

## 〔論 文〕

コーポレート・ガバナンスの視点から見た  
日本の金融システム改革

——「日本版ビッグバン」から20年の道程を考える（その2）——

王 凌

## 論文要旨

本論文は、コーポレート・ガバナンスの視点から、日本の金融システム改革における新たな展開を考察するものである。本論文の目的は、日本型コーポレート・ガバナンスの特徴を明らかにしたうえで、それがどのように変化してきたか、なぜそのような変化が生じたかなどを検討することによって、日本企業のコーポレート・ガバナンスの今後の方向性及び日本の金融システムの変容についての理解を深めることである。

## Abstract

This paper examines recent developments in the reform of Japan's financial system from the perspective of corporate governance. By providing a general description of the characteristics of corporate governance in the Japanese context and exploring how and why it has changed, this paper attempts to improve our understanding of the future direction of corporate governance as exercised by Japanese companies, as well as the transformation of the Japanese financial system.

## I はじめに

株式会社制度は、資本主義経済の根幹をなすものであると言っても過言ではないであろう。法律上、株式会社の所有者は出資者である株主である。株主は保有株式数に比例して株式会社の経営に参加できる権利（経営参加権）を持っており、株主総会に出席し、企業経営に関する重要事項について議決権行使を通じて、経営の意思決定に関与することができる。

株式会社制度に関する最も基本的な問題の一つとして、コーポレート・ガバナンス (Corporate Governance) を挙げることができる。国によってコーポレート・ガバナンスのあり方は異なり、どのようなコーポレート・ガバナンスの仕組みが望ましいか、社会的・文化的条件を超越する普遍的なコーポレート・ガバナンスのモデルが存在するか否か、などについて、未だに統一した見解は得られていない。

株主の力が強いと言われている英米型コーポレート・ガバナンスでは、株主利益を最大化するように株主が経営者を規律付けることが強調されている。後に論じるように、従来の日本型コーポレート・ガバナンスでは、このような企業経営における企業経営陣と株主間の緊張感があまりなかった。しかしながら、「日本版ビッグバン」以降、日本企業の資金調達や資本構成に大きな変化が見られ、従来の日本型コーポレート・ガバナンスを支えていた条件が次第に崩れ始めた。とりわけ近年における政府主導の

コーポレート・ガバナンス改革は、日本企業のコーポレート・ガバナンスのあり方に大きな影響を与えている。

王(2017b)は家計の資産形成に焦点を当てて「日本版ビッグバン」以降の日本の金融システム改革について論じているが、本論文は企業のコーポレート・ガバナンスという別の視点から、「日本版ビッグバン」から20年間の金融システム改革を考察する。本論文の目的は、従来の日本型コーポレート・ガバナンスの特徴を明らかにしたうえで、それがどのように変化してきたか、なぜそのような変化が生じたかなどを検討することによって、日本企業のコーポレート・ガバナンスの今後の方向性及び日本の金融システムの変容についての理解を深めることである。

本論文は以下のように構成されている。第Ⅱ節では、従来の日本型コーポレート・ガバナンスを概観し、その特徴を筆者なりに解釈する。第Ⅲ節では、「日本版ビッグバン」以降における日本企業の資本構成の変化について検討し、従来の日本型コーポレート・ガバナンスが変化してきた背景を明らかにする。第Ⅳ節では、近年におけるコーポレート・ガバナンス改革の最新の動向について考察する。最後に、第Ⅴ節では、本論文の議論をまとめる。

## Ⅱ 従来の日本型コーポレート・ガバナンス

日本では、株式会社を単に出資者である株主のものであると捉えるのではなく、長期的関係に立脚して広範囲の利害関係者(ステークホルダー)からなる連合体と捉える傾向が強い<sup>1)</sup>。そのため、日本企業に関する研究や日本企業を含む国際比較研究においては、従来の日本型コーポレート・ガバナンスを、企業経営に関わる種々の利害関係者(経営者、従業員、取引先、取引銀行、株主など)の行動を制御し調整する諸制度からなるシステムと理解するものが多い(例えば、青木, 1995; Kojima, 1997)<sup>2)</sup>。また、青木・奥野(1996)の表現を借りれば、そのシステム内部では、諸制度は相互補完的になっていると言える。

例えば、日本企業のコーポレート・ガバナンスを有機的に把握するためには、金融的側面と労働(雇用的側面の相互補完性を考慮に入れることが重要であることは、先行研究によって示唆されている(Aoki, 1989; 星, 2002)。この意味から言えば、日本企業のコーポレート・ガバナンスは、日本の金融システムや雇用システムなどに深く関わっている。従業員持株制度や経営者の内部昇進制度は、金融的側面と労働的側面の相互補完性を示す具体例と言えるであろう。

日本では、従業員が持株会を通じて自社の株式を保有する従業員持株制度が広く普及している。現在では、上場企業の約9割が従業員持株制度を実施している(竹澤, 2018)。その結果、企業には従業員株主が多い。従業員持株制度の導入目的としては、よく挙げられるのが、福利厚生増進の一環としての従業員の資産形成への支援や、自社株の保有により企業との利益の共同意識の醸成、従業員の勤労意欲・経営参加意識の向上、企業に対する長期的なコミットメントを持つ従業員の育成などである。しかしな

1) 宮本(1990)は、明治維新以降、株式会社制度が急速に発展・普及したと指摘している。具体的には、アメリカのナショナル・バンキング・アクト(National Banking Act)に範をとった国立銀行条例の制定(1872年)、西南戦争後のインフレにおける企業設立ブーム、松方デフレにおける企業淘汰、松方デフレ終息後の企業勃興ブームなどを経て、1890年代には鉄道・紡績・銀行・保険・電灯などの近代移植産業分野で株式会社制度が定着した。

