

日本企業のコーポレートガバナンス：産業の新陳代謝、サステナビリティ経営に向けた課題と展望\*  
—2016年東大・設研共同主催シンポジウム抄録—

植田 和男（東京大学大学院経済学研究科教授）  
福田 慎一（東京大学大学院経済学研究科教授）  
大石 英生（日本政策投資銀行設備投資研究所）  
中村 純一（日本政策投資銀行設備投資研究所）

[編]

---

\* シンポジウムに報告者、討論者、パネリスト等としてご参加を頂き、その記録を「経済経営研究」として刊行することをお許し頂いた皆様方に心より感謝申し上げます。本稿をまとめるにあたっては、シンポジウムの内容を忠実に反映するよう万全の注意を払って原稿を作成し、参加者の方にも可能な限りご確認を頂いたが、残された誤謬については全て編者たちの責に帰するものである。

Corporate Governance of Japanese Firms: Issues and Prospects for  
Industrial Metabolism and Sustainable Management

Economics Today, Vol. 37, No. 2, March, 2017

*Edited by*

Kazuo UEDA

Graduate School of Economics  
The University of Tokyo

Shin-ichi FUKUDA

Graduate School of Economics  
The University of Tokyo

Hideo OISHI

Research Institute of Capital Formation  
Development Bank of Japan Inc.

and

Jun-ichi NAKAMURA

Research Institute of Capital Formation  
Development Bank of Japan Inc.

## 目 次

I. シンポジウムの概要 .....	1
II. 基調講演「日本のコーポレートガバナンス改革」	
星 岳雄（スタンフォード大学教授・公益財団法人東京財団理事長）	
1. 講演録.....	7
2. 参照資料 .....	16
III. パネルディスカッション「日本企業のコーポレートガバナンス：産業の新陳代謝、サステナビリティ経営に向けた課題と展望」	
座長	
植田 和男（東京大学大学院経済学研究科教授）	
パネリスト	
星 岳雄（スタンフォード大学教授・公益財団法人東京財団理事長）	
花崎 正晴（一橋大学大学院商学研究科教授）	
志賀 俊之（株式会社産業革新機構代表取締役会長・ 日産自動車株式会社取締役副会長）	
大石 英生（株式会社日本政策投資銀行取締役常務執行役員・ 設備投資研究所長）	
1. 議事録.....	30
2. 参照資料（進行順）	
経済社会のサステナビリティとコーポレート・ガバナンス（花崎） .....	57
オープンイノベーションによる日本の産業革新（志賀） .....	71
設備投資の活性化に向けて ～企業の設備投資スタンスの変化とコーポレートガバナンス～（大石） ....	74
3. 座長・基調講演者・パネリストのご略歴.....	80
IV. プログラム .....	82

## シンポジウムの概要

東京大学金融教育研究センターと日本政策投資銀行設備投資研究所は、2016年12月8日（木）～9日（金）に、全米経済研究所（NBER）、東京経済研究センター（TCER）、欧州経済政策研究センター（CEPR）の3者が行う年次国際学術会議“26th NBER-TCER-CEPR conference（TRIO conference）”とジョイントで、コーポレートガバナンスに関するシンポジウムを開催した。

8日（木）午後から9日（金）午前にかけて行われたTRIO conferenceでは、国内外から参加した6名のスピーカーがコーポレートガバナンスに関する基調講演と研究報告を行い、指定討論者やオーディエンスとの間で活発な討論が交わされた<sup>1</sup>。その概要は以下の通りである（プログラムは、p.82参照）。

### 第1日 12月8日（木）

**Marc Goergen氏（カーディフ・ビジネススクール）**は、“Sovereign Wealth Funds, Productivity and People: The Impact of Norwegian Government Pension Fund-Global Investments in the UK”と題して、基調講演を行った。プライベート・エクイティ（PE）やヘッジ・ファンドなど、金融仲介における新しいタイプの投資家のプレゼンスの増大は、企業経営やコーポレートガバナンスの在り方にも変化をもたらす。特に、雇用や賃金への影響は、企業経営の観点からもマクロ経済の観点からも、英国における重大な関心事である。過去の実証研究では、投資家主導のバイアウト（Institutional buy-outs）が、過度のダウンサイジングによって雇用や賃金にネガティブな影響を与えたことがわかっている。こうした傾向が強まると、企業特殊的な人的資本の喪失や価値ある作業チームの解散をもたらし、企業経営のサステナビリティを脅かすことが懸念される。しかし、同じくプレゼンスを増しているソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）のインパクトについては、未解明のままであった。SWFは、伝統的にはPEやヘッジ・ファンドと比較して長期的視野に基づく投資スタンスをとってきたとされるが、最近は変化しつつあるとの研究もある。そこで本研究では、世界最大のSWFであるノルウェー政府年金基金グローバル（NGPF-G）による英国上場企業に対する投資が、特に2008年の世界金融危機以降、雇用に対して与えた影響について実証分析した。NGPF-Gの投資を受けているかどうかを除けば同様の特性を持つ企業同士の比較の結果、ダウンサイジング

---

<sup>1</sup> TRIO conference に関しては、今回行われたのはその前半部分であり、後半部分は2017年6月頃に開催予定である。

## 1. シンポジウムの概要

が必要とされる状況においても、NGPF-G投資先企業は極端な削減は行わず、その傾向はたとえ投資率が小さくても変わらなかった。この事実は、投資を通じた企業のサステナビリティの促進とノルウェー的価値観の浸透を謳うファンドの目的と整合的である、と指摘した。

**内田交謹氏（九州大学）**は、“Institutional Investors, Corporate Social Responsibility, and Stock Price Performance”と題して、研究報告を行った。2006年に発足した国連責任投資原則（PRI）は、機関投資家に対して企業の社会的責任（CSR）により重点をおいた投資方針の策定と企業の社会的パフォーマンス（CSP）の監視を促した。日本の環境省は、同じく2006年に環境に配慮した金融を促進するための政策的取組を本格化させた。本研究では、この2つのソフト・ローがもたらすプレッシャーの増大のもとで、機関投資家が実際に企業のCSR行動を促進したか否かについて検証した。その結果、国内機関投資家の株式保有は2006年以降のCSP上昇を有意にもたらしたが、海外機関投資家の株式保有の効果は有意でなく、日本企業のCSR行動の促進にはPRIだけではなく環境省からのプレッシャーが効果的であったことを示す。また、こうしたCSPの上昇が株主価値を毀損することはなかった、と報告した。これに対し、指定討論者のShing-yang Hu氏（国立台湾大学）は、2つの経路を識別するには、PRIの環境以外の側面（社会的関与、人権）を見たり、日本以外の国をコントロール群として利用することが必要ではないか、と指摘した。また、政府のソフト・ローはCSR行動促進の十分条件ではなく、株主自身の意志が伴うことが重要であると述べた。また、フロアからは、この時期の日本政府の関与には、ムチ（プレッシャー）だけでなく、アメ（エコポイントなどの補助金）の面も多く含まれ、その点を分析に織り込むべきであるとの指摘があった。

**宮島英昭氏（早稲田大学）**は、“The Presidential Turnover and the Changes of Governance Arrangement in Japan”と題して、研究報告を行った。コーポレートガバナンスが有効に機能するための鍵は、社長の交代である。日本企業のガバナンスに関しては、伝統的に「安定株主、メインバンク・システム、内部昇進者中心の経営陣、終身雇用」という一連の条件のもと、業績が順調なうちは経営陣は外部からの介入を受けないが、業績が悪化すると銀行が取って代わるという、状態依存ガバナンスのメカニズムが働いていた、というのが一般的な理解である。しかし、1990年代になると企業の資金調達における銀行依存度は低下し、株式持ち合いは減少する一方、外国人を含む機関投資家の株式保有が急速に増加するなど、前提条件が変化した。本研究の課題は、こうした近年の企業統治制度の変化がどの程度上場企業の社長の交代に影響を与えているかを解明する点にあった。1990-2013年の上場企業を対象とした分析によれば、業績悪化が社長交代のトリガーとなる点に変わりはないが、重視

される業績指標はかつてのROAからROEや株式リターンへと変化していた。メインバンクの影響力が強い企業群ではROAに反応して社長交代が生じ、海外機関投資家の持株比率が高い企業群ではROEへの反応が強いことから、メインバンクの活動範囲の縮小や、海外機関投資家の持株比率の増加といったトレンドと整合的な結果と言える。また、2000年代半ばから増加を始めた社外取締役の影響については、社外取締役が1～2名の場合、ゼロの場合よりもかえって社長交代の業績感応度が低下するのに対し、3名以上の場合は上昇することがわかった、と報告した。指定討論者のMarc Goergen氏（カーディフ・ビジネススクール）は、社外取締役の影響が海外機関投資家持株比率の多寡によって異なるのかどうか、業績不振の社長は退任が早まるのか、業績不振に対する外国人を含む機関投資家の退出（株式売却）の効果はどうか、といった点について一層の研究が望まれる、と述べた。

**Shing-yang Hu氏（国立台湾大学）**は、“Share Pledges and Margin Call Pressure”と題して、研究報告を行った。“Share pledge”とは、経営者などが個人的な借入のために自社の株式を担保として提供することを指し、アメリカをはじめ世界的に珍しくない取引慣行である。特に、Share pledgeを行った内部者が支配株主であった場合、Share pledgeによるインセンティブの変化が企業行動に影響を与える可能性がある。本研究は、台湾企業の2000-12年のデータを用いてこの問題に関する分析を行った。その結果、Share pledgeを行った支配株主は、潜在的な追加担保の発生によるコントロール権の喪失を防ぐため、自社株買いを開始する確率が高まること、投資家はこの誘因を織り込むため、自社株買いによる本来のメリットが過小評価されることがわかった。しかし、Share pledgeを行った内部者が支配株主でない場合には、こうした効果は有意でなかった。そしてShare pledgeに伴う非効率な自社株買いを防ぐためには、Share pledgeに関する情報開示よりも、担保提供中の株式に投票権を認めないという規制が有効であった、と報告した。指定討論者のHeather A. Montgomery氏（国際基督教大学）は、内生性の問題への対処や世界金融危機の影響など、実証分析において吟味すべき論点が残されていることを指摘するとともに、規制の導入が自社株買いではなくShare pledgeそのものを抑制したのかどうか、またShare pledgeが企業価値に対しネガティブであるという関係に変化をもたらしたかどうか、といった点について一層の研究が望まれる、と述べた。

## 第2日 12月9日（金）

**Vikrant Vig氏（ロンドン・ビジネススクール）**は、“The Political Economy of Bank Bailouts”と題して、基調講演を行った。欧州の銀行監督制度は、より中央集権的な意思決定を目指し

## 1. シンポジウムの概要

ている。しかし、銀行救済における裁量権を、均一ではない構成国の事情を鑑みない超国家監督当局に一元化することについては批判もある。本研究は、この集権か分権かという古くからある問題に、ドイツの貯蓄銀行セクターにおいて意志決定者との距離の近さが銀行救済の意思決定にどのように影響したのかを分析することによってアプローチする。ドイツの貯蓄銀行が経営危機に陥った場合、地元政治家によって救済されるケース（分権的）と、貯蓄銀行が加盟する州レベルの救済スキームが適用されるケース（集権的）とがある。地元政治家は、分権的救済を行えば納税者の負担により個人的な利益を得ることができるが、次の選挙での再選確率にはマイナスとなる。実際、選挙の前年には、分権的救済の確率は30%低下する。このような選挙サイクルを操作変数として利用することにより内生性の問題を回避した分析結果からは、分権的救済は集計的救済に比べてリストラの度合いが少なく、その後の業績が悪いことが確かめられた。地元政治家は問題銀行に関する知識が豊富で、潜在的にはより良い意思決定を行うポテンシャルを持つが、実際には個人的利益により判断が歪められるデメリットが大きいため、距離の遠い意志決定者の方が望ましいと結論づけた。

**井上光太郎氏（東京工業大学）**は、“Enjoying Quiet Life Under The Umbrella of Cross-shareholding”と題して、研究報告を行った。日本の失われた20年においては、かつてない規模で長期にわたる金融緩和が行われてきたにもかかわらず、企業の設備投資は低迷したままであり、収益性も改善しなかった。その背景要因としては、経営者が過度に保守的になり、収益性の低い事業をリストラできなかったことが指摘されている。そこで本研究では、2004-14年の上場企業データを用い、株式持ち合いなど安定株主に守られた経営者が、企業価値向上のための努力を怠り平穩を貪っていたのではないかという仮説を検証した。その結果、株主の圧力から遮断された経営者は、機関投資家や社外取締役からの監視を受けたり株価連動型報酬を受け取る経営者に比べ、規模投資や事業部門の再編などの困難な意思決定を回避する傾向が強いことがわかった。日本企業は、経営者の平穩を貪る行動により無視できないコストを支払っており、コーポレートガバナンス改革による改善の余地がある、と報告した。指定討論者の花崎正晴氏（一橋大学）は、株式持ち合いの効果に関し内生性の問題を指摘するとともに、ガバナンス変数との交叉項を説明変数に加えることを提案した。また、株主の圧力が同様に弱かった高度成長期との比較や、帝国建設（empire building）タイプのモラル・ハザードの可能性についても目配りが必要であると述べた。

続いて9日（金）午後には、TRIO conference参加者の一部も合流し、アベノミクスのもとでのコーポレートガバナンス改革を日本経済や日本企業の再活性化につなげるには何が必

要か、という問題に焦点を当てた一般向けのシンポジウム「日本企業のコーポレートガバナンス：産業の新陳代謝、サステナビリティ経営に向けた課題と展望」を開催した<sup>2</sup>。

2つのコードに代表される現在のコーポレートガバナンス改革は、社外取締役の増加や、株主総会での人事案への反対票の増加など、企業、投資家双方の意識の変化に結びつきつつあるように見えるが、企業の貯蓄超過の減少やROEの上昇などの数字に顕著な形では表れていない。その背景には、依然として産業の新陳代謝の遅れや過当競争構造が潜んでいるとの指摘は根強いが、それはコーポレートガバナンスの変革だけで解決する問題なのかどうかは明確ではない。

一方、世界に目を向けると、企業部門の貯蓄超過（設備投資の低迷）は2000年代から先進国に共通するトレンドとなっており、長期停滞の時代に突入したとの見方が増えているほか、格差問題などを背景に自由貿易やグローバル企業に対する批判が高まっている。社会的責任の履行にとどまらず、企業価値最大化の観点からも、企業、投資家・金融機関のそれぞれが、多様なステークホルダーの利害を考慮し、企業自身と経済社会のサステナビリティを重視した行動をとるべきであるという考え方は一般的なものとなりつつある。

以上のような問題について議論するため、まず、学界を代表して、スタンフォード大学教授・公益財団法人東京財団理事長の**星岳雄氏**が、「日本のコーポレートガバナンス改革」と題した基調講演を行った。続いて行われたパネルディスカッションでは、東京大学大学院経済学研究科教授の**植田和男氏**を座長とし、**星岳雄氏**に加え、一橋大学大学院商学研究科教授の**花崎正晴氏**、株式会社産業革新機構代表取締役会長・日産自動車株式会社取締役副会長の**志賀俊之氏**、当行取締役常務執行役員・設備投資研究所長の**大石英生**をパネリストとし、基調講演の内容も踏まえつつ、それぞれの専門の観点からのプレゼンテーションと討論を行った。フロアの有識者との間でも意見交換が行われるなど闊達な雰囲気の中で、日本企業のコーポレートガバナンスと再活性化に向けて様々な示唆が得られ、実りあるパネルディスカッションとなった（プログラムは、p.83参照）。

本誌に収載した議事録は、この9日（金）午後のシンポジウムにおける貴重な講演、プレゼンテーション、討論の様相ならびにその際に用いられた資料について、登壇者の方のお許しが得られた範囲で、多くの方にご覧いただけるような抄録として、編者の責任において取りまとめたものである。掲載をご快諾いただいた登壇者の皆様に記して感謝申し上げたい。取りまとめにあたっては、シンポジウムの内容を忠実に反映するよう万全の注意を払って

---

<sup>2</sup> 一般財団法人統計研究会・金融班と一般財団法人日本経済研究所が共催した。



## 1. シンポジウムの概要

原稿を作成し、登壇者の方にも可能な限りご確認を頂いたが、残された誤謬については全て编者たちの責に帰するものである。また、本稿に掲載された講演、討論の内容や参照資料は、全てシンポジウム開催時点（2016年12月9日）までの情報に基づく各登壇者の個人的見解であり、各々が所属する組織の公式見解を示すものではないことをお断りしておく。

编者

## 基調講演

# 日本のコーポレートガバナンス改革

星 岳雄

スタンフォード大学教授・公益財団法人東京財団理事長

(2016年12月9日)

## 資料p.16～

それでは、私の方から日本のコーポレートガバナンス改革ということでお話しさせていただきます。

最初に、日本でもコーポレートガバナンス改革が重要な目標として挙げられ、色々な動きが出てきていますので、それを整理するところから始めたいと思います。次に、なぜ日本でコーポレートガバナンスの改革が必要なのかを振り返り、コーポレートガバナンス改革の目指しているところはどこなのか、どのような問題を解決しようとしているのかというところを整理したいと思います。

**スライド2**では、質問形式のアウトラインを並べていますが、私自身答えを持っていない部分が結構ありますので、そこは、後のパネルディスカッションで皆様と一緒に考える形にしたいと思います。

**スライド3**では、アベノミクスのコーポレートガバナンス改革の取り組みを4点にまとめています。まず、スチュワードシップ・コードが一昨年に制定され、それからコーポレートガバナンス・コードが昨年制定されました。スチュワードシップ・コードでは、機関投資家が守るべき原則が定められ、コーポレートガバナンス・コードの方は、企業のコーポレートガバナンスをどう有効に機能させていくかという観点で制定されたことは、皆様ご存じだと思います。それを補完する形で会社法の改正も行われました。会社法は、その前の商法も含めて、2000年代に入ってからほぼ毎年のように変わってきているわけですが、一番最近の改正である2015年の改正の一番重要なポイントは、従来の監査役会設置会社や商法改正の1つで設けられた委員会設置会社に加えて、監査等委員会設置会社という新しい形態が創設されたことだと思います。この会社法の改正も2つのコードの制定とともに、コーポレートガバナンス改革の重要な項目の1つと言えます。最後に、これには安倍政権がどのくらい関わったか私は知りませんが、2014年に導入されたJPX日経インデックス400も、コー

## 2. 基調講演 1. 講演録

コーポレートガバナンス改革において重要な役割を担っていると思います。これは、コーポレートガバナンスの観点でROEや外部取締役の導入などに注目し、投資する魅力の高い企業400社で構成するインデックスです。これが投資家にはかなり注目されていて、この400社に採択されようとか、採択された企業は外されないようにしようという形でコーポレートガバナンス改革が進んでいる面があると思いますので、重要な項目の1つとして挙げておきます。

スライド4～7は、コーポレートガバナンスの基本原則の1つ1つをリストにしたものですが、簡単に説明しておきます。スライド4ではスチュワードシップ・コードの原則、スライド5ではコーポレートガバナンスの基本原則を挙げています。コーポレートガバナンス・コードでは、株主の権利と実質的平等性の確保や非財務情報の適切な開示などの5つの基本原則が挙げられています。皆様ご存じのように、この下に73の細則がありまして、それが5つの基本原則にまとめられているということです。

スライド6は、2015年の会社法改正について説明しています。日本の伝統的な取締役会は、経営の決定機関と、監視と調査だけで決定は行わない監査役会という、2つのボードを持っていました。それが2004年の商法改正でアメリカ型のボードに近い委員会設置会社という形態が導入されました。これは、監査役会を廃止する代わりに監査委員会、報償委員会、指名委員会の3つの委員会を設置し、それぞれ最低3人の取締役で構成され、その過半数以上が社外取締役であるという条件になっています。委員会設置会社は2004年に導入されて既に10年以上経過しましたが、導入した企業はいまだに少ないのが現状で、恐らく二桁だと思います。そこで2015年の会社法改正で、その中間的な形態である監査等委員会設置会社という形態が導入されました。監査等委員会は、独立性の高い取締役が取締役会での議決権を有し、監査だけではなく経営上の決定にも関わるといことです。これはどちらかといえば日本の伝統的な取締役会に近い形態かと私はと思いますが、独立性の高い取締役が入っている点が特徴です。

スライド7は、先ほど少し申し上げましたJPX日経インデックス400について説明しています。JPX日経インデックス400は、インデックスを構成する400社の株価を加重平均したものです。ポイントは上場会社のなかから投資家にとって魅力が高いと思われる企業を400社選ぶということで、それに採択されるように、あるいはそこにとどまるように企業間で競争が起こっていると聞きます。簡単にJPX日経インデックス400の概要を説明しますと、企業は大きく2つの基準で選ばれています。1つは定量的な指標で3年平均のROEが一定水準以上であること、また3年間の累積の営業利益が高いことなどでランクづけされ、時価総

額も勘案されています。こういった定量的な指標に加えて定性的な要素も評価に使用されています。その1つに独立した社外取締役が2人以上選任されていることがあります。それからIFRSを採用しているとか、決算情報の英文資料が開示されているといったことが定性的な要素に含まれていて、いわば先進的なコーポレートガバナンスを有する企業に高い点数がつく仕組みとなっています。これが企業にコーポレートガバナンスの改革を進めるインセンティブを与えていると考えられます。

このようにアベノミクスを中心にコーポレートガバナンス改革が進むなかで、**スライド8**にありますように政府も改革の重要性について成長戦略の中などで説明しています。2013年6月に最初の成長戦略が公表され、それから毎年6月に改訂されているわけですが、2014年の改定版において日本企業の稼ぐ力、生産性を高めてその果実を国民に行き渡らせるためには今までのコーポレートガバナンスでは不十分であり、改革する必要があると説明されています。少し本論から離れますが、何故ここで2014年の成長戦略の改訂版を引用して2015年や2016年の成長戦略を引用しないかという、2014年の成長戦略が今までの成長戦略のなかで一番整理されていると思うからです。2014年の成長戦略では、重要な論点を10個に絞り、コーポレートガバナンス改革がそのトップに挙げられています。残念ながら、その後2015年版、2016年版と成長戦略の焦点はぼけてきた印象がありますが、コーポレートガバナンス改革の方は順調に進んでいる、ということかと思えます。

ただ、振り返ってみますと、改革されるべきこれまでの日本のコーポレートガバナンスというのは、1990年代とか2000年代とか日本経済が停滞してから始まったわけではなくて、高度成長期から存在していました。その当時は、先ほど言ったような取締役会と監査役会という二元的なガバナンス構造のもとで、日本企業の収益性は高く、日本経済もどんどん成長していたわけです。つまり日本が今、改革しようとしている伝統的なコーポレートガバナンスが常に問題となっていたかという、そうではなかったのではないかということです。コーポレートガバナンス改革が日本経済を停滞から引き戻す鍵であるという安倍内閣あるいは政府の見解には私も賛成ですけれども、少し時代を遡って従来の日本のコーポレートガバナンスに本当に問題はあったのか、また、あったとすればどのような問題であったのかを考えることは必要だろうと思えます。

**スライド9**、日本のコーポレートガバナンスに関しては非常に多くの研究がありまして、私自身少しは貢献したと思えますし、本日いらしている経済学者の方々も色々と貢献されています。そうした研究成果として明らかになった1980年頃までの日本のコーポレートガバナンスの特徴を一言でいうと、株主だけではなく様々なステークホルダーと経営陣が長

## 2. 基調講演 1. 講演録

期的な関係を結び、その関係を通じて様々な問題を解決したということだと思います。例えば、従業員と企業の長期的な関係のもと、オン・ザ・ジョブトレーニングなどを通じて従業員が技術を習得するというシステムがあります。また、特に研究の盛んな金融面では、メインバンク関係や株式持ち合いに代表されるように、資金の出し手と受け手が長期的な関係を構築する点も挙げられます。企業間の長期的な関係は取引先との間でも見られ、これが系列と呼ばれるものに発展していきました。

