

**変貌する日本の企業統治をいかに理解するか：
株式所有構造と社外取締役を中心として**

宮島英昭(早稲田大学)

1. 2つの焦点

銀行危機の発生、経済成長の低迷、IT 革命の進展などの外部環境が急激に変化する中で、メインバンク・株式相互持ち合い・内部者からなる取締役会によって特徴付けられた日本の企業統治は大きく変容した。本報告では、銀行危機以降に、わが国の企業統治に発生した変化のうち、とくに株式所有構造と取締役会の構成に焦点をあて、宮島（2011）と宮島・保田（2012）に基づきながら、この変化の決定要因と実体的なインパクトについて分析を加えたい。

第1の法人優位の株式所有構造の解体は、近年の企業統治における最大の変化の一つである。この変化に対して、外国人保有の増加が企業経営を近視眼的にしているといった批判が加えられる一方、逆に、この変化にもかかわらず、従業員主権と呼ばれる日本の企業統治に実質的な変化は生じていないという見方も根強い。ただ、いずれの主張も、正確な現状認識と所有構造の変化の影響に関する十分な分析に支えられているわけではない。

第2の取締役会の構造は、所有構造の劇的な変化とは対照的に、この10数年活発な議論が展開され、幾たびか制度変更が試みられたにもかかわらず変化は著しく緩慢である。そこに、会社法改正案の中心として社外取締役の義務化が大きな争点となる理由があるが、義務化の可否の検討のためには、銀行危機以降、日本企業の取締役会がいかなる要因によって、どの程度変化したのかを正確に理解することが不可欠である。

2. 所有構造のシフト・決定要因・企業パフォーマンス

報告では、所有構造の変化とその企業行動・パフォーマンスとの関係を分析する。この点については、機関投資家の増加がExitとVoiceを通じて、企業経営に対して規律付け効果を果たしているという積極的見方と、機関投資家の増加とパフォーマンスとの正の相関は、収益の高い企業に機関投資家が投資したか、その銘柄選択のバイアスが一部の企業の株価の上昇をもたらした（需要ショック）ためであり、その関係は外見上のみにとどまるという否定的な見方の2つが対立している。この点を念頭において次の諸点を検討する。

- 1) 1990年以降の所有構造の事実を様式化する。インサイダー（法人）優位から、アウトサイダー（機関投資家）優位へのシフトが生じたこと、しかしこの変化は、上場企業で均等に進んだわけではなく、時価総額の大きな企業に限定されていること等を強調する。
- 2) 機関投資家の銘柄選択に関する推計結果を紹介する。海外機関投資家の銘柄選択が、ホームバイアスと呼ばれる要因（規模・流動性・海外売上比率）に一貫して規定され

ていること、2000年代初頭から国内機関投資家が親会社・顧客からの独立性を高め、内外の機関投資家の投資行動の差が縮小したことを指摘する。

- 3) 機関投資家の増加と企業パフォーマンスとの関係について、内生性や同時性の問題を考慮した推計結果を紹介し、先の2つの見方のうちいずれの妥当性が高いかに関する我々の見方を提示する。

3. 社外取締役の選択

いま一つの検討課題は、社外取締役の選任の決定要因の問題である。近年の経済分析は、社外取締役の本質的な機能を経営監督機能とアドバイス機能に求めた上で、そうした機能をもつ取締役会の構成がいかなる要因によって決定されるかを解明した（Harris and Raviv 2008）。本報告では、こうした理論的成果に基づく我々の実証的成果を紹介し、現在の社外取締役義務化の論議に対する含意を提示する。

- 1) 取締役会の構成（規模と社外取締役比率）に関する基本的事実を整理する。
- 2) 日本企業の統治構造を念頭において、取締役会の選択に関するモデルとその推計結果を紹介する。
- 3) 会社法改正に対する実証分析からの含意を提示する。ポイントは、アウトサイダーの保有比率の上昇した企業では、「最適な」取締役の選択が自発的に進展している反面、インサイダー保有比率の高い企業では、経営者の私的利益の維持のために、社外取締役の選任が遅れている可能性が高いという点にある。従って、後者の均衡から脱するために、制度的措置が必要という含意が引き出される。

参考文献：

宮島英昭編著『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社。

宮島英昭・保田隆明（2012）「変貌する日本企業の所有構造をいかに理解するか：内外機関投資家の銘柄選択の分析を中心として」金融庁金融研究センターDP、
<http://www.fsa.go.jp/frtc/seika/23.html#11>。

Harris, M., and A. Raviv (2008) “A Theory of Board Control and Size,” *Review of Financial Studies*. Vol. 21, pp. 1797-1832.

【略歴】

早稲田大学 商学学術院教授、早稲田大学高等研究所所長、立教大学経済学部卒業、東京大学大学院経済学研究科博士課程単位取得修了、早稲田大学商学博士。東京大学社会科学研究所助手、ハーバード大学ライシャワー研究所客員研究員などを経て現職。RIETI ファカルティフェロー。研究テーマは、日本経済論、企業統治。主な著作：『日本の企業統治』編著（東洋経済新報社 2011）、『企業統治分析のフロンティア』編著（日本評論社 2008）、『日本の M&A』編著（東洋経済新報社 2007）、『産業政策と企業統治の経済史』（有斐閣 2004）、Corporate Governance in Japan 共編著（Oxford University Press, 2007）他著書論文多数。