

我が国の企業統治改革、企業法制改革のリアルな課題



2016年11月17日(木)
株式会社経営共創基盤
代表取締役CEO 富山和彦



故青木昌彦氏
スタンフォード大学名誉教授



金子恭規氏
スカイラインベンチャーズ
CEO



伊藤邦雄氏
一橋大学CFO教育研究
センター長



落合誠一氏
東京大学名誉教授



James C. Collins
ビジョナリーカンパニー著者



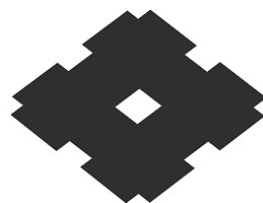
Michael Spence
スタンフォード大学
ビジネススクール元学長
ノーベル経済学賞



Charles A. O' Reilly III
スタンフォード大学
ビジネススクール教授



Hugh Patrick
コロンビア大学名誉教授
日本経済経営研究所創立者



Gの世界とLの世界: 経済特性、産業構造が大きく異なる2つの経済圏の存在

	Gの世界(グローバル経済圏)	Lの世界(ローカル経済圏)
商品	<ul style="list-style-type: none"> ✓ モノ、情報 ✓ 持ち運び可能(貿易財) 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ コト、サービス(基本的に対面型) ✓ 生産と同時にその場で消費される(同時性・同場性)
業種例	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 自動車・電機・機械 ✓ 医療機器・製薬 ✓ 情報・IT産業の非対称機能 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 交通(鉄道、バス、タクシー)・物流・不動産・建設 ✓ 飲食・宿泊・対面小売・卸売・農林水産 ✓ 社会福祉サービス(医療、介護、保育等)
産業構造	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 資本集約型、規模の経済 ✓ 製造業、大企業が中心 ✓ グローバル経済圏での完全競争 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 労働集約型、密度の経済 ✓ サービス産業、中堅・中小企業が中心 ✓ ローカル経済圏での不完全競争
GDP比	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 約30%(長期漸減) 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 約70%で長期漸増(先進国共通の傾向)
雇用	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 長期的に漸減傾向(約20%の世界) ✓ 知識集約型(高度人材が中心、高賃金) 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 空洞化が起きにくく、長期的に増加傾向(約80%の世界) ✓ 労働集約型(技能職系の人材が中心、低賃金)

成長戦略の挑戦課題: 持続的な所得アップのKey wordは「生産性」と「新陳代謝力」

- ◆ 両経済圏は緩やかな相互依存関係だが、直接的な関連性を持っていない(トリクルダウンが起きない背景)。
- ◆ GとLの二つの世界を抱えながら前に進まざるを得ないこれからの時代は、重要なことはGかLかではなく、GにはGの、LにはLの特性に対応した政策体系、成長戦略を用意し、共存させることである。

テーマ

挑戦課題

Gの世界(グローバル経済圏)

ビジネスのオリンピックを勝ち抜く

- ① オリンピック水準の競技環境を整える
⇒ 世界水準の立地競争力と競争ルール(コーポレート・ガバナンスを含む)を整備
⇒ 世界のトッププレイヤーたち(企業、個人)のアジアにおける活動拠点に
- ② 大中小を問わず日本企業のオリンピックメダリストを増やす
⇒ 株価、貿易収支、所得収支で国富を増大

資本生産性(資本効率)の向上

Lの世界(ローカル経済圏)

「新陳」と「代謝」の同時促進で労働生産性UP

- ✓ 今こそ穏やかな退出・集約化政策とスマート・レギュレーションで、地域経済に生産性と安定雇用と賃金の同時上昇を達成する

労働生産性の向上

日米欧の資本生産性分解

◆ デュポン式のROE分析によって日米欧を比較すると、日本企業の低ROEの原因は低い利益率

		ROE	=	売上高純利益率	×	総資産回転率	×	財務レバレッジ
		$\frac{\text{当期純利益}}{\text{株主資本}}$		$\frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}}$		$\frac{\text{売上高}}{\text{総資産}}$		$\frac{\text{総資産}}{\text{株主資本}}$
日本	製造業	6.8%		3.5%		0.91		1.91
	非製造業	6.7%		3.2%		0.86		2.28
	合計	6.8%		3.3%		0.92		2.02
米国	製造業	18.1%		8.4%		0.77		2.24
	非製造業	14.5%		8.0%		0.61		2.33
	合計	16.0%		8.3%		0.87		2.29
欧州	製造業	15.3%		6.8%		0.79		2.44
	非製造業	15.6%		7.8%		0.66		2.74
	合計	15.4%		7.2%		0.86		2.58

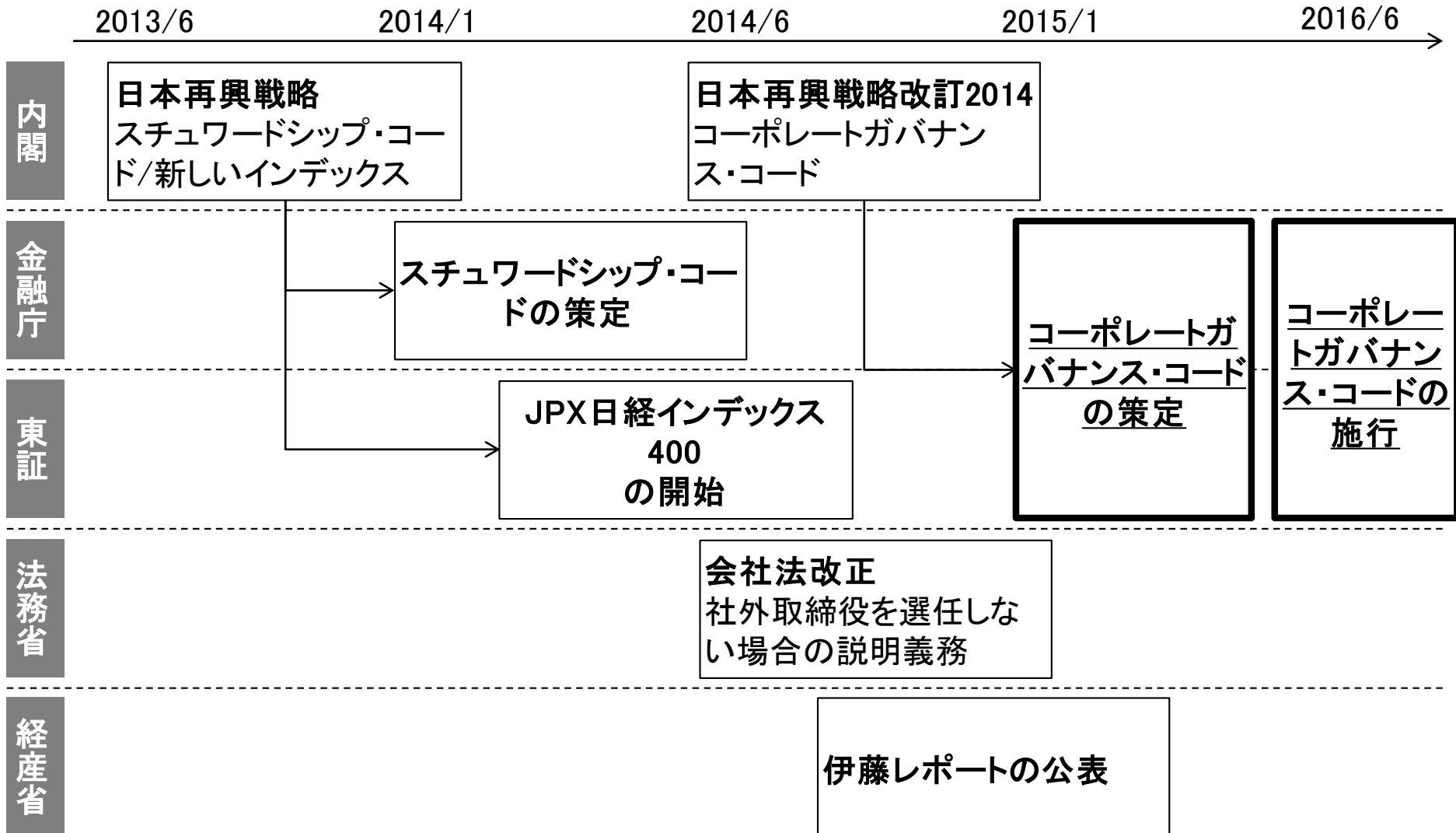
注1) 2004~2013年暦年ベース、金融・不動産除く

注2) 対象=TOPIX500、S&P500、Bloomberg European 500 Index

出所: Bloomberg、みさき投資株式会社分析

コーポレートガバナンス改革の経緯

◆ 安倍政権発足以降、コーポレートガバナンス改革が進展



コーポレートガバナンスの強化

- ◆ 日本の上場大企業は、
 - 短期的利益よりも長期的成長を重視してきた？
 - 短期的利益よりも雇用を重視してきた？

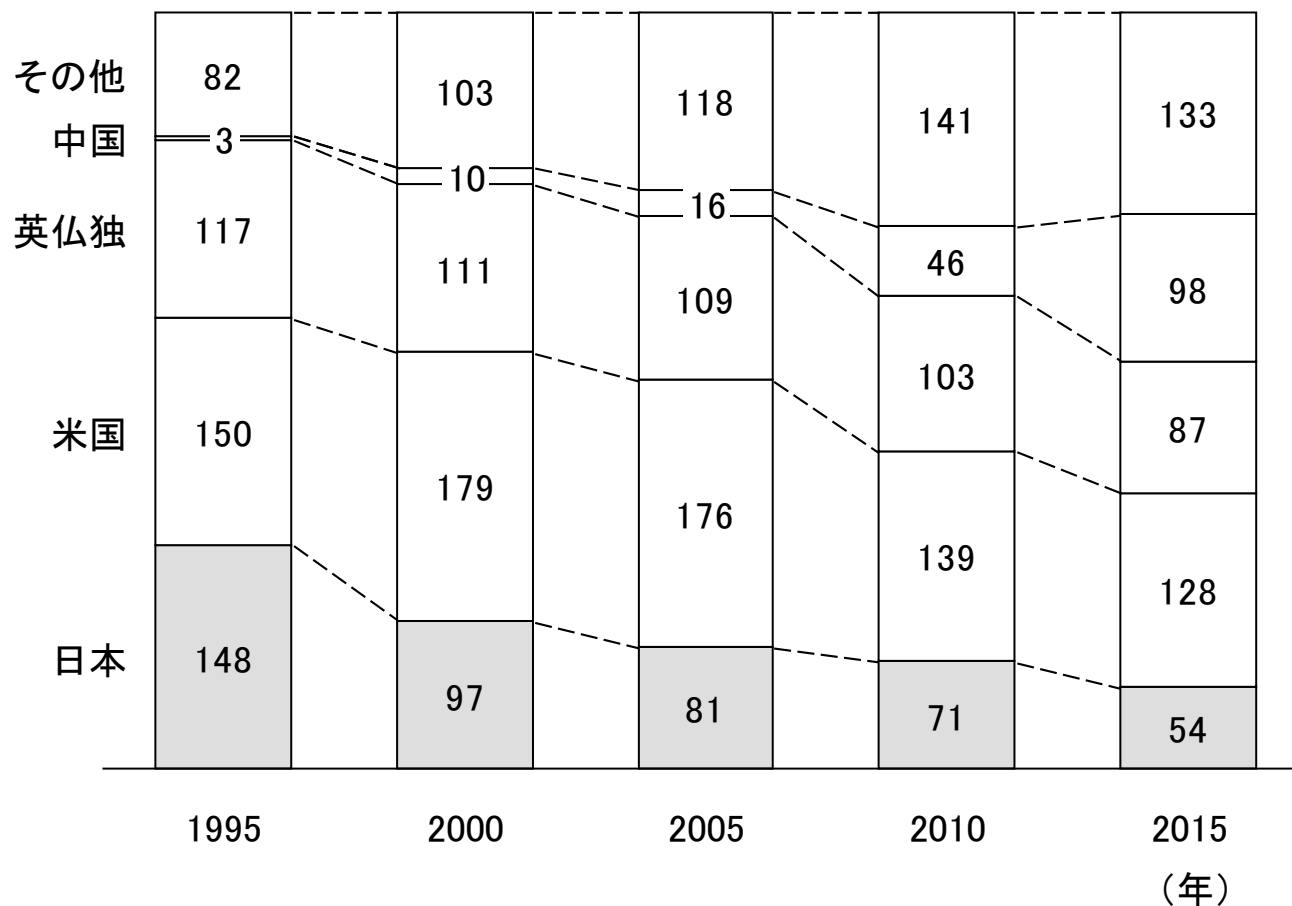
- ◆ 企業統治を強化すると、
 - 短期指向の株主に長期指向の経営者が振り回される？
 - ROE指向で長期的な成長が犠牲になる？