もう1つ、これまでの研究で明らかにされた重要な点は、例えばスタンフォード大学の青木昌彦先生や早稲田大学の宮島英昭先生が昔から研究されていますが、日本に限らずコーポレートガバナンスには制度的な補完性があるということです。制度的な補完性というのは、1つの側面が他の側面の機能を助けている、金融面での長期的な関係が他の長期的な関係に基づく機能を補強している、というようなことです。例えば、企業が資金の出し手と長期的な関係を結ぶことができれば、資本市場からの調達など短期的な関係に依存した金融システムと比較して、企業の存続する確率が高まり、結果として従業員や取引先との長期的な関係も持続させやすくなるという補完性があります。このような意味で伝統的な日本型コーポレートガバナンスも一定の条件下で1つのシステムとして合理性があり、うまく機能していたことがわかってきました。

一方で、スライド10にありますように、従来の日本型のシステムには長所もあれば短所もあることが色々な研究からわかってきています。まず、日本型のシステムというのは基本的にインサイダー・システムなので、インサイダーの人たち、つまりコーポレートガバナンスに長期的な関係を通じて関わっている人たちが保有する情報だけで会社をうまく経営できれば、それは非常に効率的なシステムになりますが、新しい技術などの情報が散らばっており、色々なところからその情報を集めることが必要になる場合は短所になります。また、ステークホルダーが長期的関係を通じて直接的に経営者などをモニターすることによって、モニタリング費用はかかるけれども、市場のシグナルに頼らずに済むので、市場を発展させるための時間や費用が節約されるという点も、まだ発展途上段階の経済では長所になります。それから、長期的な関係を構築することで関係者間の再交渉が比較的簡単になるという点では、日本ではメインバンクによる企業の救済が事後的な調整費用の節約という意味で重要な役割を果たしたと思いますが、その半面いざとなれば誰かが助けてくれるとなると、事前の意味では悪いインセンティブを与えることになります。最後にこれは多分一番重要な点かもしれませんが、従業員に対してその企業だけで有効な、いわゆる関係特殊的と呼ばれるタイプの投資を行うことが企業価値の創出につながる場合は、日本型のコーポレート

ガバナンスは長所になりますが、そうでない場合、例えばモジュール型の生産システムなどにおいては短所になるということも指摘できます。

スライド11では、先ほども少し触れましたが、日本型のコーポレートガバナンスで銀行の果たす役割が非常に大きかったという点について説明しています。メインバンクがコーポレートガバナンス上大きな役割を果たすのは、経営難に陥った企業を救済する場合などですが、よくいわれるのは金融面だけではなく経営面でも人を送り込んで顧客企業を支援したということです。経営難に陥った企業の経営者は、経営責任を取ってしばしば辞任し、代わりの経営者がメインバンクから送り込まれるのですが、ここで重要なのは、救済されるのが企業自体あるいはそのステークホルダーであって、経営陣ではないということです。

スライド12では、伝統的な日本型のガバナンスがどのように機能したのかという点に関する実証研究を、より具体的に見ています。非常に重要な研究だと思うのは、スティーヴン・カプラン教授が1990年代に行った研究です。これは日本とアメリカの企業で社長が交代するときに、どのような要因で交代するのかということをしステマティックに調べた論文ですが、これで明らかになったのは日本とアメリカの企業で交代要因にそれほどの違いはないということです。日本とアメリカでコーポレートガバナンスの方式は違いますが、両国とも株価が下がったり、赤字決算になったりすると社長交代の確率が高まり、これは日本もアメリカも全く同じだということを発見したわけです。この意味では日本のコーポレートガバナンスは、アメリカ型のガバナンスと形態は異なるものの有効に働いていたということがおわかりいただけると思います。

そのほか、日本企業のコーポレートガバナンスの実証研究において、銀行の役割に注目した研究もたくさんあり、スライド13ではそれらを紹介しています。カプラン教授がミントン教授と共同で執筆した1994年の論文では、株価や収益の低迷が起こると、銀行から役員が派遣される確率が高くなり、現経営者が退陣するという結果が示されています。先ほどのカプラン教授の論文で紹介した社長交代の裏側には、銀行からの役員派遣があることを発見したわけです。それから、私がアニル・カシャップ教授とデヴィッド・シャーフスティン教授と共同で書いた論文では、資金難に陥ったときにメインバンクと密接な関係を持つ企業は、業績の回復が早くなるということがわかりました。また、ジュンクラー・カン教授とアニル・シブダサーニ教授の共同論文では、株価の低迷や損失が「定期的でない社長交代」を促すこともわかりました。「定期的でない」というのは、「強制的な」、あるいは「懲罰的な」、とも言われますが、要するに任期途中で社長交代を意味しており、株価や収益の低迷があると任期途中で社長交代の可能性が高くなるということです。しかも、その傾向はメインバン

## 2. 基調講演 1. 講演録

クとの関係が密接な企業に強く見られ、社長交代後は業績の好転が見られるということもあり、銀行が深く関わった日本型のコーポレートガバナンスも有効に機能しているというのが、この時代の論文の主張でした。

ところが、**スライド14**にありますように、1980年代以降日本でコーポレートガバナンス上重要な役割を果たしたメインバンク制度の在り方が少しずつ変わっていきました。規制緩和などを背景に大企業を中心に銀行以外から資金を獲得するルートが増えるなか、いわゆる銀行離れが1980年代頃から始まりました。銀行は付き合いの薄かった企業にも貸し出しを増やし、その多くは中小企業向けの融資で土地絡みのものも多くなりました。それまで付き合いの薄かった企業でも、メインバンクになればメインバンクとしての支援を期待されるわけですが、従来のように再建しようとしてもうまくいかないことが多くなってきました。このようにメインバンク制度を中心としたコーポレートガバナンスが変わっていったのが、1980～1990年代です。

これについても色々な研究がありまして、私もカシャップ教授と共同で本を書いたことがあるのですが、**スライド15**では広田真一教授と宮島英昭教授が行った研究を紹介しています。これは1970年代と1990年代で資金難に陥った企業数とそのうちメインバンクが介入した企業数がどのように変わったかを示しています。特に見て頂きたいのは3行目ですが、資金難に陥った企業のうちメインバンクが介入する比率が40%から15%に低下していることがわかります。また、介入後に業績がどう回復したかを見ると、1970年代では営業利益、売上高とも順調に回復していたのが、1990年代にはそれが見られなくなりました。1980年代の規制緩和や企業の銀行離れなどを通して、メインバンクによる救済がうまくいかなかったことがわかります。

この傾向は2000年代に入っても続きました。**スライド16**では、私が2011年に鯉淵賢准教授、ウリケ・シェーデ教授と共同で書いた論文を紹介していますが、2000年代に入り企業が再建される確率が低下して、メインバンクによるサポートも効かなくなったことが示されています。少し時間がなくなってきましたので、飛ばしながら説明していきます。**スライド17**は、2年連続で営業赤字に陥った企業のうち再建中である企業の割合を示したグラフですが、これを見ると1990年代以降、企業が再建される確率が低下してきたことがわかります。これまで見てきた社長交代も1990年代末以降、少し変わってきました。**スライド18**では齋藤卓爾准教授、宮島英昭教授、小川亮氏が共同で書かれた論文を紹介しています。これは、1990年から2013年にかけての任期途中での社長交代を分析しているものですが、社長交代の際の企業の業績を図る尺度として従来はROAだけが重要だったのが、1990年代末以降はROE

も重要になるという変化が出てきたという結果が得られています。また、重要な点として1990年代まではメインバンクからの借入比率が高く、かつメインバンクからの役員派遣が既に行われている企業で社長交代の起こる確率が高かったのですが、この関係が1990年代末以降はあまり見られなくなったことも指摘されています。さらに、社長交代のROEに対する感応度が、海外機関投資家の持ち株比率が高い企業において高い傾向があるという結果も出ています。また、かつてのように社長交代後に業績が回復するかというところでもなく、**スライド19**ではこれに関連した論文を紹介しています。これは、泉敦子氏と権赫旭教授の共同研究で、2000年～2007年における任期途中での社長交代について日本企業とアメリカ企業を比較して分析しています。ROAが低い企業で社長交代が起こりやすいのは日米とも同じですが、重要な点として社長交代後にアメリカの企業ではROAや売上高成長率が改善するのに対し、日本企業ではそのような改善が見られないという結果が出ています。

これまでの議論を整理すると、以前は日本型のコーポレートガバナンスはうまく機能していましたが、1990年代以降は、特に業績の悪化した企業を再建する機能が低下してきた、と言えます。**スライド20**にありますように、2000年以降破綻法制が変更されたり民事再生法が導入されたりなどしましたが、メインバンクに頼る従来の企業再生や企業ガバナンスの在り方が衰退していき、それにもかかわらず（少なくとも短期的には）これらを代替するような仕組みが確立されなかったため、ガバナンスの空白状態が生まれてきたということが言えるかと思います。これは、私のゾンビ企業の研究にもつながってくるわけですが、本当は整理されるべき企業が市場に残り色々な悪影響を及ぼすという問題に関わってきます。そう考えると、問題であったのは、日本型のコーポレートガバナンスそのものというより、それがうまく機能するための金融面の前提条件であったメインバンク制度が衰退してそれに代わるメカニズムが出て来なかったということにあり、それに対してアベノミクスのコーポレートガバナンス改革は、金融の側面や取締役会の制度をアメリカ型に近づけていくことによって問題を解決しようとしている、と理解することができるかと思います。

これまでの改革の成果については、最初に4つの改革を指摘しました。スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード、会社法の改正、それからJPX日経指数400の導入です。これらの改革の成果を見ると、かなり成果は上がっていると言ってよいと思います。JPX日経指数400は投資家の注目をかなり集めていますし、これに連動するETFも正確にはわかりませんが、少なくとも5、6本は出てきているようです。JPX日経指数400に採択されることを目指す、あるいは採択された企業は外れないようにすることを意識する、という動きが見えてきています。また、コーポレートガバナンス・コードは昨年導入されたばかり



## 2. 基調講演 1. 講演録

ですが、私が期待していた以上の速度で採択する企業が増えています。2016年7月のデータを見ますと、東証一部・二部上場企業の2,502社のうち2,262社がコードへの対応状況を開示しており、そのうち474社が73の原則全てを実施しています。また、1,437社は73の原則の90%以上を実施しています。それから、独立社外取締役もかなり増加しています。2016年7月時点で東証一部・二部上場企業の74.6%で2名以上の独立社外取締役を採用しています。東証一部上場企業に限ると、約80%の企業で独立社外取締役を2名以上採用しています。時期をどこにとるかで変わってきますが、配当も増加する傾向にあり、東証一部上場企業の配当利回りの加重平均は、2015年4月から2016年11月にかけて約1.5%から約2%に上昇しています。スライド22は、独立社外取締役を2名以上選出する上場会社の比率の推移を示していますが、2015年から2016年にかけて急上昇しているのがわかります。また、スライド23は配当利回りの推移ですが、少なくとも直近を見れば上昇しています。

そうすると気になるのは、こういった一見うまくいっているような改革が進んで、最終的に日本の問題は解決されるかということです。繰り返しになりますが、そもそもの問題は日本型のコーポレートガバナンスそれ自体にあるのではなく、金融的な側面において業績不振の企業を再建する機能が1990年代、2000年代と低下したことにあるわけです。その解決の方向性が、コーポレートガバナンスの金融的側面をアメリカ型に近づけるといって良いのかどうか。また、仮に方向性は間違っていないとして、その改革は数字の上では私の期待した以上に順調に進んでいますが、そのスピードが速いだけに実質的な変化が本当に起こっているのかどうか。こうした点は疑問のあるところでもありますので、後のパネルディスカッションでも議論したいと思います。実質的な効果に関して観測されているものとして、先ほどご紹介した宮島先生の論文で、独立社外取締役が3人以上になると業績面が改善するという結果がありますが、泉氏と権教授の論文が指摘した、少なくとも2007年までは社長交代による業績改善が見られなかったという結果が、今後変わっていくのかどうか注目される場所だと思います。(スライド24~25を参照)

現在のコーポレートガバナンス改革における1つの懸念としまして、金融的側面の改革に集中しているという点があります。果たしてそれだけで十分なのかということです。従来の日本型のコーポレートガバナンスには制度的な補完性があったと説明しましたが、金融的側面が長期雇用や終身雇用など雇用の側面を支える働きがあったので、金融的側面だけが違う型に変わった場合、コーポレートガバナンス全体で見るとむしろ機能は低下するのではないかと懸念されます。これは宮島先生がここ10年ほど研究されているテーマの1つで、2007年にグレゴリー・ジャクソン教授と共同で書かれた論文のなかで分

析されています。スライド26に3次元の図が描いてありますが、1つの軸が市場型か関係型かという金融の軸です。もう1つは、外部取締役中心なのか内部取締役中心なのかという取締役会の軸です。それともう1つの軸が、市場型か関係型かという雇用の軸です。宮島先生は、2次元の表現による分析もされていますので、それを示したのがスライド27です。これは雇用の側面と、金融・取締役会を合わせた側面の2軸で整理すると、4つのタイプに分類できるというものです。1つのタイプは伝統的な日本企業型（A型）で、関係型雇用と関係型金融・内部取締役の組み合わせによるシステムです。それから、典型的なアメリカ企業型（D型）というのは、市場型雇用と市場型金融・外部取締役の組み合わせによるシステムとなります。宮島先生が発見されたのは、この2つの典型的なシステムの他に、ハイブリッド型の企業が出て来ているということです。例えば、伝統的な日本企業型から金融面のみで市場型に近づいた形態は、タイプIのハイブリッド型（B型）と呼ばれます。この図式で考えると、最近の日本のコーポレートガバナンス改革は、A型からB型、つまり外部取締役制の採用と金融面で関係型から市場型への移行を促す政策であると理解することができます。ここで重要なのは、雇用の側面を変える動きがない、それを促すような政策というのは今のコーポレートガバナンス改革にはないということです。そうすると、市場型金融、外部取締役の導入と関係型の雇用を組み合わせるB型が、コーポレートガバナンスとして本当に有効なのかどうか、単なる過渡的なものではなくて今後も続いていくのか、という疑問が生まれます。今のコーポレートガバナンス改革で本当に質的な変化が起こっているのか、また、質的な変化が起きたときに制度的な補完性を崩すことによって何か問題が起きてくる可能性はないのか、そういったことを考えなければならないと思います。

スライド28で今まで話してきたことをまとめています。日本経済を復活させるためにコーポレートガバナンス改革に焦点が当てられていますが、日本型のコーポレートガバナンスというのは常に問題だったわけではなく、アメリカ型のコーポレートガバナンスとは違うけれども、それなりにうまく機能していた時代もあったわけです。それが様々な前提条件の変化によって機能しなくなった今、金融的な側面や取締役会の制度をアメリカ型に近づけることで問題を解決しようとしていて、少なくとも表面的には改革の成果も上がっているわけですが、果たして雇用の側面を変えずに有効なガバナンスシステムとして機能するのか、それが重要なポイントになると思います。私自身も答えを持っているわけではありませんが、その辺をパネルディスカッションで議論できればと思っています。

# 日本のコーポレートガバナンス改革

星岳雄  
(東京財団、スタンフォード大学)

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

1

## アウトライン

1. アベノミクスのコーポレートガバナンス改革
2. なぜコーポレートガバナンス改革が必要なのか？
3. 日本のコーポレートガバナンスの何が問題だったのか？
4. 改革の成果はあがっているのか？
5. 問題は解決されるのか？
6. 結論

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

2

## 1. アベノミクスのコーポレートガバナンス改革

- スチュワードシップ・コードの制定（2014）：投資先企業と建設的に関わることで顧客・受益者への投資利潤を高めるために機関投資家が守るべき原則
- コーポレートガバナンス・コードの制定（2015）：実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則。効果的なコーポレート・ガバナンスとは、株主を含むすべてのステークホルダーのためになる、透明かつ公正で時機を得た経営判断を促す仕組み。
- 会社法改正（2015）：従来の監査役会設置会社、2004年から導入された委員会設置会社に加えて、「監査等委員会設置会社」という新しい会社統治の形態を創設
- JPX日経インデックス400（2014）：資本の効率的活用や投資者を意識した経営観点など、グローバルな投資基準に求められる諸要件を満たした、「投資者にとって投資魅力の高い会社」で構成される新しい株価指数

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

3

## スチュワードシップ・コード：原則

機関投資家は：

1. スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、公表すべきである。
2. スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、公表すべき
3. 投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべき
4. 投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべき
5. 議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべき
6. 議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべき
7. 投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべき。

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

4

## コーポレートガバナンス・コード: 基本原則

### 上場会社は

1. 株主の権利と実質的平等性を確保すべきである。
2. 従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。
3. 財務情報、非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、それ以外に情報提供にも主体的に取り組むべきである。
4. (1) 企業戦略などの大きな方向性を示し、(2) 経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境を整備し、(3) 独立した客観的な立場から、経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行う取締役会を持つべきである。
5. 株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

5

## 会社法改正(2015年)

1. 伝統的な取締役会
  - 取締役会(経営に関する決定機関)と監査役会(監視と調査だけで決定は行わない)の二分
2. 委員会設置会社(2004年の商法改正で導入)
  - 監査役会を廃止し、代わりに監査委員会、報償委員会、指名委員会の3つの委員会を置く
  - それぞれ最低3人の取締役で構成され、過半数以上が社外取締役である必要
  - 導入した会社は少なかった
3. 監査等委員会設置会社(2015年に導入)
  - 監査等委員会は、他の取締役より独立性の高い取締役で構成され、取締役会での議決権も有する
  - 監査等委員会は監査業務も行う

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

6

## JPX日経インデックス400

- JPX上場400社の（時価でウェイト付けした）平均株価
  - 400社は、上場年数や債務超過の有無、市場流動性などによってスクリーンされた会社から、次のような基準で選ばれる
1. 定量的指標
    - 3年平均ROE
    - 3年累積営業利益
    - 選定基準日時点における時価総額
  2. 定性的な要素による加点
    - 独立した社外取締役の選任（2人以上）
    - IFRS採用
    - 決算情報英文資料のTDNetを通じた開示
- 毎年8月に入れ替えが行われる→ JPX400に選択されるように（そしてとどまれるように）会社間での競争

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

7

## 2. なぜコーポレートガバナンス改革が必要なのか？

### （コーポレートガバナンスの強化）

日本企業の「稼ぐ力」、すなわち中長期的な収益性・生産性を高め、その果実を広く国民（家計）に均てんさせるには何が必要か。まずは、コーポレートガバナンスの強化により、経営者のマインドを変革し、グローバル水準のROEの達成等を一つの目安に、グローバル競争に打ち勝つ攻めの経営判断を後押しする仕組みを強化していくことが重要である。特に、数年ぶりの好決算を実現した企業については、内部留保を貯め込むのではなく、新規の設備投資や、大胆な事業再編、M&Aなどに積極的に活用していくことが期待される。

「日本再興戦略」改訂2014—未来への挑戦—（2014年6月24日、4ページ）

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

8

### 3. 従来のコーポレートガバナンスは本当に問題だったのか？

- 日本のコーポレートガバナンスに関しては多くの研究
- 重要な特徴は、様々なステークホルダーと経営陣の間に長期的な関係があり、そのような長期的関係を保持しようとする
  - 1. 従業員との長期的関係(終身雇用、OJTを通じた技術習得システム、など)
  - 2. 資金の出し手との長期的関係(メインバンク制度、株式持ち合い)
  - 3. 取引先との長期的関係(生産系列、流通系列)
- 一つの長期的関係が、他の長期的関係を補強するという制度的補完性も重要な特徴
  - 例えば、資金の出し手(銀行、株主)との長期的関係 → 企業の存続性を高める → 従業員、取引先、顧客との長期的関係を保ちやすくする

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

9

### 日本型コーポレートガバナンスの長所と短所

- 限られた情報に頼るガバナンス(基本的には「インサイダー」のシステム)
  - 重要な情報が散らばっていれば短所
  - 市場の情報などがほとんどノイズであれば長所
- ステークホルダーの直接のモニタリングに頼り、市場のシグナルは重視しない
  - モニタリングの費用はかかるが、市場を発展させる必要がない
- 再交渉が比較的簡単
  - 事後的には費用を節約するが、事前的には悪いインセンティブ
- 関係特殊型(relation-specific)投資を促進する
  - そのような投資が重要な生産システム(すり合わせ型?)では長所
  - そうでない生産システム(モジュール型?)なら短所

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

10

## 日本型コーポレートガバナンスでの銀行の役割

- メインバンクがコーポレートガバナンスで大きな役割を果たした
- メインバンクの役割が最も鮮明になったのは、経営難に陥った顧客企業をメインバンクが「救済」する時であった
- メインバンクは、金融面だけではなく、経営面でも顧客企業を支援した
- 経営者はしばしば経営難の責任をとって辞任し、代わりにメインバンクの意向を受けた経営者が再建にあたった
- 「救済」されたのは、企業（および取引先、顧客、従業員）であって、経営陣ではなかった

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

11

## 日本型ガバナンスとアングロ・サクソン型のガバナンス

- アングロ・サクソン型は、株主主権に近い
- 様式は違うが、機能は意外に似ている
- Kaplan, Steven N. (1994). "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States," *Journal of Political Economy*, 102, 510-546.
- 日本でもアメリカでも株価の低迷や収益の減少など同じような要因によって社長の交代が説明されることを発見（相対的には日本はアメリカに比べて収益が重要で株価はそれほど重要ではない）

日本のコーポレートガバナンスは、アメリカのコーポレートガバナンスとも、現在の改革が目指すものとも違っていたが、有効に働いていた

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

12



## 銀行の役割に関する実証研究

Kaplan, Steven N. and Barnadette A. Minton (1994). "Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers," *Journal of Financial Economics*, 36, 225-258.

- 株価の低迷・収益の減少 → 銀行などからの役員派遣 → 現経営者の退陣

Hoshi, Takeo, Anil Kashyap, and David Scharfstein (1990). "The Roles of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan," *Journal of Financial Economics*, 27, 67-88.

- 資金難に陥った時、系列企業(メインバンクから役員派遣される場合が多い)の方が、早く回復する(投資や売上高で見て)

Kang, Joon-Koo, and Anil Shivdasani (1995). "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan," *Journal of Financial Economics*, 38, 29-58.

- 株価の低迷や損失が(定期的でない)社長交代を促す。その傾向は特にメインバンクと関係が密接な企業に強く見られ、外部者が新しい社長になる場合も多い。そうした企業では、社長交代の後で業績の好転が見られる。

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

13

## 80年代、金融規制が緩和される中、メインバンク制度が衰退した

- 規制緩和によって銀行以外の資金を獲得できるようになった大企業の銀行離れが始まった
- 銀行はあまり付き合いのなかった新しい借り手企業に貸し込んでいった
- 多くは中小企業であり、土地がらみの融資が増えていった
- それらの企業が経営難に陥った時も、メインバンクは支援することを期待されたが、メインバンク救済は次第に有効性を失っていった

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

14

メインバンクによる救済の頻度も有効性も減少した  
 (広田真一・宮島英昭(2001)「メインバンク介入型ガバナンスは変化し  
 たか?」『現代ファイナンス』、No.10、35-61ページ。)

期間	1975-82	1990-96
資金難に陥った企業の数 (a)	104	99
うちメインバンクが介入したもの (b)	42	15
(b)/(a)	40.4%	15.2%

期間	介入からの年数	1975-82	1990-96
営業利益増加率(累積) (%)	1	1.576	-0.246
	2	2.148	-0.399
	3	2.583	0.605
売上高増加率(累積) (%)	1	1.531	-0.479
	2	1.816	-0.733
	3	2.186	0.976

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

15

## メインバンクによるガバナンスの衰退は 2000年代に入っても続いた

Hoshi, Takeo, Satoshi Koibuchi, and Ulrike Schaeede (2011). "Corporate Restructuring in Japan during the Lost Decade" in Koichi Hamada, Anil Kashyap, and David Weinstein (Eds.) *Japan's Bubble, Deflation and Long-term Stagnation*, Cambridge, MA: MIT Press, pp.343-373.

