはリスクテイクをしてリターンを得るですから、ハイリスク・ハイリターンの戦略をとると、リスクが顕在化する確率も高くなるわけです。

この観点から日本の現状を見ますと、企業再建は、手続に長期間を要する上、結果の予測が困難だということが問題であります。その結果、企業の経営者は、事業再構築の着手を先送りします。その間に、損失がどんどん拡大していくので、結果的に破綻した場合には、大きなロスを蒙る債権者が厳しい責任追及をせざるをえない。そのことが更に先送りを助長するという悪循環になつているということが一つ目であります。

その際に、雇用制度の硬直性が大きな論点となります。わが国の法制度は、既存正社員の地位保

全の比重が大きく、円滑な労働移動が阻害されているということです。この関連でちょっと追加しますと、よく、ドイツの解雇の金銭解決制度という話が出でますが、正確には、経営者が金銭の補償を併せて解雇の申し出をしても差し支えないという制度なのです。それに対して、しかるべき期間の間に労働者が審判所なり裁判所に申し立てなければ、それで紛争はもう起こらないものとみなすものです。つまり、同じ結論に達するのであれば、早く決めるというものがドイツの制度です。金さえ払えばやめさせていいという制度ではないということが重要です。

その点、日本の場合は、地位保全の訴えで延々と訴訟をしたあげく、勝訴したら改めて補償金を請求するということになつています。結果としてでき上がつた答えは余り変わらないとしても、答えにたどり着くまでに費やす年数が全く違うとい

うことがポイントであります。

以上が、リスクが顕在化した際の早期收拾です。

次は、機動的なリスクテイクのための手段とい

うことで、とりわけM&Aが重要です。これについてもかなり議論はされていますが、欠落している点は、統合対象企業における消極的な対応に及ぶる制度を是正すべきだということです。特に、買収対象企業の株式を売りたい人が売れないという制度が障害であります。これが、企業の事業再構築や産業の再編がなかなか進まない原因になっている。これが二つ目です。

三つ目は、リスクテイクに向けた株主とのコミュニケーションということです。まず、株主サイドについては、国内機関投資家が保守的な運用を行っており、多くの企業で取引先株主が主力であることがわが国の特徴です。取引先株主と

いうのは、企業の今の経営方針とか、今の事業形態に、自分たちのステークをもっていますので、これらを変えることについては、どこの国でも、否定的になります。

それから、情報開示に関する法令遵守に主眼を置いた情報発信ということです。わが国でも、デイスクリージャーについては非常に立派な制度が入っているのですが、基本的にはややアメリカ的な制度ですので、日本のようにアメリカと異なる環境のもとでは、結果として財務比率の偏重とリスク回避に偏った内部統制をもたらしているのではないかと考えています。

三、リスクが顕在化した際の早期 收拾

(法的整理の件数の推移)

以下では、以上の要因について順次説明いたし
ます。

まずリスクテイクをした場合、リスクが顕在化
したときの早期收拾には、基本的には倒産手続き
によるということになります。ここで、経営破綻
と倒産は全く別の概念であることを確認しておき
たいと思います。資金繰り等で経営が破綻する
と、大変な社会的損失につながりますので、そう
ならないよう整然と整理をしていくために保護
を与える仕組みが倒産手続です。

倒産手続きには、御案内のように、私的整理と
法的整理があります。債権者が多数になれば、法
的整理でないと調整が難しくなります。日本で
は、法的整理のベースとなる制度は、まず破産法
であり、その中で立て直すことが考えられる場合
で、これが日本における破綻の原型だったわ
けです。これでは、当該会社や事業にとつても、
あるいは経営者の方にとつても致命的なことに
なってしまいますので、できれば、きちんと法律
のもとで片づけて再生ができるようにしようと
いうのが倒産手続の整備の考え方です。また、同じ
倒産手続をする場合であっても、見込みのある企
業であれば、早目に手をつけて、リストラするな
りほかのスポンサーに売却するなりして、企業を
再建しようという制度が再建型手続ということに
なります。

昔の日本の破綻というのは、銀行取引停止処分
が主でした。もっと言うと、取りつけが起きて資
金繰りがつかず、多くの場合、暴力団が乗り込ん
でくる、これが日本における破綻の原型だつたわ
けです。これでは、当該会社や事業にとつても、
あるいは経営者の方にとつても致命的なことに
なってしまいますので、できれば、きちんと法律
のもとで片づけて再生ができるようにしようと
いうのが倒産手続の整備の考え方です。また、同じ
倒産手続をする場合であっても、見込みのある企
業であれば、早目に手をつけて、リストラするな
りほかのスポンサーに売却するなりして、企業を
再建しようという制度が再建型手続ということに
なります。

には、民事再生法、会社更生法があります。

こうした法的整理について、アメリカ、ドイツ、日本の数字を比べてみます（図表7）。

日本は破産と再建が入り口では区別されておらず、統計上も一緒になっていますので、表の整理の仕方があつとアンバランスとなっている点に御注

意いただければと思います。

シャドウのところが再建型の件数で、アメリカのチャプター11と日本の会社更生法、民事再生法との対比をしてみますと、アメリカが約一万件、日本は約五〇〇件であります。また、シャドウのかかっていないところの数字で、ドイツの法的整理の件数と、日本の破産法、民事再生法、会社更生法の合計の件数を比べますと、ドイツが二万件強で、日本が約一万件となっています。

ここでおわかりのように、日本は法的整理の件数が非常に少ないというところがポイントです。

特に再建型のものは微々たる件数であることがわかれます。

（米独日の倒産法制）

これは、日本の企業が健全だからではなく、先送りをしているからなのです。再建型の倒産手続が行われた場合に、債権者の損失がどうなつているかを見てみます（図表8）。左側の図で、民事再生手続に基づく一般債権者の債務免除の割合をごらんいただきますと、左の四分の一、二六%は九割超カットです。その下の五一%は七割超カットということです。この状況を、アメリカの倒産実務家等に話しますと、そんなものは再建とは言わないというコメントでした。会社更生法でも余り変わりません。こういうことでは、当然、債権者としては、厳しく責任追及をするわけです。要は、そういう事態になる前に早く法的整理に着手

することが重要だということです。

そこで、各国の法的整理の制度を対比してみます（図表9）。アメリカ、ドイツ、日本について、早く始めるなどを促すような制度になつていているかということです。

アメリカでは、黒字でも資産超過でも倒産手続を開始することは自由です。裁判所が倒産申立てを断る理由となるような開始要件は設けられていません。一方、ドイツや日本では、債務超過または支払い不能のおそれがあるという困ったときに限り、裁判所が法的整理のためのプロテクションをかけてあげますという仕組みになっています。法的整理については、アメリカの裁判所は、いつでもどうぞご利用下さいとなつていて、ドイツや日本の裁判所は利用制限をしているのです。