- ◆ 企業統治改革は米国の株主至上主義の追随だ？

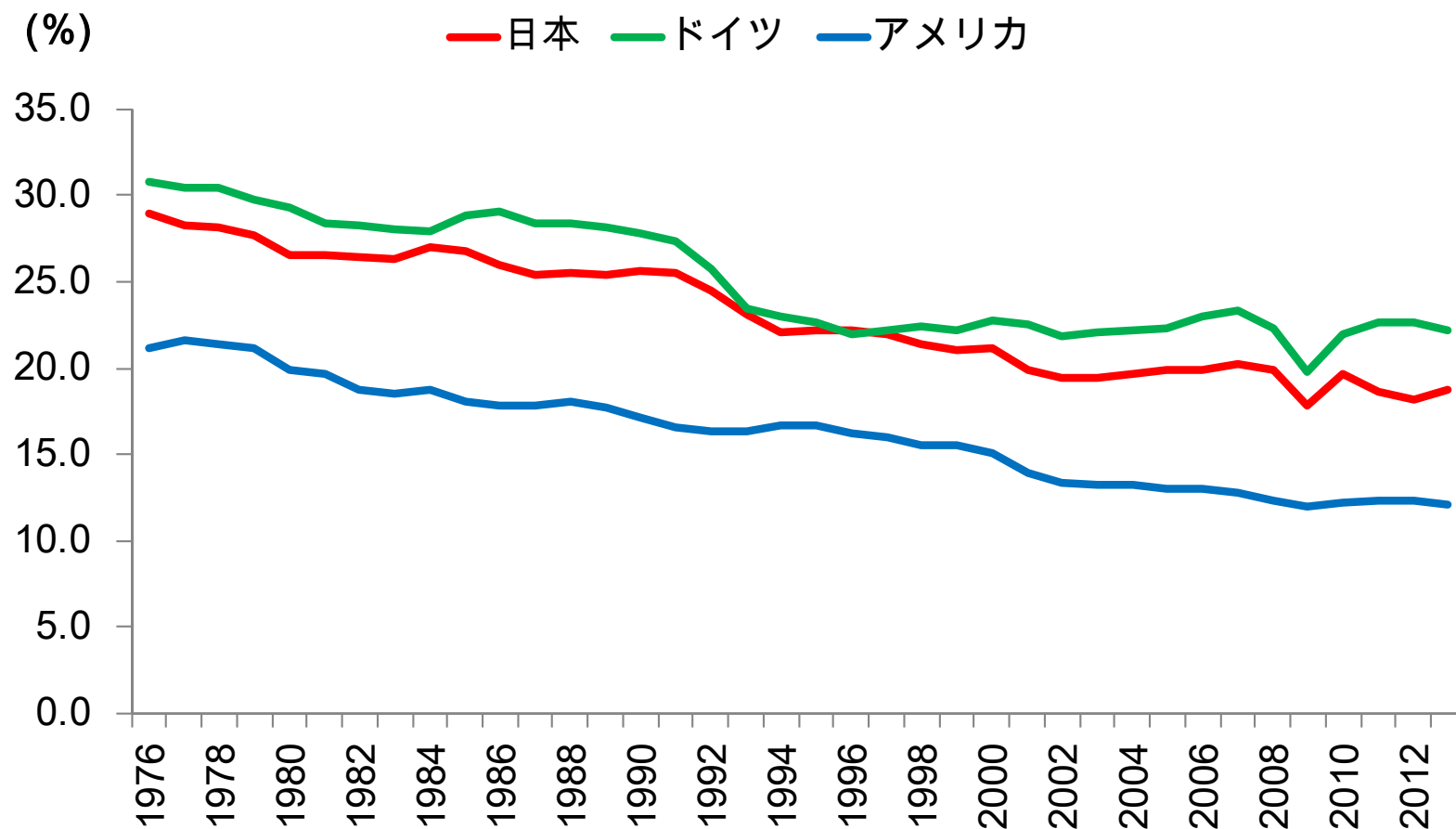
- ◆ 四半期開示を強化すると、
 - 経営者が短期指向になる？

◆グローバル競争の中で日本経済・企業の地位が低下

フォーチュン・グローバル500社の国別構成

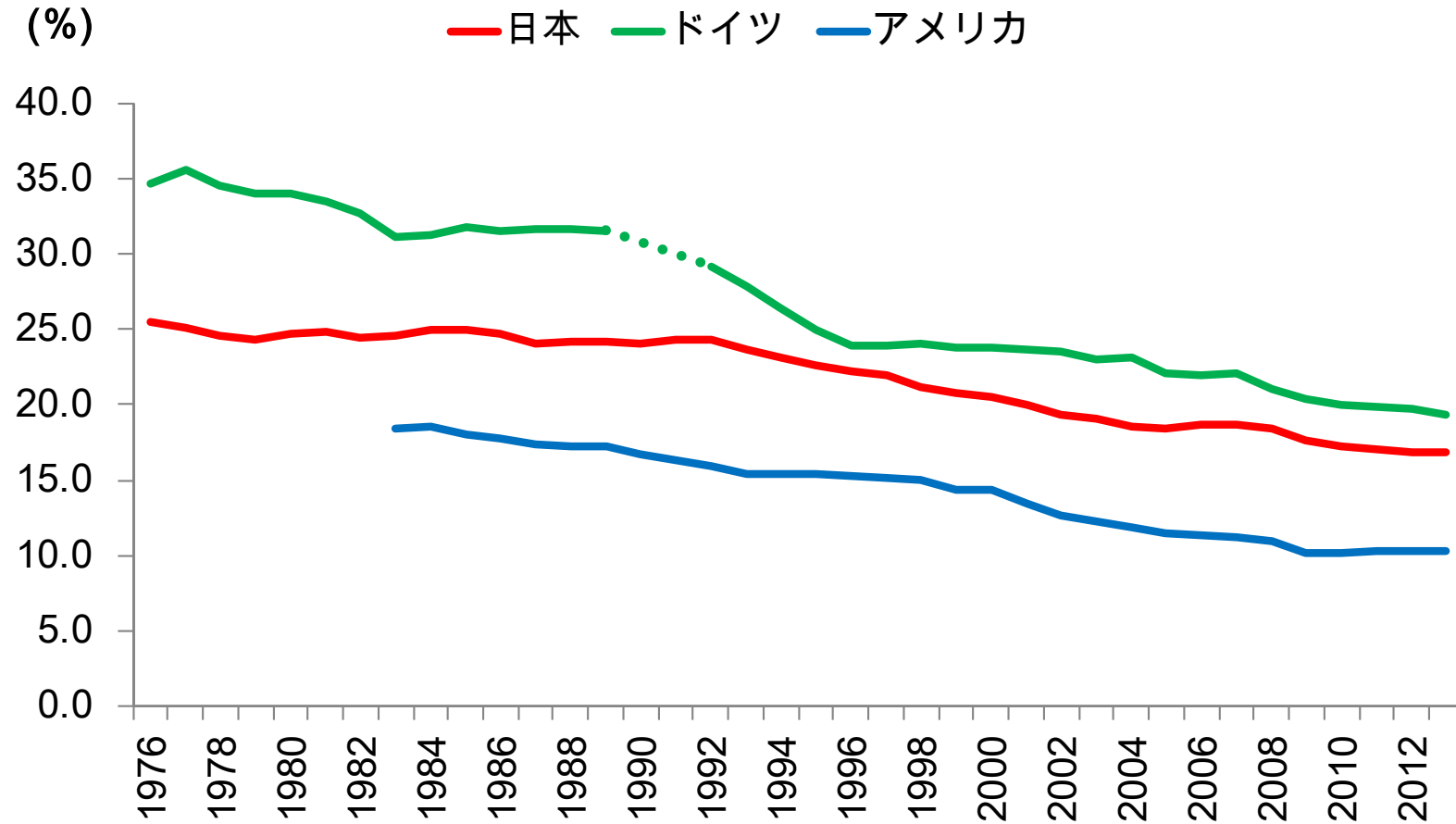


製造業のGDP構成比



(注) 上記は、産業別付加価値の合計 (GDPとは異なる) に対する構成比

製造業の就労者比率

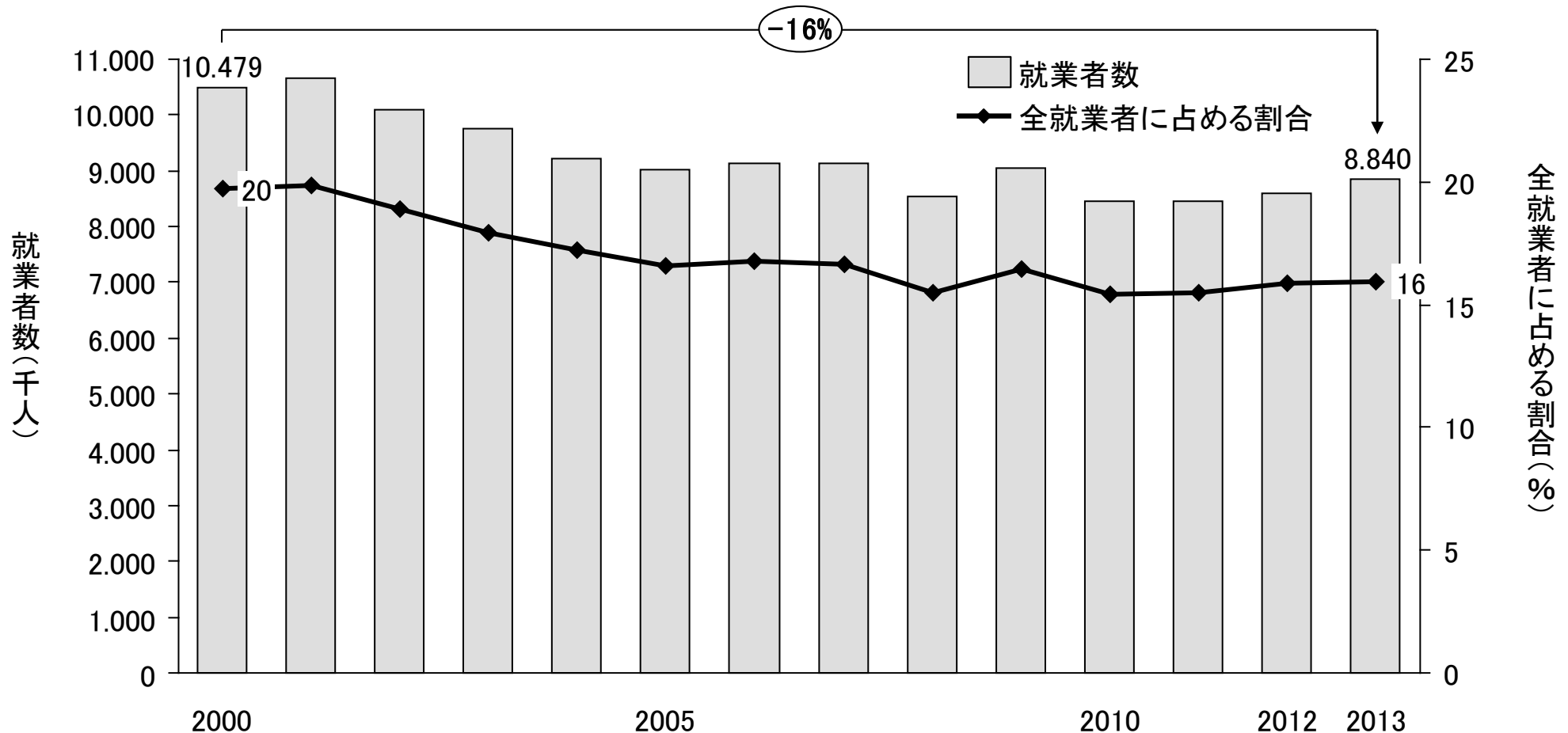


(注) ドイツは、1989年までは西ドイツ、1992年以降は東西ドイツ統一後のデータ

大企業における就業者数の推移

◆ 大企業における就業者数は、2000年以降大幅に減少し、全就業者に占める割合も大きく低下

資本金10億円以上の企業における就業者・割合の推移