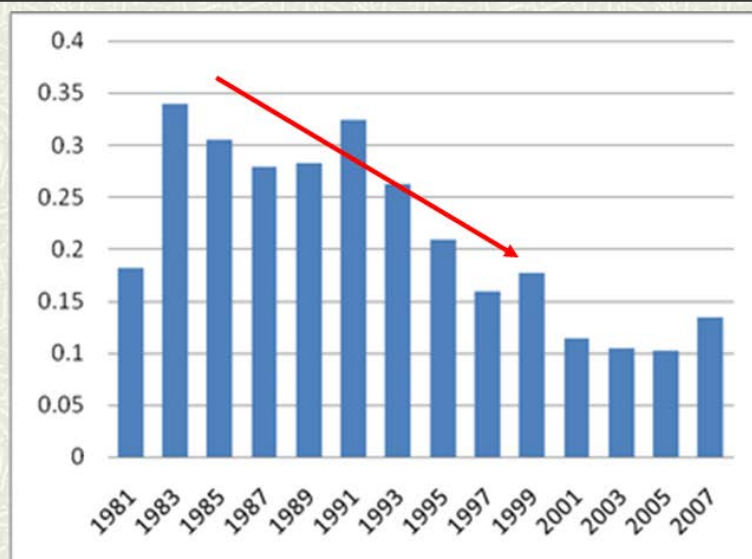
- ・ サンプル期間: 1981-2007
- 1,756の「企業再建」ケース
- 90年代以降は返済難に陥った企業が「再建」される確率が減少した
- 80年代は、再建の確率はメインバンクとの関係が強い企業ほど高かったが、そのような関係は90年代以降消滅した。
- 80年代は、再建中の企業は、(1)雇用を減らし、(2)資産を減らし、(3)負債を減らした。
- 90年代以降、再建中の企業の(2)資産減少と(3)負債減少は(困難な状況にある)他の企業と変わらなくなった。思い切った調整が(雇用以外は)行われなくなった。

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

16

## 金融的困難(2年連続で営業赤字)に陥った企業のうち「再建中」の割合



2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

17

## 業績悪化と社長交代の関係も90年代末以降変化

齋藤卓爾・宮島英昭・小川亮 (2016). 「企業統治制度の変容と経営者の交代」  
RIETI Discussion Paper 16-J-039.

- 1990年から2013年間の「懲罰的」社長交代を分析
- 社長交代が企業業績に感応的である点は変わらないが、ROEへの感応度が90年代末以降上昇した。(ROAの方はさほど変わらない)
- 90年代は、メインバンクからの借入比率が高く、しかもメインバンクからの役員派遣がすでに行われている企業では、企業業績に関わらず社長交代の確率が高いが、この関係は90年代末以降は消滅した。
- 90年代末以降は、社長交代のROEに対する感応度が、海外機関投資家持株比率が高い企業について、高いという関係が見られる。
- 海外機関投資家持株比率が高く、独立社外取締役が3人以上いる企業では、社長交代の業績への感応度が高い。

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

18

## 社長交代後の業績回復も2000年代には見られなくなった

泉敦子・権赫旭（2015）「社長交代と企業パフォーマンス：日米比較分析」  
RIETI Discussion Paper 15-J-032.

- 2000年から2007年間の社長強制交代を日米両国について分析
- ROAの低い企業で社長交代が起こりやすいのは日米に共通
- 日本企業については、外国人投資家の保有株式比率が高い会社は社長強制交代の確率が高く、金融機関の保有株式比率が高い企業は社長強制交代の確率が低い
- 社長強制交代後、米企業ではROAや売上高成長率が改善するが、日本企業ではそのような改善が見られない
- 社長強制交代後、米企業は資産・従業員数を有意に減らすのが、日本企業はそうしない
- 社長強制交代後、日本企業では負債の資産に対する比率（レバレッジ）が低下する（負債の返済か減免か？）

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

19

## コーポレートガバナンスの空白

**日本のコーポレートガバナンスの、特に業績が悪い企業を再編・再建する機能が、1990年代、2000年代に低下した**

- 従来のメインバンクによる業績悪化企業の再建メカニズムを代替するような仕組みは確立されなかった
- もっとも、2000年以降は、破綻法制の改革、再生ファンドの発達、一連の商法・会社法の改正などによって、企業再編の新しい仕組みが生まれてきた
- しかし一時的には、コーポレートガバナンスの「空白」
- それが、Caballero, Hoshi, and Kashyap (2008) で分析したような、ゾンビ企業の問題の一因と考えられる
- アベノミクスのコーポレートガバナンス改革は、このような2000年代の様々な動きをさらに進めようとするもの

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

20

## 4. 改革の成果

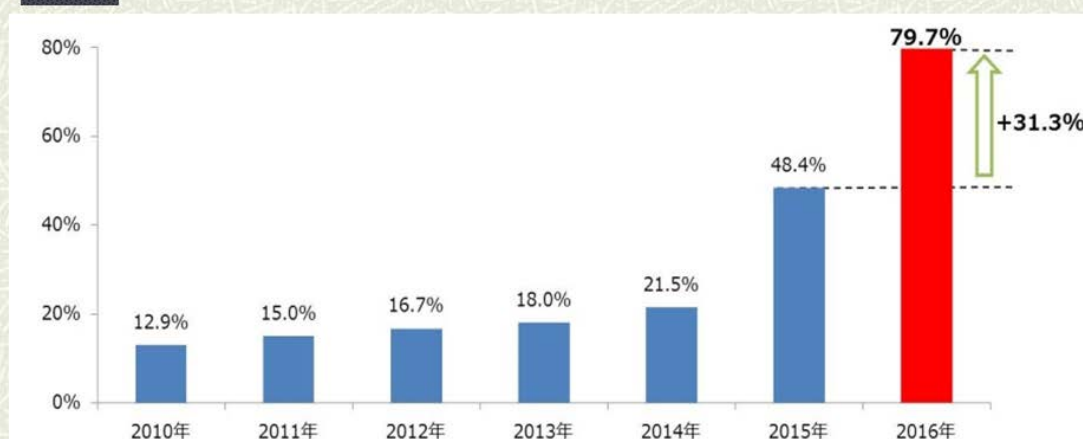
- JPX日経指数400の成功
  - 投資家の注目を集め、JPX日経指数400連動のETFも
  - JPX400採択を目指す企業も増える
- コーポレートガバナンス・コードの採択企業数
  - 2016年7月までに東証一部・二部上場の2,502社中2,262社がコードへの対応状況を開示
  - うち474社(21%)が全73原則を実施、1,437社(64%)が90%以上を実施
- 独立社外取締役の増加
  - 2016年7月時点で、2,502社中1,866社(74.6%)が2名以上の独立社外取締役を選任（第一部上場企業に限ると79.7%）
- 配当の増加
  - 東証一部上場企業の平均配当利回り(加重平均)は1.46%(2015年4月)から2.02%(2016年11月)

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

21

## 独立社外取締役を2名以上選任する上場会社(市場第一部)の比率推移



- 2015年までの数値は、上場会社から提出されたコーポレート・ガバナンスに関する報告書をもとに東証作成。2016年の数値は、2016年7月14日までに提出されたコーポレート・ガバナンスに関する報告書の記載をもとに東証作成。

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

22

## 平均配当利回りの推移：2000-2016



2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

23

## 5. 問題は解決されるのか？

- ⌘ 問題は何か？日本型コーポレートガバナンスが問題だったわけではない。
- ⌘ 日本のコーポレートガバナンスは、アメリカのコーポレートガバナンスとも、現在の改革が目指すものとも違っていたが、有効に働いていた
- ⌘ 問題は日本型コーポレートガバナンスの金融的側面が80年代頃から衰退してきたことである
- ⌘ 日本のコーポレートガバナンスの、特に業績が悪い企業を再編・再建する機能が、1990年代、2000年代に低下した
- ⌘ 現在のコーポレートガバナンス改革は、日本のコーポレートガバナンスの金融的側面をアングロサクソン型に近づけることによって、問題を解決しようとする

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

24

## 5. 問題は解決されるのか？

- 改革は進んでいる。日本企業のガバナンスの金融的側面は少なくとも表面的には目指す方向に向かっている
- 実質的にも効果が観測される
- 齋藤・宮島・小川(2016)は、社長交代の要因としてROEが重要になったことを示す。また、海外機関投資家持株比率が高く、独立社外取締役が3人以上いる企業では、社長交代のROE感応度が高い。
- 株式市場によるガバナンスが発展している証拠かもしれない
- 重要な問題の一つは、社長交代後に業績が回復するかどうか？泉・権(2015)は少なくとも2007年まではそのような関係が見られなかったとする

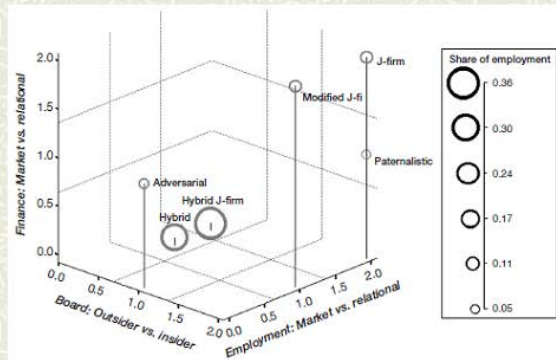
2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

25

## 制度的補完性の視点

- 懸念：金融的側面を変えるだけで十分なのか？
- 制度的補完性を考えると、その一側面だけが変わるのはかえって、機能の低下を引き起こすのではないか？
- Jackson and Miyajima (2007)の日本企業のクラスター分析による分類が、日本企業のコーポレートガバナンスの各側面がどう変わってきたかを理解するのに有用



Jackson, Gregory and Hideaki Miyajima (2007). "Introduction: The Diversity and Change of Corporate Governance in Japan" in Masahiko Aoki, Gregory Jackson, and Hideaki Miyajima (Eds.) *Corporate Governance in Japan*. New York, NY: Oxford University Press, pp.1-47.

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

26

## 二次元での表現

		雇用の側面	
		市場型	関係型
金融的側面	関係型金融 内部取締役	タイプII ハイブリッド (C)	伝統的日本企業 (A)
	市場型金融 外部取締役	典型的米企業 (D)	タイプI ハイブリッド (B)

- 多くの日本企業がAからBへと移行；新興企業の多くはCの形で参入
- 制度的補完性はAとDは安定的であるが、BやCは過渡的な状態
- 一連のコーポレートガバナンス改革はCからD、AからBの動きを促す政策と捉えることができる（BからDへの動きは促進しない）
- 市場型金融・外部取締役と関係型雇用を組み合わせるコーポレートガバナンスは有効なのか？

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

27

## 6. 結論

- 日本経済を停滞状態から復活させるために、コーポレートガバナンス改革に焦点があたっている
- しかし、そもそも日本型コーポレートガバナンスが問題だったわけではない。
- 日本のコーポレートガバナンスは、アメリカのコーポレートガバナンスとも、現在の改革が目指すものとも違っていたが、有効に働いていた
- 問題は日本型コーポレートガバナンスの金融的側面が80年代頃から衰退してきたことである
- 日本のコーポレートガバナンスの、特に業績が悪い企業を再編・再建する機能が、1990年代、2000年代に低下した
- 現在のコーポレートガバナンス改革は、金融的側面をアングロサクソン型に近づけることによって、問題を解決しようとする
- 改革の成果はあがっているようだが、コーポレートガバナンスの労働的側面が変わらない中で、有効なガバナンス機能は回復されるのだろうか？

2016年12月9日

コーポレート・ガバナンス改革

28



パネルディスカッション

## 日本企業のコーポレートガバナンス：産業の新陳代謝、サステナビリティ経営に向けた課題と展望

座 長

植田 和男 東京大学大学院経済学研究科教授

パネリスト

星 岳雄 スタンフォード大学教授・公益財団法人東京財団理事長

花崎 正晴 一橋大学大学院商学研究科教授

志賀 俊之 株式会社産業革新機構代表取締役会長・日産自動車株式会社取締役副会長

大石 英生 株式会社日本政策投資銀行取締役常務執行役員・設備投資研究所長

司 会

中村 純一 株式会社日本政策投資銀行設備投資研究所副所長

(2016年12月9日)

司会

皆様、お待たせいたしました。時間になりましたので、これよりパネルディスカッションに移りたいと思います。パネルディスカッションに先立ちまして、まず基調講演を賜りました星先生を除く3人のパネリストの方から今回のテーマに関するご自身の見解またはご関心事項につきまして、15分程度それぞれプレゼンテーションをして頂き、その後、討議に移りたいと思います。

まず最初に、一橋大学大学院商学研究科教授の花崎正晴先生より、「経済社会のサステナビリティとコーポレートガバナンス」と題してお話を頂きます。花崎先生、よろしくお願いたします。

**花崎（資料p.57～）**

一橋大学の花崎と申します。ご紹介ありがとうございました。このたびは貴重な機会を頂きまして、大変喜んでおります。

15分程度の時間を頂いていますので、経済社会のサステナビリティとコーポレートガバナンスということでお話ししますが、このテーマ全体における位置付けを明らかにするために、コーポレートガバナンスとは何かといったところから説明します。

スライド2にありますように、コーポレートガバナンスの問題は、近代における企業の所有と経営の分離という現象に起因しています。企業の所有と経営が分離すると、徐々に経営者の力が強くなり、経営者が自分の利害に基づく経営をする傾向が強まってきます。そのような現象のもとで、経営者に、本来の株主の利益に沿った経営をさせるためにはどのようなシステムがよいのかという問題意識が、コーポレートガバナンスの原点にあるわけです。

コーポレートガバナンスには様々な具体的メカニズムがありまして、スライド3にありますように、株主や社外取締役によるモニタリング、経営者へのインセンティブの付与、あるいはM&Aや事業部門の切り離しなど資本市場に着目したアプローチなどがあります。これらの点について私が一言申し上げたいのは、このように設計したらどのような状況でもうまくいくというようなコーポレートガバナンスの仕組みはおそらく存在しないということです。つまり、企業の特性や時代に応じてコーポレートガバナンスの望ましいあり方は当然変わってしかるべきだと思っています。

スライド4では、前のスライドで前提とされている、経営者に株主の利益に沿った経営をさせるためにはどうしたらよいかという株主主権論的な考え方からの脱却について説明しています。企業経営にはもっと多様な主体が影響を及ぼしているという考え方があり、例えば、スライド5にありますように小宮隆太郎先生は日本企業の意思決定にはコア従業員が大きな影響を及ぼしているということで、「労働者管理企業」ととらえるのが妥当であると主張されています。同様な考えを持つ先生は、経済学では岩井克人教授や経営関係の先生方にも多くおられます。

また、スライド6では、先ほど星先生からもご説明がありましたメインバンクと系列関係が企業の意思決定に大きな影響を及ぼすという考え方を示しています。そのような考え方をより発展させたのが、スライド7にありますステークホルダー型のガバナンスです。株主だけでなく、従業員、顧客、原材料の納入業者、立地地域の住民なども企業経営に影響を及ぼす利害関係者であるという考え方ですが、企業の利潤最大化行動はそれぞれのステークホルダーにポジティブな影響を及ぼすこともあればネガティブな影響を及ぼすこともあります。

スライド8では、2014年のノーベル経済学賞を受賞されたフランスのジャン・ティロール教授の考え方を紹介しています。まさに、ティロール教授の主な業績の1つがコーポレートガバナンスに関する研究なのです。企業の意思決定は様々なステークホルダーに影響を与えますが、それらのステークホルダーへの影響の総和を最大化する形で、企業は

### 3. パネルディスカッション 1. 議事録

意思決定をすべきだと分析されています。さらに、企業の意思決定の結果、ネガティブな影響を及ぼすステークホルダーに対しては、何らかの補正措置を講じることをコーポレートガバナンスの目標にすべきだとも指摘しています。ただ、ティロール教授自身も述べているように、その制度設計自体は非常に難しいものがあります。

スライド9は、そのような方向に動かしていく手段の1つとしての企業の社会的責任、CSRの考え方について説明しています。CSRは、欧州委員会のグリーンペーパーによると、企業が事業活動やステークホルダーとの関わり合いのなかで、社会的あるいは環境的な要素を重視して、よりよい社会の実現や環境の改善のために自発的に取り組む活動だと定義されています。企業内では、健康、安全、環境面などを踏まえた人的資本への投資、また、企業外では地域コミュニティ、取引先、公的部門、そして環境そのものへの貢献がCSRの対象だと考えることができます。最近特に関心が高まっている地球温暖化問題との関連においては、ステークホルダーは地域住民だけではなく地球上の全住民、動植物、さらにいえば現存の人類だけではなく将来の人類もステークホルダーだと考えることができるわけです。私は、宇沢弘文先生に地球温暖化対策の重要性について長年ご教示頂いたこともあり、このような問題にも関心がありますが、スライド10にありますように昨年パリ協定が締結されまして、世界の平均気温を産業革命以前に比べて2%より十分低い水準に保つという大枠が合意されました。

このような問題をコーポレートガバナンスの枠組みの中に取り込んでいくことが必要だと思いますが、それに関する投資家の理解がないと、経営者がいくらステークホルダーを重視してやっていますといっても事は容易には進まないと考えます。この点で、スライド11にあります社会的責任投資（SRI）が重要だと考えています。SRIは、元々はSocially Responsible Investingという用語の略称でしたが、近年ではSustainable, Responsible and Impact Investingの略語として定着しています。いずれにせよ、SRIという呼び方をしますが、これはCSR活動を重視し、それを支援する目的で実施される投資を意味しています。このSRIの類型として、環境や社会的な評価に基づく株や債券への投資や地域の貧困層の経済的支援のために投融資を実施するといったものをEnvironmental, Social and Governance（ESG）criteriaと呼んでいます。スライド12は、アメリカとイギリスにおけるSRI投資の水準を示したもので、アメリカではかなり過大推計だという話もありますが2014年時点で6兆ドル、700兆円程度の非常に大規模な投資が実施されています。また、イギリスでは、日本円で2兆円程度のSRI型の投資信託が存在しています。SRI型ファンドが証券投資全体に占めるウェイトは、ヨーロッパでは半分近く、アメリカでも1割以上あ

りますが、日本における規模は非常に小さく、SRI型の投資信託や社会貢献型の債券を加えても8,000億円程度にしかありません。

ただ、このような状況のなかで注目すべき取り組みとして、日本政策投資銀行の環境格付融資があり、日本のSRI型投資信託や社会貢献型債券の合計額に匹敵する融資が実施されています。これは、環境に配慮した企業に対して優遇した金利で融資するというものですが、一種のSRI型の活動として高く評価したいと思います。スライド13では、国連の責任投資原則についてまとめていますが、これは簡単にいうと持続可能な発展のためにはESG投資が重要であるということです。この原則に署名している機関は全世界で1,588機関あり、ここでリストアップしているのはその上位10カ国ですが、日本はトップテンに入っておらず、南アフリカなどと比較しても少ない50機関の署名にとどまっています。ただ、昨年以降で見るとGPIFも含めて約20機関が署名しており、機関投資家がESG投資の重要性を認識してきたのは非常に望ましいことだと思っています。

時間も少なくなってきましたので、多少飛ばしながら説明を進めたいと思います。スライド14~15では、企業のESG/CSR活動と企業価値の関係についての近年の研究を紹介しています。ESG/CSR活動を行うと企業価値が下がるという研究や、企業価値との間に相関は見られないという研究もありますが、アリ・ファテミ教授らのアメリカ企業を対象とした研究では、ESG/CSR活動を積極的に行っている企業の方が企業価値は高いという結果が示されています。また、私が指導する学生は、日本の自動車、電気機械、一般機械、化学の各業種に属する企業の温室効果ガスの削減と経営パフォーマンスの関係について研究をしていますが、自動車と一般機械では温室効果ガスの削減に積極的に取り組んでいる企業ほどパフォーマンスがよいが、化学と電気機械では有意な関係が存在しないという結果も示されています。

スライド16~20の内容は、先ほど星先生からご紹介頂きましたので割愛して、所有構造と役員構成について簡単に説明します。スライド21は、上場企業の所有構造の推移を見たものです。外国法人等による所有の比率が1987年時点ではわずか4%弱でしたが、近年は3割超まで上昇するという動きになっています。スライド22では、東証一部上場企業のうち社外取締役と独立取締役を選任している企業の比率を示したもので、今ではほぼ全ての企業が導入しているという状況を示しています。社外取締役を選任している人数別に見たものがスライド23で、以前は複数の社外取締役を選任する企業は少なかったのですが、近年は複数選任する企業が増加しており、かなり変革が進んでいることがわかります。

### 3. パネルディスカッション 1. 議事録

スライド24は、新しいガバナンス主体の台頭について説明したものです。アクティビスト・ファンドといわれるガバナンスの主体が、2000年代に入り日本の資本市場でプレゼンスを高めています。また、近年は議決権行使助言会社もかなりの影響力を持つようになってきています。

スライド25～26は、指名委員会等設置会社の概要を示しています。先ほど星先生がご説明されたように、指名委員会等設置会社は指名委員会、報酬委員会、監査委員会の3つの委員会を持ち、各委員会の過半数が社外取締役であるという点でアメリカ型のシステムだといわれています。同制度を導入する企業は依然として少ないのですが、最近ではかなり著名な企業が導入してきています。

最後にスライド27～28はまとめになりますが、私は地球環境問題、あるいは経済社会のサステナビリティというのが全てを覆うようなガバナンスのメカニズムとして機能していくのが望ましいと考えています。そこに、ステークホルダー型のガバナンス、企業の内部コントロール市場、金融機関によるモニタリング、市場競争の圧力といった要素が、資本市場の規律付けと重なり合って機能するような、コーポレートガバナンスの各種メカニズムが多層化していく時代になってきたのではないかと考えています。

ご清聴ありがとうございました。

#### 司会

花崎先生、ご説明ありがとうございました。

続きまして、株式会社産業革新機構代表取締役会長、日産自動車株式会社取締役副会長の志賀俊之様より「オープンイノベーションによる日本の産業革新」と題してお話を頂きます。志賀様、よろしく願いいたします。

#### 志賀（資料p.71～）

皆様こんにちは。志賀でございます。本日はこのようなところにお呼び頂き、誠にありがとうございます。著名な先生方の後にプレゼンテーションするのは結構プレッシャーを感じますが、産業界ではこのような見方や考え方をしているのだということでお聞き頂ければと思っています。

スライド3は、フランスのINSEADという機関が発表しているイノベーションランキングの推移です。各国が研究開発などを通してイノベーションをどの程度生み出しているかというランキングですが、日本は2000年初頭に3位であったのが今や26位まで下がっています。一方、同じランキングでもインプット面を見ると日本は12位となり、GDPに占めるR&D支出の比率では3位までランクが上がります。この結果を見ると、日本では研

究開発を行うがイノベーションがなかなか創出されない状況にあるといえると思います。このような問題意識のもと、1970～1980年代に日本は世界を驚かすイノベーションを次々と創出していたのに、なぜ今それが出来なくなっているのかを考えてみたいと思います。

イノベーションが創出されなくなってきた背景を考えますと、その背景の1つに経営者がリスクを取らなくなってきたことがあると思っています。先ほどの星先生のご説明で非常に面白いと感銘を受けたのですが、メインバンク制のもとでの銀行のモニタリングの役割が資本市場によるモニタリングに移行したとしても、それを有効に機能させる取り組みがなければ企業の改革にはなかなか結びつきません。例えば、株主総会やIRなどの場を通して、「売上高の4～5%を研究開発に使っているけれども新しいイノベーションを生み出せてないのではないか」といった対話が経営者と投資家との間でなかなか行われません。2000年以降で見ると、横並び経営の問題も大きいと思います。例えば自動車業界のハイブリッド車がよい例ですが、世界的に見るとハイブリッド車は必ずしも主流の車ではないにもかかわらず、日本では全メーカーがハイブリッド車を開発する状況となっています。また、バイオ燃料の開発でも皆が同じようにミドリムシからバイオ燃料を作る研究を行っているわけです。日本には、バイオ燃料を製造できるベンチャー企業があるのに、そこに任せず横並びで重複開発をします。結果として日本全体では研究開発費の総額は大きいのに創出されるイノベーションは小さいという状況になっているのだと思います。

