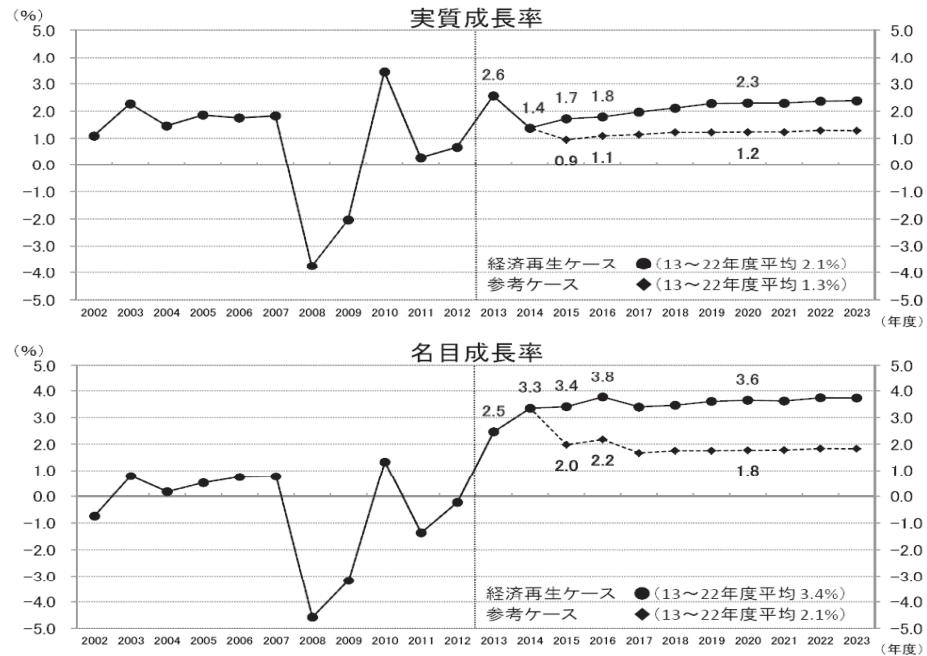


我が国企業の成長力を高めるための環境整備 —国際比較とドイツの改革から考える—

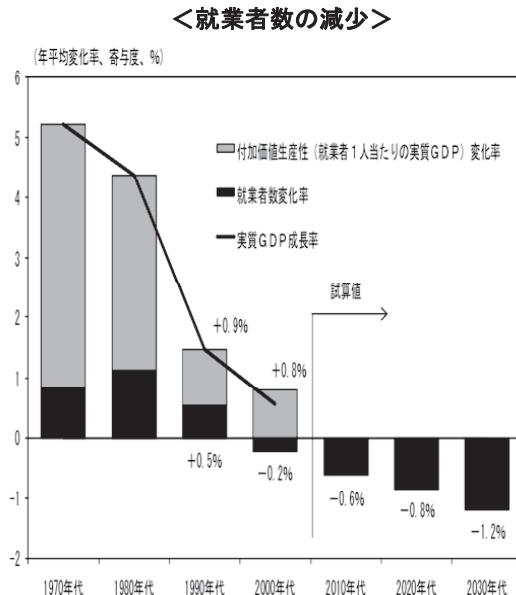
日本銀行 理事

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



<就業率引上げの効果>

	2000年～2012年実績	現状維持	日本再興戦略
実質経済成長率	0.8	0.3	2.3
就業者数増加率	▲0.2	▲0.8	▲0.0
生産性上昇率	1.1	1.1	2.3

<生産性上昇率の実績>

	1980～2012年度の平均
付加価値生産性	1.7%
資本装備率	1.1%
全要素生産性	0.6%

(注) 2013年以降の就業者数変化率は、将来人口の推計値（出生中位、死亡中位のケース）と労働率の差を通し、各年齢層・各性別の労働率が2012年の値で積み上げて推移と仮定したもの。から試算した労働力人口の年平均変化率。