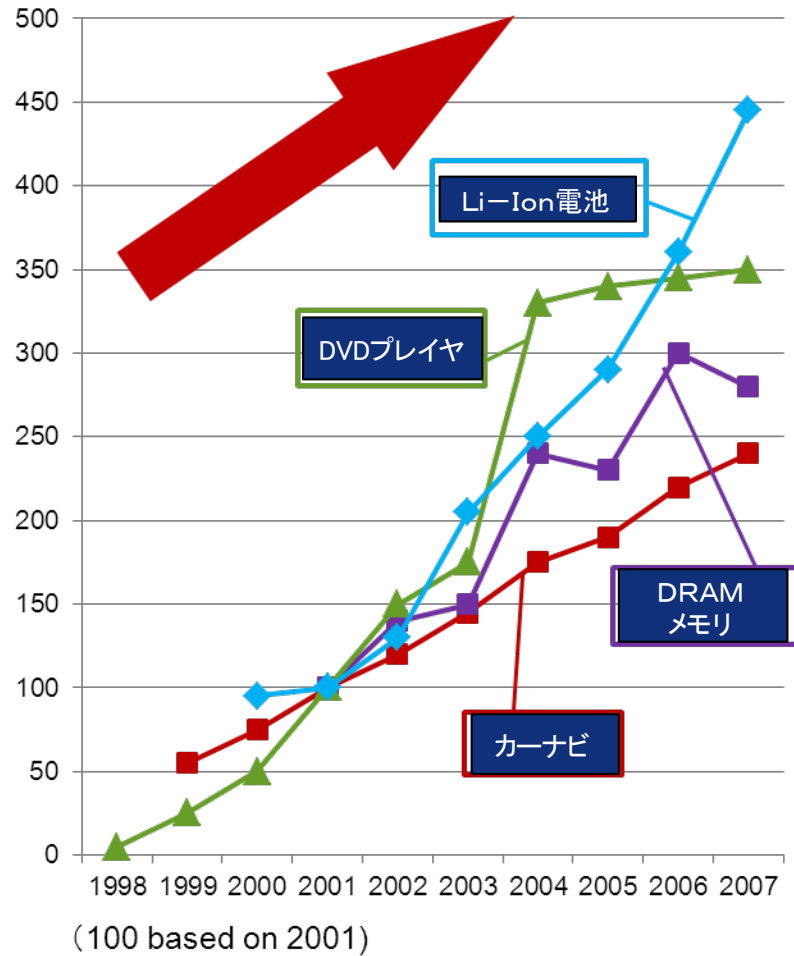


出所: 国税庁「民間給与実態統計調査結果」

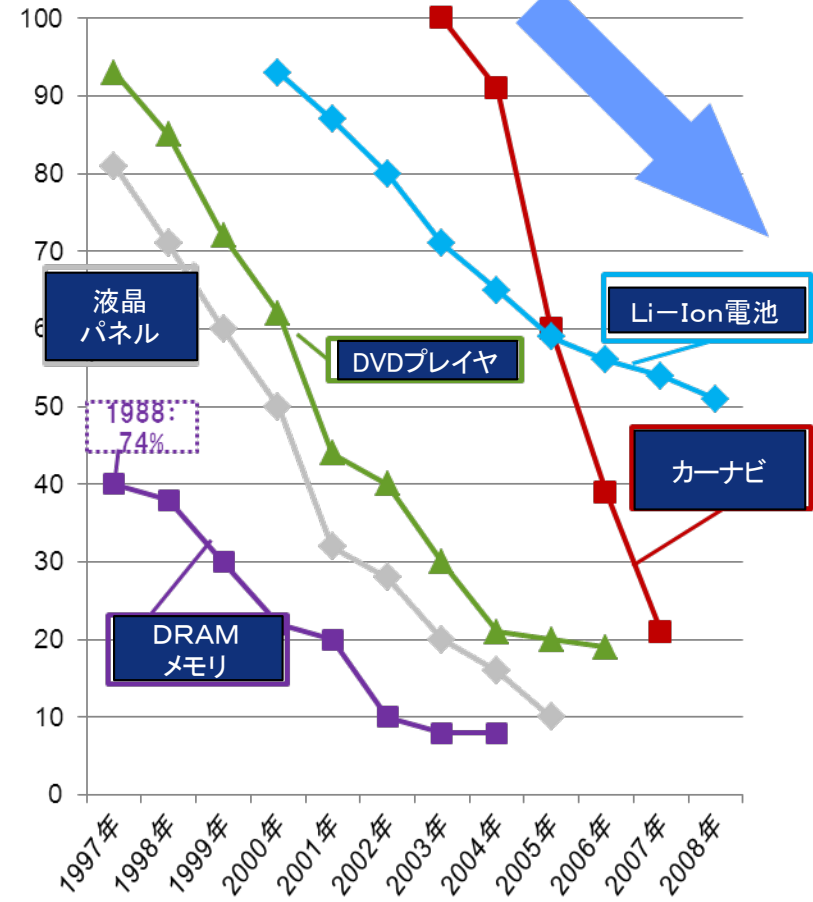
日系企業の課題(経済産業省の資料より)

◆ 徐々に伸びる世界経済の中で、日本企業の市場占有率は低下

徐々に伸びる世界経済



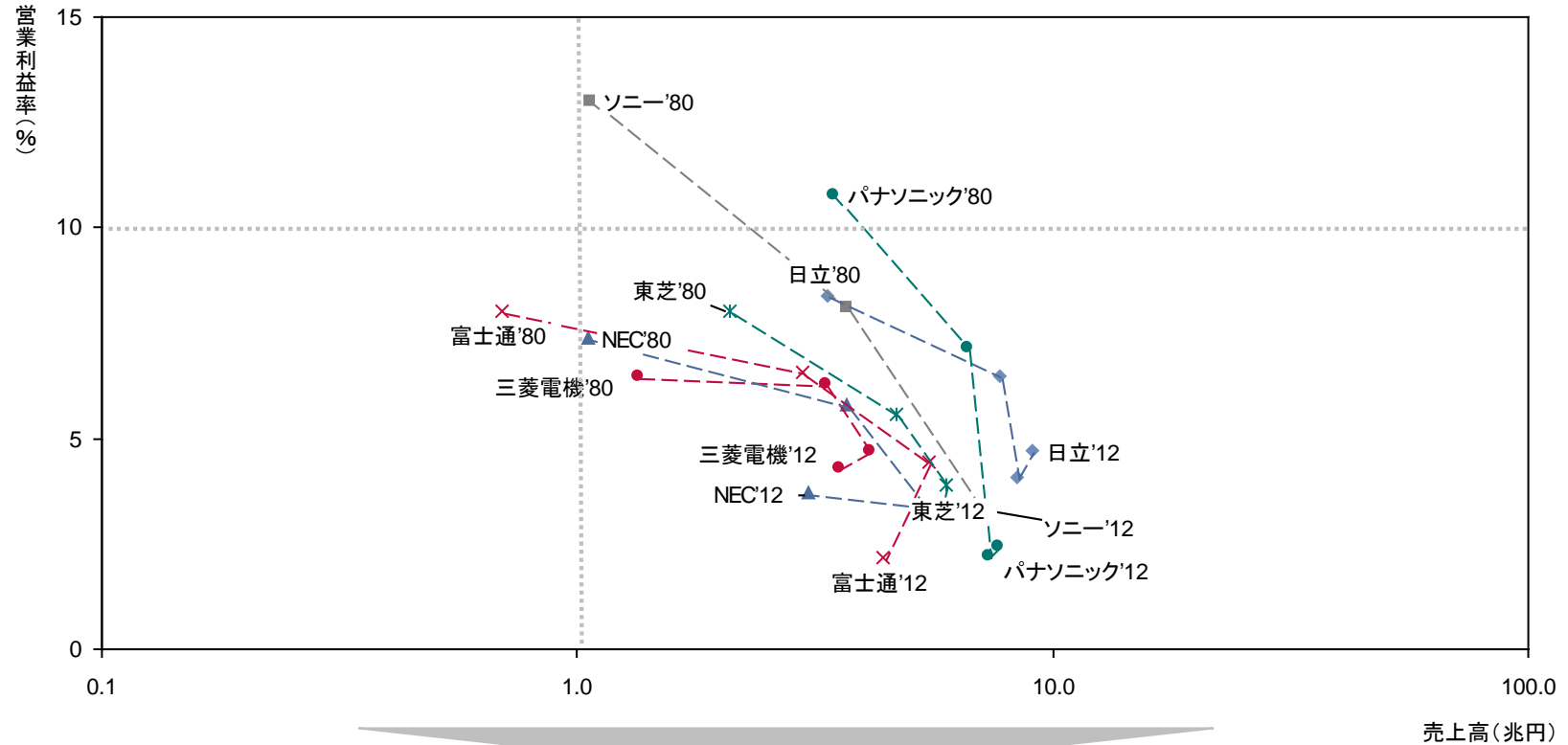
日系企業の市場占領率の低下



(Source) Industrial Structure Council, Industrial Competitiveness Committee (extract from METI 2010)

事業規模と収益性の関係

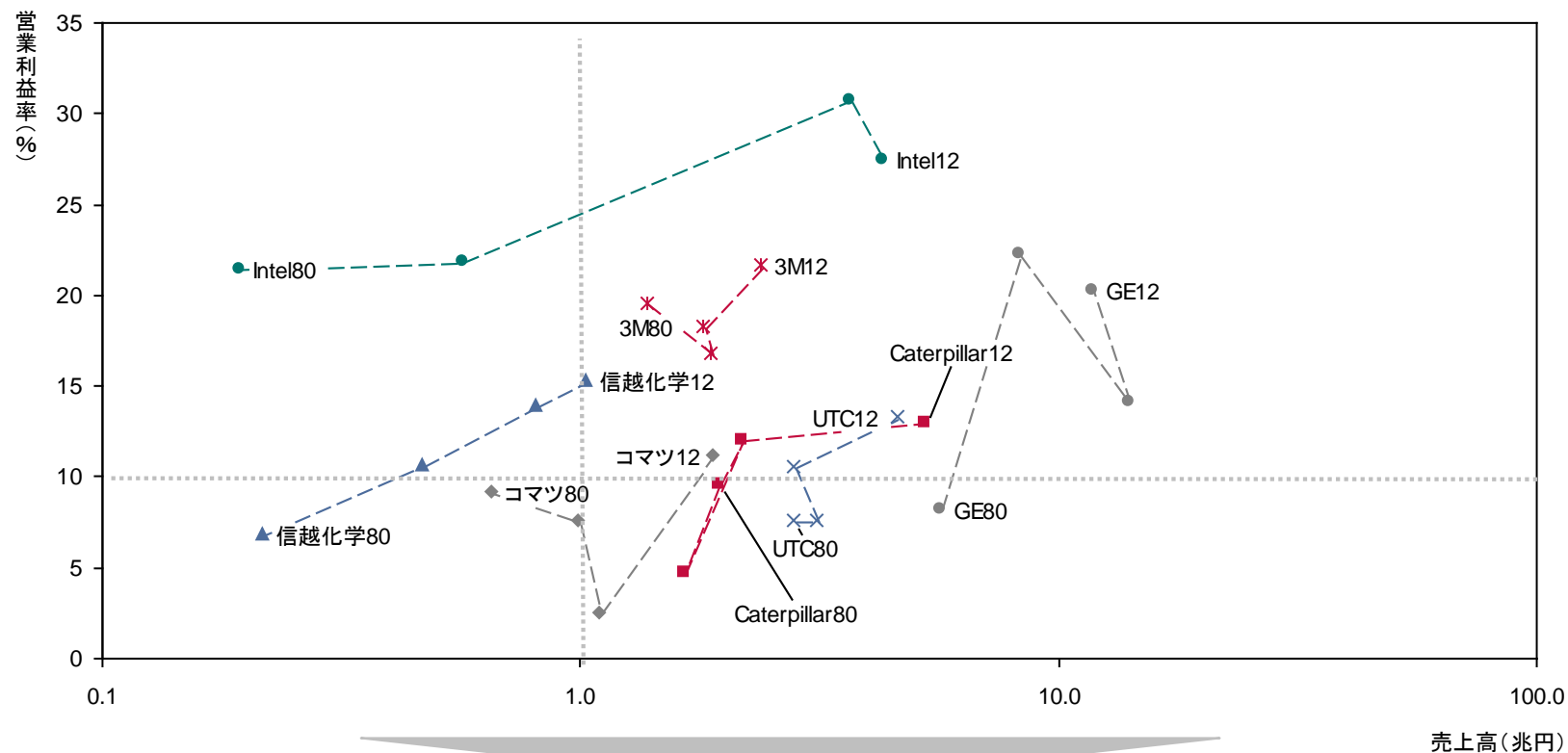
日系総合電機メーカーの規模と収益性(1980~2012年)



