

共通論題

[コーポレート・ガバナンス改革の目的と成果]

『証券経済学会年報』第60号 2025年12月

概 要

佐 賀 卓 雄

日本証券経済研究所

1. 本共通論題の趣旨

最初に、主催校（南山大学）の川本真哉氏より趣旨説明があった。安倍政権が成長戦略の重点項目と位置付けたこともあり、コーポレート・ガバナンス（CG）改革は企業経営者にとって喫緊の課題となっている。

そもそも日本企業のCGの従来的特徴は如何なるもので、日本企業の成長にどのように関わってきたのであろうか。なぜ、変化が求められているのか。また、「攻めのCG」として成長戦略を構想することは妥当なのか。日本経済が長期にわたる低迷を続けている状況で、その活性化に向けた取組みの中でCG改革に対する関心が高まっている。

アベノミクス以降のCG改革（スチュワードシップとCGの2つのコード）の内容・目的・成果について検討し、理解を深めることが目的である。

2. 本共通論題の構成と報告の概要

森本 学氏（日本証券経済研究所）（特別講演①）は、CG改革の背景、意図、英米と比較してのその特徴、そしてその評価と持続可能性について報告した。最初に背景と意図について整理した。バブル崩壊後の不良債権処理、金融再生プログラムの策定、構造改革（規制緩和、民営化）の過程で、日本の経営の変化に対する適応性の限界が指摘され、様々な制度の見直しが行われた。英米では企業不祥事を契機に、内部統制システムの導入やCG改革が進められてきたが、日本ではそのような事例が影響を与えた面はあったものの、どちらかといえば成長戦略としてCG改革が進められた。低収益、不採算部門の淘汰が進まないのは、株主及び市場の監視が効果的に行われていないからで、日本経済再興のためには外部の目（社外取締役）や機関投資家によるコミットメントを強化すべきであ

るとされた。

従って、スチュワードシップ・コード（2014年）、CGコード（2015年）とも、機関投資家または株主との対話を強調し、市場による経営の規律付けを企図している。

この結果、社外取締役の導入、政策保有株の縮減などが進んだが、低ROEや、設備投資、研究開発投資の低い水準には大幅な改善がみられていない。従って、スタートアップの育成、M&A、高付加価値分野での雇用の増加など、他の政策との組み合わせが必要であると評価した。

宮島英昭氏（早稲田大学）（特別講演②）も、日本企業は資本効率の向上と社会の持続的成長の実現という2つの課題の両立を意識して、それを可能にする所有構造・企業統治システムの設計を追求してきたと評価する。

この間の改革の進展を、取締役会改革（社外取締役の導入、委員会設置会社などの機関設計など）、報酬制度、外部ガバナンスの変化（持合解消、アクティビストの台頭）、自社株買いの増加など、について実証的に検討した。そして、それについて進展はみられるものの、意図したような成長や収益率の向上には結びついていないことを示した。さらに、2008年の金融危機、20年のパンデミック以降、英米はステークホルダー・モデルへの傾斜を強めているのに対して、日本ではESGに対する取組みで大幅に遅れている他、企業目的の再考などについても関心が低いことを指摘した。

3. パネリストからのコメント

伊藤彰敏氏（南山大学）（パネリスト①）は、機関投資家アクティビズムと環境（E）・社会（S）との

関連の観点から、大手運用会社と投資先企業との関係を問題にする。ネットワーク分析に基づき、国内の大手運用会社は投資先企業と多面的な関係を形成している可能性が高いためスチュワードシップ・コードが謳うような建設的な対話は困難ではないか。また、「攻めのガバナンス」によって経済成長が取り戻せるのかという問題を提起した。

前者の問題については、実証分析に基づき、機関投資家のサブコミュニティの形成により、銀行系運用会社が他の運用会社とサブコミュニティを形成することによって議決権行使を強化する傾向があることを明らかにした。また、後者の問題については、森本報告でも指摘されているように、2つのコードの成果と限界を踏まえて、スタートアップの育成など他の政策による補完が試みられている。