ところが、ドイツと日本で全く違うことは、債務超過または支払い不能のおそれが生じていると

きの経営者の責任です。日本の経営者は、そういう場合でも、別に申し立てなくともいいのですが、ドイツでは申し立てないと刑事あるいは民事の責任が発生すると考えられています。これは、現実的にみて穩当かどうかは別として、考え方としては合理的であります。つまり、債権者に知らずに債務超過幅を拡大しながら経営を続けていふというのは一種の詐欺だということです。この結果、ドイツは、法的整理の件数が日本よりも多くなっています。日本の場合は、債務超過になつても、何とか資金繰りが続けば経営を続けていつて差支えないということになつていますし、銀行にも、債務超過でも貸すというカルチャーアリります。そこが、ドイツと日本との違いになつています。

ただし、ドイツでも、そのように法的責任に迫られて倒産申立をすると、萎縮し切つてしまつて

いるのが実態であり、大抵破産に追い込まれてしまったという弊害があつたようです。

その後、ドイツでは改革を進めてきています。

これは、EUの中で、イギリスがアメリカ型の倒産手続を運用しているからです。EU市場統合の中では、当該債務者の主要な経済的利益の所在する国で倒産手続を申し立ててよいことになります。そこで、事業者がドイツからイギリスに引っ越すことが非常にふえたのです。それでは困るので、ロンドン並みに合理的、円滑な処理にななければならぬということがインセンティブだつたと聞いています。

そういうことで、ドイツでは、九九年と二〇〇一年に、二回、倒産法の抜本改正をしました。その方向性は、アメリカのチャプター11型に寄せていくというものでした。具体的には、プリパッケージ処理を基本的に認めていくとか、表の下の

(注) 2ですが、デット・エクイティ・スワップを促進するような手続にするとか、早期申立者にプレリミナリーに倒産手続と同じ保護を与えるアンブレラ手続を導入するといった内容でした。ドイツの法務省は、とにかく早く申し立てをさせて、何とかデット・エクイティ・スワップで再建させるという方向に向けた法改正を進めてきたのです。その結果、統計上は破産と再建が一緒になつてるので数字はわかりませんが、ドイツの法律事務所によれば、デット・エクイティ・スワップでの再建が非常に増えてきているということです。現在の問題は、日本と同様、税務上の取扱が障害であり、特にDESに伴う免除益の課税がネックになつてているということでした。

一方、日本では、倒産制度の設計から、事業再生の着手のタイミングが先送りになりやすくなっているということが言えようかと思います。それ

以外に、表の下側に書いておりますように、ディスインセンティブとしましては、中小企業では、法的整理になつてしまふと経営者が個人保証で私財を取られることや、大企業では、平時は強く保護されている従業員が法的整理になると解雇されやすくなると、いうことがアメリカやドイツと違うと言われております。

このように、顕在化したリスクの收拾が困難なことが一つ目のポイントです。

一千数百億ドルで二〇〇〇件です。

しかし、日本のほうがドイツより経済規模が相

四、機動的なリスクテイクのため のM&A等 (M&Aの推移)

次に、M&Aです。これについても、まず事実関係を見ましょ。Thomson Reuter の資料によりますと、M&Aの件数は、アメリカでは、金額

で見まして一兆五〇〇〇億ドルぐらいでありますて、件数的には約一万件です(図表10-1)。うち、クロスボーダーが一〇〇〇～二〇〇〇件ぐらいであります。

これを、ドイツ、日本と比べていただきますと、どちらも少ない数字です(図表10-2)。ドイ

ツですと、大体一千数百億ドルで二〇〇〇～三

〇〇〇件となっています。日本ですと、同じよう

に一千数百億ドルで二〇〇〇件です。
スボーダーで、その右の黒の棒が対外です。クロスボーダーと対外の差は対内ですが、日本は対内が非常に少ないということが見てとれると思います。もう一つ、二〇〇六～二〇〇七年の動きが違

います。日本では、ライブドア事件等があり、いろいろな対応を行った結果、M&Aが顕著に減りました。このころ、ドイツでも同じようなことが起きていたのですが、その対応後にM&Aが顕著にふえています。この違いがあるということです。

(M&Aに関する税制)

こうした違いの理由は幾つかあるのですが、ドイツの担当者と議論をしてみると、一番大きな問題は税制ではないかと考えるようになります。とりわけ、日本の特異性がくつきりとしている点が、図表11に示しました買収対象企業の株主に対する課税です。

その意味を考えるために、ちょっと実例を想定していただきましょう。仮にビジネス上の独自のアイデアのある人が、自分の会社をつくったとし

ます。そのアイデアを商品化まで持つていきたいと考えますと、例えば数億のお金が要ります。これは、自己資金かもしれませんし、ベンチャーキャピタルかもしれません、出資が必要です。銀行融資ではうまくいきません。次に、アイデアが商品化できると、販路を獲得するとか、ほかの商品との組み合わせで提供するという課題がでてきます。その場合は、大きな会社と連携したり、あるいはどこかのファンドに多額の投資をしたりする必要がでてくるわけです。ここで、M&Aが必要になります。それがうまくいくと、ようやくIPOが近づいてくることになります。普通は、こういう順番で起業がすすむわけです。

アメリカでは、よくベンチャーエコシステムがあると言われますが、こうしたM&Aでは、それは大きい会社に自社の株式の相当部分を売って、その対価として大きい会社の株式をもらうとい

う、株式の交換によることが基本的なやり方だと聞いております。大きい会社は、独自のアイデアに基づく事業を支配下に置いて、それを自分のサプライチェーンなり販売網に組み込んでいくことで、イノベーションをビジネスとして実現できます。

問題は、こうした株式対価M&Aの課税関係です。アメリカやドイツと比べますと、日本は、大きい会社の株式を対価に小さい会社の株式を売つたときに、そのキャピタルゲイン相当額が課税される点が異なります。アメリカやドイツの場合には、一定の要件を満たせば、もらった親会社の株式を現金で売るまでの間、課税が繰り延べられることになっています。このことは、日本で、ベンチャー等に関する起業や投資を行おうとする人や、そういう新規事業を吸収してイノベーションをすすめようとする企業にとって、アメリカやド

イツにない大きな阻害要因になっているのではないかと考えます。

つまり、そういう株式の交換が課税されると、キャッシュフローがないのに課税だけされますが、新規企業の経営者は、対価として受け取った株式を端から売らなければいけないと、そういうところを買収した企業の株価も下がってしまうわけです。ということは、買収すること自体、大企業の経営者にとって不利だということになります。このように、株式の交換に対する課税は、起業やイノベーションを阻害する効果が非常に大きいと思います。現実に、日本では、このようなM&Aはほとんどありません。

なぜこうした税制が設けられるかというと、多分、発想の問題があるのかなと思います。課税繰延の基本にある組織再編税制について、表の上方を見ていただきますと、基準の考え方が、アメ

リカやドイツの場合は、株式の大多数を移すことによつて支配が継続するような場合は課税を繰延べるという思想ですが、日本では、事業が継続しなければいけないという思想なので、例えば従業員を引き継げとか、主要な経営者を残せとか、そういうことが基準になるということになるのです。今申し上げたような例ですと、株式を売つているのであって、事業が継続されるわけではないとみられるので、課税されることになります。

もつと阻害効果が大きい分野は、例えば外資が三角合併で日本企業を買収するようなケースです。これは、買うほうが全く事業の実体がありませんので、共同事業にはあたらず、全部課税されてしまうのです。したがつて、三角合併はほとんどできないというふうになつています。これは対内直接投資が少ない要因のひとつだと思います。