規模の拡大に従って、収益性は軒並み悪化

事業規模と収益性の関係

グローバルプレイヤーの規模と収益性*1 (1980~2012年)



事業と機能の新陳代謝を進めながら、規模と収益性が共に成長

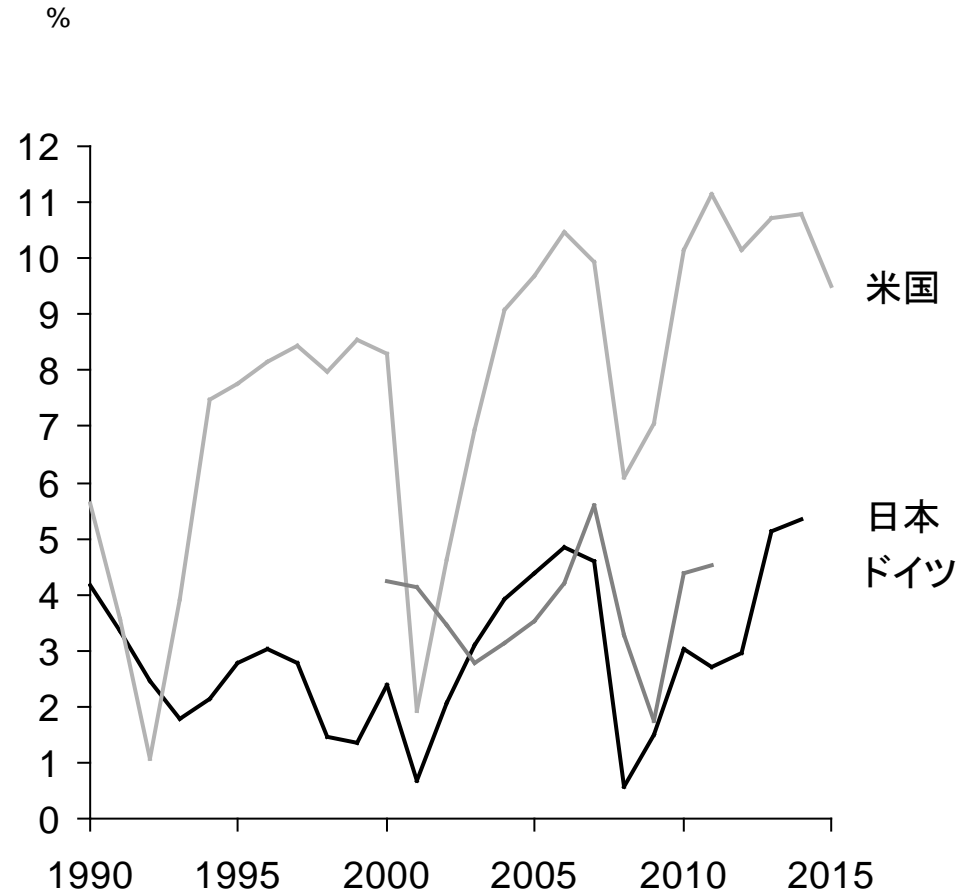
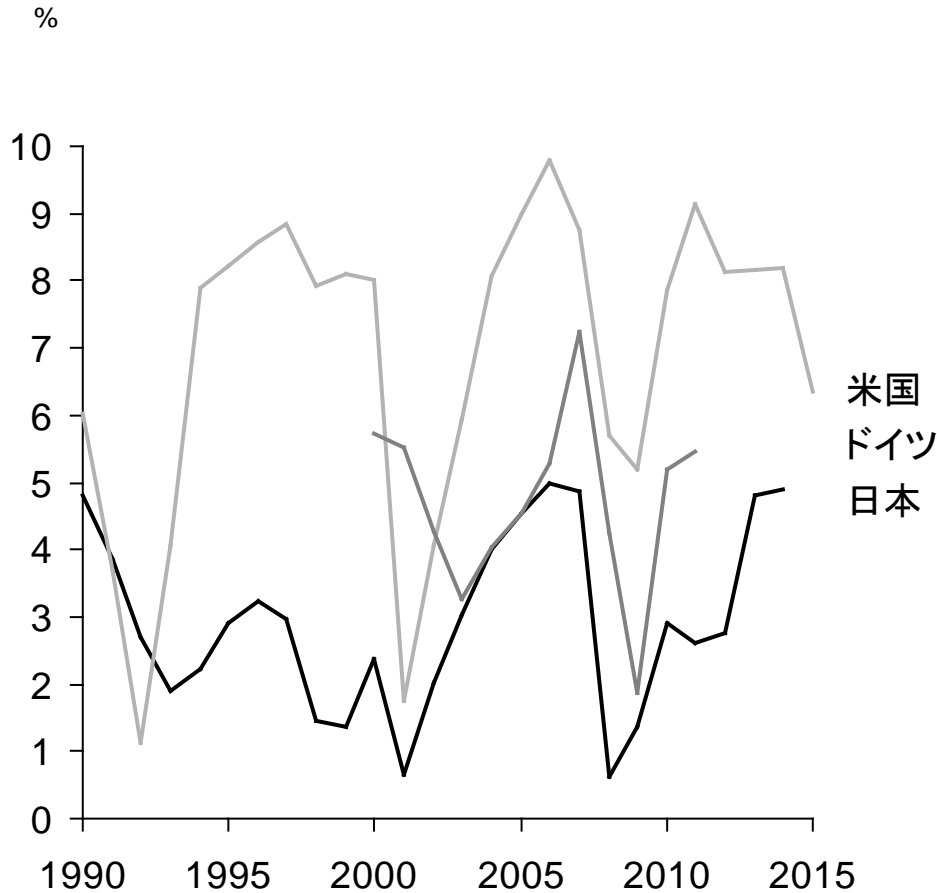
*1: 2012年時点で売上高1兆円以上の企業に限る
出所: 企業公開情報、IGPI分析

日米独のROA比較

◆ 日本企業は、アメリカ、ドイツと比較して、資本効率が悪い結果、利益率も低水準

製造業(全規模)のROA推移(1990~2011年)

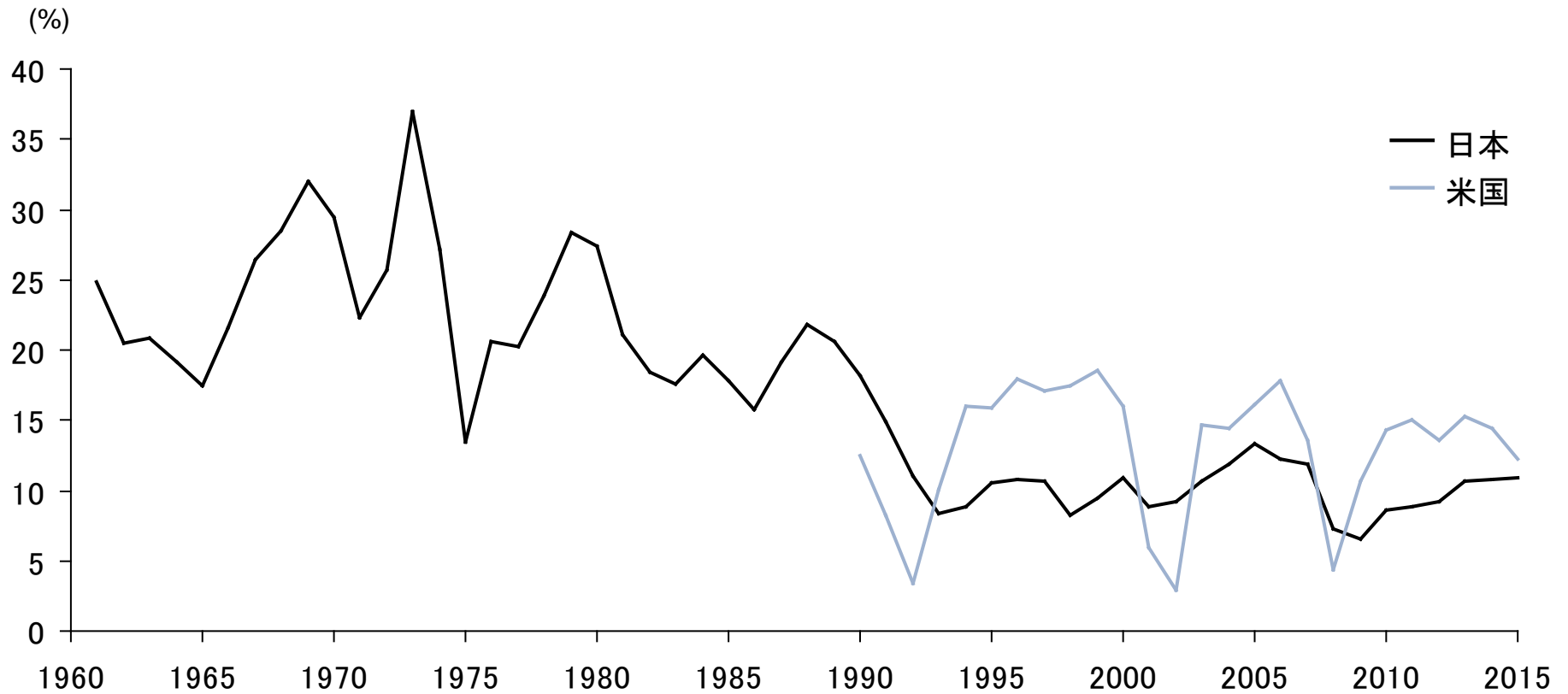
製造業(全規模)の売上高利益率推移(1990~2011年)



注1) ROA=税引き前当期純利益/総資産、売上高利益率=税引き前当期純利益/売上高

出所: Annual Report on the Japanese Economy and Public Finance、財務省法人企業統計、Quarterly Financial Report, the U.S. Census Bureau