もう1つ背景にあるのは、日本企業の自前主義です。また自動車業界を例に出しますと、日本企業と異なりドイツ企業は協調領域と競争領域をきちんと整理し、例えばインフラ系に関わる場所は協調領域として自動車メーカーが共同で開発しています。国の研究開発機関も一緒にやりますから、その分、自前の開発費は使わなくて済むわけです。一番わかりやすい例は、自動運転に関わる3Dマップの開発です。ドイツでは、あっという間に自動車メーカーが共同でノキアの地図会社を買収するという話がまとまりましたが、日本は経済産業省が音頭をとってようやく共同開発に動き出したところです。これまでは、カーナビの地図も基本的にメーカー各社が個別に開発をしてきました。なぜ日本では地図が競争領域なのかというと、ディーラーの場所が各社で違うから、ということです。この調子では、開発費をいくらかけてもイノベーションは起こせません。それに加えて、自国主義です。ガラケーが典型ですが、1990年代からすごい技術を搭載しているのに、世界に目を向けていないから結局アップルに世界標準をとられてしまう。このあたりを何

### 3. パネルディスカッション 1. 議事録

とかしなければならないというのが私の問題提起になります。

次に、今までもお話がありましたが、日本企業のROEの低さについてです(スライド4)。私は経済同友会の資本効率最適化委員会の委員長をしておりますが、そこでなぜ日本企業のROEが低いのかについて分析をしました。ご存じの通り、ROEは売上高利益率(ROS)、総資産回転率、財務レバレッジの3要素に分解できます。その3つに分けて欧米企業と比較すると、日本企業は総資産回転率、財務レバレッジについてはそれほど悪くありません。ROEが低いのは、ROSが低いことに起因してしまっていて、経済同友会の委員会のワークショップでもこの点について色々と議論しました。その中で、ある外資系企業の方の指摘が非常に的を射ていると思ったのですが、アメリカの企業は事業のポートフォリオマネジメントをやっていますよ。つまり事業ごとのROE分析、ROEが難しければROAでもROICでもいいのですが、それをきちんとやった上で、会社全体のROEを上げるために事業の新陳代謝を行う。より高いROEが見込める新しい事業を組み入れて、既存事業は外出しする。それに引きかえ日本企業は、全部抱え込んだままで、なかなか事業の入れ替えに動きませんねと。ああ、なるほどなということで、分析を進めていって提言にまとめました。

要は日本のROEが低いままなのは、同じ業界に多数のプレーヤーがいて、過当競争に明け暮れる構造が変わらないから、というのが結論です。なぜかという、事業の新陳代謝をやらないものですから、マーケットは小さくなっていつているのに、プレーヤーの数が減りません。それで収益が厳しくなると、これが日本企業の悪いところですが、今度は子会社に移して何とか赤字を出さないようにひたすらコストカットに励みます。ゾンビとは言いませんけれども、そういう構造が延々とこの20年くらい続いてきているというのが実態だと思います。やはり、大企業の子会社、ノンコア事業、これを切り離し再編統合してグローバルに闘える規模の企業を創出しなければいけない。化学業界を例にとりますと、日本企業は欧米企業と比較して売上が小さくROEも低い。こうしたなかで欧米企業が数兆円規模の合併・買収によってさらにROEの引き上げようとしている一方、日本では企業数が減らずに過当競争が続いているということです。日本企業は業績が悪化してから事業再編とか子会社売却を始めますが、本体の業績が良い今こそ、その時なのです。しかし、それがなかなかできない。

それでは、産業革新機構がどのようなことを行っているのかをご紹介しますと、大きく2つあります(スライド5)。1つ目は、プライベートエクイティ的に企業への投資を通じて業界再編を促していく機能です。もう1つは、ベンチャーキャピタル的にベンチャー

企業に投資をしていく機能です。まず業界再編機能ですが、日本企業も大体1990年代の後半くらいから選択と集中ということで、社内には明言しなくても中核事業、非中核事業という色分けはどの会社もやったと思います。しかしここからが欧米企業と違うのですが、欧米企業なら、非中核事業と位置付けたら速やかにカーブアウトする、あるいは売却します。しかし日本の経営者は、祖業だから、同じ釜の飯を食ってきた従業員だから、ということで非中核事業を外に出すことに非常に躊躇します。本体が黒字ですと、赤字の会社があっても抱え続けることができますので、結局抱え続ける。GEはエジソンの家電もジャック・ウェルチのプラスチックも外出しました。そこまでやらなければいけないのですが、日本ではそういう議論が社内の取締役だけだと進まない。そこで、社外取締役や産業革新機構も含めた投資家が事業の新陳代謝を行う必要性を問い続けて、日本企業の背中を押していく必要があると思っています。もう1つのベンチャー企業投資ですが、日本では大企業がベンチャー企業の技術やノウハウを取り込む動きがなかなか見られません。起業家も皆さんIPOをやりたがります。別にIPOが悪いわけではないのですが、やはり大企業が新規事業としてベンチャーの技術をオープンイノベーションで買っていくと、それを契機として事業の新陳代謝も進みます。そして起業家はそこで得た資金を使ってまた新たな起業にチャレンジしていくという、そういうエコシステムが作れるといいなと思っています。私は、よくトランプのポーカーに例えてお話しするのですが、1枚の札を1事業に見立て、今5枚の札があるとします。3つの札が良い事業で残りの2つの札が悪い事業だとすると、ポーカーであれば2枚を捨てて2枚を取るわけですが、日本企業の場合は2枚捨てないで全部持つておくということをやっているわけです。つまり、新規事業に莫大な投資をする一方で悪い事業は抱え込んだままなので、新規事業に十分なリソースをかけられず、投資に見合ったリターンが得られない。そのうち既存事業もおかしくなるということですが、そうならないためには事業ポートフォリオをマネージしていくという考え方が不可欠なのです。

最後にオープンイノベーションの重要性について、自動車業界を例にとって説明します（スライド6）。自動車業界では、自動運転車、コネクテッド・カー、電気自動車や燃料電池車といった形で、2020年に向けてテクノロジーが大きく変わりつつあります。現在は90%がハードで10%がソフトの技術といわれており、その10%のソフトもエンジンの制御技術といったものです。ところが今後は、自動運転車でいえば、画像認識したものを人工知能で分析していくといった従来とは全く次元の異なるソフトウェア技術が必要になり、ウェイトもソフトが6割でハードが4割になるといわれています。今、グーグルや



### 3. パネルディスカッション 1. 議事録

アップルは自動運転車の開発をやっているわけですが、彼らはハードウェアの技術を身につけていかなければならない。一方、我々伝統的な自動車会社は、ハードウェア9割で車を作っていたのが、今後は人工知能、画像認識、レーザーといった技術を身につけていかなければいけない。よーいドン勝負が始まっているわけです。大体いつ頃かというところだと、2020年、真の意味でのドライバーレスあるいはロボット化と言われるレベル4の自動運転車が公道を走るということが、もちろん制度上の問題がクリアされればですが、技術的には成立するようになってくる。そこに向けてよーいドンで、グーグルもアップルも、どうやってハードウェアの技術をつけようかと必死にやっている。そのなかで伝統的な自動車メーカーが今までのように自前主義でソフトウェアのエンジニアを雇い、人工知能の研究を行っていたのでは、今後の競争に到底勝てないだろうと思います。

簡単にまとめますと、日本がイノベーションを創出できなくなってきた背景としてコーポレートガバナンスやオープンイノベーションの機能の不十分さ、自前主義的な経営などが問題であるということがお伝えしたかったところです。どうもご清聴ありがとうございました。

#### 司会

志賀会長、どうもありがとうございました。それでは、最後に日本政策投資銀行取締役常務執行役員・設備投資研究所長の大石英生より「設備投資の活性化に向けて～企業の設備投資スタンスの変化とコーポレートガバナンス～」と題してお話をさせていただきます。

#### 大石（資料p.74～）

日本政策投資銀行設備投資研究所の大石と申します。まず本日のシンポジウムですが、多数のご参加を頂きまして、事務局担当の一人として御礼申し上げます。

本日、私からは、当研究所の中村副所長の論文をベースに、「設備投資の活性化に向けて」と題してお話しますが、問題意識としましては、星先生の基調講演にもありましたが、企業の余剰資金が設備投資、M&A、海外投資などへ向かっていないのではないかとこのあたりにあります。このあたりをご紹介することが、次のパネルディスカッションにも繋がるかと思っておりますのでご説明していきたいと思っております。

まず、**スライド2**ですが、これは企業の貯蓄超過額と現預金残高を示したグラフです。これを見ると、現預金残高はリーマンショック後から足元にかけて約130兆から約180兆円まで増加し、約50兆円積み増しとなっています。繰り返しになりますが、投資などを通じてなぜこれを有効に活用できていないのかが問題意識にあります。

**スライド3**は、企業の売上高、経常利益、設備投資を示したグラフです。経常利益がオ

レンジの線で設備投資が緑色の線ですが、リーマンショック前は経常利益、設備投資とも伸びていますが、その後は経常利益が順調に伸びているのに対して、設備投資はそれほど増加していません。

**スライド4**は、設備投資額の動きに加えて設備投資の内容を把握しようとしたものです。これは、上場企業の中で、その設備投資の上位5%の企業群が占めるシェアを時系列に見たものです。エネルギーや運輸・通信など、経済対策の影響を受けやすい業種やスケジューリング投資の性格が強い業種は除いています。これを見ると、1990年から長期的にシェアが上昇していますので、設備投資の牽引役が一部に偏る傾向、あるいは設備投資の裾野の広がりが限定される傾向を表していると思います。

**スライド5**では、それに続いて設備投資額の上位5%の企業群とそれ以外の95%の企業群のパフォーマンスをROAで比較したものです。これを見ると、リーマンショック前は上位5%の企業群のパフォーマンスが高くなっていましたが、その後は逆にその他の95%の企業群のパフォーマンスが上回っています。つまり、設備投資の牽引役を果たした企業が、必ずしもそれに見合ったリターンを得られていないということかと思えます。

このあたりをもう少し細かく見たものが**スライド6**になります。これは上場企業の内部資金の上位5%の企業群の設備投資額と下位95%の企業群の設備投資額を示したものです。これを見ますと、リーマンショック前までは内部資金の上位5%の企業群が設備投資を牽引していましたが、リーマンショック後は両者とも同じような動きになっています。以上の点を踏まえると、あくまで仮説にはなりますが、リーマンショック前はキャッシュフローが潤沢であればその分設備投資も増やすといったことで、それは本当に成長を意識した戦略的な投資だったのかという問題意識が出てくるわけです。

少し視点を変えまして、**スライド7**は、当行が毎年夏に実施している設備投資アンケートから製造業の結果を示したものです。青線が計画時点の伸び率で、それを年度が明けて出てくる実績と比較したときの修正率がオレンジの線となります。もともと計画から実績にかけて毎年下方修正される傾向があるのですが、最近の特徴としては、その下方修正幅が大きくなっている点が挙げられます。グラフは2013年度までですが、2014年度、2015年度も同じような傾向にあります。

次に、**スライド8**は、同じく製造業について設備投資を行う動機を類型化して調査した結果です。これをご覧くと、能力増強の比率がリーマンショック前までは上昇しましたが、その後は下がり、代わって維持・補修の比率が上昇しています。景気が良い時には上方修正されることの多い能力増強投資に対して、維持・補修投資はもともと下方修正の傾

### 3. パネルディスカッション 1. 議事録

向が強いので、後者のウェイトが大きくなったことが、先ほど申した設備投資全体としての下方修正幅拡大の背景の1つと言えるかと思います。投資動機を金額ベースで見ても、研究開発を除くと総じて計画から実績にかけて投資を絞り込む傾向があるので、全般的に設備投資に対して保守的な動きが強くなってきているととらえてよいのではないかと思います。

スライド9は、保守的な財務・投資動向の動機を類型化して分析したものになりまして、上場企業の2004～2013年度の財務データをもとにリーマンショック前後で設備投資に影響を与える保守的な動機がどのように変化したかを示しています。保守的な動機の類型としては、社内力学などを背景とした企業内ゾンビ事業の存在、無借金経営の方針を掲げるなどリスク回避の動機による擬似的資金制約行動、そしてここでは予備的貯蓄といっていますが、リーマンショックや震災などの危機に備えて常に流動性を確保しようとする動機、最後に予備的貯蓄のなかでも将来のM&Aや海外投資案件などの前向きな観点で機動的な資金を確保しようとする動機です。このように保守的な動機を分類すると、企業内ゾンビ事業の存在は、リーマンショック前後とも設備投資に強い影響を与えているわけではありません。また、擬似的な資金制約は、リーマンショック前は投資に比較的強い影響を及ぼしましたが、その後は少し弱まっています。一方、予備的貯蓄のなかでも、前向きな観点で機動的な資金を確保する動機と比較して、危機に備えて流動性を確保する動機は、リーマンショック前より後のほうが強くなっています。

スライド10は、期初の現預金残高の上位5%の企業群とM&Aや海外投資を含む総投資額の上位5%の企業群の一致度を示した相関係数のグラフです。相関係数は、リーマンショック前のほうが高くなっています、これを見る限り、広義の投資においても前向きな動機に基づく設備投資が最近広がっているということはなかなか言いにくいのではないかと思います。

スライド11は、このような状況に対して当行としても何か貢献できないかということ、その問題意識を整理しています。志賀会長もご指摘になりましたが、グローバルに産業の独占や寡占化が進むなかで、従来のように多数の企業で競争するのではなく、再編や統合などを通じて規模の拡大を図っていくことが必要ではないかということです。また、研究開発などでは、アライアンスやオープンイノベーションなどを通して企業間で協調できる部分は協調していくことが必要ではないかということです。このような課題に対して、当行としましても呼び水となるような成長資金の供給を通じ、貢献できるように取り組みを開始しております。

スライド12は、その具体的な取り組みである特定投資業務の概要を示したもので、年間1,000億円の資金枠のなかで、経営資源の有効活用、新規事業開拓、異業種連携といった企業の取り組みを対象に投資を行い、企業の競争力強化に向けて貢献できればと考えています。大企業向けのものから、地域金融機関と一緒にファンドを作り小規模でも地域にとって重要な事業を支援するものまで幅広く手がけています。具体的な投資事例が当行ホームページに掲載されていますので、是非ご覧下さい。

私からの説明は以上になります。

## 司会

ありがとうございました。それでは、これより東京大学大学院経済学研究科教授の植田和男先生を座長とする討議に移りたいと思います。植田先生とパネリストの皆様が壇上に上がられますので、皆様、盛大な拍手でお迎えください。それでは、この後の討議の進行は、座長の植田先生にお願いいたします。

## 植田

それでは、星先生の基調講演に続いて3人の方々からプレゼンテーションも頂きましたので、今から1時間前後は、それに関連する議論を自由に行なうしたいと思います。私の心づもりとしては、日本のコーポレートガバナンスの問題について、星先生に正面からきっちりとしたご報告を頂きましたので、それを巡る議論をこのパネルの後半にまとめて展開したいと思います。

その前に、ガバナンスやサステナビリティなどについて、実務的な観点も交えて3人の方々から貴重な報告を頂きましたので、最初にそちらについてパネリストの間で自由に議論したいと思います。例えば星先生、3人のご報告のうちどれでも結構ですが、何か議論してみたい、あるいは質問してみたい点はありますか。

## 星

それでは、ご報告頂いた点について2点質問させていただきます。1つ目は、志賀会長のご報告ですが、非常に面白く聞かせて頂きました。コーポレートガバナンスに関しては、株主や銀行の役割に話が集中することが多いのですが、日本企業にはそれ以外にも色々と問題があるというお話だったと思います。経営者に規律付けするのは株主や銀行だけではなく、製品などの財市場における競争がより強い規律付けをするのだと思います。志賀会長が挙げられた様々な問題、守りの経営に入るとか、自前主義とか、事業の新陳代謝が少ないとか、そういった問題の1つ1つの背景には全て、市場の競争が激しくないということがあるのではないのでしょうか。日本はプレーヤーの数が多すぎて過当競争というお

### 3. パネルディスカッション 1. 議事録

話がありましたが、それはそうだと思いますけれども、それだけの数のプレーヤーが生き延びているということは裏を返せば競争があまり激しくないということでもあると考えられます。そうすると、日本企業、日本経済の問題の多くは、少し挑発的な言い方をすると、実はコーポレートガバナンスも含めて、競争が激しくないというところに行き着くのではないかと思うのですが、この点いかがでしょうか。

あと、もう1つは大石所長のご説明について、色々な統計を示して頂き企業は余剰資金はあるが投資をしないという状況が明らかになったと思います。このような金余りの状況の中で、DBJが企業に資金を供給する意義とはどういうものでしょうか。

#### 植田

それでは、よろしければご意見を頂ければと思います。

#### 志賀

確かにこれだけ過当競争といいながら多数の企業が業界内に存続しているわけですから、その意味ではあまり競争がないと言えるのかもしれませんが、競争をしているとしても、まだコストを下げ、労務費を切って、長時間営業をやってというところで、何とか生き長らえているのかもしれませんが。こういった日本でやっている競争がそのままグローバル競争で勝てるかという、徐々に勝てなくなっているということではないのかなと思います。自動車で言いますと、日本には乗用車が8社、トラックが4社で計12社ありますが、アメリカは3社、ドイツ3社、フランス2社、イタリアは1社で、主要国の自動車メーカーの半分は日本にあるわけです。普通ならホームマーケットで利益を得て、そこを足場にグローバルに闘いを挑んでいくという発想で、グローバルに闘うために合従連衡が進んできたという面があるわけですが、日本企業の場合、プラザ合意以前から円安構造の中で競争する構造が定着してしまっています。最近でも円安になると日本市場が赤字でも輸出市場で稼げるから利益を出せるということで、逆に円高になると総合的に勝てなくなる状態が続いていると思います。星先生のご質問に戻りますと、私は日本でも競争は激しいのですが、海外市場のおかげで多数の企業が何とか存続してこられたのではないかと思っています。しかし、そのような闘い方だとグローバルな競争のなかで勝てなくなっているというのが私の見方です。

#### 大石

企業が資金余剰なのに当行が投資をして何になるのかというご質問ですが、少し私の説明が足りなかったと思います。申し上げたかったのは、我々が入って、それほど大きな金額ではないのですが、投資ですとかメザニンですとかリスクマネーを出すことで、一緒

にやりますよという形を作ることによって、呼び水的に企業の手元にたまっているお金が有効な分野に向かうお手伝いをさせて頂いているということです。既にあるプロジェクトにお金をつけて終わり、というのとは違って、プロジェクトも一緒に行い企業をサポートしていくということでご理解を頂ければと思います。

**星**

なぜ過当競争なのに撤退せずに生き長らえているのかという点について補足しますと、日本企業はROE（株主への分配）が低だけでなく、労働分配率も役員報酬も欧米と比較して低いことが1つの理由だと考えています。過当競争で儲けが出ないのを、株主も役員も従業員も分配を我慢することによって何とかしのいでいるわけですが、そういう競争のなかで皆が疲れ果てている状態ではないかと思うのです。このような状態が続くと、徐々に日本企業の競争力が失われていくのではないかと、私は非常に危惧をしています。

**植田**

星先生に伺いますが、例えば何らかの理由でゾンビ企業や事業が存続すると財やサービスの供給が過剰になり、物価も下がるわけですね。その結果、企業のROEやROAも下がってしまうという理解でよろしいのでしょうか。

**星**

私もそのように理解しています。競争原理が適切に働けば撤退しているはずの企業が何らかの保護を受けて市場に残ってしまっているわけですから、ゾンビ企業の問題の裏には競争の欠如があります。しかし、その市場でゾンビ企業と価格競争をしている当事者にとっては、過当競争という受け止め方にもなる。競争があるかないかというより、競争がゆがめられているという方が正確な言い方かもしれません。

**植田**

それでは、関連して志賀会長と大石所長にお聞きしたいと思います。志賀会長は、横並び主義や不採算部門の切り出しを十分に行わないことが日本企業の低収益性につながっていると指摘されました。また、大石所長からは、企業収益に比べて設備投資の伸びが今ひとつであるというお話もありました。こうした問題点の背景に、この会議の基本テーマであるガバナンスの問題が関係しているということは、既にお2人とも触れられていましたが、もう少し議論を深めて頂くことはできますでしょうか。

あるいは、大石所長のお話では、ガバナンスの問題より期待成長率の低下が問題なのだという見方もありうると思います。また、リーマンショック以降、予備的動機による保守的な設備投資行動が目立っているというご指摘もありましたが、さらにその背景を考え

### 3. パネルディスカッション 1. 議事録

ていきますと、いざというときに資金供給してくれるという機能の低下、つまり日本のメインバンク制のようなものは非常に弱くなり、さらにマーケットの機能もリーマンショック後の状況を見ると信頼できないといったことも関係しているとしますと、若干ガバナンスの問題とも関係してくると思いますので、そのあたりについてコメントを頂けますでしょうか。

#### 大石

確かに、期待成長率が下がっていて、それを背景に設備投資が伸びてこないという現象は先進国共通に指摘されていますから、日本企業だけが前向きな部分が足りなくて設備投資をしない、と決めつけるのは酷ではないかと思います。しかし一方で、リーマンショックや震災などが日本の企業経営者のマインドに大きな影響を与え、それが投資の抑制要因となっている面があるのも事実かと思います。そのようななかで、前向きな企業の動きをどうやって後押しするかと考えますと、一企業だけでは解決できない問題も増えてきていますので、我々としてはその接着剤としての役割を果たしていきたいと思っています。それから、予備的動機の問題については、前向きなものに取り組むためのインフラとしての金融セーフティネット、こうしたものを民間金融機関とも協力しながら、少しずつ充実させていきたい、と考えています。

#### 志賀

冒頭のプレゼンテーションでお話ししようと思っていたのですが、日本と欧米企業のROEを比較しますと、欧米、特にアメリカでは複数の事業を抱えている企業のROEが高く、逆に日本では複数の事業を抱えている企業のROEが低くなっています。その原因が、事業ポートフォリオマネジメントの差にあることは先ほど申し上げた通りですが、日本企業がそれを徹底できない理由の1つに、経済同友会の代表幹事の小林さんが言われている「経営者の心の岩盤」があると思います。要するに、経営者の心理の中には、祖業ですとか、かつての主力事業に対するこだわりがあって、それらが既にノンコア事業になっても、コア事業である程度の収益を稼げていると、そっちで一応飯は食えるからと、抱え続ける。これが本体のところまで危なくなってくると、さすがに切り出して、事業売却など始めるわけですが、そうなるまで決断できない。この「心の岩盤」を打破しなければ、事業ポートフォリオマネジメントを通じたROEの向上は実現できません。

そういう意味では先ほどの、本当に過当競争ならばなぜ新陳代謝が進まないのかという星先生のご質問がまさに鋭くて、即座にうまく答えられなかったのですが、日本で起きていることは、おそらく企業がノンコアで抱え続けている事業が、コア事業からの支援を

受けているがために過当競争を続けられるという構造ではないかと思えます。関連して、産業革新機構が手がけた案件を1つご紹介したいのですが、日産自動車と日立建機さんがフォークリフト事業を切り出して、産業革新機構がお金を入れてユニキャリアという1つの会社にして、それを三菱重工さん、ニチユさんに買って頂いた。それによって、日産自動車のフォークリフト部門というノンコア事業が新会社のコア事業になり、世界3位のフォークリフト会社としてグローバルに闘えるようになったわけです。これが非常に良い例で、フォークリフト会社というのは日本に8社あるのですね。ところが、日産のフォークリフト部門、日立建機さんのフォークリフト部門、ということで闘っていますから、よほどのことがない限り撤退までいかないわけです。その結果、すさまじい過当競争構造が維持されてしまいます。このような日本特有の産業構造が、過当競争なのに新陳代謝が進まないという現象を生み出しているのではないかと考えています。

#### 植田

せっかくですので今の志賀会長の論点をさらに追求しますと、日本のガバナンス構造のもとでは志賀さんがおっしゃるように括弧つきの過当競争が温存されているとしまして、直感的にアメリカでは同じようなことが起きるとは考えにくい。そうすると、アメリカのコーポレートガバナンス、あるいは周辺の制度的なインフラのどの部分かを日本に持ってくれば、状況を変えることができるのでしょうか。