なぜそのような発想になつてているのかといふこと

(M&Aに関するレギュレーション)

また、M&Aに関するレギュレーションの問題もあるのではないかと思ひます(図表12)。これ

については、いろいろ聞いてみてもよくわからぬのですが、基本的な構造が違うということのようです。表の一番下をごらんいただきますと、アメリカでは会社法は州単位でありますので、税法は連邦なので、州の会社法とは別に経済的実態に見合つた連邦の税制をつくつていくということになります。ドイツは、もともとは会社法と税法はセットだったのですが、EU統合に伴いまして、それは外さざるを得なくなりました。しかし、日本は相変わらず会社法と税法がセットで規定されています。そういうことが組織再編成や起業等を阻害する根本原因ではないかと考えております。

は、大企業の買収にかなり限定された論点かもしれません。一言で申しますと、買収対象企業の取締役の行動基準について、日本では整理が行われていないということです。

アメリカは、基本的には御案内とのおり、買収者も買収対象企業の取締役も、証券市場でフェアに透明に戦うということを確保していくというルールです。その一環として、会社法レベルでは、買収対象企業の経営者にはレブロン義務やユノカル基準が適用されることになっています。これは御案内のとおりだと思います。基本的には、株主のためのエージェントとしてきちんと戦うべきだという考え方です。

それに対して、ドイツはイギリスの仕組みを導入したのですが、企業という実体を念頭に、誰かが株式の多くを買収すると、残存する少數株主を搾取する危険があるのでないかという問題意識

からの制度であります。ドイツでは、そのために、証券市場法と会社法を一貫させた特別法を制定しています。この制度では、とりわけ、買収のオファーをする価格について厳しい規制が課されていることが特徴です。また、この規制が守られているかどうかは、ドイツではB a F i nという監督当局が審査する点で、イギリスと異なっています。イギリスの場合はティクオーバーパネルという業界コミュニティーの団体が審査します。しかし、ドイツの場合はそういう積み上げがありませんので、役所が審査することになりました。審査をパスした場合について、表の下の方を見ていただきますと、取締役には中立義務が課されます。つまり、少數株主の保護に役所がお墨つきを与えたので、取締役はもう関与すべきではないという整理なのです。

日本はどうなっているかというと、買収者のほ

うの規制は、基本的にはアメリカ式ではないかとみられます。デイスクロージャーと公正性の確保ということです。しかし、会社法のほうは、買収防衛策が認められるのはどういう場合かという議論は非常に盛んだったのですが、そのベースになる取締役の行動基準は何かということについては、株主の総意によるという一般原則にとどまっています。そうすると、株主の総意とは何かといふことが論点になります。これは後で申し上げますが、安定株主が多いときには、結局取締役の意思がそのまま株主の総意になるのです。これで

高く払つてもよければ検討対象になるのですが、日本の場合はどう出るかわからないという問題なので、非常に検討しづらいというコメントがありました。

五、リスクテイクに向けた株主とのコミュニケーション

(株主の構造)

三つ目は、株主と経営者のコミュニケーションです。

まず、株主の構造について、アメリカ、ドイツ、日本を比べてみます。会社の経営についてガバナンスをきかせるような株主としては、まず、オーナーであります。次に、機関投資家の中で、かつ取引関係にないところには、ガバナンスを行う誘因があります。一方、取引先や保険会社は、

ドイツの場合は高くつくということだけなので、ドイツの場合は高くつくということだけなので、

取引関係に配慮すると、現経営陣に逆らうことにはなかなか難しいのです。

一般的には、コーポレートガバナンスのうえでは、年金基金のようなところが重要な働きをすると言われています。この点に関し、図表13で私的年金基金の規模、投資の内訳を見ますと、アメリカは、GDP比で七四・五%の規模があつて、うち半分近くを株式に投資している。ところが、日本はGDP比で二六・三%しかなくて、株式には九・七%投資しているだけです。ドイツにいたつては、GDP比で六・三%しかなくて、さらに三・六%しか株式に投資していませんので、私的年金は、株式市場から見たときには余り存在感はないということになります。

一方、ドイツについては、日本と同様、かねてから銀行が株主として非常に強力であると言わっていました。しかし、それは昔の話で、現状は全

く違つてきています。それには、二つの論点があります。

一つは、よくシュレーダーのときに、株の売却益を非課税にしたので急激に売却が進んだという議論がされます。この点に関しては、図表14をご覧ください。なお、御注意いただきたいのは、ドイツについて入手できる情報の制約から、二〇〇七年までのグラフとなつていています。これを見ていただきますと、日本とドイツでは、銀行の持株減少は同じようなもので、そんなに違いはない。日本の銀行の株の減り方のほうがむしろ激しい。日本の銀行の株の減り方のほうがむしろ激しい。日本の銀行の株の減り方のほうがむしろ激しい。日本の銀行は、金融危機対応で益出しをするのに株を売らざるを得なかつたのです。

ドイツの銀行の場合は、この措置よりも、実は九九年に寄託銀行株に基づく議決権行使が制限されたことの効果が大きいのです。それによつて、

議決権に基づいて会社に役員を送り込むことができなくなつたので、銀行としては産業支配をする梃子がなくなつたということです。しかも、ドイツでも銀行の経営環境は厳しくなつていきましたので、収益性の低い取引先株式を売りたかった。そうしたところにシュレーダーがキャピタルゲインを非課税にしてくれたので、喜んで売つたところ、売った銀行、売られた企業、どちらも株価が上がつたということでした。銀行の株式売却がうまくいったのは、もともとの状況がそうだったからだということになります。

このように、ドイツも日本も銀行が持株を売却したところまでは共通しています。しかし、その後の結果が全く違うのです。

ドイツの株式保有構造について、図表15の一番下、一九九八年を見ていただきます。真ん中の薄いグレーのところが金融機関による産業株式の保

有です。真ん中にドイチュバンクとアリアンツがありますが、株式保有のネットワークになつていることがおわかりだと思います。これが二〇〇八年、二〇一〇年に移りますと、薄いグレーの線が減りまして、濃いグレーの単線だけがふえていることがおわかりだと思います。今残つております薄いグレーの大きな星は、KFWで、これは日本の政投銀に当たるところですが、ここがドイチュエレコムとドイチエポストの株を持つているというものです。これは、民営化のなごりで、例外的です。したがつて、ドイツでは、銀行の株式保有が産業による垂直支配に変わりました。

ところが、日本の場合はそうではなくて、企業間の水平持ち合いに変わつてているのではないかと考えられます。ドイツの資料にあるような情報については、昔は日生が調べていたのですが、最近はやめてしましました。そこで、かわりの情報を