2) 岡崎(1994)は、日本におけるコーポレート・ガバナンスの変遷を、戦前、戦時中、戦後という3つの時期に分けて歴史的に分析している。その分析によると、戦前日本におけるコーポレート・ガバナンスの構造は古典的株主主権に近い性格を持っていたが、1937年に日中戦争が開始されると、株主によるコーポレート・ガバナンスの仕組みに多くの制限が加えられ、コーポレート・ガバナンスにおける株主の地位と役割が大きく後退し、銀行や従業員の地位と役割はその反面で増大した。そして、戦後復興期の諸改革(例えば、1945年労働組合法の制定、財閥解体など)は、戦時期に進展していたコーポレート・ガバナンス構造の変化をさらに加速させた。

がら、1960年代に、資本自由化に伴う外資の日本企業乗っ取りが頻繁に行われるであろうとの危惧から株主安定化策・企業防衛策の一環として講じられたという本制度の沿革を考えると、安定株主の確保や乗っ取り防止などの目的も否定できない(道野, 1997; 大湾・加藤・宮島, 2016)<sup>3)</sup>。

また、新卒採用・終身雇用・年功序列の日本的雇用慣行のもとで、社長などの経営トップはプロの経営者を外部から招聘する形ではなく、内部昇進の形を取っているため、内部昇進者が取締役会を構成することになっていた。生え抜きの内部昇進した経営トップは長期間に渡ってリーダーとなれる資質や能力を備えたと判断された人材であり、企業理念をよく理解し長期的視点に立った経営を行うことに有利であると思われるからである。しかしながら、そのため均質的になりがちな取締役会の構成が企業経営に対する株主の監視・監督及び経営者を規律づけるメカニズムの有効性を制約する要因になっている。例えば、経営トップが不適格だった場合に、株主の圧力ではなく、社内の圧力や合意によって経営陣が交代することは多い。また、必ずしも適正と言えないような経営活動が継続してしまう企業風土を作り出すことにもなる。

長期安定的な取引関係を強化するため、企業と金融機関、企業同士が相互に株式を持ち合うことによる安定株主化も、従来の日本型コーポレート・ガバナンスの大きな特徴の一つと言われている。宮島・新田(2011)は、株式持ち合いが中心となったインサイダー保有比率(都銀・地銀等、生損保、その他金融機関、事業法人等の保有比率合計)が、1960年代の中頃から急上昇し、1970年代の半ばには55%を超えた後、1990年まで漸増傾向を示しながら安定的に推移したことを指摘している。

従業員持株制度においても、株式の持ち合いにおいても、株式保有のインセンティブは、投資収益の最大化ではなく、長期安定的な雇用関係・取引関係の維持及び促進であると言ってもよいであろう。このような株式の安定保有の背後には、保有先企業の経営に株主として関与しない、また、敵対的買収者に保有株式を売却しないという、暗黙の合意及び相互の信頼関係がある。結局、企業内部もしくは企業間ネットワーク内部で安定株主を確保することにより、外部の株主の声を遮断してきたのである。

特筆すべきことは、企業に対する株主や資本市場による監視・監督が十分ではない状況の中で、企業への監視・監督は、主に企業に資金を貸し付けている特定の銀行が担ってきたことである。戦後の長年にわたる間接金融中心の金融構造などにより、銀行が債権者として企業に対して強い支配力を持っていた。特に、企業の「メインバンク」(企業が主に取引する銀行のことで、企業に最も多額の融資をする取引銀行を指すことが多い)は、企業の株式を保有し、役員を派遣して企業の経営活動や資金の出入りなどを日常的に監視し、企業が経営危機に陥った際には負債のリファイナンス(追加融資や金利免除あるいは債権放棄などの金融支援策)を講じ、企業を救済する場合も多い<sup>4)</sup>。

株主よりも従業員や取引先との関係の重視、株式持ち合い、高い安定保有株式比率、内部昇進者中心の取締役会、メインバンクを中心とする債権者が持つ強い発言力など、相互に補完関係にある諸要素に代表される日本型コーポレート・ガバナンスのもとでは、雇用、経営、会社支配の安定化が図られ、経営者が中長期的な視点から経営を行うことができたと言われている。他方、株主や資本市場による企業経営への監視・監督は必要ではなかったし、株主がガバナンス主体として意識されることも少なかった。そ

3) 1967(昭和42)年5月17日、外資企業からの買収防衛策を検討していた外資審議会専門委員会が、乗っ取り防止対策について、「従業員に自社株式を保有させることは、従業員の福祉増進に寄与するとともに、安定株主としての効果を期待することができる」と答申した(「資料Ⅱ・外資審議会専門委員会報告=昭和四十二年五月十七日=」、『ジュリスト』1967年7月15日号, No. 375, p. 47)。

4) メインバンク制度に関する包括的な研究として、Aoki and Patrick(1994)、藪下(1995、第5章～第7章)などを挙げる事ができる。王・古川(2007)は、企業とメインバンクとの長期継続的な取引関係を一種の自己強化メカニズム(self-reinforcement mechanism)として捉えている。

の結果, Gibson (1998) が指摘しているように, 従来の日本型コーポレート・ガバナンスにおいては株主がサイレント・パートナー (物言わぬ株主) になることが多く, 本来株主 (特に機関投資家) が果たすべき監視機能が大きく制約され, 資本市場による企業経営の規律付け機能も十分に作用しなかった。