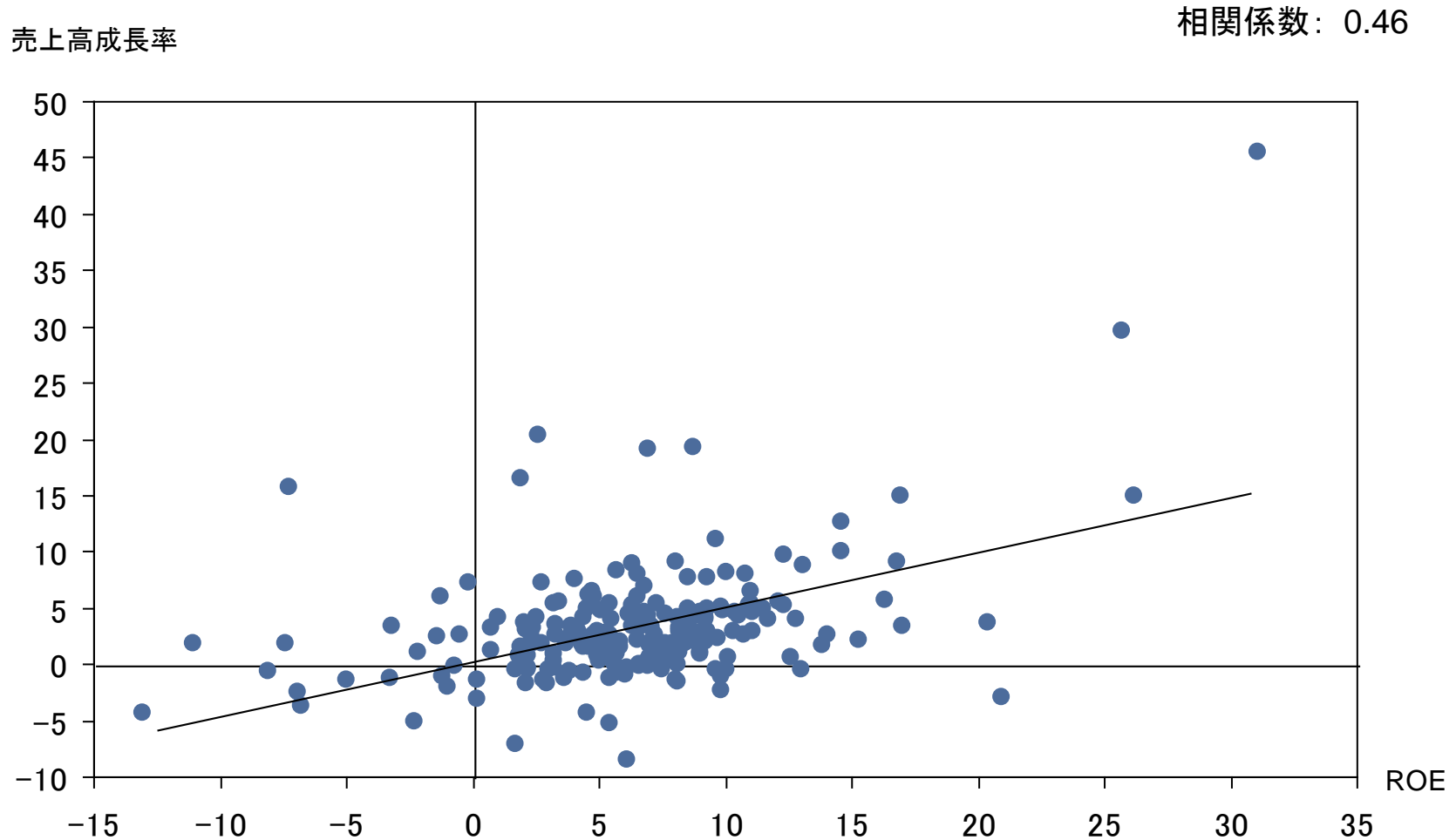
事業会社(金融機関除く)のROE*1の推移



*日本は法人企業統計における自己資本経常利益率、米国はS&P500構成銘柄のROE

日経225構成銘柄^{*1}の売上高成長率・ROE相関図

◆ 各社過去10年間の平均値



*1 合併による大幅な売上増は集計から除外

日米のGDP・家計金融資産の推移

日本の上場企業群はインベストメントチェーンを通じた家計資産形成に十分な貢献をしてきたのか？

	1989年	2014年	増減
アメリカ GDP (10億ドル)	5,658	17,419	308%
一人当たりGDP (ドル)	22,879	54,597	239%
一人当たりGDP順位	7位	10位	▲3位
家計金融資産総額	15兆ドル (約1600兆円)	68兆ドル (約7000兆円)	444%
一人当たり家計金融資産額 (ドル)	62,295	214,610	345%
日本 GDP (10億円)	416,246	487,882	117%
一人当たりGDP (円)	3,383,222	3,839,759	113%
一人当たりGDP順位	4位	27位	▲23位
家計金融資産総額	982兆円	1,700兆円	173%
一人当たり家計金融資産 (円)	7,984,252	13,380,279	168%

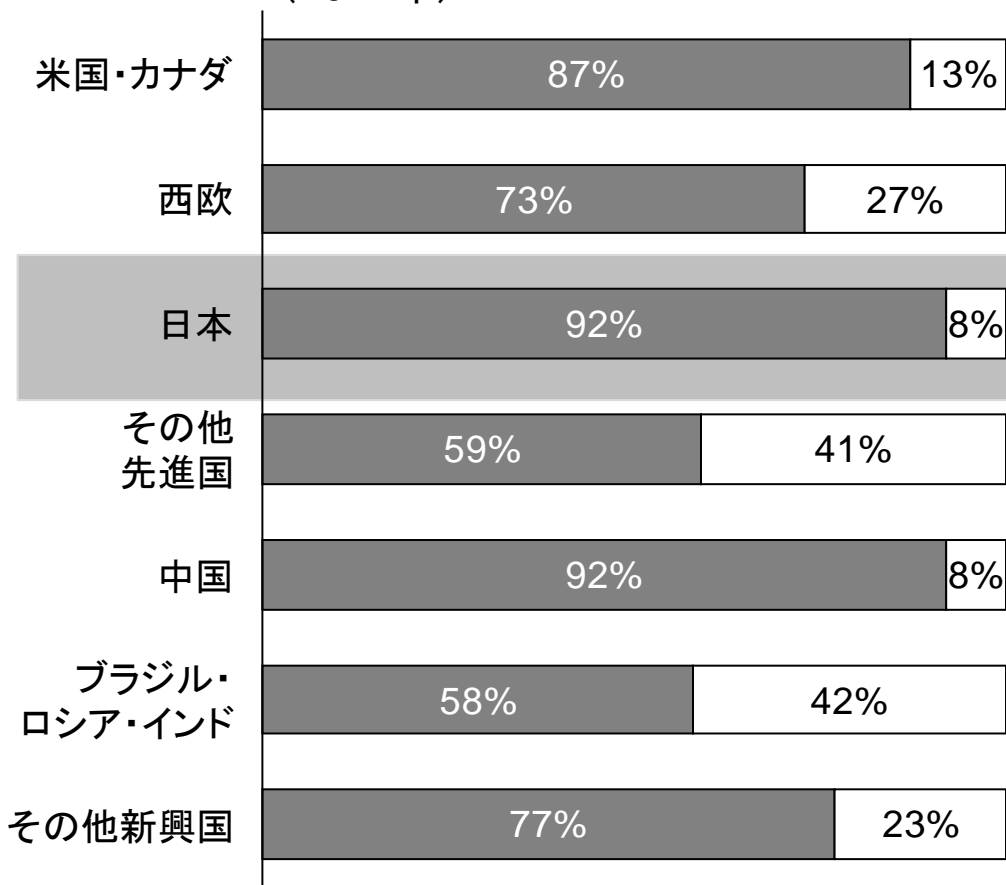
出所: IMF “World Economic Outlook Database”、日本銀行「資金循環統計」、Board of Governors of the Federal Reserve System, “Financial Accounts of the United States”より作成

経営者の「生え抜き」率

就任したCEOの内部昇格・外部招聘の割合

(2014年)

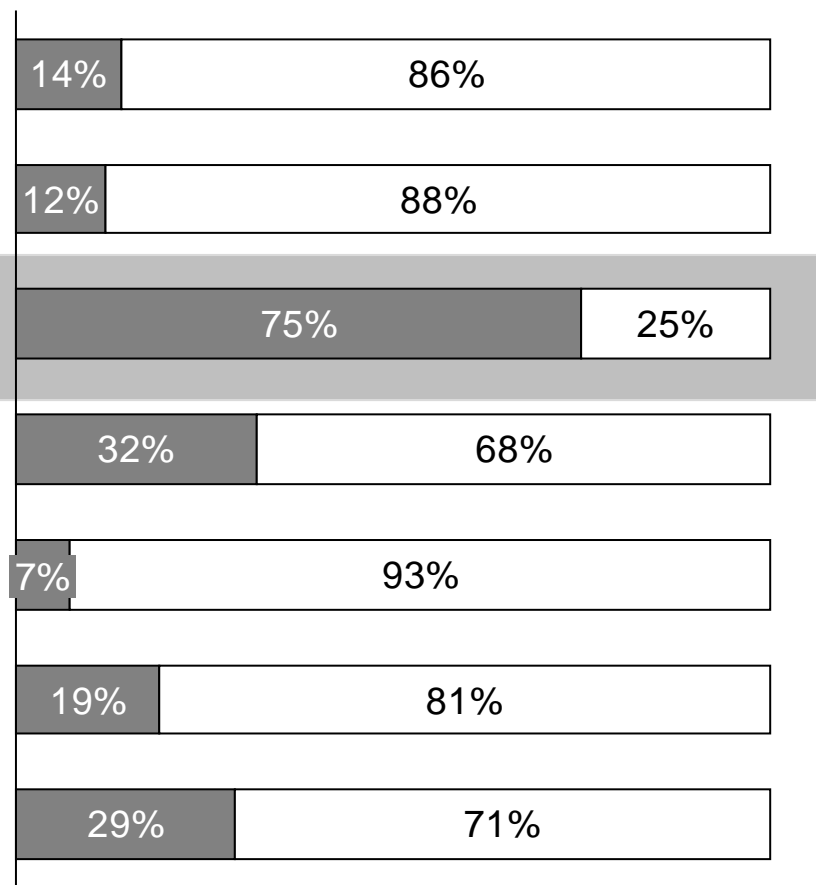
■ 内部昇格 □ 外部招聘



出所: strategy&「2014年世界の上場企業上位2500社に対するCEO調査結果概要」

就任したCEOの他企業での経験(2012年)

