



RIETI Policy Discussion Paper Series 15-P-011

**企業統治制度改革の視点：  
ハイブリッドな構造のフィンチューニングと  
劣位の均衡からの脱出に向けて**

宮島 英昭  
経済産業研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所  
<http://www.rieti.go.jp/jp/>

企業統治制度改革の視点：  
ハイブリッドな構造のファインチューニングと劣位の均衡からの脱出に向けて<sup>1</sup>

宮島英昭

RIETI ファカルティフェロー / 早稲田大学商学大学院 / WIAS

要 旨

アベノミクスの一環として日本の企業統治を巡る議論が高まっている。企業統治の強化は、直接には企業の財務政策の改善、経営効率の向上をもたらし、これが対日投資の拡大を通じて、株式市場の活性化、資金調達の促進、M&Aの活発化などの好循環を引き出すと期待されている。独立取締役の導入を促進する改正会社法が成立し、機関投資家に投資先企業との積極的対話を求める日本版スチュワードシップ・コードが運用段階に入った。さらに、日本版コーポレートガバナンス・コードも6月から実施段階に入った。本稿の課題は、これまでの実証分析の成果を利用しながら、今後の企業統治構造改革における焦点を明示することにある。本稿では、まず、銀行危機以降の日本の企業統治構造の変化を国際比較の観点から整理し、統治構造改革における日本企業の課題が、従業員のコミットメントを促す制度を維持しつつ、株主の利益を引き上げるようにリバランスを図る点にあることを示す。次に、焦点となる企業統治の強化とパフォーマンスの関係について、内外の研究を概観する。特に、株式所有構造、企業統治制度、企業行動、企業パフォーマンスの相互関係が焦点である。最後に、現在の争点である、機関投資家の役割、株式相互持合いの規制、取締役会の機関設計（社外取締役の複数選任制）を中心に、今後の企業統治改革の方向について検討する。

キーワード：企業統治改革、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード、機関投資家、社外取締役、コミットメント

JEL classification: G23, G28, G32, G34, G38

RIETI ポリシー・ディスカッション・ペーパーは、RIETI の研究に関連して作成され、政策をめぐる議論にタイムリーに貢献することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、所属する組織及び（独）経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

<sup>1</sup> 本稿は、独立行政法人経済産業研究所（RIETI）におけるプロジェクト「企業統治分析のフロンティア：企業成長・価値創造と企業統治」の成果の一部である。本稿作成にあたっては、RIETI 内の研究会のメンバー各位との議論に多くを負っている。初期の本稿の内容は、（財）経営研究所、MPT フォーラムにおいて報告の機会を得た。基礎資料の作成には、本プロジェクトの RA・小川亮氏、早稲田大学大学院・吉田賢一氏の協力を得た。記して感謝申し上げる。本稿作成にあたっては、科学研究費基盤研究（A）22243029 の援助を得ている。また、本稿の記述の一部が暫定的な実証分析の成果に基づく点には留意されたい。本稿に関する照会は、miyajima@waseda.jp を利用されたい。

## エグゼクティブ・サマリー：

- (1) 日本の企業統治の進化については、英米型への収斂か、日本に固有の制度の持続かで対立が続いている。しかし、我々の理解では、近年の日本の上場企業の統治制度は、機関投資家による保有が支配的な反面、上場企業数の減少に直面する英・米とも、また上場企業が少ない反面、創業家による所有の集中度が高い大陸欧州とも異なった進化を示している。したがって、企業統治改革の課題は、従業員のコミットメントを維持しつつ、依然として十分に保護されているとはいえない、アウトサイダー株主の利害を保護する制度変化を促進することにある。そのための鍵は適切な所有構造と取締役会の機関設計にある。
- (2) 株式所有構造、企業統治制度、企業パフォーマンスの関係については、数多くの研究が蓄積されてきた。これまでの英・米企業や新興国企業を対象とした分析と、日本企業を対象とした分析を比較すると次の点が明らかである。
  - ✓ かつてインサイダー株主が支配的であった諸国（大陸欧州・新興国）では、機関投資家の増加は、企業統治制度の整備をもたらし、この点は日本にもある程度まであてはまる。
  - ✓ 日本企業の間でも、整備された企業統治制度は、リスクテイク、R&D 促進、配当性向の引き上げに関して有意な効果を持つこと、また、事業ポートフォリオの集約、事業再組織化の促進に対しても規模は小さいものの効果がある。しかし、一今後、厳密な検討が必要であるが一現預金保有の圧縮、利益に感応的な業績連動報酬の実施、経営者交代の利益感応度の引き上げに対しては、米国のブロックホルダーや、新興国の機関投資家に比べていまだ弱い効果しか持たないと見られる。
  - ✓ 以上の特徴は、日本企業における機関投資家の経営の規律付けが、当面、退出（vote with feet）に基づき、対話・直接的な介入などが少ないことを示唆する。この事態は、日本企業の企業統治面の課題の一つが、アウトサイダーの集計された保有比率は上昇したものの、投資先企業をモニタリングする主体が十分に形成されておらず、アウトサイダーの利益を保持するために、長期的に企業にコミットする主体が十分に形成されていないことの反映である。
- (3) もっとも、以上の機関投資家の機能は、特に、海外機関投資家のホームバイアスが強いために、時価総額が大きく、海外売上高比率の高い企業に限定される傾向