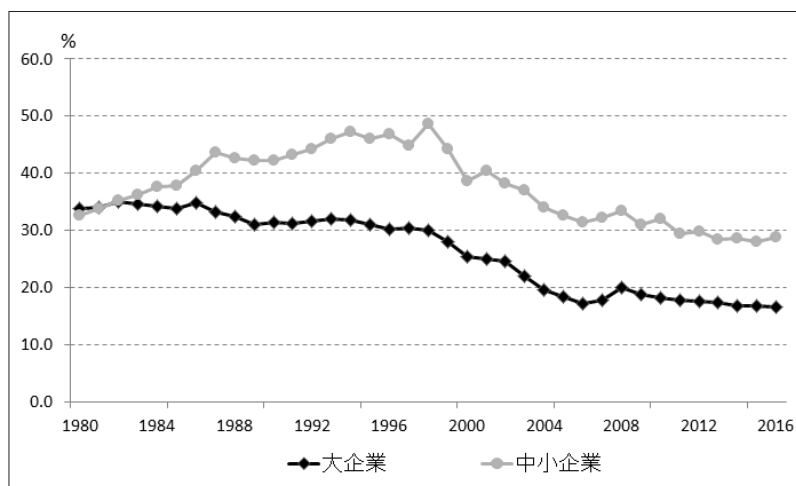
### Ⅲ 「日本版ビッグバン」以降における日本企業の資本構成の変化

コーポレート・ガバナンスは企業の資金調達と密接に関連している。Shleifer and Vishny (1997) は, コーポレート・ガバナンスを「株式会社の資金提供者 (suppliers of finance to corporations) がいかにして投資リターンを確保するか」と定義している。「日本版ビッグバン」に伴い, 日本における金融の自由化・国際化が加速してきた。王 (2017b) では, 「日本版ビッグバン」の本質について, 金融システムにおける直接金融・資本市場の役割拡大及び機能強化を意図した改革であると分析している。企業の資金調達においては, 「日本版ビッグバン」による規制緩和・資本市場改革 (例えば, 金融の参入規制緩和, 金融機関の業務分野規制緩和, 金融商品の価格規制緩和など) は, 銀行借入以外の資金調達手段の利用に対する制約を緩め, 企業の資金調達手段の多様化をもたらし, 企業の資本構成に大きな影響を与えてきた。本節では, 企業の負債と株式に着目して, 「日本版ビッグバン」以降における日本企業の資本構成の変化について検討する。

#### 1. 金融機関借入れの変化

図表1は企業規模別 (大企業・中小企業) の資金調達の長期的な変化を表したものである。1990年代後半以降, 大企業においても中小企業においても, 金融機関借入金比率が低下している傾向が見られる。1990年代後半から始まった「日本版ビッグバン」は, 資本市場を通じた資金調達をより容易にしたため,

図表1 企業規模別金融機関借入金比率の長期推移



注) 1. 資本金1億円以上の企業を大企業, 資本金1億円未満の企業を中小企業とした。

2. 金融機関借入金比率 = (短期金融機関借入金 + 長期金融機関借入金) / 総資産出所) 財務省「法人企業統計年報」より作成。

金融機関借入金比率のこのような大きな低下をもたらした一因であると言えよう<sup>5)</sup>。

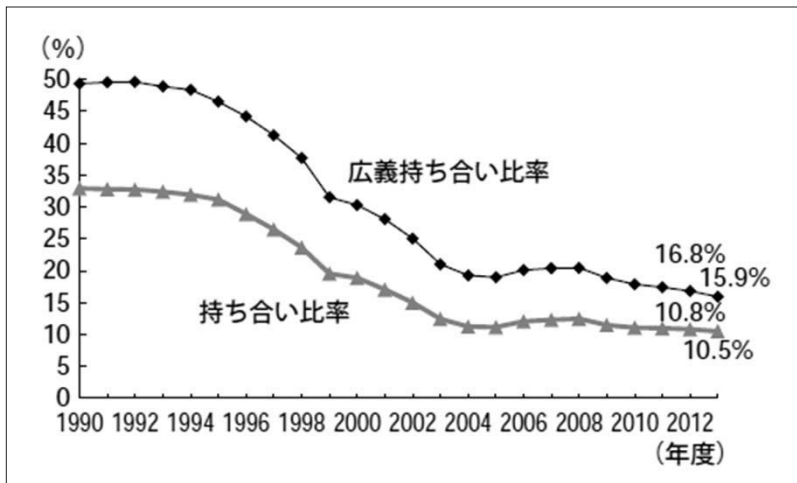
企業（特に大企業）の資金調達における金融機関借入の重要性は相対的に低下し、資本市場を通じた資金調達が拡大する傾向を見せていることは、従来までの企業と資金提供者との力関係に変化をもたらし、コーポレート・ガバナンスに重要な影響を及ぼしている<sup>6)</sup>。

## 2. 株式保有構造の変化

### 1) 株式相互持ち合いの解消

第Ⅱ節で述べたように、日本では、これまで金融機関や取引先と株式を持ち合う企業が多かったため、たとえ企業改革の提案がなされても、受け入れられる余地が少なかった。ところが、1990年代のバブル崩壊後、株価が長期低迷し、持ち合い株は損失を抱えてしまった。特に、1990年代後半以降、「日本版ビクトバン」の一環として実施した会計制度改革（時価会計等の導入）を背景に、株式保有リスクが高まった。株価の下落が経営に与えるリスクを抑えるため、1990年代以降（特に1990年代後半以降）、金融機関や企業は持ち合いの解消（持ち合い株の売却）を進めてきた（図表2）。

図表2 株式持ち合いの長期推移



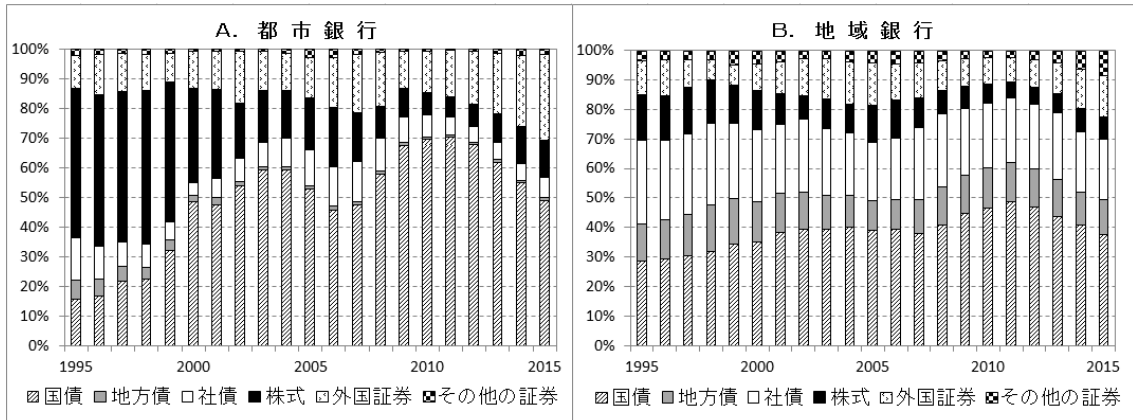
- 注) 1. 持ち合い比率は、上場会社（ただし、上場保険会社を除く）が保有する他の上場会社株（時価ベース）の、市場全体の時価総額に対する比率（ただし、子会社、関連会社株式を除く）。  
 2. 広義持ち合い比率は、持ち合い比率に保険会社の保有比率を加えたもの。  
 3. 13年度については、使用するデータの開示状況の関係で、事業法人や一部金融機関の株式保有額の集計が終了していないため、それらの保有比率に関しては過去の傾向などをもとに算定した推計値を用いている。よって、「株式持ち合い比率」は速報値としている。