■ 他企業での経験なし □ 他企業での経験あり

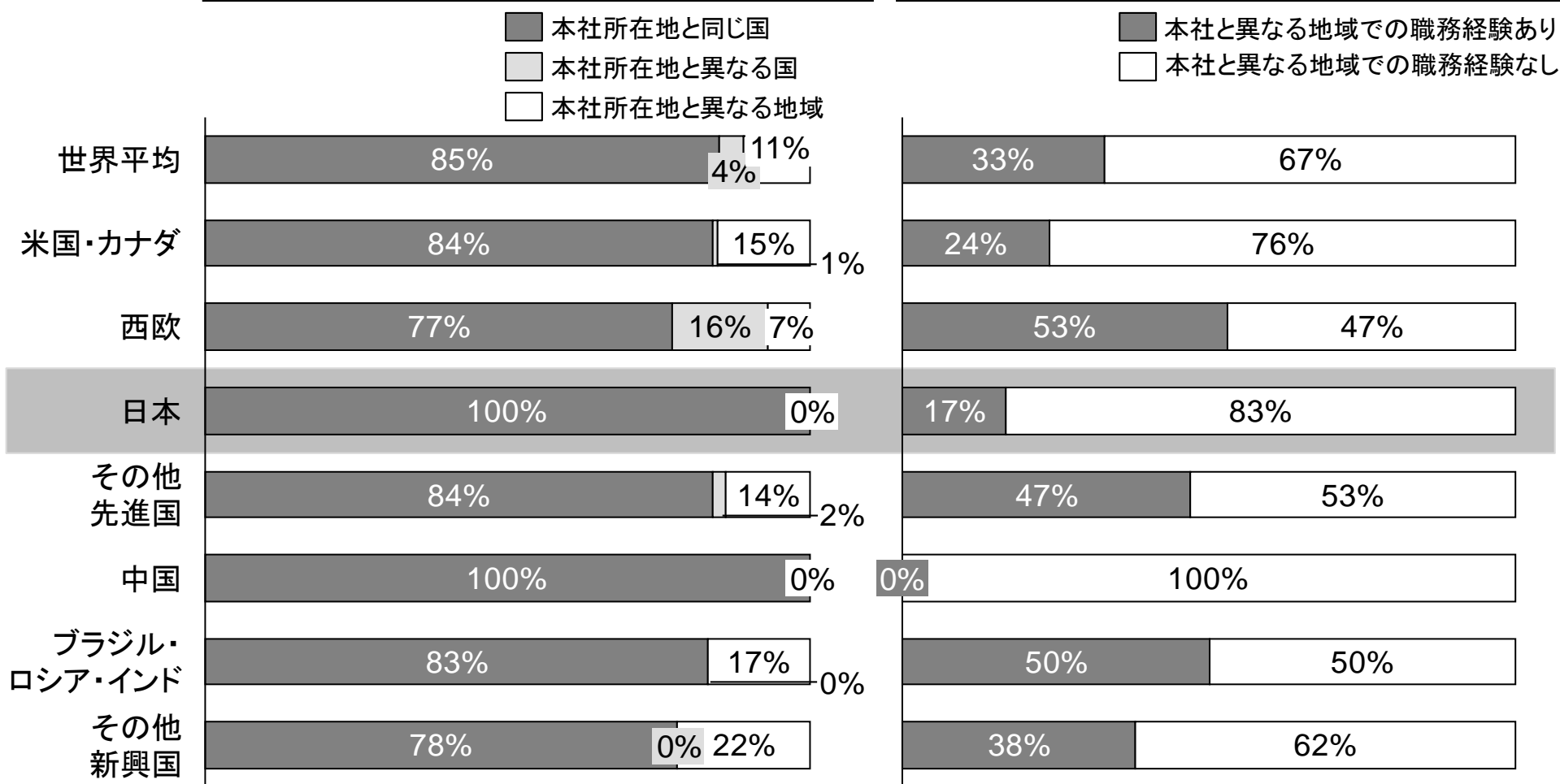


出所: strategy&「2012年世界の上場企業上位2500社に対するCEO調査結果概要」

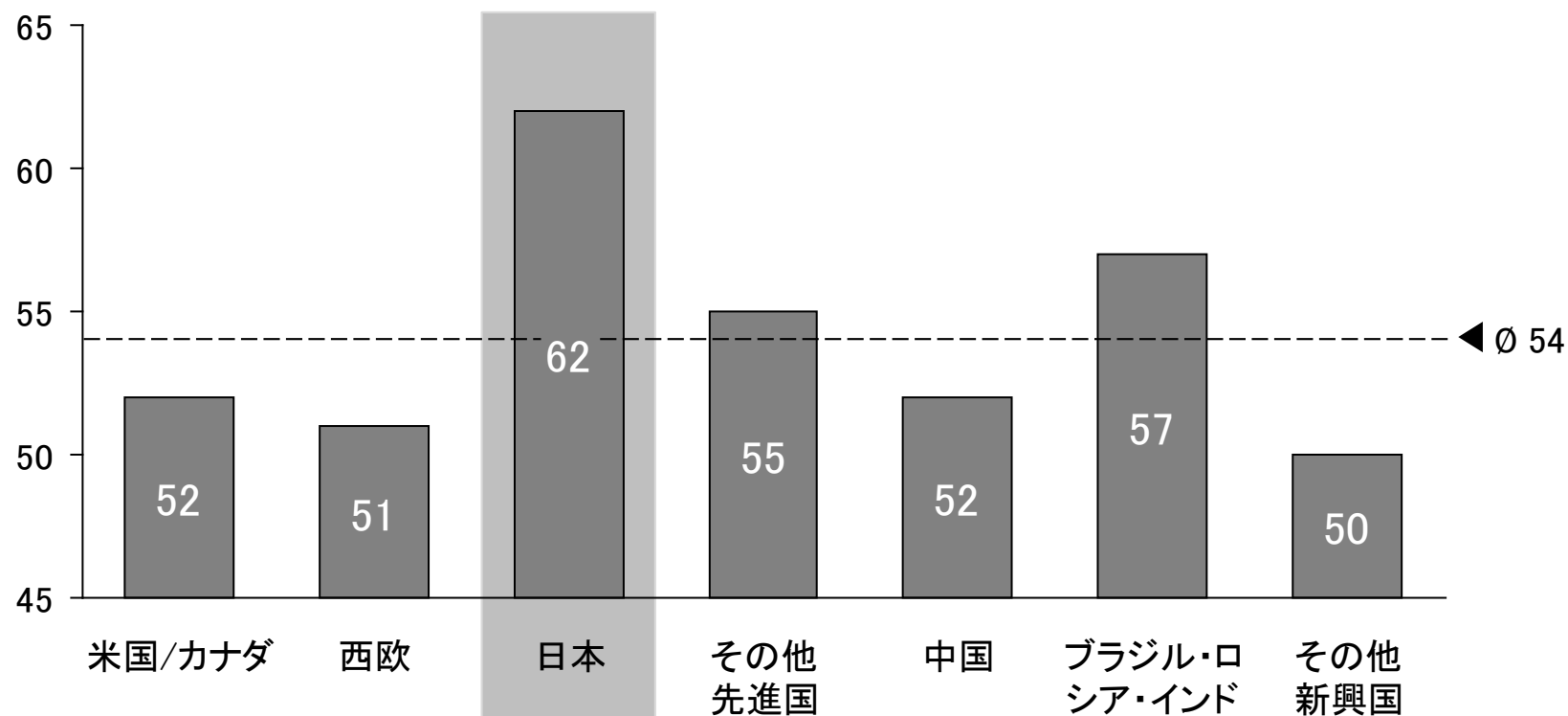
◆ グローバル競争が過熱する中でも、国際経験を有するCEOの割合が少ない

就任したCEOの国籍(2014年)

就任したCEOの国際経験(2014年)



就任するCEOの平均年齢



日本型ガバナンスの特徴と課題

◆ 日本的経営の特徴

- 新卒一括採用、終身雇用、年功序列、企業内組合などにより形成されるサラリーマンのムラ型ガバナンス
- 変革よりも現状維持のインセンティブが強烈に働きやすい(変化が連続的で改善的努力の継続がモノを言う環境には強いが…)

◆ 日本企業の課題例①: 選択と集中(捨象)が進まない

- ある事業から撤退することはそこで働く従業員(=サラリーマン共同体のメンバー)の失業につながる
- コンセンサス型、ボトムアップ型一辺倒の意思決定モデルの限界

◆ 日本企業の課題例②: トップマネジメントの交代

- トップマネジメントの交代は、サラリーマンの出世競争の中で、計画的・定期的に繰り返され、業績との関係性が薄い
- 現トップマネジメントが、次期トップマネジメントを選任する傾向あり

「サラリーマンのサラリーマンによるサラリーマンのための共同体モデル」の
「ムラの空気のガバナンス」の限界をどう克服するか! ?

日米における経営課題の相違

◆ ガバナンスの究極目的は、「長期持続的な企業価値の向上」にあり、その達成を阻害する経営課題は日米では異なる

	日本	アメリカ
経営課題	<ul style="list-style-type: none"> ✓ サラリーマンのムラ型ガバナンスによる意思決定の機能不全(不作為) ✓ サラリーマン的な近視眼は問題先送り ✓ 収益率の低迷、「稼ぐ力」の強化 =アップサイド 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 強力な権限を持つCEOの暴走(作為) ✓ 短期株主的な利益先喰い ✓ 不祥事や強引な意思決定の抑止 =ダウンサイド
コーポレートガバナンスの役割	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 収益性の向上(≒決断力の向上) =アクセル =攻めのガバナンス 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ コンプライアンスの強化 =ブレーキ =守りのガバナンス
独立取締役の期待役割	<ul style="list-style-type: none"> ✓ ステークホルダーを代表して経営陣をモニタリング 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 株主の代理人？

コーポレートガバナンス・コードについて

本コードにおいて、「コーポレートガバナンス」とは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組みを意味する。

本コードは、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を取りまとめたものであり、これらが適切に実践されることは、それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与することとなるものと考えられる。

コーポレートガバナンスコードに示された改革理念

- ◆ 「公開」企業であることの意味、**公器性が中核**
- ◆ 株主至上主義ではなく、**ステークホルダー重視型**(その中心的存在としての**株主⇒サラリーマン至上主義も取らない**)
- ◆ 今日現在の株主価値(現在の株価)ではなく、**長期持続的な企業価値の向上**
(**インベストメント・チェーンを通じて国民経済に長期的に貢献**)
- ◆ 「守り」(コンプライアンス)のガバナンスよりも、「**攻め**」のガバナンス重視
- ◆ マネジメントモデルよりも、**モニタリングモデルを中核にすえる**
- ◆ ルールベースではなく**プリンシプルベースだが...**
 - Comply or Explainの本音の狙いは横並び心理での大半がComply(だからExplain要件は厳しくなっている)
 - ベストプラクティス形態の多様性(今のところ)

◆ 日本の上場大企業は、

- 短期的利益よりも長期的成長を重視してきた？
- 短期的利益よりも雇用を重視してきた？

◆ 企業統治を強化すると、

- 短期指向の株主に長期指向の経営者が振り回される？
- ROE指向で長期的な成長が犠牲になる？

◆ 企業統治改革は米国の株主至上主義の追随だ？

◆ 四半期開示を強化すると、

- 経営者が短期指向になる？



ほぼ根拠なし！

◆ 日本企業の構造的な経営課題の解決

- サラリーマン共同体至上主義の「ムラの空気のガバナンス」から徹底的に脱却(≒あえてKYな社外取の重要性)
- 鍵はトップ人事の客観化、透明化(≒OBガバナンスの排除)、社外目(≒社外取の目)の有効活用

◆ 企業価値に関わる認識、基本的な価値観の共有

- 株主至上主義ではなく、ステークホルダー重視(社外取は全ステークホルダーの共通利益を代表)
- 今日現在の株主価値ではなく、長期持続的な企業価値向上を図る

◆ 投資家(特に機関投資家)の建設的対話の担い手力を抜本的向上

- 「最適」ROEの達成圧力を通じて、企業の「選択と集中」と産業の再編を促す
- 資本市場による成長期待圧力によってリスクテイクとイノベーションへの挑戦を促す
- 長期的な資本生産性の向上を促す側の改革の徹底≒スチュワードシップ・コードの改訂、強化による「バカの二つ覚え」投資家からの脱却
- 資本市場による成長期待圧力によってリスクテイクとイノベーションへの挑戦を促す
- 本質的な企業価値の長期的向上に関わる事項の開示充実(四半期開示については簡素化と四半期業績予測の原則廃止程度をやればOK)

Lの成長戦略の根本課題：地域経済の基幹産業たるサービス産業、農林水産業の労働生産性と賃金を大幅に押し上げること

- ◆ アベノミクス効果で需給ギャップが急速に解消し、従来からの生産労働人口減少による供給制約要因が特にLの経済圏、雇用の80%を占める世界で問題になる中、そこでの労働参加数の拡大と労働生産性上昇(≒持続的賃金上昇)こそが、ローカルアベノミクスの本丸

テーマ

「新陳」と「代謝」の同時促進による労働生産性と賃金の上昇

- ①スマートな(賢い)レギュレーションで、地域社会との共生力と、イノベーションによる労働生産性向上力(付加価値up力、業務効率性up力)とを両立できる事業者、起業家を後押し
 - ✓ 緩和すべき規制(ex. 既得権保護型の参入主体規制等)
 - ✓ 強化すべき規制(ex. 最低賃金制度、労働・安全監督等)
 - ✓ 新たなガバナンスモデル(非営利ホールディングス型)の導入⇒公共性の高い産業の集約化・統合化を推進
- ②コンパクトシティ化で地域の消費密度を高める
⇒「密度の経済性」に支配される地域のサービス業務(公共サービスを含む)の効率化
- ③職業訓練やジョブ型正社員化促進等でサービス産業従事者の潜在生産性向上と就労支援を進める
- ④穏やかな退出・集約化政策とスマート・レギュレーションで、地域経済に生産性と安定雇用と賃金の同時上昇を達成する。
 - ⇒労働生産性(≒実質賃金)を高めて欧米先進国並みに
 - ⇒集約化・統合化で域内に規律ある寡占的安定を形成
 - ⇒高労働生産性(≒高賃金)かつイノベーション力のある企業へ事業と雇用を集約