探してみると、商事法務が会社の総務部の方にアンケート調査をされている結果がありましたので、それを並べてみました。

図表16をどのように見るかというと、右上の二〇一三年の図で、実線の四角いマークの一番右を見ていただきますと、縦が三〇、横が六〇となっています。下側の凡例にあるように、実線の四角いマークは、資本金一〇〇億円以下の上場企業の数字です。これはどういうことかといいますと、総務部の方に商事法務さんがアンケートをしまして、「おたくの会社で安定株主は何%いらっしゃいますか」と聞くわけです。「六〇%います」という答えが出ると、ここに一社とカウントするのです。三〇%といいますのは、そのように「六〇%以上います」と答えた企業の数が、一〇〇億円以下の上場企業に占める割合が三〇%あるということです。

そこで、五〇%台のところを見ていただきますと、これは二五%～二六%あります。従って、一〇〇億円以下の上場企業のうち五五%～五六%の企業では、仮に反対株主が全員出席しても、必ず与党株主が勝つことになります。普通は、三割与党株主がいると勝つと言われています。安定株主が三割というところで見ますと、一〇〇〇億円以下の上場企業も、ほぼ必ず現経営者が勝ちます。わずかに資本金一〇〇〇億円超の上場企業の一部だけが、安定株主支配ではないということになります。

資本金一〇〇〇億円以上の会社とはどういう会社かと見てみると、大体、国際的に商品を売つていて、国際的なIRもきちんとしているような会社ということです。外国人から見た場合に、日本企業の情報というのは、言葉の問題もあつて非常にとりにくいので、どうしても国際的大企業に

投資が偏るという問題もあります。

外国人投資家についてもう一点申しますと、この間までは円高傾向でしたので、個別銘柄を見る必要はありませんでした。円建ての金融商品に投資をしていれば、円高になるのでもうかるといふ投資家が多かったです。しかし、円安傾向に転じてからは、個別銘柄を見なければいけないということになりました。先ほど、外国の投資家のお話をいたしましたが、こういう円安傾向のもとでは個別銘柄の業績を見ていかなければいけないけれども、その観点からは日本の企業には投資しにくいといった議論をしていたということになります。

このため、ドイツでは、アメリカ型のデイスクロージャーと市場監視というやり方ではなく、どちらかというと会社の内的なガバナンスを重視するような仕組みにしています。大きな枠組みとして言いますと、図表17の上の四角にありますように、資本市場法と会社法の横断的整備ということです。会社法の中にも資本市場法的な制度を入れたり、資本市場法の中に会社法と連動するような制度を入れたりしているということです。

日本企業における安定株主のウエートが非常に高いということがわかります。これがドイツと日本の株主構造の違いです。

(コーカソペーラートガバナンスの制度設計)

このように株主分布が異なる中では、コーカソペーラートガバナンスをどうやって機能させていくかということについても、制度設計上で相当違いがでてくることになります。

場法は区切らねばならないというドグマが厳然と残っているということです。この点について、ドイツの法律の専門家に聞いたところでは、そうした区分は、一五年ぐらい前からなくなっているということでした。

そうした市場法と会社法の連携の一番の象徴になります制度が、ドイツ・コーポレートガバナンスコードであります。これは、日本のドグマのもとではちょっとと考えづらいような制度設計になっています。日本における会社法に相当する株式法において、上場会社という概念が書いてあります。そのうえで、上場会社は、コーポレートガバナンスコードに掲げられた事項について、Comply or Explainをしなさいという規定が設けられています。コーポレートガバナンスコードの項目は、政府にあるコーポレートガバナンスコード委員会で決められます。この委員会では、ある

項目については守らなければいけないとか、この項目は守ることが勧告されるとか、この項目は守ることが推奨されるとか、こういうことを決定することになっています。このコーポレートガバナンスコード委員会を所管する官庁は法務省です。

この制度がもたらす効果は何かというと、これはディスクロージャーと同様、株式売買に伴う市場規律が第一ですが、副次的には株主総会で説明責任を負うことに伴うガバナンスの効果があります。また、コードへの遵守表明に不履行があれば賠償責任を生ずるけれども、反対に、きちんと遵守していれば、何か事故があつたときの取締役の責任減免の論拠になるという民事的な効果があります。ここがドイツの仕組みのユニークなところです、これはさつき申し上げましたように、機関投資家が必ずしも活発ではないということに対応したものであります。

六、まとめ

以上のように、ドイツの制度とアメリカの制度、日本の制度を見比べていただきますと、日本の企業制度は、リスクテイクをしないように仕向ける構造になつていると言えます。

経済成長率を高めていくためには、市場規律を機能させ、企業がリスクテイクをするよう仕向けていくことが不可欠です。そのためにはどうしらいいかを検討しなくてはなりません。

以上の議論からは、その際、アメリカの制度をなぞつていくということでは実効的ではないかもしないということになります。もちろん、ドイツの制度をなぞつても実効的ではない可能性も十分あります。先ほど申し上げましたような基本的な要素の違いを十分に考慮しながら、アメリカと

ドイツの制度を対比し、日本の制度設計の参考としていくべきではないかと考えております。時間になりましたので、このぐらいで終わらせていただきたいと思います。

増井理事長 どうもありがとうございました。私もふだん、ドイツの制度には余りなじみがないのですが、日本あるいはアメリカの制度と対比されて御説明をいただきました。

少し時間がございますので、御質問があればお答えいただけると思います。いかがでしょうか。

——よろしいですか。

では、私のほうから。いろいろな対応というか、日本でもリスクテイクをしやすくするということで、先ほどの新成長戦略などが言われておりますが、今後の動きというのでしょうか、政府でもいろいろ取り組みがあると思いますが、どんな

ところに注目されているのかというのはどうで
しょうか。

木下 私としては、今申し上げた三つの項目につ

きまして、これまで、個人として情報発信を続け
てきたのですが、現在では、問題意識が広く浸透
してきているのかなと思います。先般の成長戦略
の中にも、かなりの項目が取り上げられておりま
す。

ただし、その具体的な実現方法については、外

国と違つてくることも当然であります。例えば、
会社法を変えてコーポレートガバナンスコードを
入れようという話になると、変えようという議論
をすることだけで何年も消えるのではないかとい
う問題があります。そこで、まず上場規則でコー
ポレートガバナンスコードを入れましようとい

ことになるのだと思います。しかし、根本の問題
意識は広く浸透していますし、成長戦略に対する

外国の投資家からの評価も高いようです。

残っている項目で、最もクルーシャルなもの
は、M&Aの税制です。

経済政策の議論では、どうしても、今ある会社
がどこかを買うことについてリスクを軽減してく
ださいとか、負担を軽くしてくださいという声が
出でます。しかし、今存在していない会社が将
来発展するためには、こうしたらよいという議論は
出てこないのです。

株式対価M&Aの課税繰延べは、税法をつくる
のが難しい制度だというのはよく聞きます。しか
し、財政収支への影響は、現在は対象となる取引
 자체が行われていないので、あまりないはずで
す。

この問題を是正するためには、必要性を主張す
る人が余りいないということが障壁となっています。
日本では、この問題があることを指摘してい

る人は、ごく少数です。しかし、スピノアウトして、技術開発して、起業したいと思つてている人は、実はみんなこれで困ることになつてしているのではないかと思います。本日ご出席の方々も、もし時間がありましたら、ぜひM&Aに関する税制を直すべきだということをおっしゃつていただくと世のためになると思います。