出所) 西山 (2014)。

5) 1990年代後半から2000年代初めにかけて金融機関借入金比率が大きく低下した要因として、過剰債務の整理による企業の負債圧縮、銀行の不良債権処理、1997年～1998年の金融危機なども挙げることができるであろう。

6) 企業の資金調達における銀行借入から資本市場を通じた資金調達手段へのシフトは、単線的に直接金融が間接金融に代替していることを意味しない。近年の市場型間接金融の進展も、資本市場を通じた資金調達の拡大の重要な側面であると考えられる（王, 2017a）。

図表3 銀行業態別有価証券構成の長期推移



注) 地域銀行の数値は、地方銀行と第二地方銀行の計数を合算したものである。

出所) 日本銀行公表データより作成。

「日本版ビッグバン」以降、株式持ち合いの解消が大きく進展したことは、銀行の有価証券構成(図表3)を見ても確認できる。図表3から、1990年代後半以降、銀行業態を問わず、株式保有比率が徐々に小さくなっていること、とりわけその傾向は都市銀行において顕著であることが分かる<sup>7)</sup>。

## 2) 海外投資家の保有比率の増加

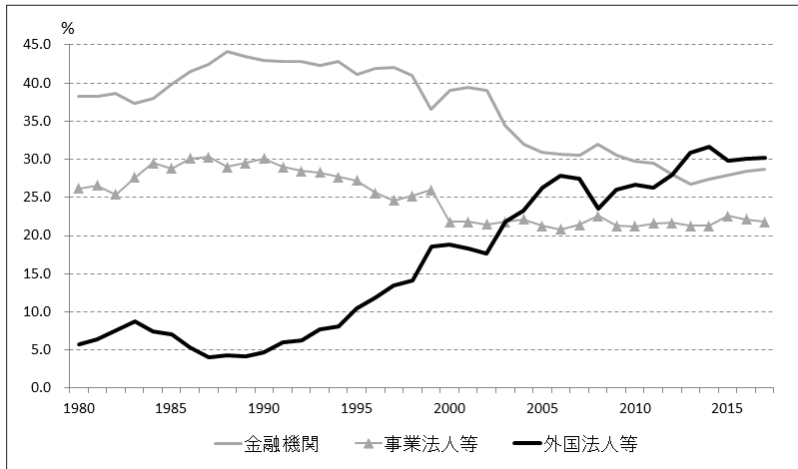
日本企業の株式所有構造のもう一つ注目に値する変化は、株式持ち合いの解消などにより、従来の安定株主として存在してきた金融機関や取引先企業の安定保有比率が大きく低下したのに対して、外国人投資家の保有比率が持続的に上昇したことである。図表4は、主要投資部門別株式保有比率の長期推移を示している。1980年代まで5%程度にとどまっていた外国人投資家の保有比率は、90年代に入ると一貫して上昇を続けており、2004年度には事業法人等の保有比率を超え、2013年度には従来持ち株比率トップだった金融機関の保有比率を上回り、2014年度には32%に達した。すなわち、従来企業経営に圧倒的な影響力を有していた金融機関に代わり、外国人投資家が近年の日本株式市場における最大の投資部門となった。

外国人投資家には、株主の立場で企業に経営改革を求め、経営に積極的にかかわる「物言う株主」(activist shareholders)が多い<sup>8)</sup>。物言う株主が株主としての権利を行使し、企業の経営陣に対して厳しい姿勢で改革を迫る目的は、企業の資本効率の引き上げや業績改善を株価の上昇につなげ、または、企業の手元資金の有効活用や増配・自社株買いなど株主還元策の強化によって、自分の投資収益を高めようとするところにある。

7) その背景として、銀行はBIS規制(国際決済銀行の自己資本比率規制)達成のため、リスク資産である株式の保有見直しを行ったことも指摘できるであろう。

8) 「物言う株主」は現代的な現象ではなく、世界初の株式会社であるオランダ東インド会社にまでさかのぼることができる。物言う株主の歴史については、Beniot(2015)を参照されたい。日本経済新聞(2015)によると、2015年9月15日時点で、物言う株主とされる投資ファンドによる株式保有比率が5%を超える日本の上場企業は181社であり、2014年からの1年で27社増加した。投資先のうち、手元資金が有利子負債より多い「実質無借金」の企業の割合は全体の6割強に上がり、PBR(株価純資産倍率)が1倍を割り込む企業も多く、業績や財務内容に照らして割安な銘柄が買われているとされている。また、日本経済新聞(2018)によると、企業の経営に影響を及ぼす狙いがある「重要提案行為」を目的に物言う株主が株を大量保有するケースが2017年は103件と08年以來9年ぶりの高水準になった。

図表4 主要投資部門別株式保有比率の長期推移



注) 1. 金融機関は、都銀・地銀等、信託銀行、生命保険会社、損害保険会社、その他の金融機関を含む。  
 2. 2004年以降、ジャスダック銘柄を含む。  
 出所) 東京証券取引所「株式分布状況調査」より作成。

以上のように、1990年代後半以降、企業の銀行借入に対する依存度の低下、企業の株式所有構造の変化などを背景として、従来の日本型コーポレート・ガバナンスを支えていた条件が次第に崩れ、株主が企業経営に以前よりも影響力を持つようになってきた。