#### 志賀

これは、先ほどのプレゼンテーションでも少し説明しましたが、経営者の心の岩盤で、この事業は祖業だからとか、現会長が始めた事業だから自分の代は赤字が続いていても抱え込むぞと、こういうことをやっている会社が多いと思うのですが、それに対してまず、創業者であろうが現会長であろうが気を遣う必要のない社外取締役が、なぜこんな非効率な事業を抱えているのですか、事業ごとの資本効率はどうなっているのですか、と取締役会で問題提起するだけで相当変わると思っています。もう1つ重要なのは、投資家の役割です。今みたいに、株主総会やIRの場などで四半期決算とか短期的な議論ばかりをするのではなく、非効率な事業を続けている理由や、事業ごとの投下資本など非開示情報もどんどん聞いて、ならば資本効率から言ってこの事業は切り出してリソースをコアに集中すべきではないですか、といった対話を行う。私は、コーポレートガバナンスでいえば、社外取締役と投資家との対話、この2つが進めば新陳代謝の促進に相当つながっていくのではないかという期待を持っています。



### 3. パネルディスカッション 1. 議事録

#### 植田

花崎先生、これまでのところで何かご意見はありますか。

#### 花崎

後ほど星先生が整理された点について少しコメントさせて頂きたいと思いますが、今まで出たお話の中で興味深かったのは、多角化と業績の関係についてです。私の理解ですと、アメリカでは事業の多角化が企業価値を下げているというのがアカデミックな世界では定説かなと思います。その意味で日本だけコーポレートガバナンスがうまくいっていないということでは必ずしもないと思いますし、私自身はアメリカにおいても同様に、色々な問題があると思っています。

#### 植田

それでは、よろしければ、議論を少し先に進めさせて頂ければと思います。

#### 星

一言よろしいですか。先ほどの祖業なので切り出しができませんというお話ですが、もしこれが志賀会長がおっしゃったように経営者の心の問題だとしますと、社外取締役が多少何か言ったところで、結局は外から来た人はわからないかもしれないけれども、これはうちの創業の原点で、ここがなくなると会社のアイデンティティが失われるから切り出せない、みたいなことを言われてしまうと、どこまで効果的なのかなという風に思ったのですが、いかがでしょうか。それから、不採算事業の切り出しができない理由には、志賀会長もおっしゃったように、雇用の問題もありますよね。日本企業の場合、雇用面で経営者と従業員の間で長期的な関係が構築されていて、それを守らなければならないという事情があることが、ポートフォリオの観点から事業部門をマネージするうえで大きな制約になっていると思います。

もう1つは、大石所長が説明されましたが、予備的動機の資金保有ですね。これも背景には、雇用の問題が間違いなくあると思っています。今度ショックが来たときにちゃんと会社を守るのかどうか、そういうところから予備的動機というのは出てきているわけです。そう考えると、雇用の側面で長期的な関係、つまり日本型のガバナンス構造を維持していることが、祖業の切り出しができませんとか、ショックに備えて手元資金の蓄積を優先しますといった、これまで出てきた幾つかの現象の共通の理由としてあると思うのですね。そうすると、私が基調講演でお話したコーポレートガバナンスの議論に帰ってきて、金融的側面がアメリカ型に変わったとしても、雇用の側面が変わらないままだったら、果たしてROEが上がっていくのかどうか、そういう疑問につながってくると思います。

## 志賀

今の星先生の最初の点について私が申し上げたいのは、祖業であれ現会長が始めた赤字続きの事業であれ、意志ある赤字事業として説明できるのであれば、やればよいということです。社外取締役や投資家の皆さんから、この事業は赤字が続いていますがいつまでやるつもりですかと問われたとき、いや、これは長期投資で20年先を見た上でやっています、あるいは会社のビジョンに照らしてこの事業は外せないのです、といったことを説得できるなら、それはそれで良いのだと私は思っています。しかし、現時点のガバナンスではそのようなことがあまりできていないのではないのでしょうか。

それから、2つ目の雇用の問題については、おっしゃるとおりだと思います。今回、新陳代謝を促進するためのスピノフ税制というのを税調の方で考えて頂きまして、税制面では新陳代謝を進めやすい環境が整ってきたのですが、もう1つネックになっているのは、例えば黒字を継続している企業が、ある事業をカーブアウトして、完全に売却しようとする、全従業員の個別の理解が必要になってくるという、労働法上の問題ですね。日本の労働慣行上、解雇を前提とした事業売却はできないことになっていますから、これはなかなか大変なことです。その部門の従業員の方は、全社でちゃんと利益が出ているのだったら残して下さいよと必ず言いますから。こういうところは、私、率直に言いまして解を持っていません。一方で日本の良い労働慣行だとも思っていますので、1人1人の理解をもらってから売却するというのは私はやるべきことだという意見ですが、それが新陳代謝の障害になっていることも事実なので、星先生のおっしゃるとおり、単なる経営者の心の岩盤だけではなくて、雇用の問題を真剣に考えなくてはならないことは事実だと思います。

## 植田

ありがとうございました。それでは、残りました時間で、星先生のスライド27 (p.29) について議論したいと思います。このページには、基調講演のエッセンスが表れていると思うのですが、望ましい企業ガバナンスの在り方は必ずしもユニークに定まるものではなくて、金融的側面と雇用の側面で分類しますと、従前は典型的な米国企業型であるD型と伝統的な日本企業型であるA型が、それぞれうまく機能していたというお話でした。しかし、不良債権問題等を背景に日本ではA型ガバナンスの核の1つであった銀行の力が弱まり、日本企業の少なくとも一部は金融的側面が市場型のタイプIハイブリッド (B型) に移りつつあるというのがポイントであったかと思います。その上で、制度の補完性という観点から考えれば、タイプIハイブリッドが最適なガバナンスの在り方、あるいは安定

### 3. パネルディスカッション 1. 議事録

的な状態とは思えない。D型まで行けば安定的なわけですが、現状は中途半端な状態にありまして、特に今議論になっていたような、労働者のリシャッフリングを含むような企業不採算部門の切り出しといったことがなかなかできにくい制度になっているというご認識だったかと思います。

このような星先生のご認識全体について、どのような評価をされるのか、あるいはその上で、日本企業は仮に今B型に近いところにいるとしますと、今後どういう方向に変えていくことが望ましいのか、こういったあたりについて皆様から自由にご意見を頂ければと思います。それでは、花崎先生はいかがでしょう。

#### 花崎

星先生のスライド27は大変適切な整理だと思いますし、基本的には賛成ですが、幾つか指摘させて頂きたい点があります。

まず、伝統的な日本型のガバナンスで基本的にはうまくいっていたというご評価についてですが、関係型金融、特にメインバンクですね、これが青木昌彦先生などがおっしゃっていたように本当に有効に機能していたのかどうか、モニタリング能力を持っていたのかどうかについては、私自身はやや疑問を持っています。昔はマクロ経済環境が非常に良好でしたから、潜在的にコーポレートガバナンスに問題があったとしても、顕在化しないで済んでいた面があるのではないかと思います。ただ、日本企業のガバナンスが伝統的にはA型であったというのは、その通りだと思います。

次に、それが昨今の改革でA型からB型に移行しつつある、あるいは金融的側面に関係型金融から市場型金融に移行しつつあるというご指摘ですが、金融的側面を資金調達に限って考えますと、実態と少し違う部分があるように思います。つまり私の理解では、日本企業の資金調達は関係型金融から内部金融、企業内での自己資金調達に移行しているというのが近年の動向だということです。さらに、外部資金を調達している企業だけを見ますと、むしろ増資や社債の発行よりも依然として銀行などからの借入に依存しているというのが実態です。

もちろん、金融的側面を規律付けのメカニズムだととらえれば、昔はメインバンクによる規律付けが前提になっていたのが、最近では資本市場における投資家による規律付けに変化したという意味で、A型からB型に移行していると理解することは可能だと思います。ただ、その場合に注意して頂きたいのは、改革によって移行が進んだわけではなく、それ以前から実態がA型からB型に移りつつあったという点です。株式持ち合いの解消、外国人持株比率の上昇、あるいはアクティビスト・ファンドの台頭といった変化を背景に、実

態面での移行が先行し、そのような実態に制度面を合わせていこうとしているのが、最近のステュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードの導入といった制度改革の動きではないかと思います。

それから、雇用の側面が関係型のまま変わっていないというご指摘については、確かに制度的にはその通りなのですが、日本でも非正規雇用の拡大などで雇用が流動化している面が出てきており、実態的には関係型から市場型に移行しつつあるというのが私の理解です。現在、非正規雇用は2,000万人と言われていていますね。総雇用者数に占める割合は、大体3分の1を上回っています。労働力も、スポットマーケットで調達するという領域に入りつつあると見ていいのではないのでしょうか。

ただし、雇用面でのこのような変化が本当に望ましいかどうかは分かりません。特にかつての日本の製造業は、長期雇用のもとでの人的資本への投資などを通してスキルやノウハウが蓄積され、それが競争力の源泉となっていましたので、雇用の流動化が製造業の競争力を弱体化させている面もあるのではないかと思っています。もちろん、雇用が全て市場型に移っているというわけではなくて、今、関係型と市場型の中間あたりにいるという認識なのですが、このままアクティビスト・ファンドなどがさらに幅を利かせるようになりますと、いわゆるショートターミズムとか、近視眼的な経営を促すような、そういう圧力が強まりますので、そうすると関係型雇用は一層崩壊してしまう恐れもあると思います。

私の考えでは、日本企業は典型的なアメリカ型を目指すよりも、タイプIハイブリッドにとどまった方がベターですし、投資家が長期志向であればそれは可能だと思っています。そのために、経営者の方などに色々な機会にご提案申し上げているのは、日本版ステュワードシップ・コードの導入で投資家との対話の機会が増えるなかで、ぜひ長期保有で長期的な視野を持っている投資家との対話をより重視してほしいということです。そういう方向を目指すことによって、タイプIハイブリッドのガバナンスが何とか定着してくるようになるのではないかというのが私の意見です。

## 植田

志賀会長はいかがでしょうか。

## 志賀

関係型金融の問題点として、特に地方の中小企業に対しては、本来デットであるはずのお金が完全に固定化してエクイティのようになってしまっているという指摘があります。冒頭の星先生の質問がいまだに引っかかっているのですが、このような形で資金が固定

### 3. パネルディスカッション 1. 議事録

化していると、ガバナンスのメカニズムは機能しませんので、それが新陳代謝のネックになっているのではないのかな、という懸念を持っています。

#### 大石

花崎先生、志賀会長のご意見を伺って思いますのは、グローバルな競争にさらされているセクターと、その対極として志賀さんがおっしゃったような地域の中小企業、それぞれで適切なガバナンスは違って来ざるを得ないのかなということです。地域の中小企業に対するローンが言わば疑似エクイティのような形で固定化しているという現象は、今の地域政策を前提にした場合、致し方ないような面がありまして、本当はそういった部分も含めて直していく必要は根本的なところではあるのかもしれませんが、ただ、このタイミングにおいてそこまで一気にやれるのかということと、それから一方で、グローバル市場でダイナミックに競争している企業においては、海外拠点もどんどん増やしていくわけですから、むしろ典型的なアメリカ型のところを積極的に目指していかなければならないということと、そこは進むべき道が分かれて当然ではないかと。今の日本経済の現実を踏まえますと、四象限のB型にとどまりつつ何とか解決策を考えていかなければならないセクターと、D型まで思い切って移行できるセクターが混在していますから、業種なり企業規模なり、そういったものを踏まえて臨機応変に考えていかざるを得ないのかなというのが私の感想です。

#### 星

四象限の図ですが、これは早稲田大学の宮島先生からお借りしたもので、私が説明するのも何ですが、確か宮島先生はタイプIハイブリッドの将来に関して私と違う考えをお持ちだったと思いますので、後で先生にも聞いてみたいのですが、その前に今出た話について2点コメントさせてください。

まず、花崎先生のご説明のなかで、長期的な視野を持つ株主との対話を重視すべきだというお話がありましたが、これは具体的にはどうやればいいのでしょうか。株主間の平等とかをクリアしながら実現するイメージが湧かなかったので、ご説明頂ければわかりやすいかなと思います。

もう1つ、志賀会長のおっしゃったことですが、私も全く同感で、融資の固定化というのは間違いなく起こっている。一番はっきりしているのは、リーマンショックを契機として作られた中小企業金融円滑化法で、円滑化法といいながら実際は資金を固定化してしまった面があると思うのですね。かわいそうな中小企業への貸出はできるだけ継続するようにしましょうということですから。金融円滑化法そのものは2013年に期限到来で終

了しましたが、そういった中小企業の借り換えに銀行が応じた場合は不良債権にカウントしなくていいという制度はそのまま続いていますから、金融円滑化法が円滑にしなかったローンというのはいまだに固定化されていると思うのですね。その問題というのは今も解かれていませんし、これから何かの拍子に大きい問題になって日本の金融システムにプレッシャーをかけるという危険はかなりあると思っています。

### 花崎

星先生のご質問は、長期的な株主との対話を重視するというのは具体的にどういうことかということですね。おっしゃるとおり、株主からの対話を申し込まれたら、当然どんな株主であっても応じざるを得ないような状況に今はあるわけですが、ただ、アクティビスト・ファンドの場合は、例えば遊休地をどんどん売ってしまえとか、不採算部門をどんどん切り捨てるとか、そういうことを言うわけですね。なぜなら、それを実行して瞬間的に株価が上がったら、さっさとエグジットして大もうけする。こういうことを意図しているからです。そう考えますと、それが長期的に企業価値の向上につながる提案かどうかは疑わしいわけで、話は聞くけれども、必ずしも対応する必要はないのではないかというのが私の意見です。オックスフォード大学のコリン・メイヤー教授は、著書『ファーム・コミットメント』の中で、長期保有の株主を優遇して議決権を与えよということを提案しています。ただ、星先生もおっしゃったように、株主の平等原則に反するから、そんなことが簡単に実現できるわけではないのですが、種類株などをうまく利用するなど工夫の余地はあると思います。例えば最近、トヨタが一定の長期保有を条件に元本をある程度保証するような、新しいタイプの個人向け株式を発行しましたが、色々議論はあるところだとは思いますが、ああいうことを色々工夫して、投資家に長期保有を促す仕組みを整えていくべきではないかというのが私の考えです。

### 植田

それでは、フロアにいらっしゃる方から、どのような観点でも結構ですのでご意見やご質問等がありましたら頂きたいと思いますがいかがでしょうか。

### 宮島

早稲田大学の宮島です。私の研究を引用してご説明など頂きましてありがとうございます。ポイントは色々あると思いますが、一番大きな論点は四象限のB型からD型に移行するのか、あるいはB型にとどまるか、という問題だと思います。星先生のスライド27 (p.29) の図は2007年の著書のために用意したもので、1990年代後半の銀行危機からそれが収束した2004年ぐらいまでの日本企業の変化をイメージして作成しました。その時、不

### 3. パネルディスカッション 1. 議事録

良債権問題の深刻化でメインバンクの関与の在り方が変わったり、海外機関投資家の保有比率が急速に上昇してアクティビスト的な動きが出てきたりと、日本企業の統治構造に非常に大きな変化が起きたのです。それをどういうふうに整理したらいいかと考えまして、1980年代初頭までは、もともとA型が支配的で、ソニーから比較的小さな企業まで、メインバンクとか、株式持ち合いとか、内部者から成る取締役会とか、共通の構造を持っていたのが、急速に分化しつつあるという状況を表現しようとしたのがこの図でした。

日産を含めて日本のリーディング企業のコーポレートガバナンスは、私の認識としては、B型に移行していると思います。資金調達や株式所有構造などの金融面は市場型に移行していますが、雇用面は関係型を維持しており、タイプIのハイブリッドであると整理できるわけです。一方で、新興企業は関係型金融に依存しているけれども雇用面は市場型ということで、C型（タイプIIのハイブリッド）が参入してきた。さらに、既存の中規模の企業群は改革が遅れていて、安定株主とか内部者から成る取締役会を依然維持している（A型、伝統的日本企業）と整理しました。その後10年が経過しましたが、この三者三様の構図は基本的に変わっていないように思います。

そうすると今後注目されるのは、既に話題に上っているように、日本のリーディング企業のガバナンスがD型（典型的なアメリカ型）に移行していくのかどうかということだと思います。当然、D型に移行するには、雇用システムが完全に流動的な関係へと変わっていくことが大前提になります。その上で、経営権の市場（market for corporate control）も整備されること、取締役の過半数が社外取締役で占められること、株主の影響力のもとで経営者の指名が行われること、経営者の報酬がかなりの部分株価に連動するような形で決まるようになること、などの条件も揃ってくる必要があると思います。

しかし、日本ではそのようなドラスティック変化は起きないのではないかというのが私の直観です。実際に日本で起き得るであろうことは、B型つまりタイプIハイブリッドのガバナンスをファインチューニングして、過渡的な形ではなく、長期雇用による熟練の形成などの日本企業の特性を維持しながら、外部環境に合わせた形でその仕組みを整備していくこと、これが現実的でもあるし、望ましい方向性ではないかと思っています。そのための条件が4つくらいあります。

1つ目は、報酬体系の変更です。本日はあまり議論に出ませんでした。リスクをとる経営を促す必要があるとしますと、報酬を業績や株価に連動させることがポイントになります。しかし、日本では長期雇用を前提としていますので、経営者の報酬と従業員の賃

金があまりかけ離れるわけにはいきません。そこで、例えば賃金の方にも少し業績あるいは株価連動的な要素を入れていって、それに歩調を揃えて経営者の報酬体系を変えていく、という工夫が考えられると思います。

次に、取締役会の在り方ですね、社外取締役を入れていくわけですが、それによって経営の監督に特化したモニタリングボードと呼ばれる形にまで移行するのかどうか。それとも、マネジメントボードと呼ばれる従来の日本企業の実務取締役会の役割は維持して、社外の方には助言機能を求めるのか。どちらが合理的かは企業のタイプにもよると思いますので、それを考える必要があるというのが2つ目になります。

3つ目は、経営権市場をどう整備していくかということで、これは先ほどから議論に出ている業績が悪化した事業をどう再編成していくかという問題とも密接に関連していると思います。ニッポン放送など一連の事件の後、敵対的なアクティビストがやや後退して、ファンダムも経営に対する姿勢を変えている印象がありますが、そういう意味で日本に合った新しい形の経営権市場なりM&A市場の確立が重要な課題と言えます。

そして最後に、機関投資家からの圧力ということになります。もちろん花崎先生が指摘されたように、一方でマイオピア（近視眼）の弊害という問題はありまして、資本市場自身はどこの国でもそういう傾向があります。例えばR&Dとか従業員に対する投資というのは過小評価するわけですね。ただ、日本企業の現状というのはマイオピアを心配するよりも、むしろ資本市場からの圧力が規律付けとしてももう少し加わる必要があるというのが私の印象であります。ただ、日本のリーディング企業では、モニタリングにインセンティブをもつ外部の株主が少ない点に問題があり、こうしたブロックホルダーの形成が今後の注目点です。仮にタイプIハイブリッドのガバナンスを安定的に維持したいのであれば、今言ったような意味でのファインチューニングが必要ではないかと思います。

## 植田

ありがとうございました。ほかにご質問はありますでしょうか。

## フロア

星先生や志賀会長のお話のなかで、社外取締役が経営方針に対して鋭い質問を投げかけることが重要だというご意見があったかと思いますが、それはその通りかもしれませんが、しかし現実にそんなことができる社外取締役がいるのかと言うと、いないというのが私の実感です。ですから、今の日本では社外取締役はほとんど何もわかっていないと。そういう実態を無視してコーポレートガバナンスの議論をやっても、あまり意味がないのではないかという印象を持っています。



**植田**

今の点についてご意見はありますでしょうか。

**志賀**

私も、自動車とは全く違う業界の、ある企業の社外取締役に着いていますが、確かに事業の中身にまで社外取締役が立ち入って議論するのは無理があります。社長が外国人で、取締役会の使用言語は英語で、専門用語を色々と言われてもよくわからないわけです。ただ、これは社外取締役の役割だと思っているのですが、経営者がコア事業とノンコア事業を決めて大きな組織再編を行う計画を示した場合に、どうしてこれをコアにしてこっちをノンコアにするのですか、と聞くことは専門知識がなくてもできますよね。そうすると執行側の経営者は真剣になって、こういう理由で我々としては正しいと考えている、というのを説明してくれる。その対話が重要なのではないかと考えていて、株主総会もそうですが、先ほど花崎先生から経営者はもう少し長期的な視点で経営しなければダメだとお叱りを受けたわけですが、実際のところ長期的なプランを説明しても、対話にならないのです。我々もちろん中期経営計画を発表しますし、決算発表ごとに中期計画のレビューもやりますが、帰ってくる質問のほとんどは、四半期決算が見通し対比でなぜ落ちたのかといったものが9割9分ですね。昔は日本的経営イコール中長期的な経営だというイメージがありましたけれども、今実際に経営者をやっていて、投資家の要求がどんどん短期的になってきていると感じます。しかし、やはりそれではまずいだろうということで、マーケットがどう思おうが長期的な戦略を立ててやろうということを経営者が真剣に議論している。例えば日産自動車と言えば電気自動車、これは収益をとるのに時間がかかると言われていますが、トヨタさんだってハイブリッドで収益を出すまでに相当苦労されたわけですから、経営者としてそういう10年、20年先に花開く技術を磨いていくのだという意思是、いかにマーケットが短期の話ばかりしていても、曲げてはダメだと私は思っています。ただ一方で、投資家とそういう議論ができる場がもっと欲しいなという気持ちも常にあります。そのためには、四半期決算や決算短信の在り方を本当に変えなければいけません。決算短信を埋めようとする、どうしても百万円単位で差異を書いてしまうわけですね。それが証券取引所から発行されると、皆さん見通しとの差異のところ目が行ってしまいます。例えばユニリーバのように、四半期決算の発表をやめて、長期的なビジョンだけ説明して、見通しも出さない、というふうに変えていく。今、株主総会も7月までできるように法改正しようという動きも出ていますから、徐々にでも長期的な議論ができるような、そういう方向に変わっていく必要があると思っています。

## 植田

社外取締役をどのように機能させていくかという点について、星先生は何かご意見はありますか。

## 星

志賀会長がおっしゃった点は全く同感で、社外取締役というのは経営をわかっている必要はないと思います。むしろ経営に携わずに、経営者を監視しながら、色々な情報提供をしてもらって、それに対して部外者の目で質問なり問題提起をしていくことが求められているのです。ただ、日本の大学関係者で社外取締役をやっている人と何人か話をしてみても、今申し上げたことをわかっていない人が結構いるのではないかとこの危惧を持っています。経営をするのではなくて経営者をモニターするという、そういう社外取締役の役割を理解した人材を育てていくことは重要だと思います。

## 植田

それでは、時間が迫ってきましたので、他に何かご意見があればお願いします。

## 花崎

サステナビリティ関連でご説明しましたESG投資について付け加えさせていただきます。1年前に京都議定書以来18年ぶりとなるパリ協定が締結されまして、今後、脱炭素社会に向けた動きが加速するなか、環境関連の事業分野や技術が有望になってくると思います。日本は伝統的に環境関連分野が強いですから、自動車産業などを筆頭に日本企業が世界をリードしていけば、日本経済はもっと活性化するのではないかと期待しています。DBJがそういった企業の環境関連分野への取り組みを支援し、サステナブルな社会の実現に向けて貢献することを期待しています。

## 植田

ありがとうございました。

## 志賀

最後にもう1点だけ問題提起をさせてください。最近では率直に言って、欧米の元気な企業の方がはるかに中長期的な取り組みをしていて、日本企業の方が短期的志向に走っていると思いますが、その理由は投資家のスタンスだけではなくて内部ガバナンス、具体的には社長の在任期間の短さにもあるのではないかとこの問題意識を持っています。つまり、日本では60歳になってようやく社長に就任して、4年、6年で交代して、その人が会長に上がっていくというのが典型的なパターンですが、このシステムでは本当に短期的にしか会社を回せない。この4年、6年の短期で回していることが、日本企業がイノベー

### 3. パネルディスカッション 1. 議事録

ションを生み出せなくなっているもう1つの大きな理由ではないかと思っています。やはり、50代前半で社長になって10年は最低やって、60になったら交代して会長にはならない、こういうことでないと欧米企業に伍していきません。先ほど社外取締役の話が出ましたけれども、こういうところも社外の人チェックしてほしいですね。