増井理事長 そのほかに何か御質問などありますでしょうか。——よろしくうございますか。

それでは、ちょっと早いですけれども、今日はこのあたりで資本市場を考える会を終わりたいと思ひます。

今日はどうもありがとうございました。木下さんにお手をお願いいたします。(拍手)

(本稿は、平成二六年七月二日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

木下信行氏

略歴

出身地 兵庫県

昭和52年 3月	東京大学法学部卒業
52年 4月	大蔵省入省
平成9年 7月	大蔵省銀行局調査課長
10年 6月	金融監督庁長官官房企画課長
13年 7月	金融庁監督局総務課長
17年 7月	九州財務局長
18年 6月	内閣官房内閣審議官郵政民営化委員会事務局長
20年 7月	金融庁公認会計士・監査審査会事務局長
21年 7月	金融庁証券取引等監視委員会事務局長
22年 8月21日	日本銀行理事

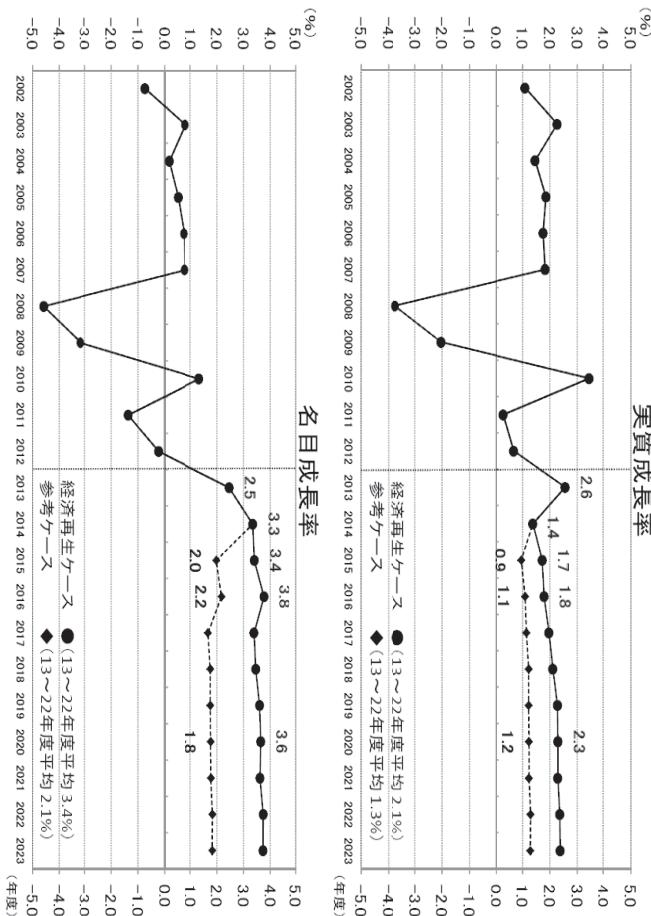
我が国企業の成長力を高めるための環境整備 —国際比較とドイツの改革から考える—

日本銀行 理事

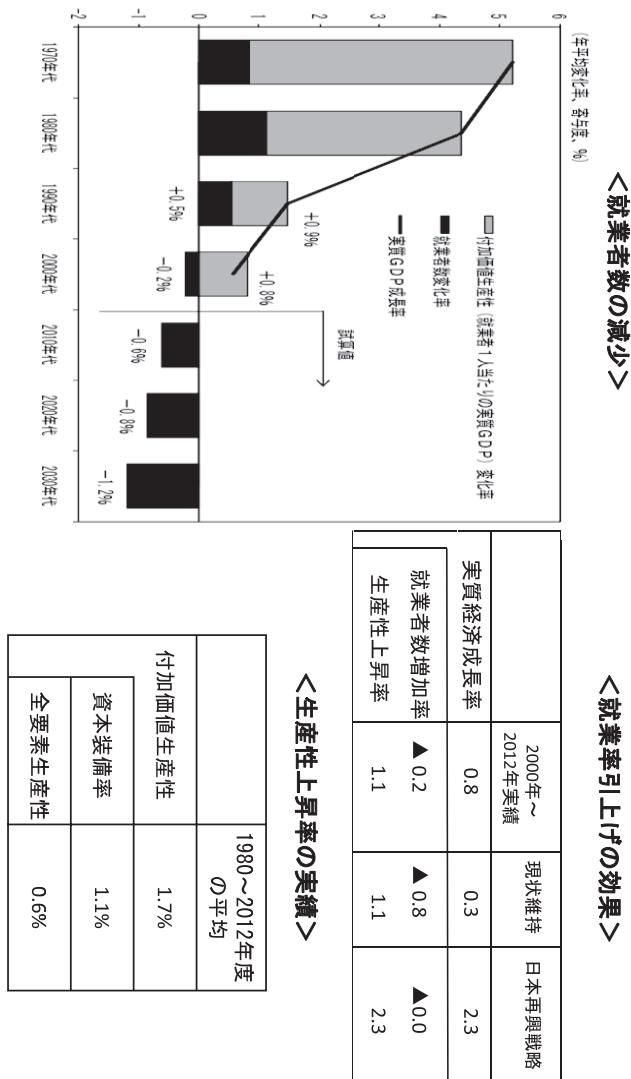
木下信行

図表1 中長期の経済成長に関する試算

(経済財政諮問会議資料、2014. 1. 20)