#### IV 近年のコーポレート・ガバナンス改革及びその特徴

第Ⅲ節の考察から分かるように、「日本版ビッグバン」は、株主によるガバナンスが徐々に意識されるようになってきたことに大きく寄与していた。実は、「日本版ビッグバン」以降も、株主（特に機関投資家）・資本市場がコーポレート・ガバナンスにより積極的に関与するための施策が進められている。本節では、近年の日本における政府主導のコーポレート・ガバナンス改革について考察し、その特徴を探ることとする。

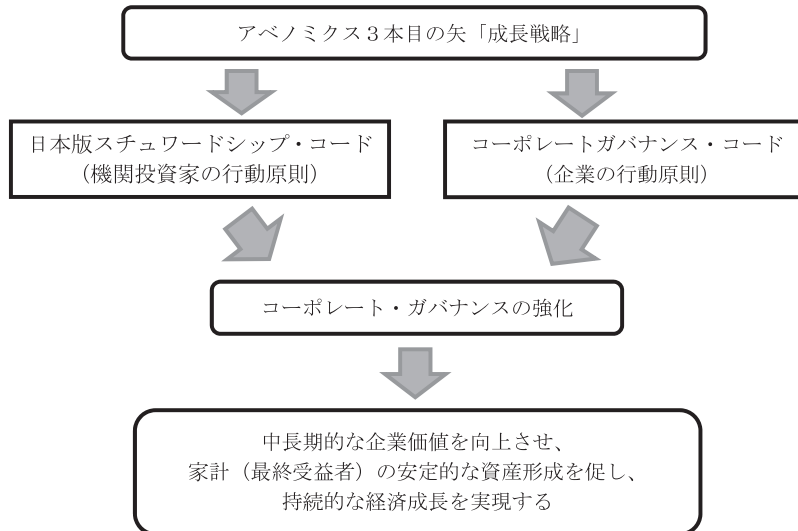
##### 1. 近年のコーポレート・ガバナンス改革

コーポレート・ガバナンス改革はアベノミクスの3本目の矢である「民間投資を喚起する成長戦略」を構成する構造改革の内容の一つである。コーポレート・ガバナンスの見直し・強化を図る目的は、大きく言えば、二つある。一つは、経済活動の主役である企業の持続的な成長・中長期的な企業価値の向上を促進し、日本経済全体の成長力を高めることである。もう一つは、より多くの投資家を資本市場に引き込み、資本市場の活性化及び国民の資産形成を促進することである。

近年、「JPX日経インデックス400」の公表開始(2014年1月)<sup>9)</sup>、「日本版スチュワードシップ・コー

9) JPX日経インデックス400は、日本取引所グループとその傘下の東京証券取引所及び日本経済新聞社が共同で開発した新しい株価指数である。東京証券取引所に上場している企業の中から選出した「投資家にとって投資魅力の高い会社」(例えば、過去3年間のROEと営業利益が高い会社、独立した社外取締役を選任した会社など)400社で構成されている。

図表5 コーポレート・ガバナンス改革のイメージ図



ド」の公表（2014年2月）<sup>10)</sup>、会社法改正による社外取締役の設置促進（2014年6月）、ROE（株主資本利益率）8%という最低ラインの公表（2014年8月）<sup>11)</sup>、「コーポレートガバナンス・コード」の適用（2015年6月）<sup>12)</sup>、「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」（CGSガイドライン）の策定（2017年3月）、「日本版スチュワードシップ・コード」の改訂（2017年5月）、「コーポレートガバナンス・コード」の改訂（2018年6月）など、その具体策は次々に打ち出されている。

とりわけ、機関投資家が果たすべき役割をまとめた「日本版スチュワードシップ・コード」及び上場企業が遵守すべき行動規範を示した「コーポレートガバナンス・コード」は、コーポレート・ガバナンスの強化を実現するための「車の両輪」をなし、株主と企業との間での建設的な対話を実現し、ひいては中長期的な企業価値の向上を促進するものだとされている（図表5）<sup>13)</sup>。

「日本版スチュワードシップ・コード」は、投資先企業の持続的成長に資する議決権行使の方針を策定

- 10) 「スチュワード (steward)」とは財産管理人（もともと中世の英国で荘園領主に雇われてその土地を管理する者を指す）のことで、「スチュワードシップ (stewardship)」は預かった資産を責任を持って管理運用するという意味である。「スチュワードシップ・コード (Stewardship Code)」は機関投資家に求めた行動規範であり、英国はその発祥の地である。同国では、2008年に起きた世界金融危機の発生原因の一つとして、大手金融機関のガバナンスの欠如、しかもそのガバナンス欠如に対して機関投資家が適切に監視すべき責任を果たさなかったことが指摘された。その認識及び反省を背景として、英国において2010年に「スチュワードシップ・コード」が制定されたのである。
- 11) 株主資本を活用していかに効率的に利益を上げたかを表すROEは、日本企業では約8%と米国の半分以下である（奥・高橋・渡部、2018）。日本企業の収益性向上を促すために、経済産業省が中心となって進めた「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトの最終報告書では、「8%を上回るROEを最低ラインとし、より高い水準を目指すべき」と具体的な目標を設定した。
- 12) コーポレートガバナンス・コードも、スチュワードシップ・コードと同じく、本家は英国である。1992年に、経営者が従業員年金資金を流用する事件をきっかけとして策定された。現行の英国のコーポレートガバナンス・コードは、2010年に導入されたものである。
- 13) 両コードともに法的拘束力はないが、「コンプライ・オア・エクスプレイン (Comply or Explain)」という原則に基づき、コードに従う (comply) か、さもなければ従わない理由を説明する (explain) ことが求められる。