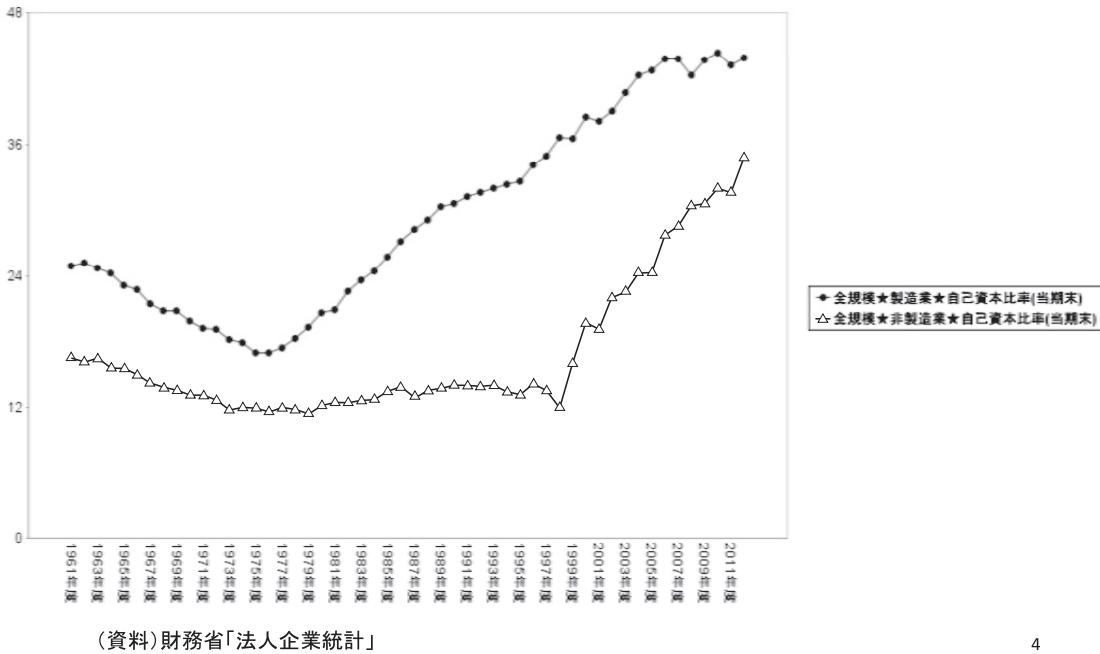
(資料) 内閣府、総務省、国立社会保障・人口問題研究所

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	50.7	65.9	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	17.2	21.7	1.1	2.2	3.9
外国人労働者比率(注1)	12.9	15.2	16.2	8.8	9.3	9.4	0.8	1.1	1.0
開業率			9.3			8.8			4.5
廃業率			10.3			8.0			4.1
起業活動比率(注2)	11.1	12.4	12.3	6.3	5.1	5.6	3.1	2.2	5.2
経営代謝率<2000年代>(注3)			<1.8>			<1.0>			<0.5>
平均勤続年数(注4)			<4.6>			<11.2>			<11.9>
雇用創出率 <2000年代>			<14.6>			<8.1>			<6.4>
消失率 <2000年代>			<13.7>			<8.5>			<7.0>

(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 経営代謝率は、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

< リスクが顕在化した際の早期収拾 >

- (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
- 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徒過

< 機動的なリスクテイクのためのM&A等 >

- (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

< リスクテイクに向けた株主とのコミュニケーション >

- (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
- 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

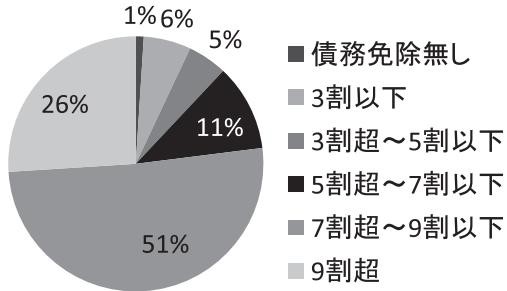
年度	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
アメリカ (チャプター11)	10,823	9,762	10,882	6,250	5,701	4,688	6,274	10,348	13,583	11,093	9,616
ドイツ (法的整理)	21,428	23,061	23,898	23,247	23,291	20,491	21,359	24,301	23,482	23,586	n.a.
日本 (法的整理) (うち再建型)	8,026	7,763	7,281	8,578	8,756	9,914	11,676	11,844	11,096	11,043	10,226
	889	856	551	592	536	601	906	716	529	519	420

(注) 1 シャドー部分は再建型手続
2 ドイツの計数は暦年。

(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 '休廃業・解散動向調査'

図表8 法的整理に伴う債権者の損失

<民事再生手続に基く債務免除>



(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)

<会社更生法に基く弁済率>

弁済率	件数	構成比
10%未満	98	(71.0)
10～30%	23	(16.7)
30～50%	10	(7.2)
50～75%	3	(2.2)
75%以上	4	(2.9)