挑戦課題

経営共創基盤

100%出資

みちのり
ホールディングス

みちのりグループ

100%出資

92%出資

福島交通
グループ

茨城交通
グループ

岩手県北バス
グループ

関東自動車
グループ

会津バス
グループ

湘南モノレール

- 福島交通
- 福交整備
- 福島交通観光
- フクコーアド
- 福交保険サービス

- 茨城交通
- ひたちなか海浜鉄道
(49%出資、持分法適用会社)

- 岩手県北自動車
- 岩手県北観光
- 浄土ヶ浜パークホテル
- 宮古エコカーシェアリング

- 関東自動車
- 関東自動車整備
- 関東バス旅行社

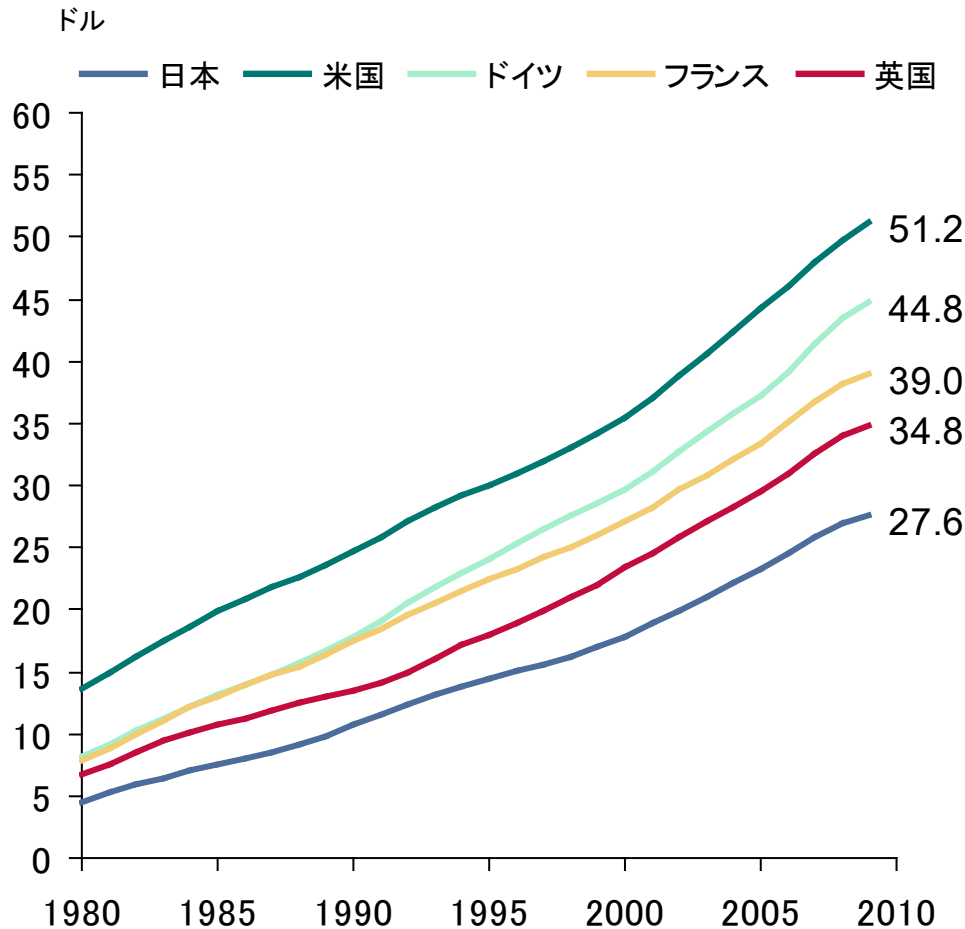
- 会津乗合自動車
- 会津トラベルサービス
- ATS保険サービス
- あいづスタッフ

	福島交通 グループ	茨城交通 グループ	岩手県北バス グループ	関東自動車 グループ	会津バス グループ	湘南モノレール	合計
従業員数	902人	782人	507人	837人	458人	103人	3,589人
車両数(バス)	545台	436台	221台	424台	203台		1,829台
車両数(他)	6編成14両(鉄道)	7台(タクシー)	1隻(遊覧船)		111台(タクシー)	7編成21両(鉄道)	

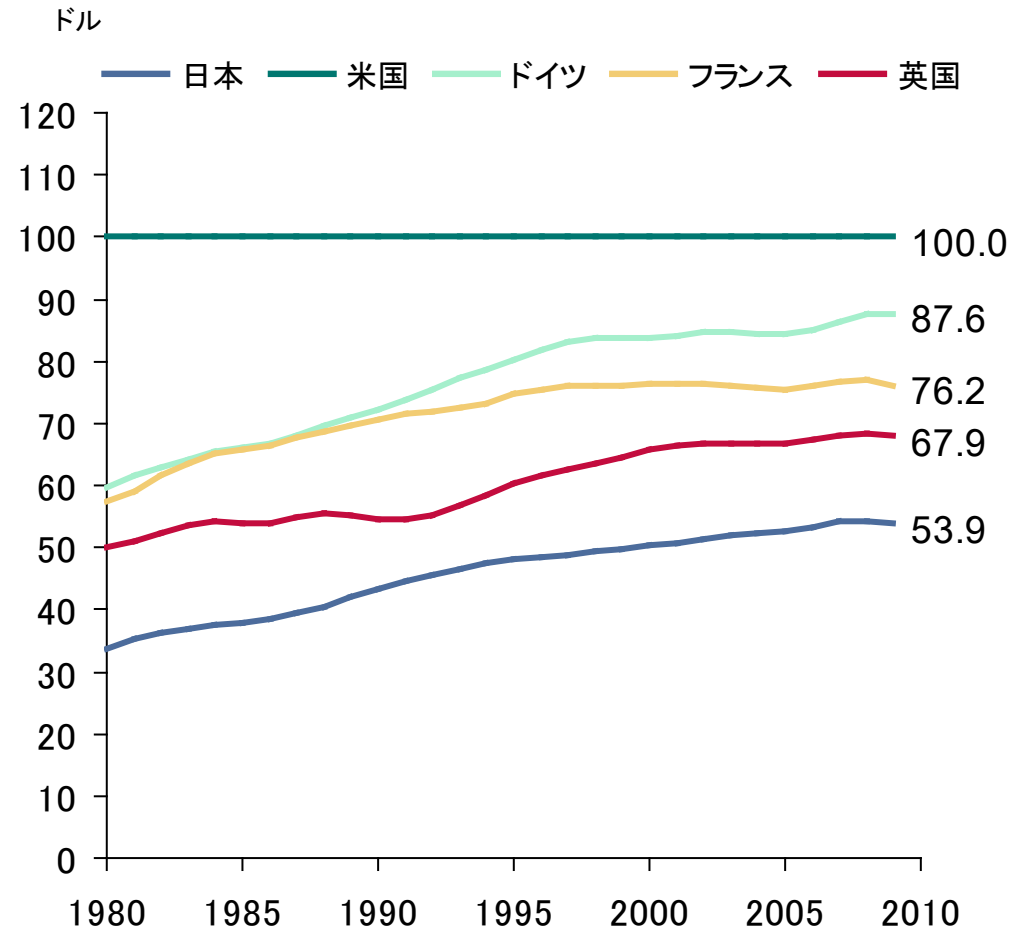
非製造業の労働生産性の国際比較

◆ 日本の生産性は、米国の5割程度にとどまっており、欧米諸国(独、仏、英)と比較しても低水準となっている

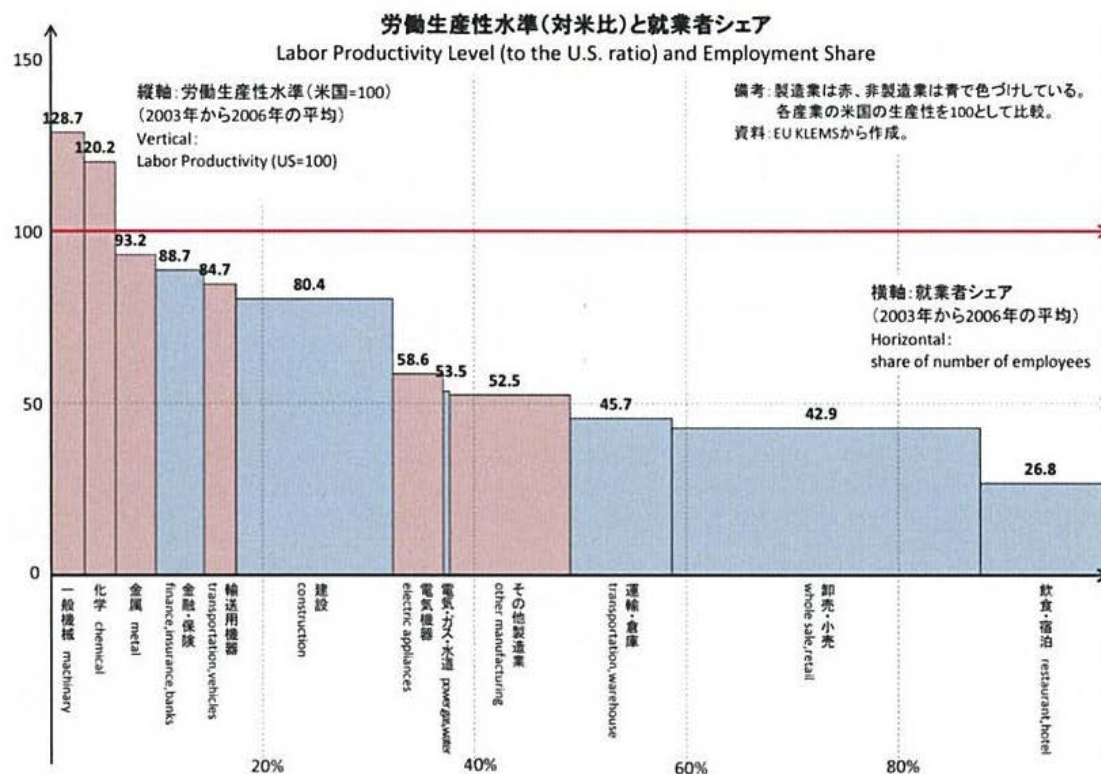
労働生産性水準(1980~2010年)