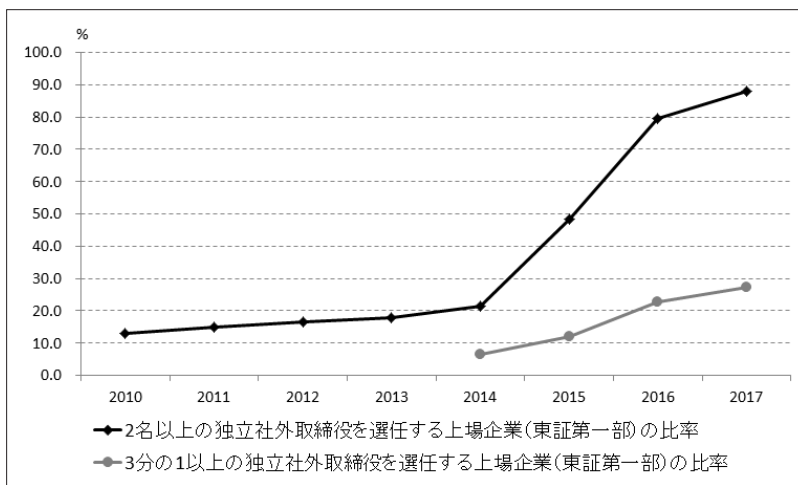


すること、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を行うこと<sup>14)</sup>、すべての保有株式について議決権を行使するよう努めること、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容などを踏まえた議決権行使を行うことなどを機関投資家に求めている<sup>15)</sup>。これまで日本の機関投資家は「物言わぬ株主」と言われてきたこともあるが、「日本版スチュワードシップ・コード」により、機関投資家は、物言わぬ株主からの転換、投資先企業への積極的な働きかけ、ガバナンスにおける株主の責任ある役割を果たすことを求められている。2018年4月時点で、227社の機関投資家が「日本版スチュワードシップ・コード」を受け入れることを表明している。

一方の「コーポレートガバナンス・コード」は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うこと、株主がその権利を適切に行行使することができる環境の整備を行うこと、独立社外取締役を有効に活用することなどを各上場会社に求めている。<sup>16)</sup>

特筆に値するのが、政府が株式持ち合いの解消・抑制を後押ししていることである。例えば、2014年に公表された「日本再生ビジョン」(自由民主党・日本経済再生本部, 2014)では、株式持ち合いについて「株式持ち合いや銀行など金融機関などによる株式保有は、長らく我が国における企業経営から緊張感を奪い、産業の新陳代謝が停滞する一因となってきた」(p. 15)と批判し、「株式の持ち合いは、合理的理由がない限り、極力縮小するべきである」(p. 19)との方針を明確に打ち出した。また、2018年に改訂された「コーポレートガバナンス・コード」(東京証券取引所, 2018)では、「上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである」(p. 6)としており、株式を持ち合う方針を明確にすることを上場会社に対して

図表6 独立社外取締役を選任する上場企業の比率



出所) 東京証券取引所 (2017) より作成。

14) 「目的を持った対話」とは、「中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話」を指す(日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会, 2014, p. 7)。

15) 「日本版スチュワードシップ・コード」の具体的内容については、日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(2014)、スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(2017)を参照されたい。

16) 「コーポレートガバナンス・コード」の具体的内容については、コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議(2015)、東京証券取引所(2018)を参照されたい。

これまで以上に強く求めている。

最近、これら一連のコーポレート・ガバナンス改革による変化が日本企業に見られ始めている。例えば、図表6が示しているように、「コーポレートガバナンス・コード」が導入された以降、独立社外取締役を選任する上場企業の比率が増えている。また、日本経済新聞(2017)によると、2016年度の国内上場企業の株式持ち合い比率は9.9%(保険会社除く、速報値)と、過去最低水準となった。

## 2. 近年のコーポレート・ガバナンス改革の特徴

近年、日本で進められてきたコーポレート・ガバナンス改革においては、「中長期」が重要なキーワードとなっている。「日本版スチュワードシップ・コード」や「コーポレートガバナンス・コード」の制定・改訂などを通じて「中長期的」な企業価値の向上を図ろうとする動きが見られる。例えば、「日本版スチュワードシップ・コード」においては、スチュワードシップ責任を「機関投資家が、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任」(日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会, 2014, p. 2)と捉えたうえ、「機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、そ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ることが重要である」(Ibid., p. 9)としている。また、コーポレートガバナンス・コードにおいては、「本コードは市場における短期主義的な投資行動の強まりを懸念する声が聞かれる中、中長期の投資を促す効果をもたらすことをも期待している」と書かれており、中長期保有の株主が「市場の短期主義化が懸念される昨今においても、会社にとって重要なパートナーになりうる存在である」と認識されている(コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議, 2015, p. 3)。

実は、この動きは、資本市場のショートターミズム(short-termism)の是正・抑制という近年の国際的な動向と一致していると言える。

ショートターミズムとは、一般には、長期的な成果や価値創造・向上を犠牲にして短期的利益を追求する行動をとる志向を指す。ショートターミズム問題は古くから指摘されてきた(例えば、Keynes, 1936, 第12章を参照)。近年、世界の主要な株式市場における平均株式保有期間は短期化する傾向(売買回転率が上昇)にあり、特に、日米英の株式保有期間は過去数十年間にわたり劇的に短縮化したとされている(経済産業政策局企業会計室, 2014, p. 70)。高速売買インフラ(例えば、高頻度取引などのアルゴリズム取引の普及<sup>17)</sup>)や企業四半期業績への過度な注目、株主第一主義などが、投資家や企業経営者の短期志向化を助長していると言われている(Barton, 2011; Rappaport, 2011)。

具体的には、例えば、Graham, Harvey and Rajgopal(2005)では、アメリカの上場企業の財務担当者(CFO)400人以上に対するインタビュー調査を行い、(1)四半期の収益目標を達成するためには、被調査者の79.9%が「研究開発、広告、メンテナンスなど、裁量的な支出を削減する」と、55.3%が「企業価値が犠牲になっても、新規投資プロジェクトを延期する」と回答し、(2)78%が短期収益の振れを抑えるために、企業価値を犠牲にすると回答し、(3)41%が将来収益の正味現在価値(NPV)がプラスと見込める投資プロジェクトであっても、その投資によって四半期収益に関する市場アナリストのコンセンサス予

17) アルゴリズム取引(Algorithmic Trading)とは、コンピューターシステムが株価や出来高などに応じて、自動的に株式売買注文のタイミングや数量を決めて注文を繰り返す取引のことである。高頻度取引(HFT: High Frequency Trading)は、アルゴリズム取引の一種で、一般的に「自動化されたアルゴリズムに従い、極めて高速・高頻度で短期間の小口売買を繰り返す取引手法」とされている。ポジション保有期間が極めて短く、翌日まで持ち越すことは少ないという特徴を持っている(中山・藤井, 2013)。