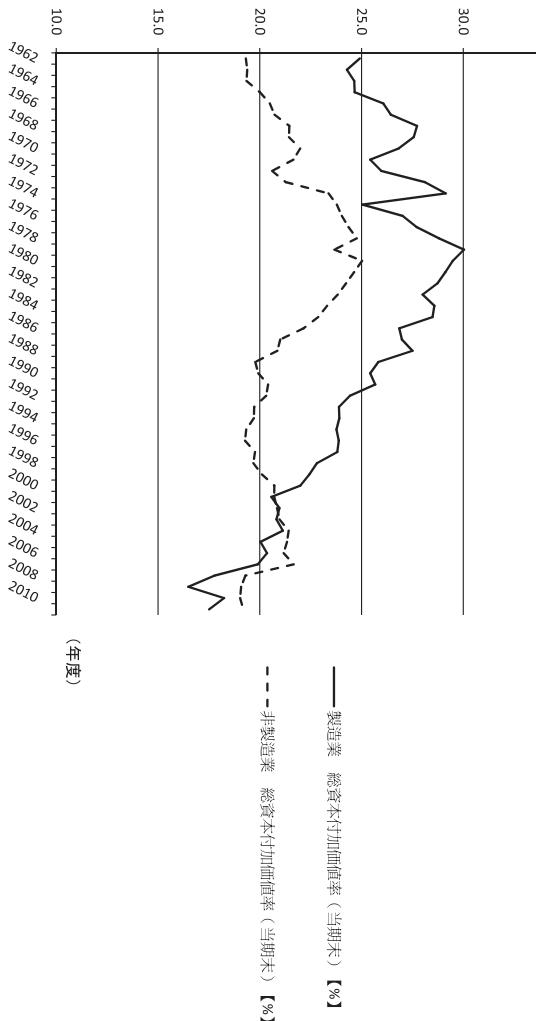


図表2 労働力と生産性



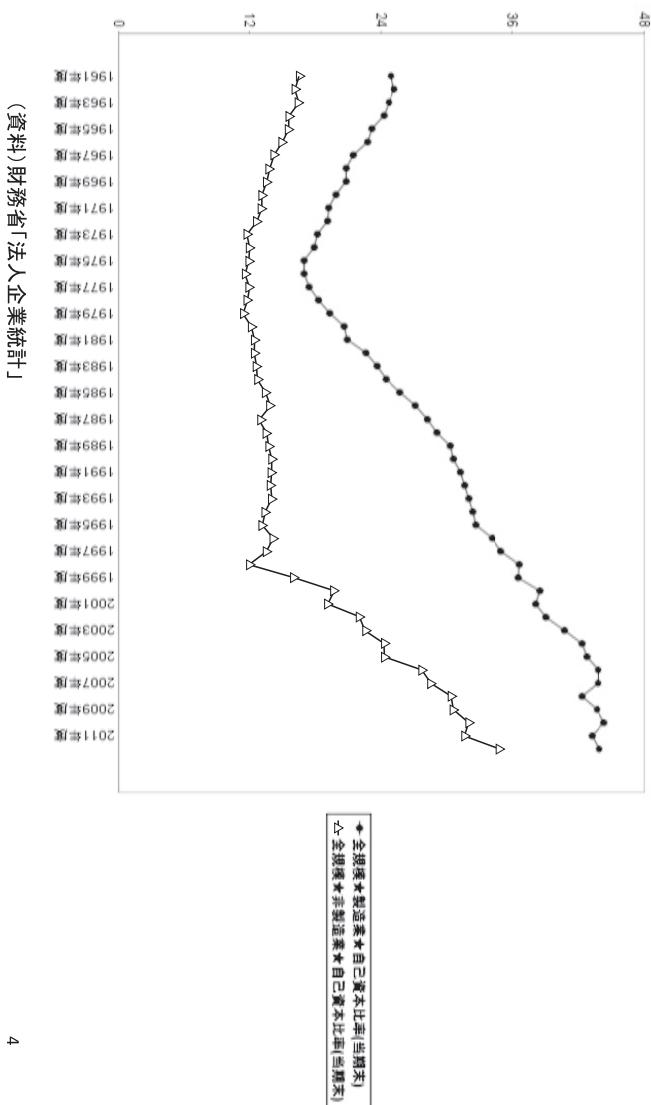
図表3 わが国企業の総資本付加価値率の推移

(%)



(資料)財務省「法人企業統計」

図表4 わが国企業の自己資本比率の推移



図表5 産業の開放性と新陳代謝

	アメリカ			ドイツ			日本		
	2000	2005	2010	2000	2005	2010	2000	2005	2010
直接投資残高GDP比 <ドイツのユーロ圏外>	54.9	51.0	56.2	43.1 <25.8>	50.7 <31.2>	65.9 <35.7>	6.9	10.7	19.1
うち対内直接投資 <ドイツのユーロ圏外>	27.9	22.3	23.4	14.4 <6.3>	17.2 <6.9>	21.7 <7.7>	1.1	2.2	3.9
外国人労働者比率(注1)	12.9	15.2	16.2	8.8 <14.6>	9.3 <13.7>	9.4 <8.1>	0.8 <6.4>	1.1 <7.0>	1.0 <11.9>
開業率 廃業率				9.3 <4.6>	8.8 <4.6>	4.5 <1.0>	4.1 <11.2>		
起業活動比率(注2) 経営交代率<2000年代>(注3)	11.1	12.4	12.3 <1.8>	6.3 <4.6>	5.1 <4.6>	5.6 <1.0>	3.1 <0.5>	2.2 <11.2>	5.2 <11.9>
平均勤続年数(注4)									
雇用創出率<2000年代> 消失率<2000年代>									

(注)1 アメリカとドイツについては、2010年の欄に2009年の計数を記入。2 2000年の欄は2001年、2010年の欄は2011年の計数。

3 経営交代率は、起業活動者割合を既存経営者割合で割った倍率。4 日本は2011年、その他は2012年の計数。

(資料) 中小企業庁「中小企業白書」、労働政策研究・研修機構「国際労働比較」「雇用創出・消失指標の分析」、厚生労働省「労働経済の分析」、Bundesbank、Eurostat、Global Entrepreneurship Monitor、OECD、UNCTAD

図表6 リスクテイクを促すための環境整備

<p>< リスクが顕在化した際の早期收拾 ></p> <p>(現状)・企業再建は、手続きに長期間を要するうえ、結果の予測が困難 ⇒ 事業再構築の先送りによる損失拡大と過酷な責任追及の悪循環</p> <ul style="list-style-type: none">・雇用制度は、既存正社員の地位保全の比重が大きく、円滑な労働移動を阻害⇒ 経営者は事業再構築の着手を躊躇する一方、従業員は紛争解決に長期間を超過	<p>< 機動的なリスクテイクのためのM&A等 ></p> <p>(現状)・統合対象企業における消極的な対応につながる制度 ⇒ 企業の事業再構築や産業再編の遅延</p>	<p>< リスクテイクに向けた株主とのコミュニケーション ></p> <p>(現状)・国内機関投資家が保守的な運用を行うなかで、多くの企業で取引先株主が主力 ⇒ 既存の取引関係の変更につながるリスクテイクに消極的</p> <ul style="list-style-type: none">・情報開示に関する法令遵守に主眼をおいた情報発信⇒ 財務比率の偏重とリスク回避に偏った内部統制
--	--	---

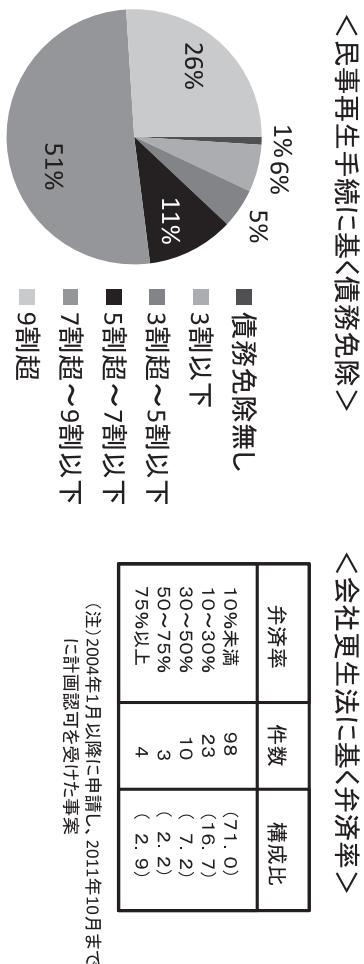
図表7 法的整理の件数の推移

	年度	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
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	11,093	9,616
ドイツ (法的整理)		21,428	23,061	23,898	23,247	23,291	20,491	21,359	24,301	23,482	23,586	n.a.
日本 (法的整理) (うち再建型)		8,026	7,763	7,281	8,578	8,756	9,914	11,676	11,844	11,096	11,043	10,226
		889	856	551	592	536	601	906	716	529	519	420