がある点は十分に注意する必要がある。日本の上場企業の多くは、海外機関投資家の投資対象になることの少ない中規模の企業からなり、そこでは、機関投資家の圧力が作用せず、企業統治の整備が遅れ、パフォーマンスの低迷が長期化するという劣位の均衡に陥っており、メインバンク制が後退する中で、企業統治のある種の空白が生じている可能性がある。

- (4) 上記のうち、機関投資家の保有比率の上昇したリーディング企業に対しては、昨年より施行された日本版スチュワードシップ・コードが、投資先企業との建設的な対話を行うブロック株主の形成に対して重要な役割を担う。特に、国内機関投資家（生命保険会社）のモニタリング活動の強化（「物言う長期株主」の創出）、最終受益者（年金基金）の委託運用先の選定方針の明確化に重要な意義がある。
- (5) 日本企業の所有構造のいま一つの問題は、事業法人間、事業法人・銀行間の相互持合いにあり、これが劣位の均衡にある企業群の企業統治上の問題の核である。もっとも、理論的にも、これまでの実証結果から見ても、事業法人のブロック保有自体の弊害は少ない。それに対して、経済厚生上の問題が確認できるのは、事業法人・銀行間の持合い、生命保険の片持ち、事業法人間の小規模な相互保有である。この問題を解決する意味で、日本版コーポレートガバナンス・コードが、政策保有の理由の開示を求めたのは適当であり、同コードは、今後、日本企業が自社の証券保有と株式所有構造を根本的に見直す重要な契機となる。
- (6) 日本企業にとっていま一つの大きな課題は、他の経済制度（取引関係や雇用システム）と整合的な形で、アウトサイダー株主の利害をより適切に反映する取締役会の機関設計にある。これまで企業統治の整備の企業行動に与える影響が限定的であった面からみれば、このリバランスは急務である。日本版コードの提案する2名以上、または、3分の1以上をベストプラクティスとする複数独立社外取締役の選任は、日本企業の実態からみて、適切な目標と見ることができる。
- (7) 独立取締役の機能は、経営執行陣に対するアドバイスとモニタリングにある。アドバイスには、経営戦略、経営計画（中期経営計画）の策定から、事業ポートフォリオの選択、M&A、財務政策が含まれる。他方、モニタリングとは、通常、執行役員が設定した経営計画の承認と、経営執行陣の経営成果の評価からなる。さらに、この独立的な第三者によるモニタリングは、単に少数株主の利益保護だけでなく、従業員などのステークホルダーの利益を確保することが期待され、この

役割は、従業員の企業へのコミットを競争力の源泉に置く日本企業では特に重要である。したがって、独立取締役の導入の必要性・合理性は、企業の事業特性、所有構造などによって規定され、すべての企業に共通の標準があるわけではない。企業は、こうした自社の事業特性、外部環境、株式所有構造を慎重に考慮して自社の機関設計を検討すべきである。

- (8) 株式所有構造、取締役会構成などの制度設計にあたって、すべての企業にある制度の導入を画一的に求める強行法規ではなく、コンプライ・オア・エクスプレインの原則を採用することは有効である。特に、企業統治制度の多様化が進んだ日本企業ではこの原則の有効性は高く、また、現在の日本企業の所有構造が多様化したという実態はその成功を支える条件となる可能性がある。今後、この原則の選択的（エクスプレインの）側面を有効に機能させるためには、企業側の、事業特性（複雑性）、エージェンシー問題の深刻度、株式所有構造などの特性を考慮した適切な制度設計と、機関投資家側の、形式的な要件のみに注目するのではなく、各社の企業統治制度の慎重な評価に基づいて実質的に議決権を行使する姿勢が不可欠である。他方、企業統治において劣位の均衡にある企業群では、原則のコンプライの側面が重視されるべきである。この日本版コードの施行を契機に、これらの伝統的日本企業の間で、本コードの遵守が機関投資家の投資を惹きつけ、それが企業統治制度の整備を促し、企業パフォーマンスの上昇が実現されるという「劣位の均衡」からの脱出が実現することが期待される。