想が未達成になってしまうのであれば、その投資プロジェクトを実施しないと答えた、などの結果を得ている。

こうした状況に対して、2008年の金融危機を契機として、投資家や企業のショートターミズムの是正・抑制は国際的な議論になっている。例えば、アメリカでは2009年9月に、政策研究で有名なアスペン研究所が“Overcoming Short-Termism”（「ショートターミズムを克服して」）という長期的な視野に基づく経済活動を展開する提言を発表した（Aspen Institute, 2009）。英国では2012年7月に、資本市場におけるショートターミズムが企業の意思決定や投資行動などに悪影響をもたらしているとの報告書（Kay Review：「ケイ報告書」<sup>18)</sup>）が公表された（Kay, 2012）。

そもそも投資家と企業の時間軸は本質的に異なる。何故なら、資本市場において投資家が投資ポートフォリオを入れ替えるのは短期間でできるのに対して、ゴーイングコンサーン（going concern）のもとで持続的成長を目的とした企業の投資プロジェクトには何年、何十年もの時間が必要となる。企業のそうした投資はすぐに成果が得られるわけではなく、費用が先行するため、四半期あるいは一年といった短期的な業績には負の影響を及ぼすこととなる。足元の業績動向を過剰に意識し、短期的経営に陥れば、中長期的競争力・企業価値の源泉であるイノベーションに向けた投資は行われにくくなる。また、瞬時のキャピタル・ゲインを得ようとしている投資家、例えば、1日に売買を繰り返すデイ・トレーダーまたはコンピューターシステムが自動的に高速売買を繰り返すような投資ファンドが、権利付最終売買日時点で株式を保有していたことが、必ずしもその企業の中長期での成長を真剣に考えていることを意味するとは言えないであろう。さらに、株主が短期的な投資収益を高めるために、企業に対して過大なリスクを取ってでも投資をするよう求め、または設備投資を犠牲にしてまで株主還元を増加するよう迫るような行動は、企業の中長期的価値の創造を損なうであろう。

## V おわりに

われわれがコーポレート・ガバナンスについて考える際に、いくつか重要な視点がある。例えば、誰が主としてコーポレート・ガバナンスを担っているのか、誰がモニタリング・コストを負担するのか、さらにモニタリング・コストを負担することによるメリットを誰がどのような形で享受するのかなどである。国によって、経済制度、社会制度、文化意識などが異なるため、それらの答えが違ってくる。

英米型コーポレート・ガバナンスにおいては、株主がコーポレート・ガバナンスを担う主体として、モニタリング・コストを負担し、それによるメリットを株価の上昇や株主還元などによって享受する。それに対して、従来の日本型コーポレート・ガバナンスにおいては、本論文で述べた通り、株主によるコーポレート・ガバナンスがうまく機能してこなかった。そもそも株式の持ち合いや物言わぬ株主は、純粋に資本の論理から考えれば、株主が自ら資本の提供者としての意思表示・権限行使を否定するという「自己矛盾」的な現象であると言ってもよいであろう。しかしながら、この背後にある日本型資本主義の特徴に注目すべきである。会社法において株主の権利や株主ガバナンスの仕組みが明確に規定されて

18) 「ケイ報告書」の正式名称は“The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making”（「英国株式市場と長期的意思決定に関するケイ報告書」）である。2011年6月に、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス（LSE）のジョン・ケイ（John Kay）教授が、英国ビジネス・イノベーション・職業技能省（BIS: Department for Business, Innovation and Skills）からの要請により、英国株式市場の構造的問題及びそれが英国上場企業の長期パフォーマンスやコーポレート・ガバナンスに与えた影響について調査・分析を行った報告書である。同報告書は、英国国内だけでなく、国際的にも注目されている。「ケイ報告書」の意義については、北川・林（2014）を参照されたい。

いるにもかかわらず、株主がガバナンス主体として意識されることは少なく、終身雇用制度や内部昇進制度などにより「会社は従業員のものである」という意識が社会的に広く認識されていた。また、メインバンクを中心とする債権者の発言力が強く、株主の代りにメインバンクがコーポレート・ガバナンスの主体として機能してきた。

シェアード(1997)は、アメリカのような、不特定多数の投資家が主体となって参加するコーポレート・ガバナンスを「オープン型」、日本のような、企業と長期継続的な取引関係のある金融機関や取引先企業など限られた特定の利害関係者によって担われるコーポレート・ガバナンスを「インサイダー型」と分類した。同書は、オープン型のコーポレート・ガバナンスが法律や契約関係、自己責任に立脚して成立しているのに対して、インサイダー型のコーポレート・ガバナンスは長期安定的関係、相互信頼に立脚しており、相手が機会主義的行動をとることがないという前提に基づいて成立しているという興味深い比較研究の結果を示し、コーポレート・ガバナンスが、経済のみならず、社会的・文化的な枠組みの中で機能するものであることを提起している。

「日本版ビッグバン」以降、特に近年のコーポレート・ガバナンス改革により、日本においても資本市場を通じたコーポレート・ガバナンスの重要性が着実に高まりつつあるように思われる。しかしながら、本論文で示したように、それは、株主利益の最大化より、日本の経営理念・取引慣行・社会通念に照らして、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を重視するといった特徴を有している。言い換えれば、中長期的な展望に基づいた企業・株主関係を構築することによって、英米型コーポレート・ガバナンスの特徴を従来の日本型コーポレート・ガバナンスに取り入れている。日本企業のコーポレート・ガバナンスの今後の方向性については、従来の日本型と英米型両者を融合した新たな日本型のコーポレート・ガバナンスが形成していく可能性が大きいであろう。勿論、この点について明確な証拠を得るためには、企業レベルのデータを用いて検討する必要がある、今後の研究によって明らかにされるべき重要課題であると言えよう。