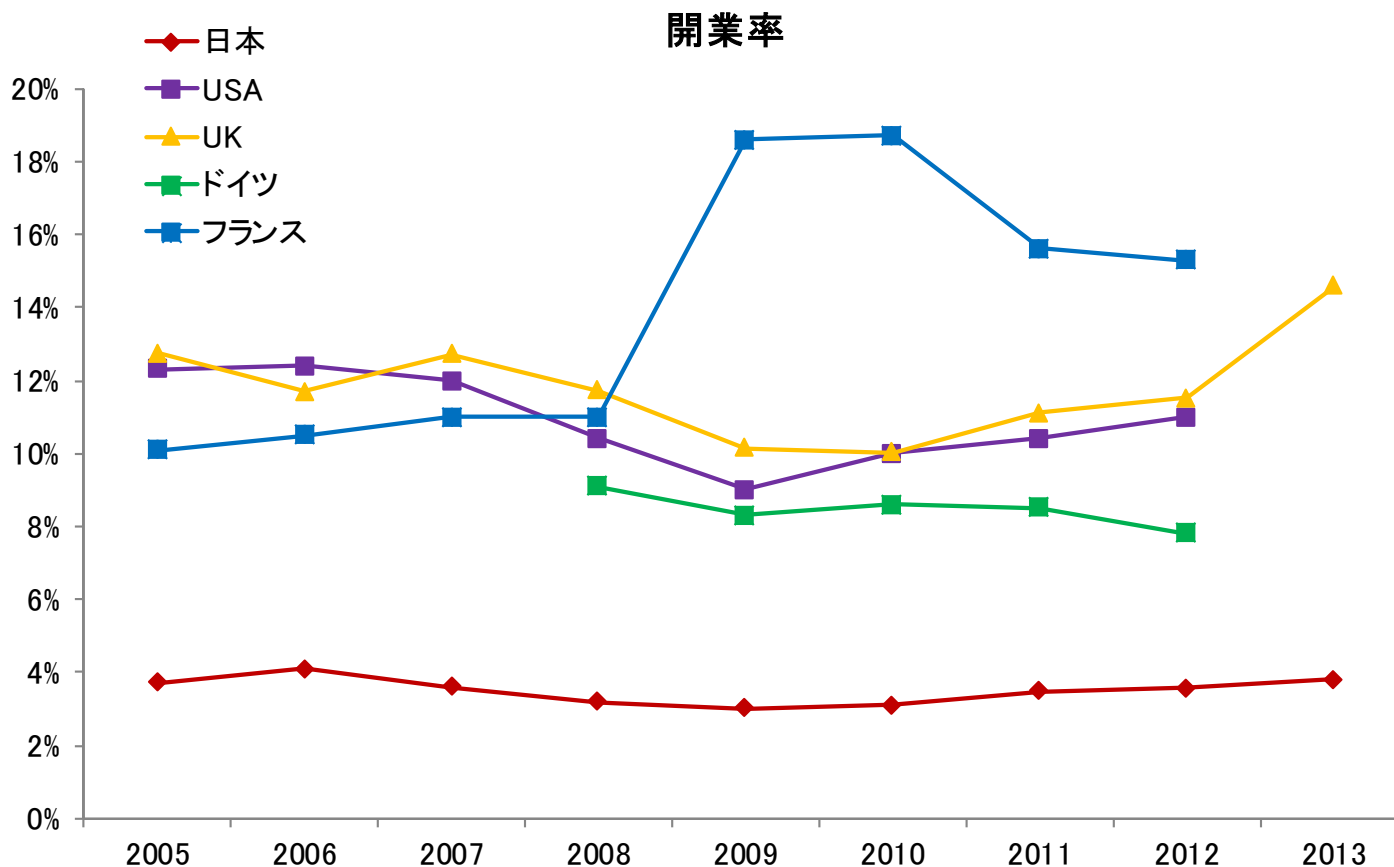
労働生産性対米比(1980~2010年)



労働生産性水準(対米日)と就業者シェア



主要国の開業率国際比較



出所：日本：法務省登記統計、国税庁「国税庁統計年報書」より算出

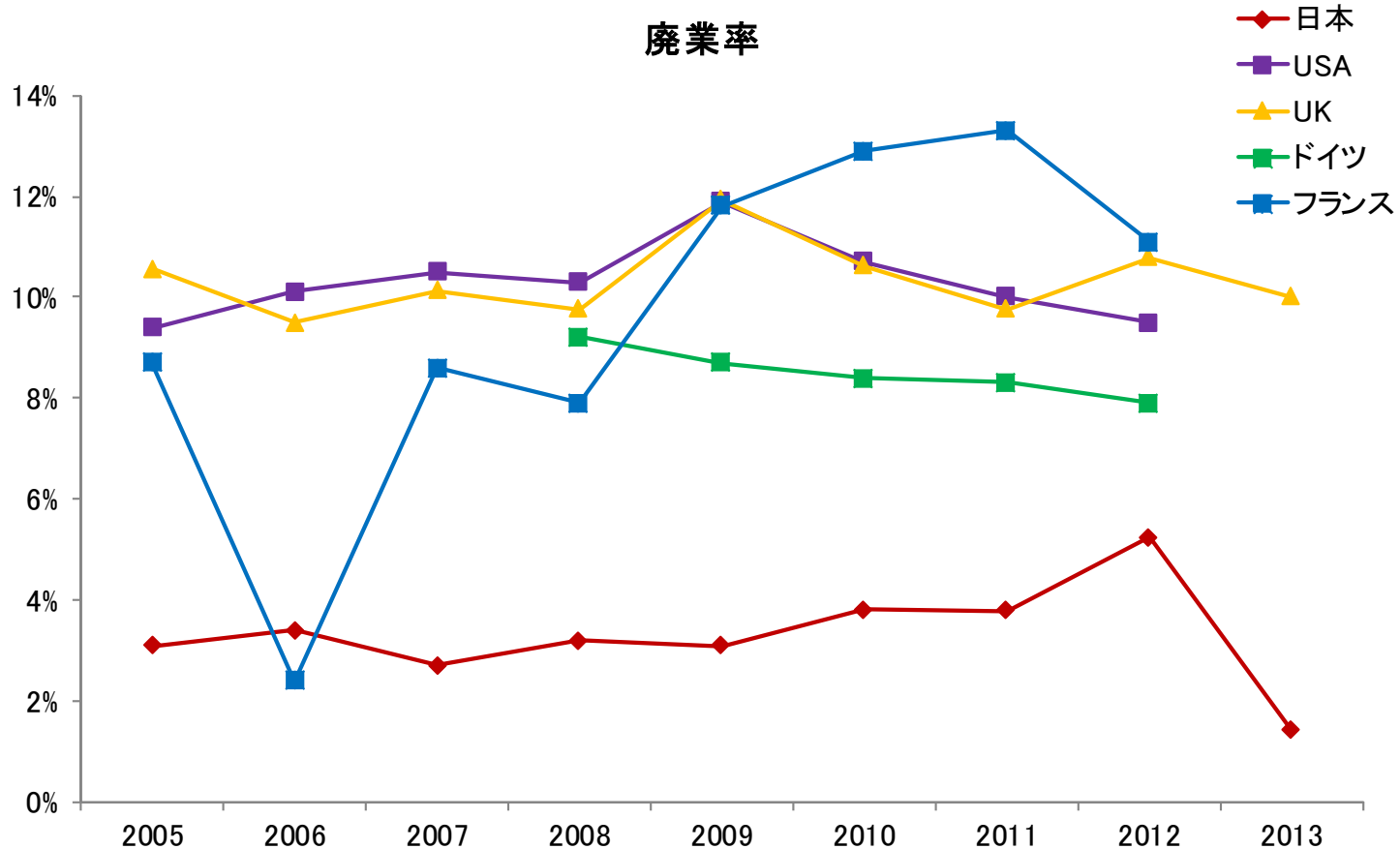
アメリカ：U.S. Business Dynamics Statistics

イギリス：Office for National Statistics「Business Demography」

ドイツ：Statistisches Bundesamt

フランス：2014年中小企業白書

主要国の廃業率国際比較



出所：日本：法務省登記統計、国税庁「国税庁統計年報書」より算出

アメリカ：U.S. Business Dynamics Statistics

イギリス：Office for National Statistics「Business Demography」

ドイツ：Statistisches Bundesamt

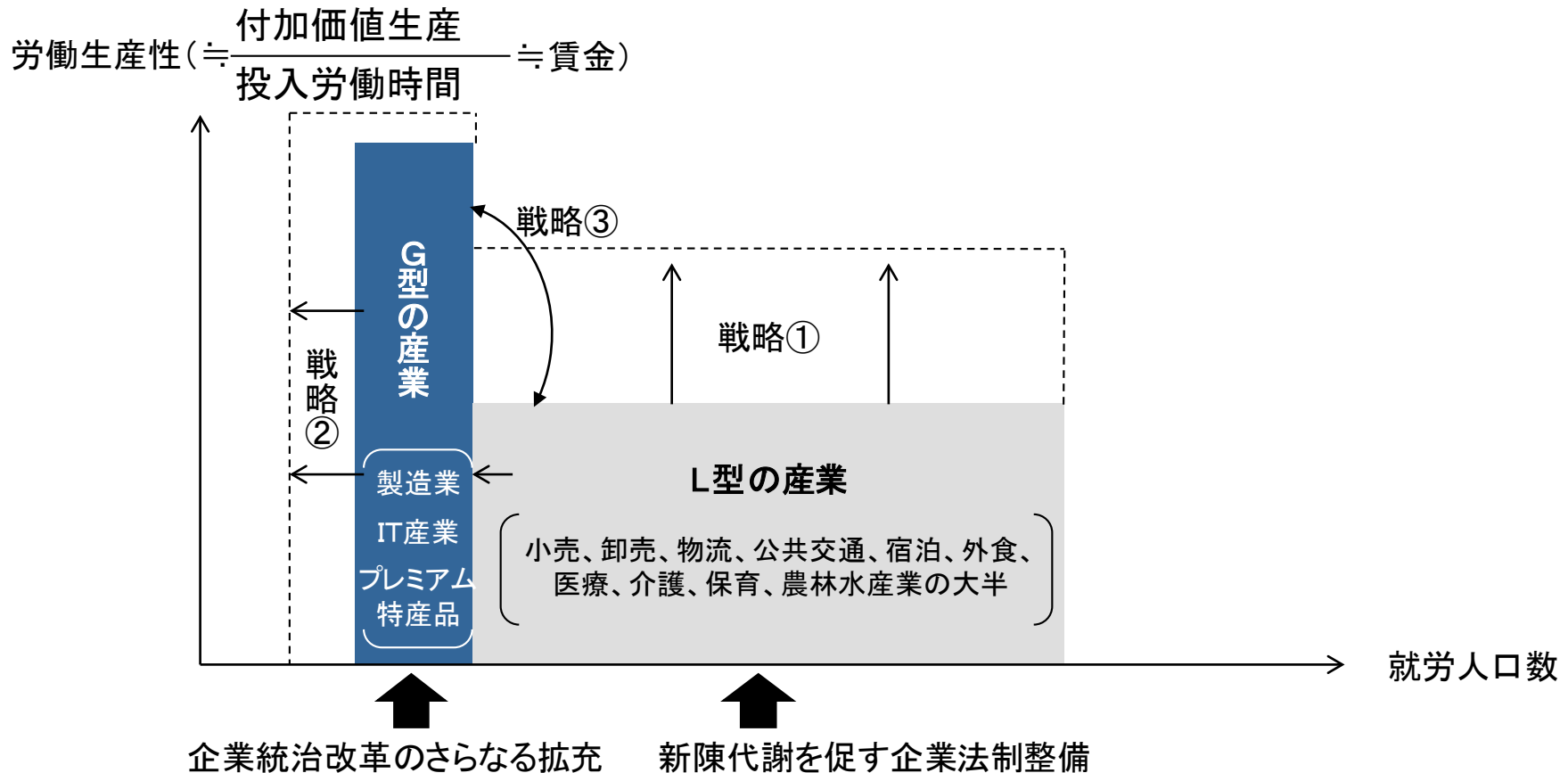
フランス：2014年中小企業白書

GとLの成長戦略の枠組

戦略① L型産業の労働生産性と賃金向上(サービス産業、農林水産業の高付加価値化and/or業務効率改善)

戦略② G型産業の拡大(グローバル大企業の地方誘致、「隠れたチャンピオン」企業育成、プレミアム特産品の育成等)

戦略③ GとLのシナジー追求(G→L: 訪日観光客の地方への取り込み、L→G: 地域で生まれた新サービス、新商品、ベンチャー企業のグローバル展開、G&L: AI, IoT, BD革命の果実でイノベーション実現)



Lの世界の企業法制・税制のテーマ(例)

- ◆ 個人保証のさらなる制限
- ◆ 転廃業促進に関わる補助金
 - 第二創業促進補助金に「廃業」も加える
- ◆ オーナー企業の株式相続課税の労働生産性、賃金水準基準による税率緩和
- ◆ 銀行法の規制緩和
 - 「廃業」も単独出資を認める特定子会社に追加する(主体要件を緩和し単独保有期間に2年間ほどの制限を入れる)
- ◆ ベンチャー・キャピタルの投資契約書における、ベンチャー・キャピタルからベンチャー企業や経営者に対する株式買取請求条項の禁止

ご清聴ありがとうございました