## I はじめに

成長戦略の一環として、将来の日本の企業統治を巡る議論が高まっている。銀行危機の発生した1997年以来、日本企業の統治構造改革は、一貫して政策論議の中心の一つにあったが、今回の関心の高まりは、委員会設置会社の選択を可能とした2002年の商法改正の前後に続く2度目の大きなピークとあってよい。直接には2011年秋の会社法改正の中間試案による社外取締役の義務化の可否を出発点とした今回の論議は、2013年6月に企業統治の強化が「日本再興戦略」の一環に位置づけられるとともに、より積極的な意義が与えられた。取締役会改革などの内部統治の改革は、機関投資家に投資先企業に対する責任ある対話を求める日本版スチュワードシップ・コードの公表などの外部統治の強化とパッケージで提示されることによって体系的となった。さらに、金融庁・東証を共同事務局として日本版コーポレートガバナンス・コードの検討が始まり、3月の取りまとめを経て6月からの施行が予定されている。本稿の課題は、これまでの内外の実証研究の成果に拠りながら、日本企業の直面する企業統治上の課題を整理し、今後の統治構造改革における焦点を示すことである。特に、現在の争点である機関投資家の役割、株式相互持合いの規制、取締役会の機関設計（社外取締役の複数選任制）を中心に、今後の企業統治改革の方向について検討する。

基本的なメッセージは以下の点に求められる。

- 1) 日本の企業統治の進化については、英米型への収斂か、日本に固有の制度の持続かを巡って対立が続いている。我々の理解では、近年の日本の上場企業の統治制度は、機関投資家による保有が支配的な一方、上場企業の減少に直面する英・米とも、また上場企業が少ない一方、創業家による所有の集中度が高い大陸欧州とも異なった進化を示している。したがって、企業統治改革の課題は、従業員のコミットメントを維持しつつ、現在十分に保護されているとはいえない、アウトサイダー株主の利害を保護する方向に、制度変化を促進することである。そのため鍵は適切な所有構造と取締役会の機関設計にある。
- 2) 所有構造、企業統治、パフォーマンスの関係については、多くの研究が積み重ねられてきた。これまでの英米企業や新興国企業を対象とした分析と、日本を対象とした分析を比較すると次の点が明らかである。第1に、かつてインサイダー株主が支配的であった諸国（大陸欧州・新興国）では、機関投資家の増加は、企業統治制度の整備をもたらし、この点は日本にもある程度まであてはまる。第2に、

日本企業の間でも、整備された企業統治制度は、リスクテイク、R&D 促進、配当性向の引き上げに関して有意な効果を持つ、また、事業ポートフォリオの集約、事業再組織化に対しても規模は小さいものの効果がある。しかし、第 3 に、一今後、厳密な検討が必要であるが一現預金保有の圧縮、利益に感応的な業績連動報酬の実施、経営者交代の利益感応度の引き上げに対しては、米国のブロックホルダーや、新興国の機関投資家に比べていまだ弱い効果しか持たないと見られる。

- 3) 以上の発見は、機関投資家の経営の規律付けが、当面、退出 (vote with feet) に基づき、直接的な介入や対話が少ないことを示唆する。この事態は、日本企業の企業統治面の課題の一つが、アウトサイダーの集計された保有比率は上昇したにもかかわらず、投資先企業をモニタリングする企業に長期的にコミットする主体が十分に形成されていないことの反映である。また、以上の役割を機関投資家が演じているのは、時価総額が大きく、輸出比率の高い企業群であり、そこでは、アウトサイダー株主の保有が 60%に達し、企業統治制度の革新を図りつつある (ハイブリッド企業)。しかし、その対局で、依然としてインサイダー株主が支配的で、企業統治制度の整備が遅れ、時価総額規模が相対的に小さく、輸出比率の低い企業が並存している。これらの企業には、低い機関投資家保有比率、統治制度の整備の遅れ、保守的な経営、低いパフォーマンスという特徴があり、いわば企業統治における劣位の均衡に陥っている。
- 4) 上記のうち、企業統治構造をハイブリッド化させたリーディング企業に関しては、2014 年より施行された日本版スチュワードシップ・コードが、投資先企業との建設的な対話を行う外部株主の形成に向けて重要な役割を担う。特に、同コードは、国内機関投資家 (生命保険会社) のモニタリング活動の強化 (「物言う長期株主」の創出)、最終受益者 (年金基金) の委託運用先選択方針の強化に大きな意義を持つ。
- 5) 日本企業の所有構造のいま一つの問題は、事業法人間、事業法人・銀行間の相互持合いにあり、これが劣位の均衡にある企業群の企業統治上の問題の核心である。もっとも、理論的にも、これまでの実証結果から見ても、事業法人のブロック保有自体の弊害は少ない。それに対して、経済厚生上の問題が確認できるのは、事業法人・銀行間の持合い、生命保険の片持ち、事業法人間の小規模な相互保有である。この問題を解決するという意味で、日本版コーポレートガバナンス・コー