#### 植田

それでは、パネリストの皆様ありがとうございました。必ずしも結論は出ませんでした。星先生の資料の四象限図を使って、日本企業のコーポレートガバナンスはA型からB型に移行してきたが、その後D型に移行するかというと、雇用の問題を筆頭になかなか難しい問題が起きて、そうすぐに行けるという感じではないという議論、その中でフロアの宮島先生からは、B型のモデルをファインチューニングする道もあって、そのために日本に合った経営権市場の整備などが課題である、という興味深い問題提起も頂きました。

パネルディスカッションはこれで終了とします。本日は多数の皆様にご参加頂きまして誠にありがとうございました。

# 経済社会のサステナビリティと コーポレート・ガバナンス

2016年12月9日

東大・設研シンポジウム

「日本企業のコーポレート・ガバナンス：産業の新陳代謝、サステナビリティ経営に向けた課題と展望」

パネルディスカッション

一橋大学大学院商学研究科

花崎正晴



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

## コーポレート・ガバナンスとは何か



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

### 近代企業における所有と支配の分離

19世紀以降の企業の近代化および大規模化に伴い、伝統的な個人企業において株主が企業経営に及ぼしてきたチェック・アンド・バランスのメカニズムが有効に機能しにくくなり、その結果経営者は株主の利益から遊離して、自分自身の利害を追求するようになる。

### コーポレート・ガバナンスの原点



経営者にいかに株主利益（高ROE、株主還元）に沿った経営をさせるか？

## 各種のメカニズム



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

株主によるモニタリング、社外取締役

経営者へのインセンティブ付与  
ストックオプション、業績連動型報酬

負債による規律づけ  
フリーキャッシュ問題への対応

委任状争奪戦(proxy contests または proxy fight)

M&A (mergers and acquisitions )  
敵対的買収 (hostile takeover)  
MBO (management buy-out )

事業部門の切り離し

3

## コーポレート・ガバナンス論の発展



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

株主主権論からの脱却

このようなコーポレート・ガバナンスを巡る議論は、株主が企業の実質的な支配者であるべきだという株主主権論の見方が前提とされている。換言すれば、本来企業は株主の所有物であるから、コーポレート・ガバナンスの構造は株主の利益を最大化するものであるべきだという考え方に起因。

↓

企業経営のコントロール権限を有しているのは、もっと多様な主体ではないか。

例えば、日本の実態はどうか？

4

## 労働者管理企業



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

小宮隆太郎教授 (1993)

「日本の大企業には市場賃金で労働力を利用し稼得した利潤を資本家の間で分配するという古典的な企業像よりはむしろ、資本や労働などの各生産要素に対する義務的支出ののちの残余利潤を終身雇用システムにおけるコアの社員間で分配し、その1人当たりの分配利潤を最大化することを目的としている「労働者管理企業」というモデルがより良く妥当する。」

5

## メインバンクと系列



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

メインバンクとは何か？

厳密には難しい問題。融資のみならず出資や役員派遣などの面を含めて当該企業と最も緊密な関係を結んでいる銀行。

青木昌彦教授 (1994) : メインバンクの本質的な機能は顧客に対するモニタリング。メインバンクによるガバナンス機能。

系列の諸類型

(1) 垂直的系列

特定産業の巨大企業を中核とした系列

トヨタ、日産、日立、東芝、パナソニックなど。

トヨタの例) デンソー、アイシン精機、トヨタ車体、愛知製鋼など

(2) 水平的系列

戦前の財閥の流れをくみ、銀行、商社、保険、製造業などの異業種の企業群から成る。

社長会

6

## ステークホルダー型ガバナンス



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

企業を取り巻く各種の利害関係者 (stakeholders)

株主、企業で働く従業員、製品の顧客、原材料の納入業者、企業が立地する地域住民など。

企業の利潤極大化行動は、さまざまなステークホルダーに各種の外部効果を及ぼす。例えば、ある企業が不採算部門から撤退するような意思決定を下したとする。そのような意思決定は、当該部門に従事し長年に渡って人的資本を蓄積してきた従業員、当該部門との長期的な取引を背景に関係特殊的投資を継続してきた取引先や顧客、当該プラントを核として地域経済を形成してきた地域住民などの厚生水準をそれぞれ引き下げるという意味で、負の外部性を持つ。

7



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

Jean Tirole 教授: 2014年ノーベル経済学賞受賞

- ステイクホルダー・ソサエティを、企業経営の目的と直接的にリンクさせる。すなわち、さまざまなステイクホルダーの余剰の合計を極大化することを企業の経営目的とし、その目的を実現するためのインセンティブ・メカニズムを設計するとともに、ステイクホルダーに何らかの外部不経済が及ぶ場合には、経営者にそれらを償う措置を講じさせるインセンティブを与える。
- ステイクホルダー・ソサエティを、企業のコントロール権に基づく成果をステイクホルダー間でいかに分配すべきであるかという問題として捉える。

おのおののステイクホルダーの利害を、社会的な基準で調整する仕組みとしてのステイクホルダー・ソサエティの基本理念を提示。

8

## 企業の社会的責任 (Corporate Social Responsibility: CSR)



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

欧州委員会のグリーン・ペーパー(2001):「CSRとは企業が事業活動やステイクホルダーとの関わり合いのなかで、社会的あるいは環境的な要素を重視し、よりよい社会の実現や環境の改善に自発的に貢献していく活動」

企業内:主に従業員に関して人的資本への投資、健康、安全、労務管理、また環境面では生産プロセスで使用される天然資源の管理などに関連した事項。

企業外:地域コミュニティ、取引先や顧客、公的部門、地域のNGO、そして環境そのものが、CSRの対象。

CSRにおける重要な視点

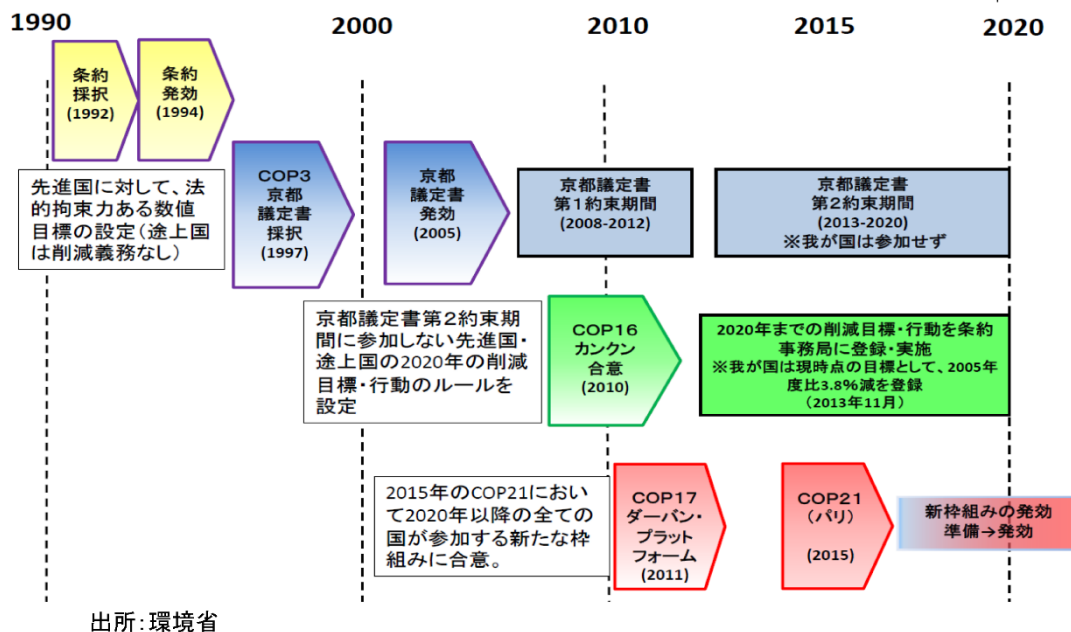
- 持続可能性(経済、社会、環境)
- 企業の自主性(コンプライアンスを超えた関与)
- ステークホルダーとの対話

9

## 地球温暖化問題に関する国際交渉の推移



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY



10



## 社会的責任投資 (Socially Responsible Investing: SRI)



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

CSR活動を重視し支援する目的で実施される投資。  
近年では、Sustainable, Responsible and Impact Investing という用語が定着。

### SRIの種類

- 対象銘柄の環境および社会的側面の評価に基づいて、株および債券へ投資する。
- 主に地域の貧困層の経済的支援のために投融資を実施する。

以上を、environmental, social and governance (ESG) criteria という。

- 株主の立場から経営陣との対話、議決権行使そして株主提案などを実施し、企業に社会的な行動をとらせるように働きかける (Shareholder Resolution)。

## アメリカにおけるSRI残高の推移



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

	1995	1997	1999	2001	2003	2005	2007	2010	2012	2014
ESG Incorporation	166	533	1,502	2,018	2,157	1,704	2,123	2,554	3,314	6,200
うち、投資ファンド数	55	144	168	181	200	201	260	493	720	925
投資ファンド残高	12	96	154	136	151	179	202	569	1,013	4,306
Shareholder Resolution	473	736	922	897	448	703	739	1,497	1,536	1,717
重複控除分	N/A	-84	-265	-592	-441	-117	-151	-981	-1,106	-1,345
合計	639	1,185	2,159	2,323	2,164	2,290	2,711	3,069	3,744	6,572

原データ: US SIF Foundation

## イギリスにおける倫理ファンド (Ethical Funds) 等のSRI型投資信託

	1989	1991	1993	1995	1997	1999	2001	2003	2005	2007	2009	2011	2012	2013	2014	2015
単位: 百万ポンド	199	318	448	792	1,465	2,447	4,025	3,570	6,078	8,881	9,521	10,643	10,950	12,200	over 13,500	over 15,000

原データ: EIRIS

## 国連の責任投資原則(PRI)



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

**Principles for Responsible Investment**：持続可能な発展のためにESG投資が重要であるとの認識のもと、2006年に発足。

署名機関：全世界(62か国)

1,588 機関(うち、機関投資家 320、投資会社 1,055)

アメリカ:292 機関(うち、機関投資家 28、投資会社 223)  
イギリス:233 機関(うち、機関投資家 45、投資会社 153)  
フランス:148 機関(うち、機関投資家 13、投資会社 120)  
オーストラリア:119 機関(うち、機関投資家 34、投資会社 72)  
オランダ:97 機関(うち、機関投資家 41、投資会社 48)  
カナダ:86 機関(うち、機関投資家 28、投資会社 46)  
スイス:66 機関(うち、機関投資家 8、投資会社 43)  
スウェーデン:61 機関(うち、機関投資家 18、投資会社 39)  
ドイツ:60 機関(うち、機関投資家 17、投資会社 32)  
南アフリカ:54 機関(うち、機関投資家 7、投資会社 36)

日本:50 機関(うち、機関投資家 11、投資会社 29)

2015年以降 20機関、GPIF等

13

## ESGと企業価値：先行研究



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

企業のESG/CSR活動が、企業にどのような影響を及ぼすのかについては、多様な結果が得られている。

- Jacobs, Singhal and Subramanian (2010):アメリカ企業。環境問題への取り組み(CEIとEAC)を多面的に分析。市場の反応は、環境慈善活動にはプラス、温室効果ガス排出抑制にはマイナス。
- Fisher-Vanden and Thorburn (2011):アメリカの気候リーダープログラム参加企業。温室効果ガス排出抑制に積極的に取り組む企業は、市場から評価されない。
- Lyon et.al (2013):中国の環境表彰企業。対象企業の価値は、その他企業に比べて高いとは言えず、むしろ低い場合もある。
- Halbritter and Dorfleitner (2015):アメリカ企業。ESG格付が高い企業と低い企業とで、株価収益率には有意な差はない。
- Fatemi, Glaum and Kaiser (2015):アメリカ企業。ESG活動に優れている企業の価値は高いものの、ESGのディスクロージャーは、ESG活動に劣っている企業の価値低下をある程度相殺する効果を発揮する。

14



- Attig et.al (2016): アメリカ企業。国際化が進んでいる企業は、CSR活動に積極的。
- Auer and Schuhmacher (2016): 世界のESG投資を分析。ESG指標に基づくアクティブ運用は、パッシブ運用に比べて優れた成績をあげているとは言えない。
- Limkriangkrai, Koh and Durand (2016): オーストラリア企業。ESG格付は、株価収益率に影響を及ぼさないが、レバレッジを引き上げる効果を持つ。
- Przychodzen et.al (2016): アメリカ、イギリス等西洋5か国のミューチュアルファンドを対象にしたサーベイデータ。ファンドマネージャーの短期志向が強いほど、リスク回避度が高いほど、また経験年数が長いほど、投資ポートフォリオのなかでESG要因を重視する傾向がある。
- 児山(2016): 日本の自動車、電気機械、一般機械、化学に属する企業。温室効果ガスの削減と企業パフォーマンスとの関係を、定量的に分析。自動車および一般機械では、CO<sub>2</sub>削減に積極的に取り組んでいる企業ほど、パフォーマンスが有意に良好との結果が得られている。化学と電気機械では、両者に有意な関係は存在しない。

## 近年のコーポレート・ガバナンスを巡る動向



### 近年の企業法制改革等の動向

改正年	根拠法規	内 容
1993年	商法	株主代表訴訟の手数料引き下げ(8,200円、ただし2003年改正後は13,000円)
1997年	商法 独占禁止法	ストック・オプション制度の導入(自己株式方式) 持株会社の解禁
1999年	商法	株式交換と株式移転制度の導入(完全親会社と完全子会社の設立)
2000年	商法 民事再生法	会社分割制度の導入 和議法を発展的に解消して成立した再建型の再生法
2001年	商法 商法 商法 商法	自己株式の取得・保有についての目的・数量・保有期間規制の撤廃(金庫株の解禁) 株式の単位に関する法制の抜本的改正(単位株制度の廃止、単元株制度の創設、額面株式の廃止等) 新株予約権に関する法制整備(ストック・オプション制度への適用) 議決権制限株式の弾力化(一部事項を対象にした議決権制限株式を認め、しかも配当優先株式のみでなく、普通株式等でも発行可能となった。)



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

2002年	商法	委員会等設置会社制度の導入
2003年	商法	自社株買いの機動的運用
2005年	会社法	最低資本金制度の廃止
	会社法	持分会社(合名会社、合資会社、合同会社)の整備
	会社法	合併の際の消滅会社の株主に交付する対価の柔軟化(三角合併が可能となる)
	会社法	内部統制システムの構築(すべての大企業に対して義務化)
	会社法	株式の多様化(各種の種類株式)、黄金株の認可
	会社法	デット・エクイティ・スワップと自己株式消却制度の弾力化(100%減資の手続き簡素化)
2006年	減損会計基準	減損会計の適用
2007年	金融商品取引法	内部統制報告書の制度導入
2010年	東証上場規程	上場企業に1名以上の独立役員確保を義務付け
2014年		「責任ある機関投資家」の諸原則(日本版スチュワードシップ・コード)策定
	会社法	社外取締役を任用しない場合には、その合理的理由を説明する義務を負う
2015年	会社法	監査等委員会設置会社制度の新設
		「コーポレートガバナンス・コード」制定

17

## 日本版スチュワードシップ・コードと コーポレートガバナンス・コード



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

### 日本版スチュワードシップ・コード(「責任ある機関投資家」の諸原則)

2014年2月 公表

- ・ 機関投資家が、「目的を持った対話」(エンゲージメント)を通じて、企業価値の向上や持続的成長を促し、中長期的な投資リターンの拡大を図る。

### コーポレートガバナンス・コード

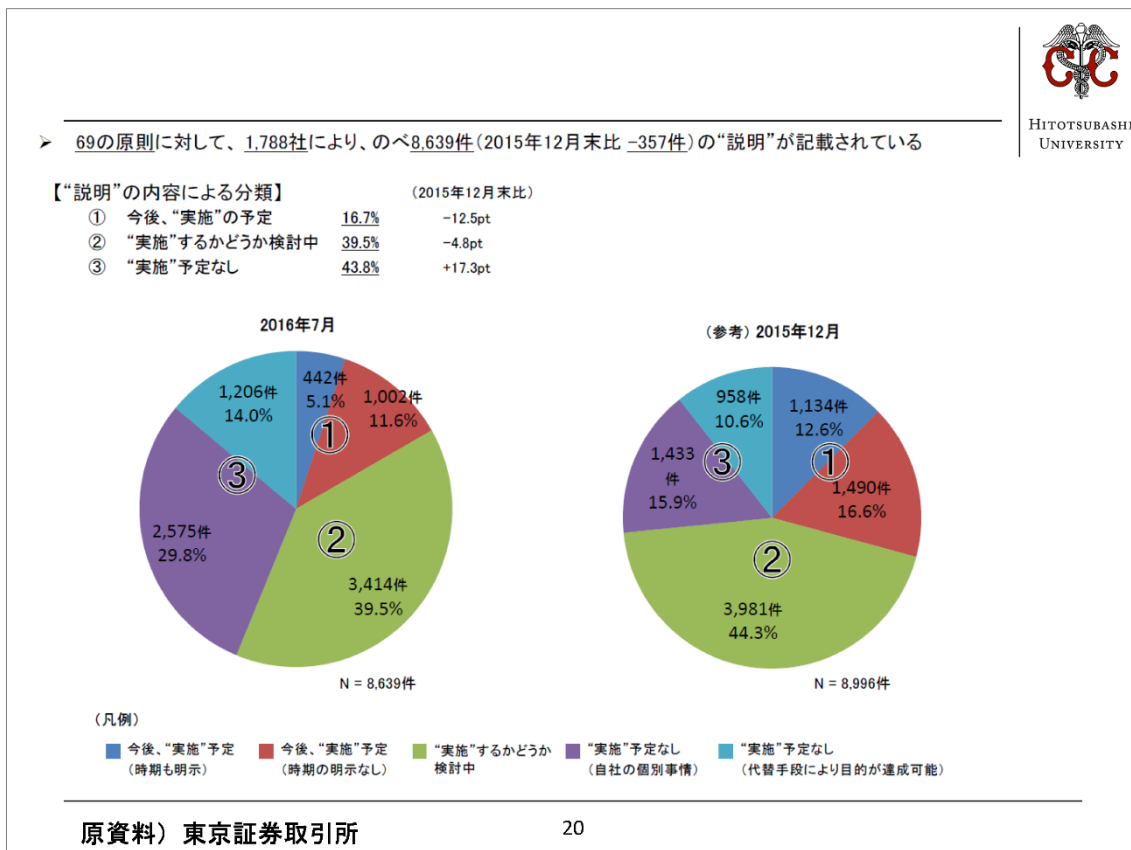
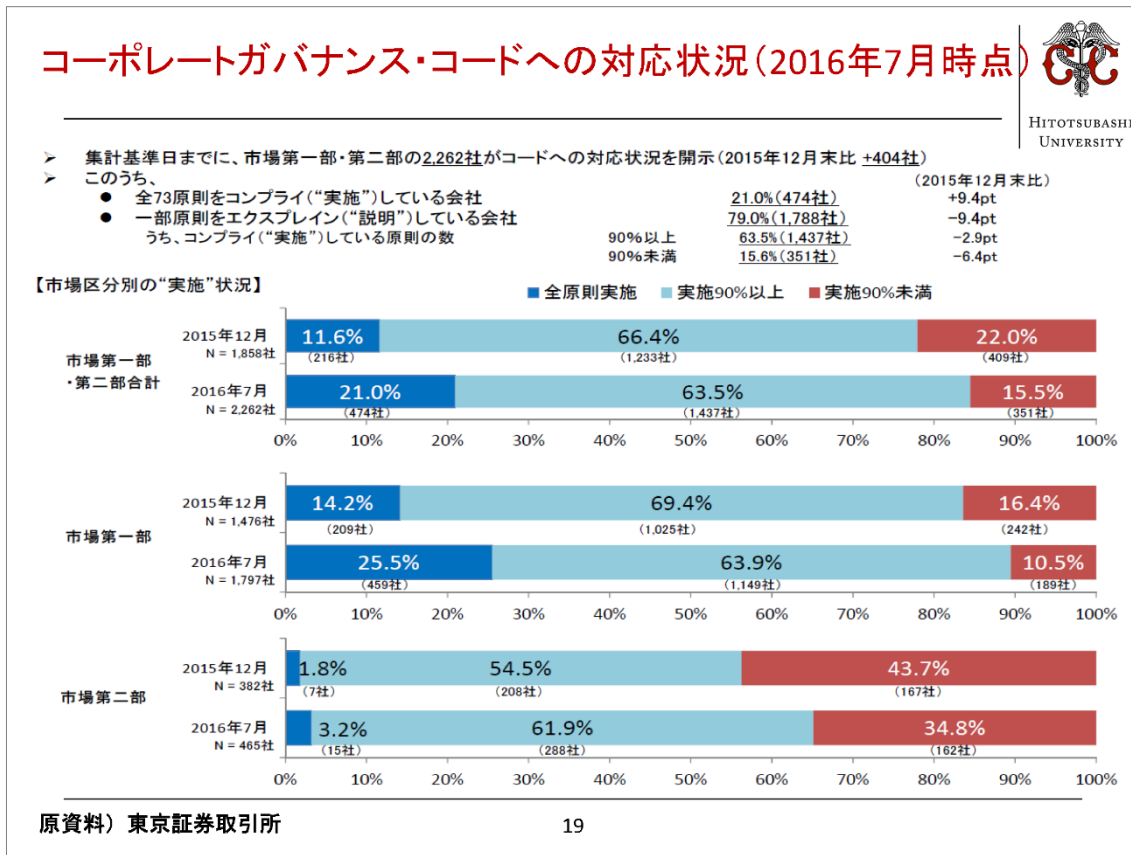
2015年3月 最終案公表 6月 適用開始