坂東洋行氏（名古屋学院大学）（パネリスト②）は、法律論の観点から、2つのコードの性格を検討する。CGコードにしろスチュワードシップ・コードにしろ、閣議決定に基づく内閣府の指示に根拠を置いており、「官邸の意向」による経済戦略の一環としての性格を持っている。金融庁と東京証券取引所を事務局とする有識者会議において基本的な考え方を取りまとめられ、後者が上場規程として策定している。イギリスでもアメリカでも財務基準策定団体（FRC）や機関投資家グループが中心となって策定している。両国ではいざれも企業不祥事を契機にコードの策定が行われており、不祥事の再発防止、経営の健全性の回復を目的とした性格が強い。これに対して、日本ではバブル崩壊後の経済政策の一環として両コードが構想された（いわゆる「攻めのガバナンス」）ことが大きな特徴である。

その結果は、社外取締役の導入が定着し、役員報酬が高額化する一方、社外取締役の独立性の基準は金融商品取引所が定めているものの、それを踏まえて上場会社が独自基準を定めることができる。具体的に、三菱UFJフィナンシャル・グループの社外取締役の構成、および伊藤邦雄一橋名誉教授の6社の取締役兼任を取り上げ、その監視機能の実効性に疑問を提起した。また、インベストメント・チェーンの各プレイヤーには既に業法が詳細に規定されているので、重複的にスチュワードシップ・コードを課すことは不要ではないかと指摘した。

4. 議論

杉山佳子氏（東北学院大学）から宮島報告に対して、政策保有（持合）株の戦略的な活用、M&Aなどを好んで株価が上昇しているケースもあり、資本の効率的活用を求めてきた海外投資家も支持していると理解してよいのか、という質問があった。

山下知晃氏（福井県立大学）から森本、宮島両氏に対して、そもそも、何故、ここまでないと日本企業は変わらなかったのか、また、目 篤氏（わかもと製薬）からも、両氏に対して、各企業のCGコード報告書の内容は似通っていて、戦略的に個性を欠いていることの反映ではないか、という質問があった。

水口雅夫氏（九州産業大学）から、CG改革がバブル崩壊後の経済低迷からの解決策として位置付けられたものの、それから30年以上経ち、経済政策はデフレ脱却および貨上げの方向に向かっているのではないかという問題提起があった。

これらの質問に対して、両報告者はおおむね肯定的に回答した。

報告者のCG改革の背景および経緯についての整理からも、日本のCG改革は成長戦略の一環と位置付けられていた（いわゆる「攻めのガバナンス」）。しかし、英米は企業スキャンダルの露見を契機にCG改革が進められてきた。内部統制システムの構築の義務付けも、歴史的にはCG改革に先行しているが、同様の背景を持っている。

そもそも、CG改革の柱の一つである社外独立取締役の導入と企業収益性との関連については、アメリカの実証研究は押しなべてネガティブな結果を示している。報告者およびパネリストの共通の理解として、日本でのロジックは、それまでの持合いによる閉鎖的な株式保有を解消し外部の目によるモニタリングを強化することによって、収益性の向上を図るというものであった。株式保有構造、取締役会の役割などについて日米では違いがあるため、社外取締役の導入や各種委員会制度だけを取り出してCG改革の評価を行うことは不十分であるという批判を免れないが、それでもこれまでの実証研究に対してもっと注意を向ける必要があるのではないか。

いずれにしろ、欧米と日本のCG改革の背景の違いがCG改革の評価にも影響しているように思われる。つまり、日本ではCG改革が企業パフォーマンスの向上に結びつかないため、その後、政策の焦点がROEの向上、スタートアップの育成などの成長戦略に移行

している。これに対して、英米ではリーマン・ショックを契機に、多数の独立社外取締役のチェック機能の不全が問題視された。特に、シャドーバンクと呼ばれる非銀行金融機関はサブプライム・モーゲッジ担保証券などの引受や投資にともなう過大なリスクテイクによって破綻に追い込まれたが、これらの商品について十分な知識を持たない独立社外取締役の役割について疑問が提起された。

また、歴史的には前後するが、2001年のエンロン破綻の際にも、会長およびCEO以外、すべて社外取締役から構成される取締役会は不正会計処理を見抜くこ

とができず、社員の内部告発によって露見したという事実がある（この事件を契機に制定されたサーベンス・オクスレー（SOX）法によって「独立性」の要件が厳しくなった）。

これらの現実を踏まえるならば、企業改革は内部統制システムの構築に加えて、独立社外取締役と機関投資家の外部からのモニタリング（CG、スチュワードシップ）が総合的に効果を発揮できるような体制の構築が必要であり、それを基盤にパフォーマンスの向上に向けた取組みが求められることになろう。

（2024.9.14第96回全国大会）