ドが、政策保有の理由のより明確な開示を求めたことは適当であり、今後、上場企業が自社の証券保有と所有構造を根本的に見直す重要な契機となる。

- 6) 日本企業にとっていま一つの大きな課題は、他の経済制度（取引関係や雇用システム）と整合的な形で、アウトサイダー株主の利害をより適切に反映する取締役会機関の設計である。これまで企業統治の整備が企業行動に与える影響が限定的であった面からみれば、このリバランスは急務である。日本版コードの提案する 2 名以上、または、自社の判断により 3 分の 1 以上をベストプラクティスとする独立社外取締役の複数選任制は、日本企業の実態からみて、妥当な目標と見ることができる。
- 7) 独立取締役の機能は、経営執行陣に対するアドバイスとモニタリングにある。アドバイスには、経営戦略、経営計画（中期経営計画）の策定から、事業ポートフォリオの選択、M&A、財務政策が含まれる。他方、モニタリングとは、通常、執行役員が設定した経営計画の承認と、経営執行陣の経営成果の評価からなる。さらに、この独立的な第三者によるモニタリングは、単に少数株主の利益保護だけでなく、従業員などのステークホルダーの利益を確保することが期待され、この役割は、従業員の企業へのコミットを競争力の源泉に置く日本企業では特に重要である。したがって、独立取締役の導入の合理性は、企業の事業特性や、所有構造などによって規定され、すべての企業に妥当する共通の機関設計があるわけではない。
- 8) 株式所有構造、取締役会構成などの制度設計にあたって、すべての企業にある制度の導入を画一的に求める強行規定ではなく、コンプライ・オア・エクスプレインの原則を採用することは有効である。特に、企業統治制度の多様化が進んだ日本企業ではこの原則の有効性は高く、また、現在の日本企業の所有構造が多様化したという実態はその成功を支える条件となる可能性がある。今後、この原則の選択的（エクスプレインの）側面を有効に機能させるためには、企業側の、事業特性（複雑性）、エージェンシー問題の深刻度、株式所有構造などの特性を考慮した適切な制度設計と、機関投資家側の、形式的な要件のみに注目するのではなく、各社の企業統治制度の慎重な評価に基づいて実質的に議決権を行使する機関投資家の姿勢が不可欠である。他方、企業統治において劣位の均衡にある企業群では、日本版コードのコンプライの側面が重視されるべきである。本コードの施行を契



機に、これらの日本企業の間で、原則に沿った企業統治制度の整備が機関投資家の投資を惹きつけ、それが企業経営・財務政策の変化を促し、さらに企業パフォーマンスの上昇をもたらすという「劣位の均衡」からの脱出の実現が期待される。

以下、本稿は次のように構成される。第2節では、銀行危機以降の日本の企業統治制度の進化を概観する。第3節は、所有構造、企業統治、パフォーマンスの相互関係に関するこれまでの研究を整理する。第4節では、株式所有面の課題を示す。第5節は、独立取締役の選任を中心に機関設計の問題を検討する。第6節は結論である。

## II 日本の企業統治の特徴と統治構造の改革の課題

まず、日本企業の統治構造の国際的特徴を確認しておこう。第1に、必ずしも注目されていないが、日本では大企業は上場するという傾向が国際的に見ても強い。例えば、1998年の売上高上位500社のうち上場企業は352社（70%）を占める。それに対して、英国ですら上場企業の比重は28%にとどまり、ドイツ・フランスでは14%、イタリアは10%以下にとどまる（売上高上位1,000社、1996年調査）<sup>1</sup>。

しかも、英・米では、2000年代に入って、これまで資本主義の機関車と見られた上場企業が減少している。米国では1995年の7,888社から2010年には38%減少し、英国のロンドン証券取引所でも同期間に46%減少した（The Economist [May 19th 2012, pp. 27-29]）。それに対して、上記の市場に対応する日本の東京証券取引所第1部上場企業は、同期間に1,253社から1,670社に増加した。日本企業の「稼ぐ力」の向上を検討する場合、上場企業の統治制度に注目するのは自然であり、その改革の効果も大きい可能性がある。