(注)2004年1月以降に申請し、2011年10月まで
に計画認可を受けた事案

(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＞

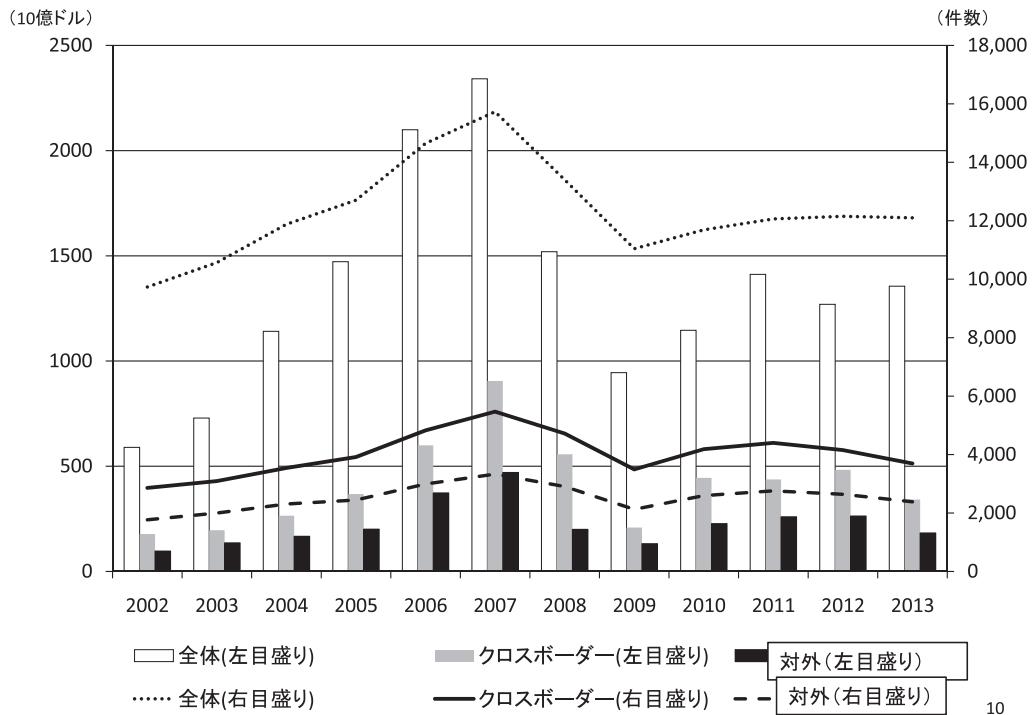
	アメリカ	ドイツ	日本
開始要件	なし	債務超過又は支払不能 のおそれ	債務超過又は支払不能 のおそれ
プリパッケージ処理	可能	可能	不可
早期再生に向けた取組	363条セールの活用(注1)	企業再建促進法(注2)	—
経営者の申請義務	なし	申請及びその検討のための 調査を怠れば民刑事の責任	なし(注3)

(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(DES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＞

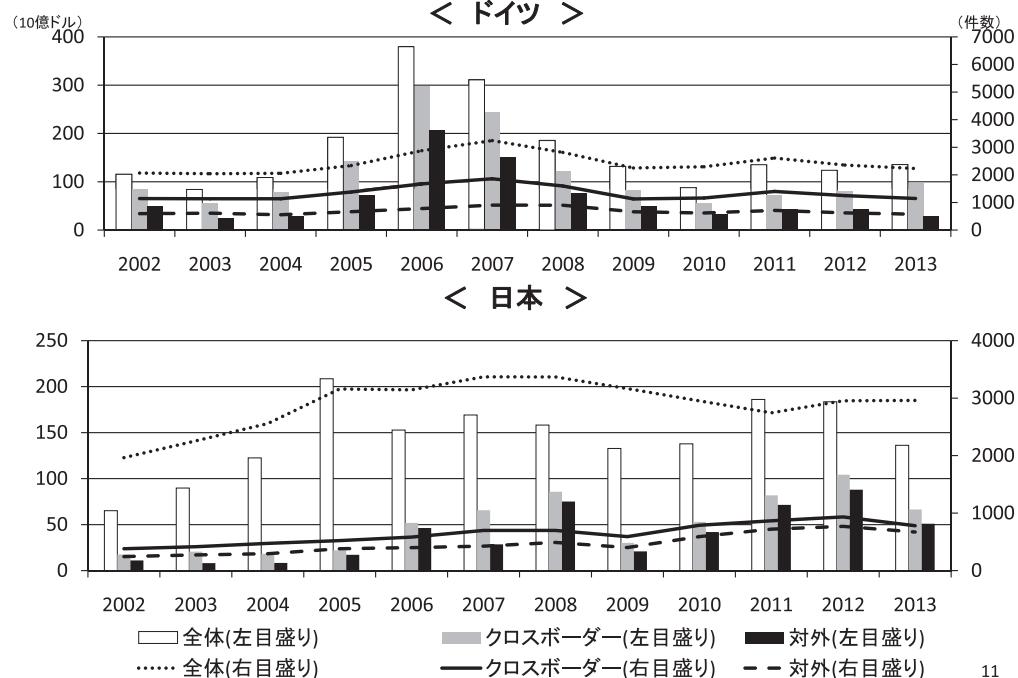
- 法的整理時における経営者の責任追及(個人保証等)
- 法的整理前における雇用慣行(解雇権濫用法理)
 - ・アメリカ：任意雇用の原則
 - ・ドイツ：金銭補償制度の拡充を含む労働市場改革