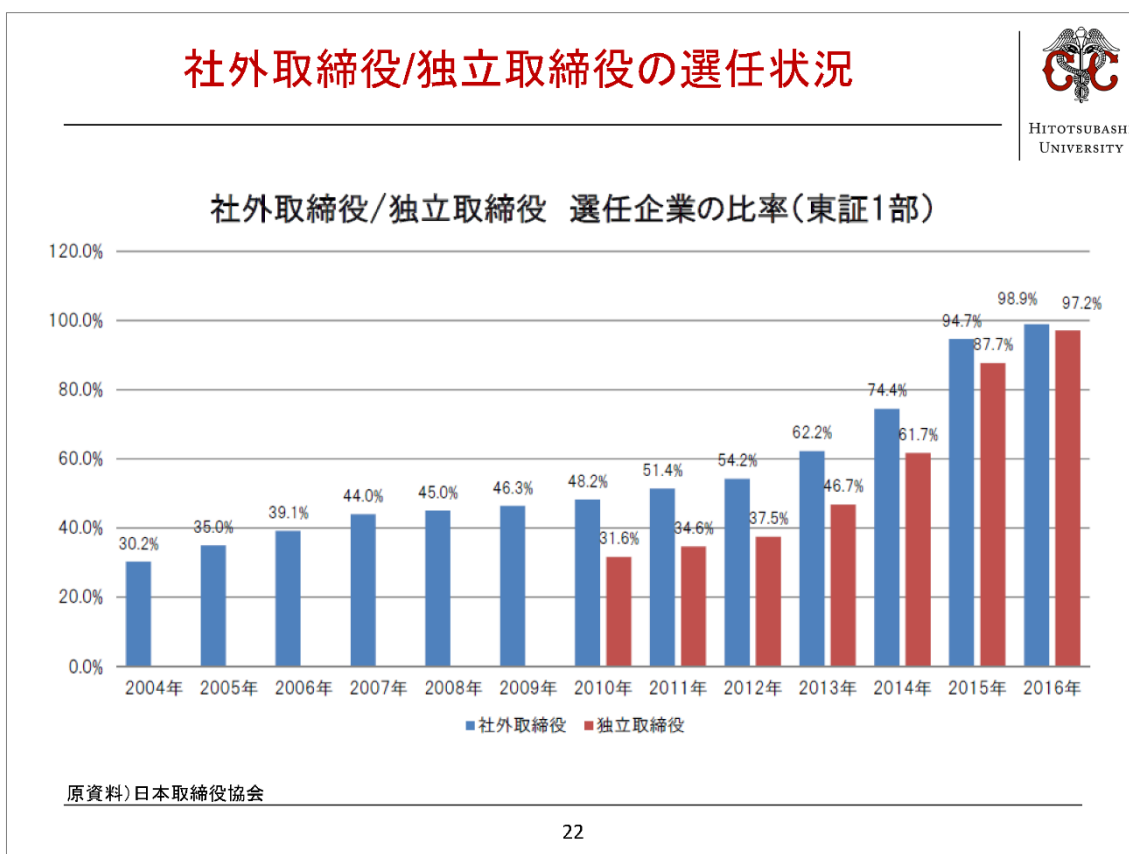
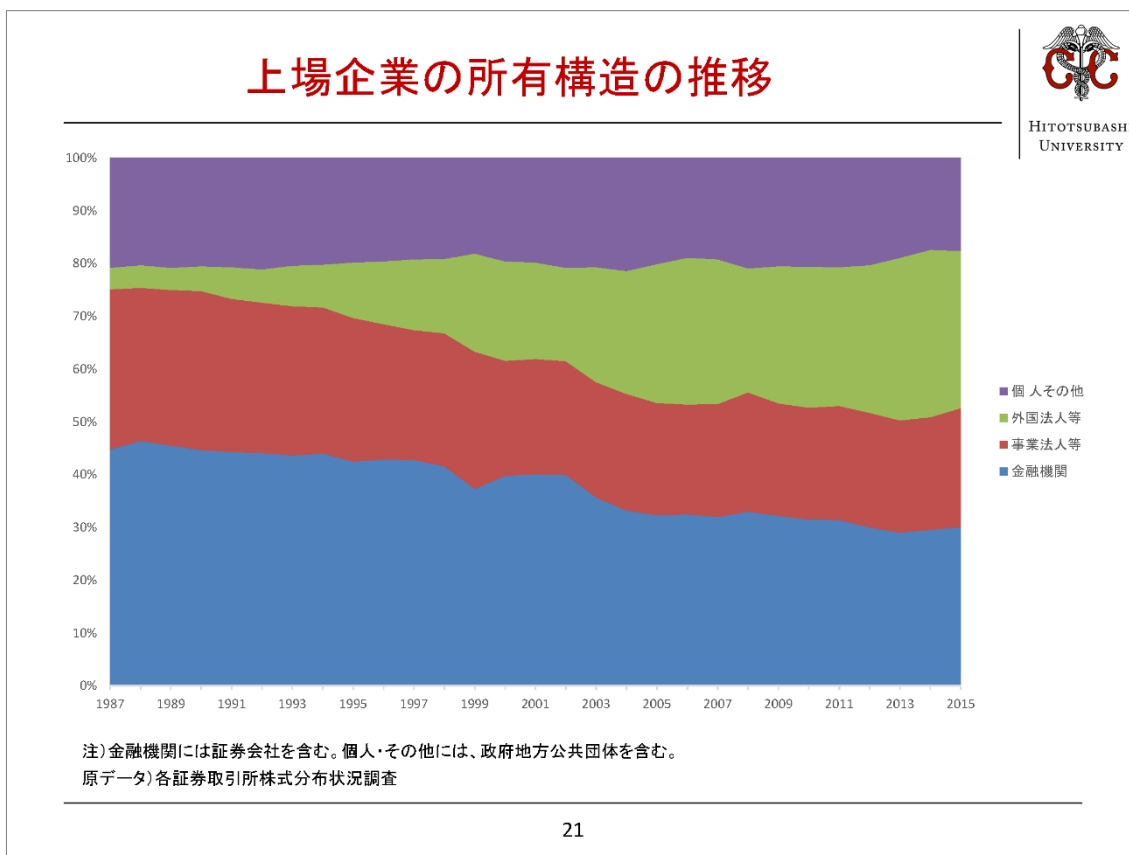
- ・ 株主の権利・平等性の確保
- ・ 株主以外のステークホルダーとの適切な協働
- ・ 適切な情報開示と透明性の確保
- ・ 取締役会等の責務
- ・ 株主との対話

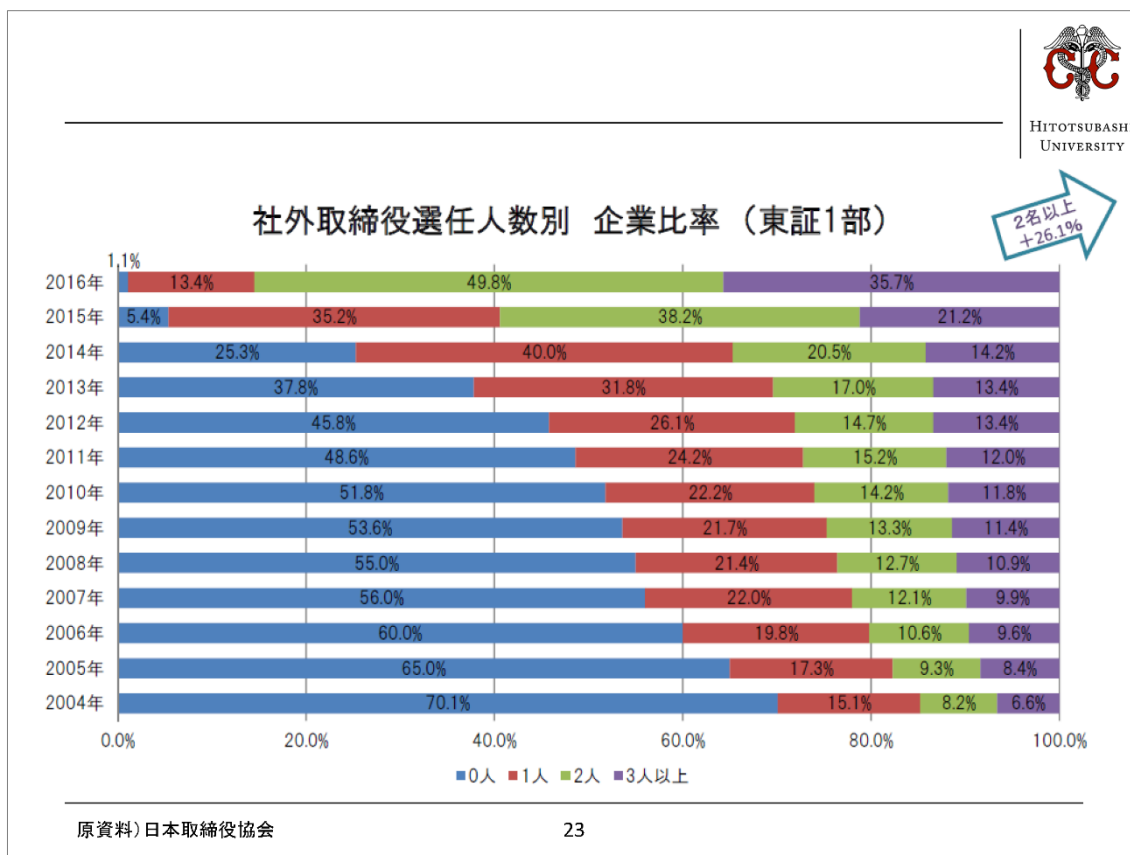
### 共通原則


- ・ 「プリンシプルベース・アプローチ」(原則主義)
- ・ 「コンプライ・オア・エクスプレイン」(原則を実施するか、しない場合には理由を説明)

18









HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

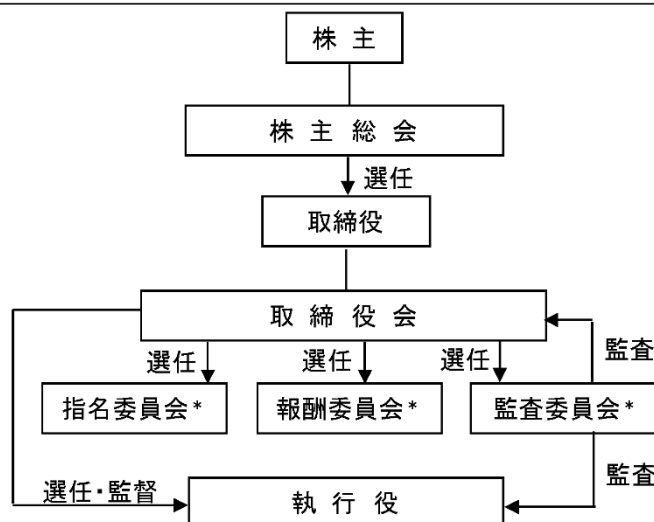
## 新しいガバナンス主体の台頭

1. アクティビスト・ファンド
  - サード・ポイント(ダニエル・ローブCEO): ソニー、IHI、セブン&アイ、サーベラス: 西武
  - カーライル
  - ブラックストーン
  - KKR(コールバーグ・クラビス・ロバーツ)
  - カール・アイカーン: プリヂェストンによる米タイヤ会社買収を阻止
2. 議決権行使助言会社
  - 米ISS (Institutional Shareholder Services): 2016年3月期の決算企業のうち、約400社の取締役選任議案に反対を推奨。低ROE(5%未満)など。
3. 空売りファンド
  - 事前に企業の株を借りて売却(空売り)し、企業業績に疑義を唱え、株価が下落すれば買い戻して利益を上げる。伊藤忠等が標的。
  - 米グラウカス・リサーチ・グループ、シトロン・リサーチ等。



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

## 指名委員会等設置会社について



\*) 指名、報酬、監査の各委員会は、過半数が社外取締役である  
合計3人以上の取締役によって構成される。



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

## 指名委員会等設置会社数の推移

	増加数	減少数	残高数	2016年末残高数の内訳	
2003年	44社	0社	44社		
2004年	16社	1社	59社	東証1部	61社
2005年	11社	3社	67社	東証2部	2社
2006年	6社	3社	70社	マザーズ	2社
2007年	3社	3社	70社	JASDAQ	5社
2008年	4社	3社	71社	セントレックス	1社
2009年	5社	5社	71社	計	71社
2010年	2社	11社	62社		
2011年	1社	4社	59社		
2012年	1社	2社	58社		
2013年	3社	3社	58社		
2014年	2社	1社	59社		
2015年	10社	0社	69社		
2016年	3社	1社	71社		

原データ：日本取締役協会



## 多層化するコーポレート・ガバナンス構造



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

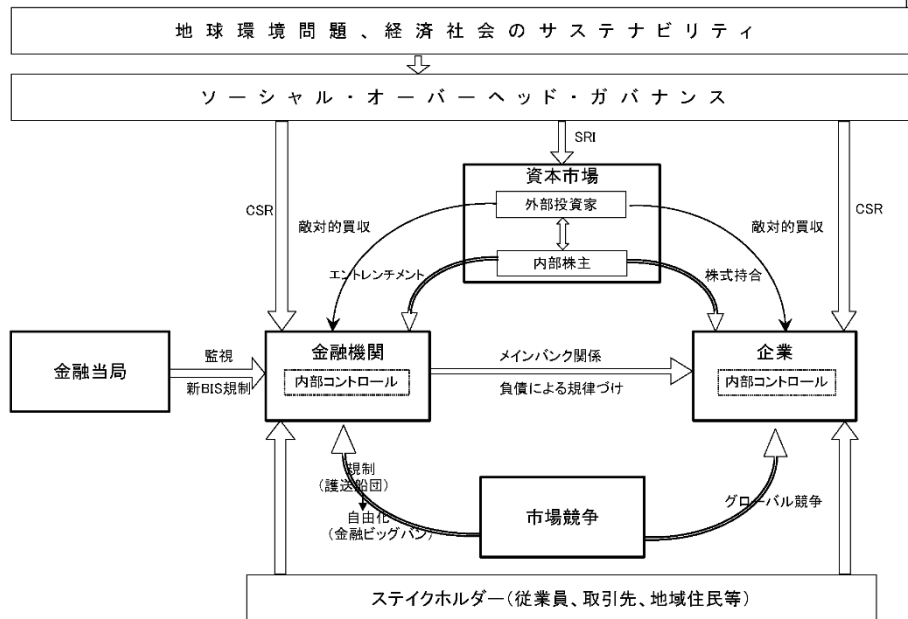
- 経済社会のサステナビリティ(地球温暖化などの環境問題、防災、防犯などの社会的対応)
- ステイクホルダー型ガバナンス
- 内部コントロール・メカニズム
- 資本市場による規律づけ
- 金融機関によるモニタリング
- 市場競争要因

27

## 社会的ガバナンスの重要性



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY




28



# オープンイノベーションによる 日本の産業革新

2016年12月9日  
志賀 俊之  
株式会社産業革新機構 代表取締役会長  
日産自動車株式会社 取締役副会長

© Innovation Network Corporation of Japan All Rights Reserved.

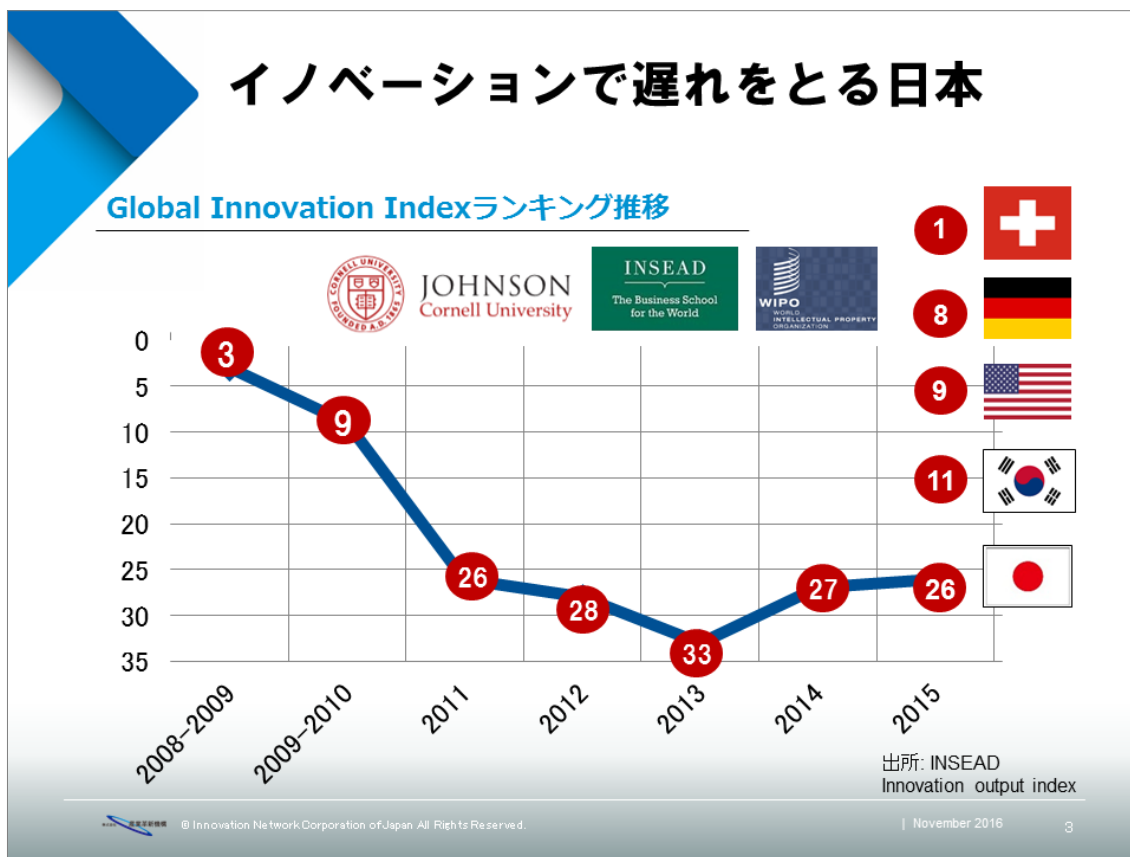


## なぜ、日本ではイノベーションが 生まれなくなったのか？

### 日本経済の失われた20年

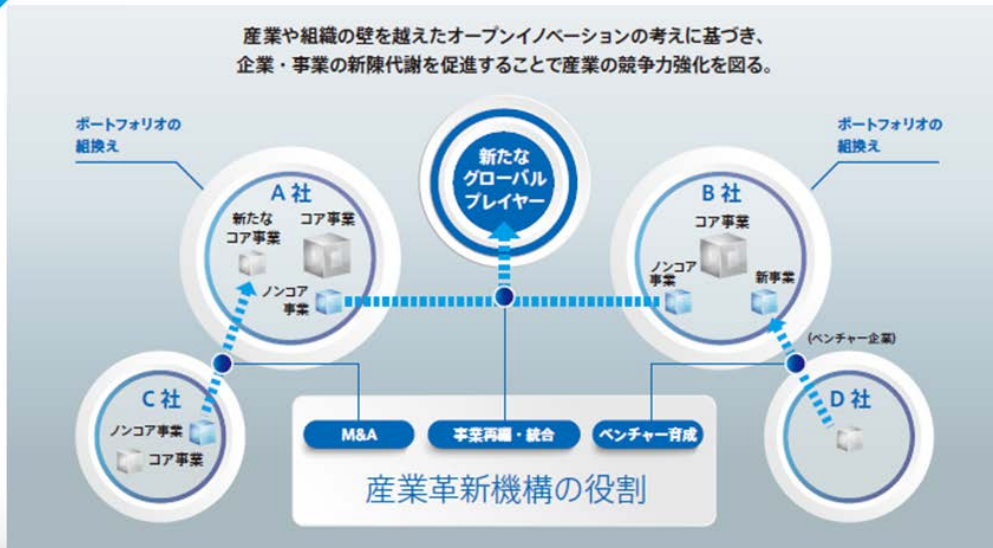
- リスクを恐れる守りの経営
- 横並び主義（フォロワー）
- 自前主義／自国主義

© Innovation Network Corporation of Japan All Rights Reserved. | November 2016 2



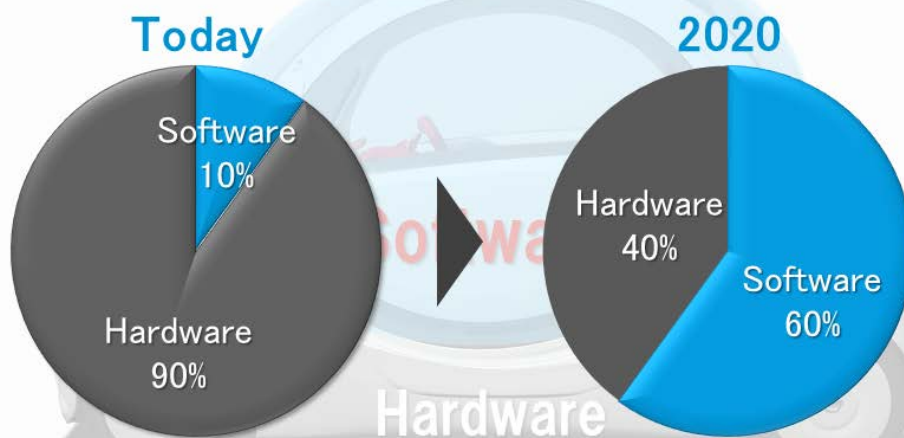
- ## 産業界の再編統合
- 日本は同じ業界内の企業数が多い
  - 過当競争で低収益、ROE(株主資本利益)が低い
  - 再編統合を進め、グローバルに戦える企業を創出
  - 大企業の子会社、ノンコア事業の再編統合
  - 業績の良い時期にこそ、再編統合を進めるべき
- © Innovation Network Corporation of Japan All Rights Reserved. | November 2016 4

## 企業・事業の新陳代謝を促進 (産業革新機構の役割)



## クルマの価値はソフトウェアで創りだされる

### 自動車の価値の割合



## 「設備投資の活性化に向けて」

～ 企業の設備投資スタンスの変化とコーポレートガバナンス ～

日経研月報2016年11月号特別研究  
「設備投資の活性化に向けて」(中村純一氏執筆)より

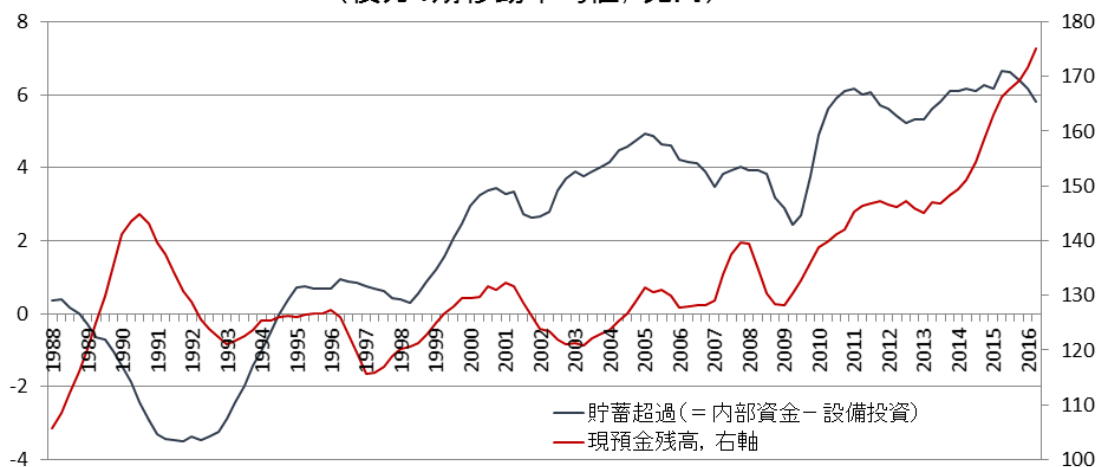
2016年12月9日(金)東大・設研シンポジウム

大石 英生

日本政策投資銀行取締役常務執行役員・設備投資研究所長

- 企業価値向上の視点から適切な設備投資が実施されてきたのか？  
「余剰資金は何故活用されなかったのか？」

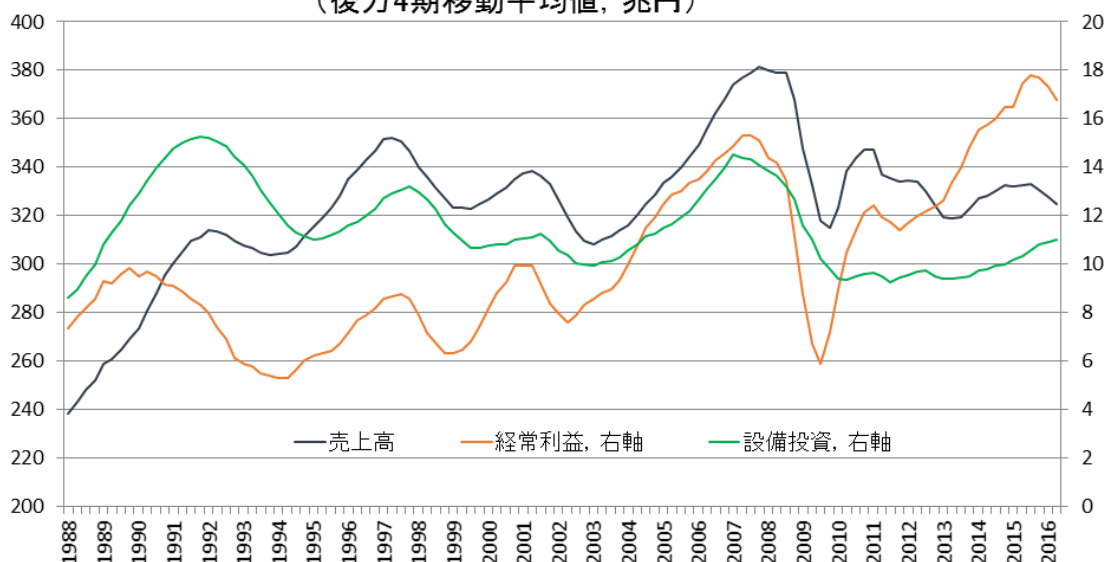
図1 法人企業の貯蓄超過額と現預金残高  
(後方4期移動平均値, 兆円)



(データ)財務省 法人企業統計季報

(注)内部資金は経常利益×0.5+減価償却費により算出。

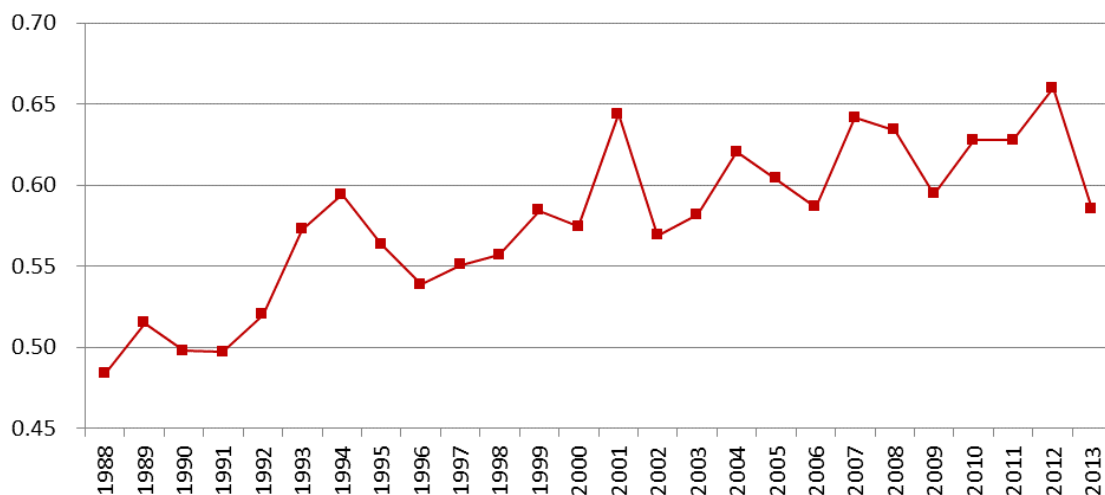
図2 法人企業の売上高, 経常利益, 設備投資  
 (後方4期移動平均値, 兆円)



(データ) 財務省 法人企業統計季報.