第2に、1997年の銀行危機以降、日本の上場企業の株式所有構造は大きな変化を経験した。東京証券取引所上場企業のうち、内外の機関投資家の保有比率の合計は1996年の23%から2013年には48%に達し、25%ポイント上昇した（図1）。もともと、日本の場合、機関投資家の保有はそれぞれの機関の保有が分散しており、そのためモニタリングのインセンティブが弱い<sup>2</sup>。それに対して、事業法人・銀行・保険会社の保有

<sup>1</sup> Franks et al. [2012] による。なお、日本の2013年の同比率は、持ち株会社化を反映してやや低下したものの、54%である（暫定値、売上高上位1000社）。

<sup>2</sup> 図2の通り、海外機関投資家の保有比率は大規模群の第5五分位では3割に達しているが、Franks et al. [2014] によれば、1937-55年時点の最大100社において10大株主に占める海外機関投資家の保有比率は、1980年2.8%、90年1.8%に対して、2000年3.0%、2009年3.1%とやや上昇するにとどまる。また、Miyajima and Ogawa [2015] の暫定的な結果では、2013年の東証1部

比率の合計は 96 年の 56.3%から 06 年の 33.9%まで急速に低下したものの、それ以降は安定し、13 年現在では 30.7%である。

=====

図 1 株式所有構造の推移

=====

こうした日本企業の所有構造の国際的位置を確認すると、表 1 の通り、日本ではこのインサイダー保有が依然として重要であることがわかる。英・米では、機関投資家を中心にアウトサイダーの比重がすでに 90%を超え、事業法人・銀行の保有はわずかである。それに対して、ドイツや韓国では、事業法人・政府（地方を含む）や創業家一族・企業の保有比率が高く、インサイダー保有は 50%を超える。現在の日本は、英・米と大陸欧州・韓国のちょうど中間に位置しているといえよう。

=====

表 1 株式所有構造の国際比較

=====

第 3 に、上場企業の株式所有構造が過去 25 年間で大きく多様化したことが重要である。図 2 には、海外機関投資家（パネル 1）、内外機関投資家合計（パネル 2）の（単純）平均保有比率について、時価総額ベースの規模別分布が整理されている。同図によれば、東証 1 部上場企業（非金融事業法人）のうち、第 5 五分位の企業と、第 1 五分位の格差の拡大は著しい。例えば、海外機関投資家の保有比率は、1990 年まではどの分位も 5%以下にとどまったが、その後、第 5 五分位の企業が 25%以上の水準に上昇したのに対して、第 1 五分位の企業は依然 5%以下にとどまる。アウトサイダー株主による保有が支配的である英・米や、逆に上場企業が少ない大陸欧州では上場企業の所有構造が同質的であるとみられるのに対して、日本の上場企業は、過去と比較しても、また、他の先進国と比較しても、大きく多様化したことが重要である。

=====

図 2 規模別保有比率の推移

=====

---

上場企業において、5%以上を保有する外部大株主が確認される企業は 23.6%にとどまり、事業法人によるブロック保有（15%以上）の 33.9%、経営者によるブロック保有（5%以上）の 14.5%に比べれば少ない。

このように日本企業は、1990年以降、上場のメリットを享受しつつ、機関投資家の増加を受け入れ、しかも、安定的な株式所有構造を維持してきた。この点で、機関投資家が支配的な反面、上場企業の減少に直面する英・米とも、また上場企業が少ない反面、創業家・事業法人による集中度の高い大陸欧州とも、日本企業は異なった進化を示してきた。したがって、以上の特性を持つ日本の企業統治が抱える問題も英・米や大陸欧州と大きく異なる。大陸欧州あるいは韓国の問題は、創業家と会社との間の利益相反問題にある。他方、リーマン危機後の英・米の株式会社における問題は、英国のケイ報告やオックスフォード大のメイヤー教授らの指摘するように、短期志向の株主が敵対的買収を通じて、あるいは、過度のリスクテイクを強いることによって、債権者や従業員などの他のステークホルダーからレントを徴収するための機構に転じた点にある<sup>3</sup>。

それに対して、日本企業の問題は、逆に外の株主の支配力が弱く、依然リスクをとらない保守的な経営が蔓延し、過大な現預金保有・低い株主還元政策が支配的となっている点にある。従って、現在、成長戦略の一環として議論されている望ましい統治構造の改革や、その具体化である日本版コーポレートガバナンス・コードの策定と運用では、ブロックを保有する安定株主・従業員のコミットメントといった日本企業の利点を維持しつつ、特に外部株主（投資家）の利益をより強く反映させる方向で、株主とステークホルダーの利益のリバランスを図ることが迫られるべきである。しかも、このリバランスの実現には、日本企業の統治制度がこの間大きく多様化したという現実を慎重に考慮する必要がある。