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



(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
縁延適格	(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	適格であれば課税縁延	適格であれば課税縁延 不適格であっても譲渡益 の95%は資本参加免税	縁延要件不適格につき課税
個人株主	適格であれば課税縁延	適格であれば現金等対価 以外の部分について課税縁延	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クーパース「組織再編の実態とそれにふさわしい税制のあり方に関する調査」(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	なし (部分買付の場合はプロラタ)	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 (支配権移動時における株主の売却対価最大化) ユノカル基準 (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		監査役会の承認 (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

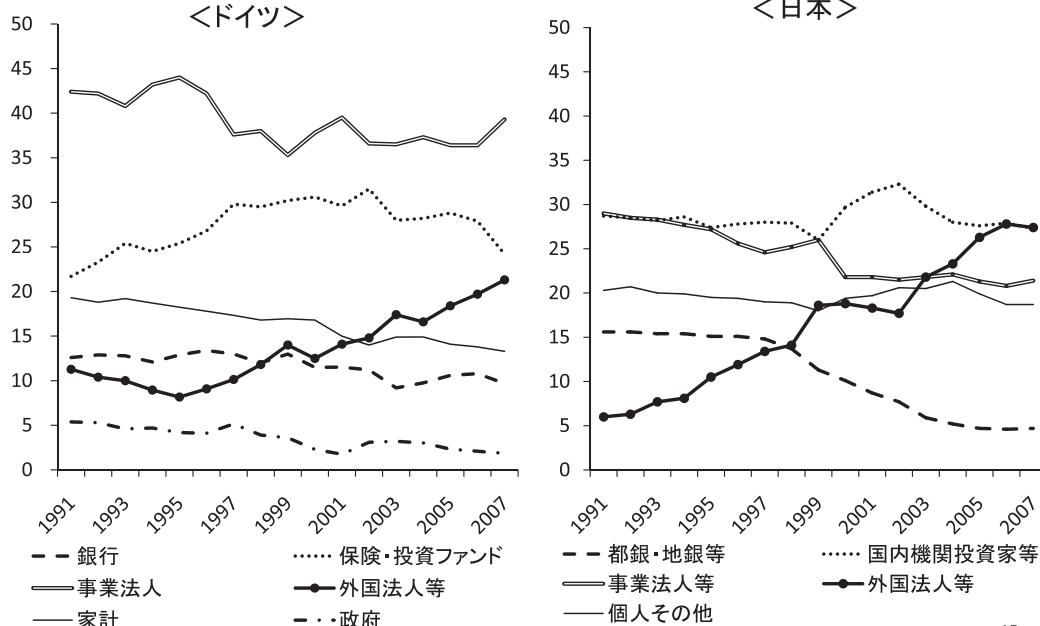
(単位: %)

	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'