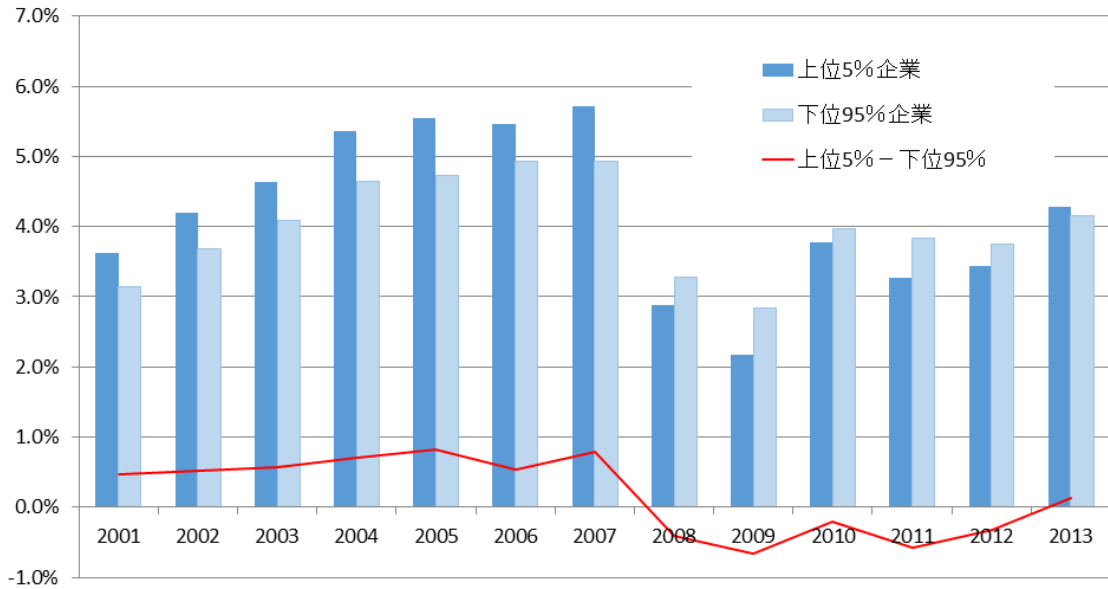
・「設備投資の内容は妥当であったのか？」

図3 設備投資の上位5%企業群が占めるシェア



(データ) 日本政策投資銀行財務データバンク. 東証一部二部に上場する, 製造業, 建設業, 卸売・小売業(総合商社を除く), 不動産業, サービス業に属する企業を対象に集計.

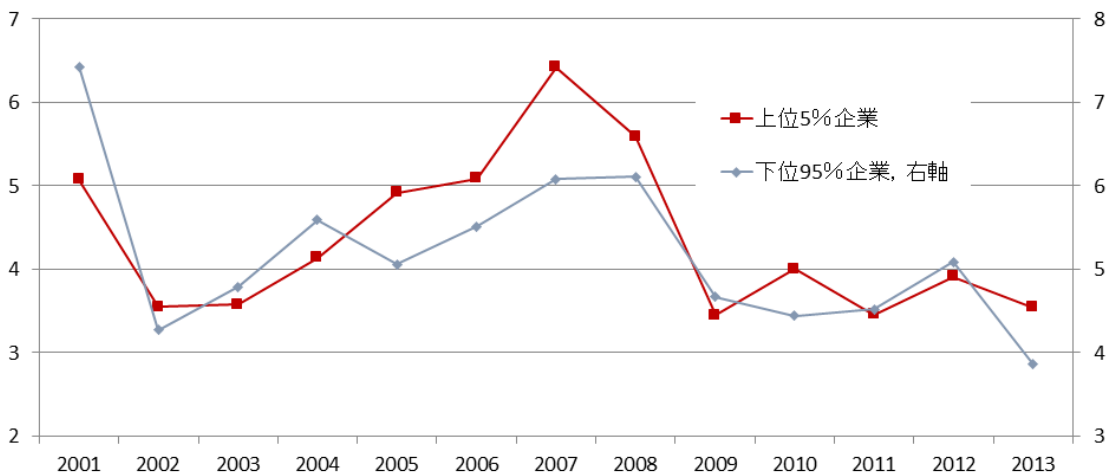
図4 2007年度の投資額上位5%企業と下位95%企業の業績推移比較(ROAの中央値)



(データ)日本政策投資銀行財務データバンク。東証一部二部に上場する、製造業、建設業、卸売・小売業(総合商社を除く)、不動産業、サービス業に属する企業を対象に集計。

5

図5 内部資金の各年度上位5%企業群と下位95%企業群の設備投資額(合計, 兆円)



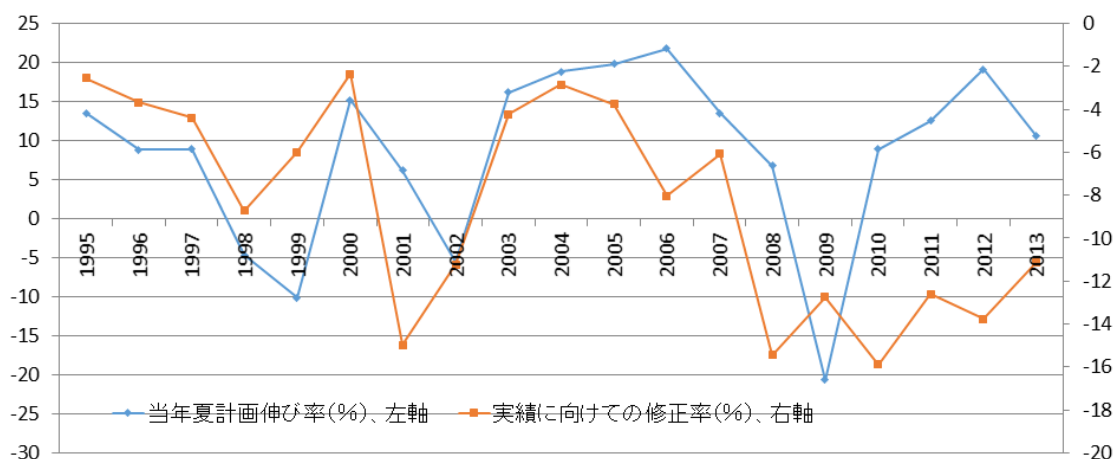
(データ)日本政策投資銀行財務データバンク。東証一部二部に上場する、製造業、建設業、卸売・小売業(総合商社を除く)、不動産業、サービス業に属する企業を対象に集計。

⇒ リーマンショック前は、金額は大きい成長を意識した設備投資であったのか？  
保守的な判断に基づく設備投資ではなかったか？

6

・リーマンショック後の設備投資スタンスの変化について  
 「設備投資計画の下方修正幅拡大の背景は？」

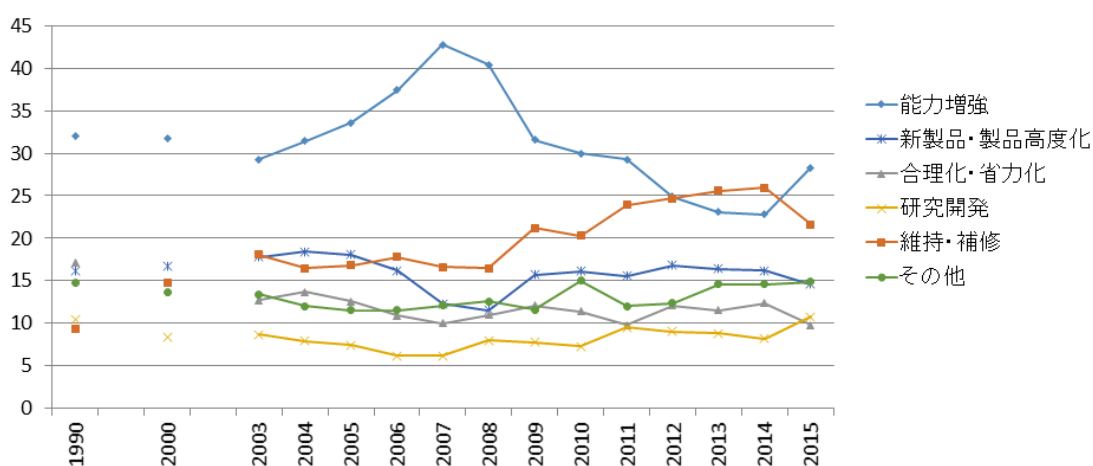
図6 設備投資計画の計画時伸び率と修正率(製造業)



(データ) 日本政策投資銀行設備投資計画調査

グラフ出所は、中村(2016), 「日本企業の設備投資はなぜ低迷したままなのか—長期停滞論の観点からの再検討」, 経済分析, 内閣府経済社会総合研究所, 近刊.

図7 大企業製造業設備投資の投資動機別ウェイト(%、実績ベース)



(データ) 日本政策投資銀行設備投資計画調査

⇒ リーマンショック後の経験が投資マインドを持続的な形で冷え込ませ、投資行動を保守的にしたが、研究開発については経営環境の好転に備えてイノベーションに取り組む姿勢が垣間見られる。



「リーマンショック後の現預金の積み上がりと設備投資の関係について」

＜「保守的な」財務・投資動向の動機の分析  
：2004-2013年度の上場企業財務データに基づく投資関数の推計より＞

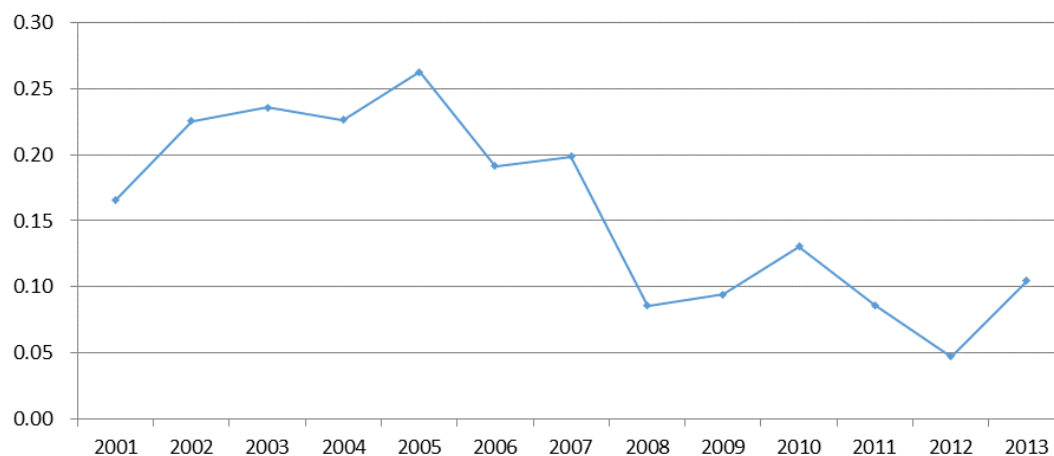
動機・原因	リーマンショック前	リーマンショック後	全期間
予備的貯蓄 1 (経営危機の経験)	△	○	○
予備的貯蓄 2 (M&Aも含めた投資機会確保)	△	△	△
経営者の保身・リスク回避 (擬似的資金制約)	○	△	△
内部資金市場の歪み (企業内ゾンビ事業の存在)	×	×	×

リーマンショック前：2004-2008年度、リーマンショック後：2009-2013年度

○：設備投資の減少に影響あり  
△： // やや影響あり  
×： // 影響なし

9

図8 期初の現預金残高の上位5%企業群とM&Aや海外投資を含む総投資額の上位5%企業群の一致度(相関係数)



(データ) 日本政策投資銀行財務データベース。東証一部二部に上場する、製造業、建設業、卸売・小売業(総合商社を除く)、不動産業、サービス業に属する企業を対象に集計。

(注) M&Aや海外投資も含む総投資額 = 国内設備投資 + 無形資産と関係会社資産の増加額にて算出。

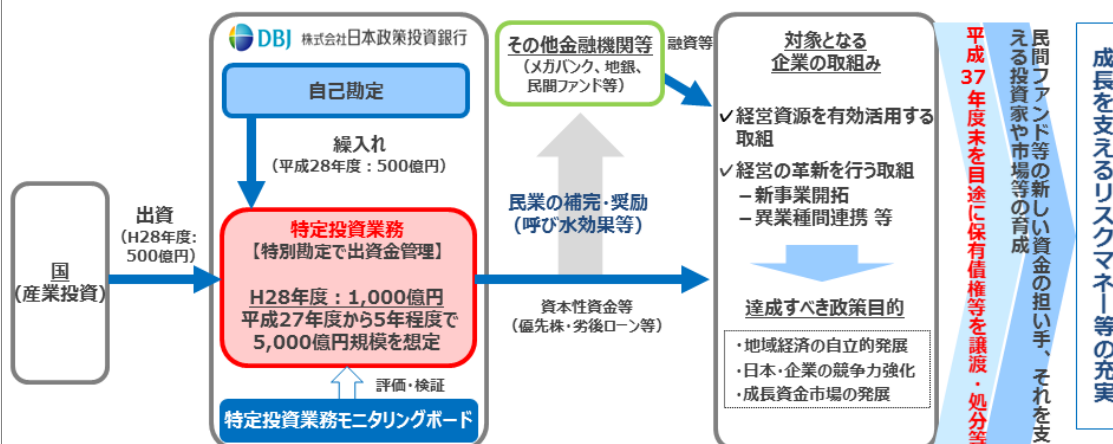
10

- ・「先進国に共通する企業部門の貯蓄超過への対応は？」
  - ・ 貯蓄超過の要因のひとつは、グローバルな産業の独占化・寡占化
  - ・ 日本企業の対抗策
    - ⇒ 規模の拡大を意識したM&A
    - ⇒ 規模の経済性を意識した研究開発 オープンイノベーション、アライアンス
  - ・ 大胆な成長投資のためには外部資金の提供が重要
    - ⇒ まずは成功事例の積み上げ(DBJ「特定投資業務」(次頁))

11

## 特定投資業務の取組状況 (1)

- 成長資金を集中的に供給する新たな投資の仕組みとして、法改正を経て措置された特定投資業務については、平成27年6月の業務開始以来、平成28年9月末までに、25件約1,652億円の投融資を決定済み。
- 平成28年度については、国からの一部出資（産投出資500億円）を受け、自己資金と合わせて総額1,000億円規模で業務実施。引き続き、我が国企業の成長を支えるリスクマネー供給を推進。



12

## 座長・基調講演者・パネリストのご略歴

### 座長

---

#### 植田 和男（うへだ かずお）氏

##### 東京大学大学院経済学研究科教授

1974年東京大学理学部卒業、1980年マサチューセッツ工科大学博士課程修了（Ph.D.、経済学）。ブリティッシュコロンビア大学経済学部助教授、大阪大学経済学部助教授、東京大学経済学部助教授、同教授を経て、2005年4月より東京大学大学院経済学研究科教授（現職。2005年10月～2007年9月は経済学研究科長、経済学部長）。この間、大蔵省財政金融研究所主任研究官、日本銀行政策委員会審議委員（1998年4月～2005年4月）、日本経済学会会長、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）運用委員長を務める。専門はマクロ経済学、金融論。

主な著書：『国際マクロ経済学と日本経済－開放経済体系の理論と実証』（1983、東洋経済新報社。サントリー学芸賞、日経・経済図書文化賞受賞）、『国際収支不均衡下の金融政策』（1992、東洋経済新報社）、『ゼロ金利との闘い－日銀の金融政策を総括する』（2005、日本経済新聞社）。

### 基調講演者・パネリスト

---

#### 星 岳雄（ほし たけお）氏

##### スタンフォード大学教授・公益財団法人東京財団理事長

1983年東京大学教養学部卒業、1988年マサチューセッツ工科大学博士課程修了（Ph.D.、経済学）。カリフォルニア大学サンディエゴ校助教授、同准教授、同教授を経て、2012年よりスタンフォード大学教授（現職）。2016年6月より公益財団法人東京財団理事長（現職）。この間、日本銀行金融研究所客員研究員、経済産業研究所ファカルティフェロー、ユニオンバンク社外取締役を務める。専門は金融論、マクロ経済学、日本経済論。

主な著書：『日本金融システムの危機と変貌』（2001、共編著、日本経済新聞社）、『日本金融システム進化論』（2006、共著、日本経済新聞社。英語の原著が日経・経済図書文化賞受賞）、『何が日本の経済成長を止めたのか－再生への処方箋』（2013、共著、日本経済新聞出版社）。

## パネリスト

---

### 花崎 正晴（はなざき まさはる）氏

#### 一橋大学大学院商学研究科教授

1979年早稲田大学政治経済学部卒業、日本開発銀行（現・株式会社日本政策投資銀行）入行。OECD経済統計局、ブルッキングス研究所、一橋大学経済研究所助教授、株式会社日本政策投資銀行設備投資研究所長を経て、2012年4月より一橋大学大学院商学研究科教授（現職）。早稲田大学博士（経済学）。専門は企業金融論、コーポレートガバナンス、金融システム論。

主な著書：『企業金融とコーポレート・ガバナンス』（2008、東京大学出版会。エコノミスト賞受賞）、『日本経済 変革期の金融と企業行動』（共編著）（2014、東京大学出版会）、『コーポレート・ガバナンス』（2014、岩波新書）。

### 志賀 俊之（しが としゆき）氏

#### 株式会社産業革新機構代表取締役会長・日産自動車株式会社取締役副会長

1976年大阪府立大学経済学部卒業、日産自動車株式会社入社。1999年アジア大洋州営業部ジャカルタ事務所長、1999年企画室長、アライアンス推進室長などを歴任。2000年常務執行役員、2005年代表取締役最高執行責任者、2013年代表取締役副会長を経て、2015年6月より取締役副会長（現職）を務めるとともに、株式会社産業革新機構代表取締役会長（CEO）を務める。

### 大石 英生（おおいし ひでお）

#### 株式会社日本政策投資銀行取締役常務執行役員・設備投資研究所長

1985年東京大学経済学部卒業、日本開発銀行（現・株式会社日本政策投資銀行）入行。2009年株式会社日本政策投資銀行シンジケーショングループ長、以後、企業投資グループ長、執行役員業務企画部長、常務執行役員を経て、2015年6月より取締役常務執行役員（現職）。2016年6月より設備投資研究所長を兼務（現職）。

## 26th NBER-TCER-CEPR Conference on Corporate Governance

December 8-9, 2016

Sponsors: Center for Economic Policy Research (CEPR), National Bureau of Economic Research (NBER), Tokyo Center for Economic Research (TCER), the Center for Advanced Research in Finance (CARF), and the Research Institute of Capital Formation (RICF), Development Bank of Japan.

Organizers: Shin-ichi Fukuda, Takeo Hoshi, Hideaki Miyajima, and Jun-ichi Nakamura

Venue: Otemachi Financial City South Tower, 3th Floor, Conference Center

### DAY1 | Thursday, December 8 | 1:00 pm ~ 5:30 pm |

- 1:10 pm Keynote speech I Chair: Hideaki Miyajima (Waseda University)  
Marc Goergen (Cardiff Business School, Cardiff University, UK)  
*Sovereign Wealth Funds, Productivity and People: The Impact of Norwegian Government Pension Fund-Global Investments in the UK* (joint with Noel O'Sullivan, Geoffrey Wood, and Marijana Baric)
- 2:10 pm Break
- 2:20 pm Session I Chair: Yoshiaki Ogura (Waseda University)  
Konari Uchida (Kyushu University)  
*Institutional Investors, Corporate Social Responsibility, and Stock Price Performance* (joint with Elizabeth Motta)  
Discussant: Shing-yang Hu (National Taiwan University, Taiwan)
- 3:20 pm Session II Chair: Yoshiaki Ogura (Waseda University)  
Hideaki Miyajima (Waseda University)  
*The Presidential Turnover and the Changes of Governance Arrangement* (joint with Ryo Ogawa and Takuji Saito)  
Discussant: Marc Goergen (Cardiff Business School, Cardiff University, UK)
- 4:20 pm Break
- 4:30 pm Session III Chair: Jun-ichi Nakamura (Development Bank of Japan)  
Shing-yang Hu (National Taiwan University, Taiwan)  
*Share Pledges and Margin Call Pressure* (joint with Konan Chan, Hung-Kun Chen, and Yu-Jane Liu)  
Discussant: Heather A. Montgomery (International Christian University)
- 5:30 pm Adjourn

### DAY2 | Friday, December 9 | 9:30 pm ~ 11:40 pm |

- 9:30 am Keynote speech II Chair: Takeo Hoshi (Stanford University, NBER, and TCER)  
Vikrant Vig (London Business School, UK)  
*The Political Economy of Bank Bailouts* (joint with Markus Behn, Rainer Haselmann, and Thomas Kick)
- 10:30 am Break
- 10:40 am Session IV Chair: Shin-ichi Fukuda (University of Tokyo and TCER)  
Kotaro Inoue (Tokyo Institute of Technology)  
*Enjoying Quiet Life Under The Umbrella of Cross-shareholding* (joint with Naoshi Ikeda and Sho Watanabe)  
Discussant: Masaharu Hanazaki (Hitotsubashi University)
- 11:40 am Adjourn

## 東大・設研共同主催シンポジウム

### 日本企業のコーポレートガバナンス：産業の新陳代謝、サステナビリティ経営に向けた課題と展望

主催者： 東京大学金融教育研究センター、(株)日本政策投資銀行設備投資研究所

共催者： (一財)統計研究会・金融班、(一財)日本経済研究所

日 時： 平成28年12月9日(金) 13時30分～17時00分

会 場： 大手町フィナンシャルシティサウスタワー3Fカンファレンスセンター・ホール

#### プログラム

(敬称略)

- 13:30 開会の辞  
柳 正憲 (株)日本政策投資銀行代表取締役社長
- 13:40 基調講演  
日本のコーポレートガバナンス改革  
星 岳雄 スタンフォード大学教授・(公財)東京財団理事長
- 14:30 休憩
- 14:45 パネルディスカッション  
座 長 植田 和男  
東京大学大学院経済学研究科教授  
パネリスト 星 岳雄  
スタンフォード大学教授・(公財)東京財団理事長  
パネリスト 花崎 正晴  
一橋大学大学院商学研究科教授  
パネリスト 志賀 俊之  
(株)産業革新機構代表取締役会長・日産自動車(株)取締役副会長  
パネリスト 大石 英生  
(株)日本政策投資銀行取締役常務執行役員・設備投資研究所長
- 16:50 閉会の辞  
福田 慎一 東京大学大学院経済学研究科教授
- 17:00 終了・解散