(注) 1 シヤドー部分は再建型手続
2 ドイツの計数は曆年。

(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 '休業・解散動向調査'

図表8 法的整理に伴う債権者の損失



(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)

(資料)「会社更生法の弁済率調査」
(2011年10月、帝国データバンク)

図表9 事業再生と経営のインセンティブ

< 再建型倒産制度 >

	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
フリバッケージ処理	可能	不司	—
早期再生に向けた取組	363条セールの活用(注1)	企業再建促進法(注2)	—
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(注3)

(注) 1 チャプター11申立後、直ちに裁判所の許可を得て事業を分割譲渡

2 以下の骨子による倒産法改正(2012年3月から施行)

・債権者の要望に沿った管財人を選任

・再建計画の中で株主権を変更(IPSの促進)

・早期申立者のアンフレラ保護手続き

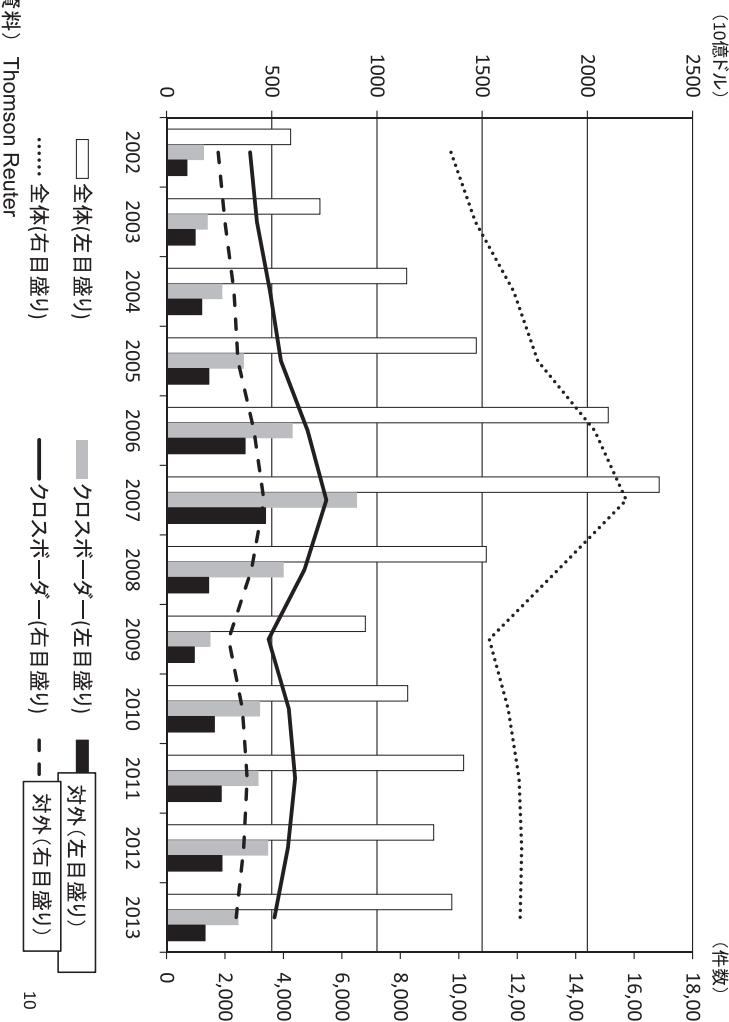
3 アメリカでは、救済融資(は倒産手続き上劣後扱いの可能性

日本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

< 日本における事業再生へのディスインセンティブ >

- 法的整理時における経営者の責任追及(個人保証等)
- 法的整理前における雇用慣行(解雇懲罰法理)
 - ・アメリカ: 任意雇用の原則
 - ・ドイツ: 金銭補償制度の拡充を含む労働市場改革

図表10-1 アメリカにおけるM&Aの推移



(資料) Thomson Reuter

図表10-2 ドイツと日本におけるM&Aの推移

< ドイツ >



< 日本 >



(資料) Thomson Reuter

図表11 株対価M&Aの対象企業株主に対する課税

	アメリカ	ドイツ	日本
継延適格	(支配の継続性) 買収者が80%以上を取得、保有	(支配の継続性) 買収者が50%以上を取得、保有	<事業の継続性> <グループ内> 主要資産の移転、 従業員引継、事業継続 <共同事業> (上記に加え) 当事者の事業の関連性、 役員引継等、株式継属保有
現金等交付	不可	10%まで可	不可
法人株主	適格であれば課税継延	適格であれば課税継延 不適格であっても譲渡益の95%は資本参加免税	継延要件不適格につき課税
個人株主	適格であれば課税継延	適格であれば現金等対価以外の部分について課税継延	規定不存在につき課税
企業法との関係	各州の会社法とは別に経済的機能に対応した制度設計	ドイツの会社法のみならずEU株式会社に対応した制度設計	日本の会社法等を前提とする制度設計

(資料)プライスウォーターハウスケーパース「組織再編の実態とそれにふさわしい税制のあり方に關する調査」(2011年)
をもとに作成

図表12 M&Aと経営のインセンティブ

< M&A関連制度 >

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

- < M&Aの機能 >
- 産業再編のバックストップ
- 敵対的買収の可能性による経営への市場規律

図表13 私的年金基金の規模と投資内訳

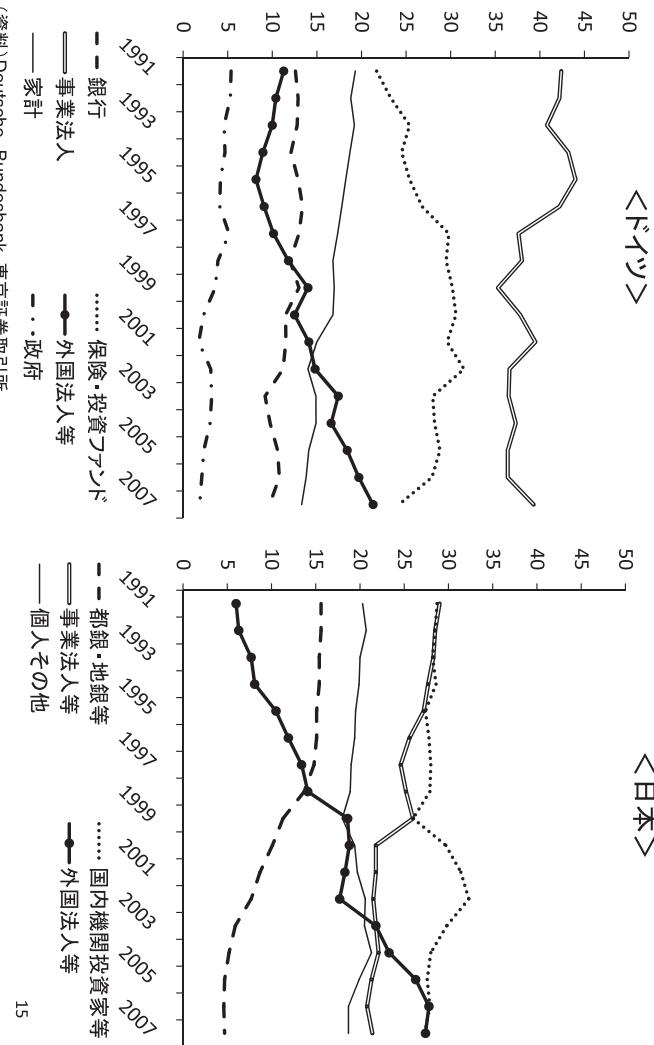
(単位: %)