### Ⅲ 所有構造・企業統治制度・企業行動・パフォーマンス

#### Ⅲ. 1 相互依存関係

企業統治の強化は、本当に企業パフォーマンスの向上につながるのだろうか。所有構造、企業統治制度、パフォーマンスの関係については、内外で多くの研究が積み重ねられてきた。もっとも、その多くは、アウトサイダー保有が支配的な米国、あるいは、家族が支配株主である新興国を対象にしており、同じ結果が、事業法人・銀行などのインサイダー株主が支配的な日本に妥当するわけではない。そこで、まず、米国、

---

<sup>3</sup> The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making [2012]、Mayer [2013] を参照。

及び、他の先進国や新興国をプールしたクロスナショナルな分析成果と、日本企業に関するこれまでの主要な分析成果を整理しておく。

=====

### 図3 所有構造・企業統治制度・企業行動の相互関係

=====

所有構造と企業パフォーマンスの関係について(図3のI)、Shleifer and Vishny [1986]の先駆的業績は、米国企業を対象にブロック株主の存在が株主間のフリーライダー問題を解決して有効なモニタリングを担う可能性を示した<sup>4</sup>。米国では、アウトサイダー優位の分散した株式所有構造の企業が支配的であり、また、海外機関投資家の保有比率も相対的に低い。そのため、海外機関投資家の役割はほとんど問題とならず、既述のアウトサイダー株主のブロック保有に加えて、機関投資家の保有比率が分析の焦点となった<sup>5</sup>。ブロック株主の存在や機関投資家保有比率の高低が、エージェンシー問題を緩和して高いパフォーマンスを実現するかが実証的に検証された。もっとも、理論的な想定に反して、米国企業を対象とした実証研究においては、必ずしも明確な結果が得られているわけではない<sup>6</sup>。

他方、前節で見た通り、英米を除くと、大陸欧州・新興国では、インサイダー株主優位な(家族・事業法人が支配株主である)構造が一般的であるから、アウトサイダー株主、特に海外機関投資家の保有比率の高低が、有意なパフォーマンス効果を持つかが焦点となる。Ferreira and Matos [2008]は、新興国を含む世界27か国の上場企業について、海外機関投資家の保有比率がトービンのQとROAで測ったパフォーマンスに正の効果を持つことを明らかとした。

<sup>4</sup> Burkart et al. [1997]は、強すぎるブロックホルダーの保有が企業価値を引き下げる可能性を指摘している。

<sup>5</sup> 理論的には、ブロックホルダーとは、経営者の監視に十分なインセンティブを持つ株主と定義される。他方、実証的には、5%以上を保有する株主をブロックホルダーとすることが通例となっており、それはもっぱら各国の保有報告(大量保有報告書)の義務の閾値が5%にあることによる(La Porta et al. [1999])。もっとも、監視のインセンティブは保有比率の増加関数であり、したがって、株主の企業価値、企業行動に対する関係は連続的な関係が想定され、一定の閾値を事前に決定する理由はない(Edmans [2014])。

<sup>6</sup> 外部のブロックホルダーが、必ずしも有意な正のパフォーマンス効果を持たない点を示した初期の研究の例としては、McConnell and Servaes [1990]、Mehran [1995]がある。明確な関係が得られなかった主要な理由として、外部のブロック株主が、アクティビスト、投資信託、生命保険などの多様な主体から構成されるため、それらを区別しないと、それぞれの効果が相殺されてしまう点が指摘されている。詳しくは、Cronqvist and Fahlenbrach [2009]を参照。

日本に関しては、先駆的には、岩壺・外木 [2004]、Nagaoka [2006] が、その後、宮島・新田 [2011]、宮島・保田 [2015] などが、海外機関投資の保有比率の上昇が、トービンの Q、ROA などのパフォーマンスにポジティブな影響を与えていることを示した。

株式所有構造とパフォーマンスの関係については、次の 2 点に注意を喚起しておこう。第 1 に、こうした主張には、逆の因果関係を捉えているにすぎないという有力な批判がある。Demsetz and Lehn [1985] は、最適な株式所有構造が選択されているのであれば、ある特定の株式所有構造が必ず企業価値を引き上げる理由はないと強調し、ポジティブな関係を主張する多くの研究は、所有構造と企業価値の同時決定関係を十分にコントロールしていないためだと主張した。この見方は、その後の研究に大きな影響を与え、多くの研究は様々な計量的手法を利用して、機関投資家がパフォーマンスの高い企業を選択するという逆の因果関係をコントロールしても、機関投資家保有比率の上昇がパフォーマンスに正の効果をもたらすか否かの検討に精力を傾けてきた。上記の日本に関する研究も 2 段階推定等を利用して、この逆の因果関係を慎重に考慮している。