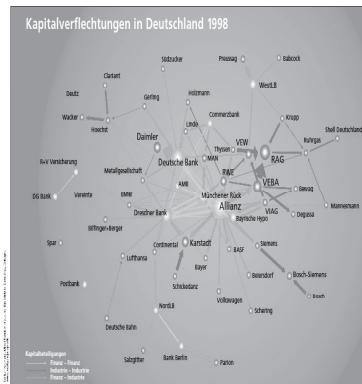
図表14 主要投資部門別株式保有比率の推移



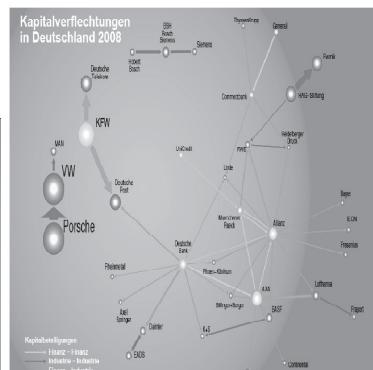
(資料)Deutsche Bundesbank, 東京証券取引所

図表15 ドイツにおける株式保有構造の変化

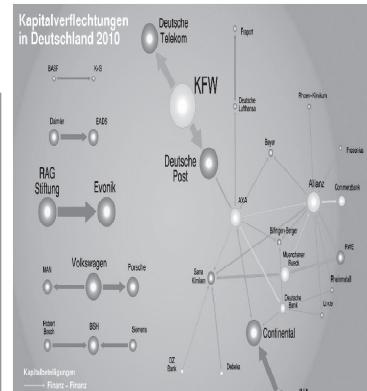
<1998年>



<2008年>

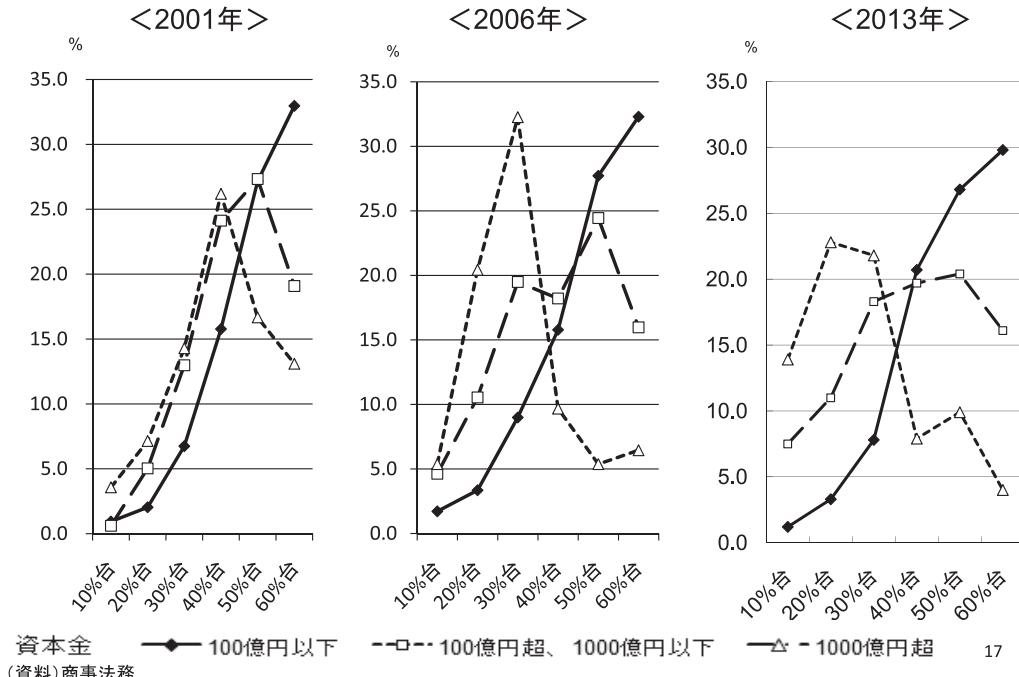


<2010年>



(資料) Max-Planck-Institute 16

図表16 日本企業の考える安定株主比率



資本金
(資料)商事法務

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
特別法の制定(「有価証券取得及び買収法」)や連動した法整備(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
 - 勧告事項 ⇒ 非遵守項目に関する説明義務 (Comply or Explain)
 - 奨励事項
- 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	シビルロー	シビルロー
市場法と会社法の関係	連邦法と州法	連動	峻別
企業法のエンフォースメント	民事中心	刑事・行政中心	行政中心
<経営環境>			
企業金融	市場中心	銀行中心	銀行中心
労働力人口	増加	減少	減少
外国人の労働参加	定着	定着	少数
<組織構造>			
株主構造	機関投資家中心	垂直的支配株主	水平的安定株主
取締役会	独立取締役必置	二層構造	単層構造が中心
従業員の労働条件	任意雇用	安定的(職能にリンク)	安定的(年功に比重)