### 参考文献

- 青木昌彦(1995)『経済システムの進化と多元性：比較制度分析序説』、東洋経済新報社。
- 青木昌彦・奥野正寛編(1996)『経済システムの比較制度分析』、東京大学出版社。
- 王 凌(2017a)「非伝統的金融政策と銀行の収益性：日本における市場型間接金融の進展をめぐる一考察」、『大銀協フォーラム研究助成論文集』(大阪銀行協会)、第21号、1-18ページ。
- 王 凌(2017b)「資産形成の視点から見た日本の金融システム改革—「日本版ビッグバン」から20年の道程を考える(その1)—」、『阪南論集(社会科学編)』(阪南大学学会)、第53巻第1号、71-90ページ。
- 王 凌・古川 顕(2007)「リレーションシップ・レンディング、ロック・イン効果と銀行のリファイナンス行動」、『甲南経済学論集』(甲南大学)、第48巻第1号、33-68ページ。
- 大湾秀雄・加藤隆夫・宮島英昭(2016)「従業員持株会が生産性、賃金、および企業業績に与える影響」、JPXワーキングペーパー(日本取引所グループ)、Vol. 12。
- 岡崎哲二(1994)「日本におけるコーポレート・ガバナンスの発展：歴史的パースペクティブ」、『金融研究』(日本銀行金融研究所)、第13巻第3号、59-95ページ。
- 奥 愛・高橋秀行・渡部恵吾(2018)「日本企業の現預金保有行動とその合理性の検証」、PRI Discussion Paper Series (No. 18A-05)、財務省財務総合政策研究所総務研究部。
- 北川哲雄・林順一(2014)「投資情報開示とインベストメント・チェーン〜ケイ報告書の意義」、『商学研究』(愛知学院大学)、第54巻第2・3号、155-178ページ。
- 金融庁(2017)「コーポレートガバナンス改革の進捗状況」、10月17日。
- 経済産業政策局企業会計室(2014)「『持続的成長への競争力とインセンティブ〜企業と投資家の望ましい関係構築〜』プロジェクト最終報告書」(伊藤レポート)、経済産業省、8月6日。
- コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議(2015)「コーポレートガバナンス・コード原案〜会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために〜」、3月5日。

Oct. 2018          コーポレート・ガバナンスの視点から見た日本の金融システム改革

- 自由民主党・日本経済再生本部 (2014)「日本再生ビジョン」, 5月23日。
- スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 (2017)「『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》」～投資と対話を通じて企業の持続的成長促すために～(改訂版), 5月29日。
- 竹澤康子 (2018)「従業員持株会制度と新たな日本版ESOP」, 『経済論集』(東洋大学), 第43巻第2号, 278-300ページ。
- 東京証券取引所 (2017)「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び委員会の設置状況」, 7月26日。
- 東京証券取引所 (2018)「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」(改訂版), 6月1日。
- 中山 興・藤井崇史 (2013)「株式市場における高速・高頻度取引の影響」, 『日銀レビュー (Bank of Japan Review)』(日本銀行), 2013-J-2。
- 西山賢吾 (2014)「緩やかな解消続く株式持ち合い」, 『野村週報』(野村証券), 第3429号, 7月14日。
- 日本経済新聞 (2015)「『モノ言う株主』が日本株買い増し 保有比率5%超, 181社に」, 日本経済新聞社, 9月16日。
- 日本経済新聞 (2017)「持ち合い比率, 過去最低の9.9%に 野村調べ」, 日本経済新聞社, 6月23日。
- 日本経済新聞 (2018)「物言う株主が再び攻勢 日本株取得, 9年ぶり高水準」, 日本経済新聞社, 1月20日。
- 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 (2014)「『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》」～投資と対話を通じて企業の持続的成長促すために～, 2月26日。
- ポール・シェアード (1997)『メインバンク資本主義の危機—ビッグバンで変わる日本型経営』, 東洋経済新報社。
- 星 岳雄 (2002)「日本型コーポレート・ガバナンス」, 『経済研究』(一橋大学), 第53巻第4号, 289-304ページ。
- 道野真弘 (1997)「従業員持株制度の問題点」, 『立命館法学』(立命館大学), 256号, 1552-1578ページ。
- 宮島英昭・新田敬祐 (2011)「株式所有構造の多様化とその帰結: 株式持ち合いの解消・『復活』と海外投資家の役割」, *RIETI Discussion Paper Series* 11-J-011, 独立行政法人経済産業研究所 (RIETI)。
- 宮本又郎 (1990)「産業化と会社制度の発展」, 『日本経済史4 産業化の時代 上』(西川俊作・阿部武司編), 岩波書店, 351-401ページ。
- 藪下史郎 (1997)『金融システムと情報の理論』, 東京大学出版会。
- Aoki, M. (1989) The nature of the Japanese firm as a nexus of employment and financial contracts: An overview. *Journal of the Japanese and International Economies*, 3 (4), pp. 345-366.
- Aoki, M. and Patrick, H. T. (1994) *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, New York: Oxford University Press.
- Aspen Institute (2009) Overcoming Short-Termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management. *Business & Society Program*, September 9.
- Barton, D. (2011) Capitalism for the long term. *Harvard Business Review*, March Issue.
- Beniot, D. (2015) Activists through the decades: From the 1600s to Carl Icahn. *The Wall Street Journal*, December 26.
- Gibson, M. S. (1998) “Big Bang” deregulation and Japanese corporate governance: A survey of the issues. *International Finance Discussion Papers*, No. 624, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., and Rajgopal, S. (2005) The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40 (1-3), pp. 3-73.
- Kay, J. (2012) The Kay Review of UK Equity Market and Long-Term Decision Making, Final Report, July.
- Keynes, J. M. (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan.
- Kojima, K. (1997) *Japanese Corporate Governance: An International Perspective*. Kobe: Kobe University (Kobe Economic & Business Research Series, No. 14).
- Rappaport, A. (2011) *Saving Capitalism from Short-Termism: How to Build Long-Term Value and Take Back Our Financial Future*, McGraw-Hill Education.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1997) A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52 (2), pp. 737-787.

(2018年7月12日掲載決定)