第 2 に、米国以外を対象とする分析では、投資収益の最大化を目的とするアウトサイダー株主のうち、海外機関投資家は、国内機関投資家に比べて投資対象企業からの独立性が高いため、後者に比べて経営の規律における役割が大きいとみなされてきた。また、機関投資家のタイプ別に見れば、投資信託、投資顧問（資産運用会社）は独立性が高いのに対して、銀行、生命保険会社は独立性が低い（grey institutions）と想定されてきた（Ferreira and Matos [2008]）。それに対して、日本では、これまで上記の国内機関投資家のうち、投資顧問（資産運用会社）も大手金融機関（銀行・保険会社）のグループ会社であるケース（例えば保険会社の子会社の投資顧問会社や銀行系列の信託銀行など）が少なくないため、親会社や関連会社である銀行・保険会社の利害に沿った投資スタイルをとる可能性が指摘されてきた<sup>7</sup>。しかし、宮島・保田 [2015] は、国内機関投資家の銘柄選択行動に関して、規模、流動性の高い企業を選好するのみでなく、収益性、安定性、財務健全性の高い企業を選好する点で、Del Guercio [1996] の

---

<sup>7</sup> Flath [1993]、Hiraki et al. [2003]、Ahmadjian [2007] を参照。また 2004 年時点の見方であるが、当時厚生年金基金連合会専務理事の矢野朝水氏は、日本の機関投資家は、系列や企業グループに属しているため「独立性に乏しい」と指摘している（「座談会 我が国のコーポレートガバナンス革命に向けて」（財）資本市場研究会編『株主が目覚める日』商事法務、2004 年、36 頁）。

言う質の高い株式 (high quality stock) を選択する傾向を確認し、この意味で、内外機関投資家の銘柄選択行動に有意な差はないと評価している。また、宮島・保田 [2015] によれば、高い保有比率が有意なパフォーマンス効果を持つという点で、内外の機関投資家に差はなく、国内機関投資家を灰色 (grey institution) とする懷疑は薄まっているとみてよい。

### Ⅲ. 2 所有構造と企業統治制度の整備

所有構造とパフォーマンスの関係における第 2 の課題は、逆の因果関係を十分にコントロールしてもなお、所有構造、例えば、高い機関投資家保有比率がパフォーマンスを引き上げるとすれば、そのメカニズムはいかなるものかを解明することである。前項で紹介した研究は、所有構造がパフォーマンスに影響を与える経路をいわばブラックボックスとして、期間投資家はその発言 (Voice)、または、退出 (Exit) を通じてパフォーマンスを引き上げると想定してきた。その後の研究は、このブラックボックスを開き、企業パフォーマンスを引き上げる具体的なメカニズムの解明を課題とした。

所有構造とパフォーマンスを結ぶ一つの経路は、機関投資家の増加が、企業統治制度の整備を促し、これが最終的に企業パフォーマンスの向上をもたらすという経路である (図 3 のⅡ・Ⅲ)。ここで、企業統治の整備とは、細部は論者によって異なるが、①社外取締役が優位な取締役会構成、②積極的な情報公開、③買収防衛策の抑制、④業績連動報酬の導入などである。Gompers et al. [2003] は、独自のコーポレートガバナンス・インデックスを構築し、整備された企業統治制度が企業パフォーマンスを引き上げる点を明らかとした。Gillan and Starks [2003] は、新興国では、こうした企業統治制度の整備に関して、国内機関投資家よりも海外機関投資家のほうが大きな役割を演ずると主張している。Aggarwal et al. [2011] は、高い機関投資家保有が新興国の上場企業の企業統治の整備を促進している点を強調して、特に米国の機関投資家が、新興国に米国標準の企業統治制度を「輸出」したと結論している。

もともと、図 3 のⅡの経路も、企業統治制度が十分に整備された企業を機関投資家が優先的に購入するという逆の因果関係がある。よく知られているようにマッキンゼー社のレポート (McKinsey and Company [2002]) は、機関投資家が企業統治制度の整備された企業にプレミアムを付与することを指摘している。これが正しければ、企業は、投資家を惹きつけるために企業統治を整備することが重要な戦略になる。Gillan

and Starks [2003] は、アンケート調査を通じてこの可能性を強調している。Gianneti and Simonov [2006] は、スウェーデンの上場企業を対象として、海外機関投資家が企業統治制度の整備された企業を選好することを、また、Chung and Zhang [2011] は、米国のデータを利用し、企業統治制度の整備された企業を機関投資家が選好することを指摘している。

