

# 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という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

のいくつかを既にごらん頂いた方もいらっしゃるかと思いますけれども、今回は、現段階における成果を整理させていただくということで、お話をさせていただきますと思います。

## 一、我が国経済の成長力

(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

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%と上がっていきまして、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っております。

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っ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、構造改革がきちんに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な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ますと、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っています。

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っておりますと、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  
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えません。

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、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っております。

このような生産年齢人口の減少をほかの国と比  
べてみますと、我が国とよく似ているのはドイツ  
とフランスでありまして、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。従って、アメリカ、イギリスと同じことを  
やっている、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っております。

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が、どうやっ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ふ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せられ、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。したがって、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は、もっ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、かつてのように製造業のウエートが高いつきは、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。どういうものかというところ、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、数量でははかりがたい要素が入ってききます。

従って、経済再生を実現するためには、資本装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％に上げるといふ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になります。

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えますのは、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わかりだと思えます。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は関係なく、一貫して製造業の総資本付加価値率が下がっているということがあります。

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っていくということは、先進工業国ではそう不思議なことではありません。つまり、経済発展につれて新たなビジネスのフロントアがどんどん縮まっていますので、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。経済再生を目指すのが国としては、何とか自ら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が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もみましょう(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

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ということにご注意くだ

さい。非製造業では、九九年まで横ばいで、それ

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った一方、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

いうことだと思えます。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

ブ構造になってい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、収益性

は半分という特異な水準を続けています。これは

構造的問題だと思えます。

(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

や資本を取り入れるという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

をしてき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っ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、最近まで人口が減っていないかった。ドイツや日本は早くから人口が減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。

この点に關しまして、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あります。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を中心ですが、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っています。

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粋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ってみますと、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、殆どとってこなかっ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、外に向かつては非常に閉鎖的であったということです。こうした経済の閉鎖性は、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いうことになります。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、これまでのように、長期間同じ組織で同じように働き続けるということでは、労働力や資源の最適配分ができませんので、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っていけば、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ですか。」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せんと、アメリカは従業員が移ることによって産業のリサイク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サイクルしている。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えます。

## 二、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、リサイクルもしないということになっ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、日本企業のピヘイビアについて、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、早期に円滑に収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わけですから、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きますので、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っていくということが一つ目です。

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が、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てきますが、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っています。結果としてでき上がっ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つなが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う中で、多くの企業で取引先株主が主力であるという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が、わが国でも、ディスクロ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 収拾

#### (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収拾には、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、そうならないように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。

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ったわけです。これでは、当該会社や事業にとっても、あるいは経営者の方にとっ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。

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

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）。ドイツ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、表の整理の仕方がちよ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るところの数字で、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ことがポイントです。

特に再建型のものには微々たる件数であることがわかります。

#### （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っているかを見てもみます（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ざらんにいただきますと、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が、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、早く始めることを促すような制度になっ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っているのに、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、別に申し立てなくてもいいのですが、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、現実的にみて穏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、債権者に知らせずに債務超過幅を拡大しながら経営を続けているというのと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多くなっています。日本の場合は、債務超過になっても、何とか資金繰りが続けば経営を続けていって差支えないということになっていますし、銀行にも、債務超過でも貸すというカルチャーがあります。そこが、ドイツと日本との違いになっています。

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、萎縮し切ってしまった

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したので、事業者がドイツからイギリスに引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、円滑な処理にしなければならぬということがインセンティブだったと聞いています。

そういうことで、ドイツでは、九九年と二〇一二年に、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、プリパツ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プ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ふ方向に向けた法改正を進めてきたのであります。その結果、統計上は破産と再建が一緒になってい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っているということです。

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えます。それ



以外に、表の下側に書いておりますように、ドイツインセンティブとしましては、中小企業では、法的整理になってしまう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。

#### 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う。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

で見まして一兆五〇〇億ドルぐらいでありまして、件数的には約一万件です(図表10-1)。うち、クロスボーダーが二〇〇〇〜三〇〇〇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おります。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。

しかし、日本のほうがドイツより経済規模が相当大きいですから、その対比では、日本の方が相当低い水準だということです。また、構成を見ていただきますと、真ん中の薄いグレーの棒がクロスボーダーで、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ますと、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す。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っていきたいと考えますと、例えば数億のお金が必要です。これは、自己資金かもしれませんが、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てもらったりする必要があります。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されますが、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、それを自分のサブライチエーショ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せん。

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ったときに、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ますと、キャッシュフローがないのに課税だけされますから、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。そうすると、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、表の上の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ふ思想ですが、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ふことになるのであるのであつて、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。

もっ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ふふうになっています。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いのかといふこと

とについては、いろいろ聞いてみてもよくわからないのですが、基本的な構造が違うといふことのようにです。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っ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、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。

(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います(図表12)。これ

は、大企業の買収にかなり限定された論点かもしませんが、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、基本的には御案内のとおり、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認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取すると、残存する少数株主を搾取する危険があるのでは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、買収のオフア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イクオーバーパネルという業界コミュニティ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、少数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思われまゝ。ディスクロージャーと公正性の確保ということとです。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ふ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ふ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う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。これでは、取締役が決めれば何でもできると受けとめられてしまいます。

私が聞いたのはごくわずかな範囲内ですが、外国投資家は、企業買収に対しては、ドイツも日本もどちらも閉鎖的だとみているようです。ただ、ドイツの場合は高くつくということだけなので、

高く払っ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でありました。

## 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は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、

取引関係に配慮すると、現経営陣に逆らうこと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、年金基金のようところが重要な働きをしてくれ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れていました。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のことです。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くらいです。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ましたので、収益性の低い取引先株式を売らなかつた。そうしたところにシユ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、売つた銀行、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でもあります。

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は金融機関による産業株式の保

有です。真ん中にドイチェバンクとアリアンツがあります。株式保有のネットワークになつていくことがわかりだと思えます。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わかりだと思えます。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、ここがドイチェテレコムとドイチェポストの株を持っているというものであります。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い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、最近はやめてしまいました。そこで、かわりの情報は



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上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%といえますのは、そのように「六〇%以上います」と答えた企業の数が、一〇〇億円以上の上場企業に占める割合が三〇%あるということなのです。

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。

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

投資が偏るといふ問題もあります。

外国人投資家についても一点申しますと、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まりなかったのです。円建ての金融商品に投資をしていけば、円高になるのもうかるといふ投資家が多かったのです。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。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です。

いずれにせよ、こうして見ていただきますと、日本企業における安定株主のウェイ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。

(コーポレ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、コーポレ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出てくることになります。

このため、ドイツでは、アメリカ型のディ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。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ます。

実は日本でも、一般の会社法改正の中に同様の条項が入っていたのですが、法制局の審査で消えてしまいました。日本ではあくまでも会社法と市

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はちよつ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*をしなければならな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せん。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、何か事故があったときの取締役の責任減免の論拠になるといふ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、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っていると言えます。

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に仕向けていくことが不可欠です。そのためにはどうした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っていくということでは実効的ではないかもしれ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っても実効的ではない可能性も十有八です。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す。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ところで、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、外国と違っ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ょうという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、最もクルーシヤルなものは、M&Aの税制です。

経済政策の議論では、どうしても、今ある会社は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てきます。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自体が行われていないので、あまりないはずですよ。

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つています。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、スピンアウトして、技術開発して、起業したいと思っている人は、実はみんなこれで困ることになっているのではないかと思います。本日ご出席の方々も、もしお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っ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。——よろしゅうございますか。

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います。

今日はどうもありがとうございました。木下さんに拍手をお願いします。(拍手)

(きのした のぶゆき・日本銀行理事)

(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