	アメリカ	ドイツ	日本
< 規模 > 資産残高のGDP比	74.5	6.3	26.3
< 投資内訳 > 株式	48.9	3.6	9.7
債券	20.9	51.4	36.3
現預金	1.0	3.0	5.1
その他	29.2	42.0	48.9

(注)2012年の計数。その他には、ミューチュアルファンド、外債、派生商品を含む。

(資料)OECD 'Pension Markets in Focus'

図表14 主要投資部門別株式保有比率の推移



(資料)Deutsche Bundesbank, 東京証券取引所

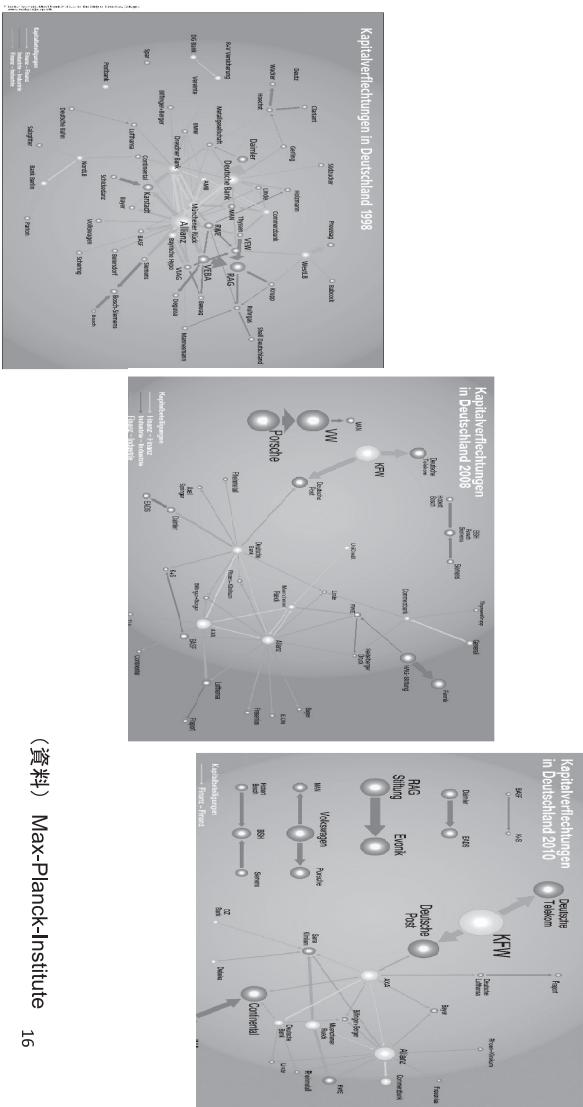
図表15

ドイツにおける株式保有構造の変化

<1998年>

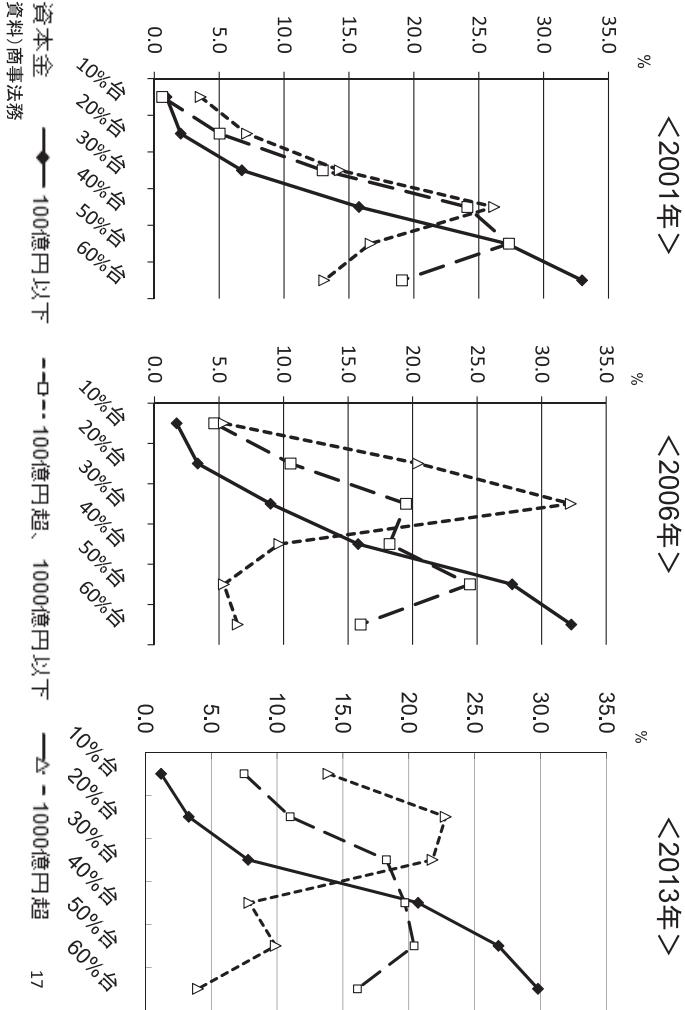
<2008年>

<2010年>



(資料) Max-Planck-Institute 16

図表16 日本企業の考える安定株主比率



図表17 株主による情報アクセスの拡充

< ドイツにおける企業制度改革 >

資本市場法と会社法の横断的整備(1998年~)

- 会社法に対する資本市場法の影響
上場会社に関する特例規定等
- 資本市場法と会社法の連動
- 資本市場法特別法の制定(「有価証券取得及び買収法」)や運動した法整備(2002年における株式法と市場振興法)等
- 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等

ドイツ・コーポレートガバナンス・コードの導入(2002年)

- 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
 - 勘定事項
 - 奨励事項 ⇒ 非遵守項目に関する説明義務 (Comply or Explain)
- 市場規律 : 株式売買に伴う市場規律
- 企業統治 : 説明責任と株主の質問権
遵守表明に不履行があれば株主に対する賠償責任

< わが国のコーポレート・ガバナンス・ディスクロージャー >

金融商品取引法及び上場規則で規定

(参考) 企業の活動環境と組織構造

	アメリカ	ドイツ	日本
<法制度> 法体系	コモンロー 連邦法と州法	シビルロー 連動	シビルロー 峻別
市場法と会社法の関係	民事中心	刑事・行政中心	行政中心
企業法のエンフォースメント	企業金融	銀行中心	銀行中心
<経営環境>	市場中心	銀行中心	銀行中心
労働力人口	増加 定着	減少 定着	減少 少数
外国人の労働参加			
<組織構造>	機関投資家中心 独立取締役必置 取締役会	垂直的支配株主 二層構造 任意雇用	水平的安定株主 単層構造が中心 安定的(職能にリンク)
従業員の労働条件			