日本企業の銘柄選択に関しては、宮島・新田 [2011] が、海外機関投資家が、2000年代初頭には「小さい取締役会」を、2004年以降は社外取締役を選任している企業を選好することを示した。他方、機関投資家が一旦増加した企業では、確実に企業統治制度の整備が実現したことも示されている。例えば、宮島・小川 [2012] は、外国人・機関投資家の保有比率が高ければ、取締役会の構成はファンダメンタルな要因によって決定される傾向が強く、また、他の事情を一定として、社外取締役の導入確率が高いことを明らかとした<sup>8</sup>。さらに、最近の Miyajima and Ogawa [2015] の暫定的な推計では、機関投資家の保有比率と、買収防衛策の導入との間には負の関係が確認されている<sup>9</sup>。同様に、海外機関投資家、あるいは国内機関投資家の保有比率が高ければ、企業は情報公開に積極的となること、株主総会の集中開催日を回避すること、招集通知を早期に送付する傾向が強いことも確認されている<sup>10</sup>。

以上のように、機関投資家と企業統治制度の間には、①機関投資家はその銘柄選択において整備された企業統治を選好するという経路 (selection) と、②理由の如何を問わず、一旦機関投資家の保有比率が上昇すれば、企業統治の整備が進むという経路 (influence) の2つがあるが、日本の場合、いずれの経路も確認できる。このうちいずれの経路が強いかの測定は今後の課題だが、宮島・保田 [2015] の銘柄選択関数の係数、有意水準からみて②の経路の方がより明確である。

### III. 3 企業統治制度の整備と企業行動

---

<sup>8</sup> 齋藤 [2011] も同様の結果を得ている。

<sup>9</sup> 外資系金融機関は、「既存株主の議決権と株式価値に不利な影響を及ぼす公開買付防衛策は、コーポレート・ガバナンス基準に抵触するため容認できない」として、買収防衛策に強い反対の姿勢を示しているためである (宮島・保田 [2012]、27頁)。ただ、正確にはこの負の関係は線形ではない。海外機関投資家の保有比率が一定の閾値 (概ね20%) を超えると、買収防衛策の導入は困難となるが、その閾値までは海外機関投資家の増加は買収防衛策の導入を促す。

<sup>10</sup> 株主総会の集中開催日の回避、招集通知の早期発送については、現在進行中の RIETI の小川 RA (早稲田大学商学研究科) との共同研究の成果に基づく。

高い機関投資家保有比率、整備された企業統治が、企業パフォーマンスを引き上げる第2の経路は、所有構造・整備された企業統治制度が、企業行動を介して（図3のII・IV）、パフォーマンスを引き上げる経路である。

この企業行動に関して、これまでの研究は様々な側面に注目してきた。第1は、高い機関投資家の保有比率、あるいは、整備された企業統治制度が、リスクテイク（通常、事後的な収益のボラティリティで測定される）、投資活動、R&D支出、M&A活動などの企業の成長戦略の選択を促すか否かである。米国については、Cronqvist and Fahlenbrach [2009] は、ブロック株主の存在が投資政策、財務選択などに有意な影響を与えていることを示した。また、Bushee [1998]、Wahal and McConnell [2000] も、高い機関投資家の保有比率は、高いR&D支出をもたらすことを明らかにしている<sup>11</sup>。他方、新興国を含む国際比較では、高い機関投資家の保有比率、あるいは、整備された企業統治制度が、リスクテイク、M&Aに対して促進的であることが知られている。例えば、John et al. [2008] は、各国間、及び、米国内の企業では、機関投資家保有比率が高いか、企業統治が整備されているほど、収益のボラティリティで図ったリスクテイクに積極的であることを示した。また、Boubakri et al. [2013] は、リスクの指標として同様に収益のボラティリティを採用し、57か国、381の民営化のケースを分析対象として、海外機関投資家による保有がリスクテイクを促進させると主張している。また、Ferreira et al. [2010] は、海外機関投資家の存在が、クロスボーダーM&Aを促進すること、この関係は、特に法的に少数株主保護の弱い国で顕著なことを示した。

日本に関しては、Nguyen [2012] が海外機関投資家の保有が企業のリスクテイク、R&D支出、並びに資本支出を引き上げていることを示した。また、R&Dに関しては、David et al. [2006] が、1991-97年のR&Dと設備投資の水準を引き上げること、蟻川他 [2011] が、2000-08年のR&D集約産業について、機関投資家がR&D投資を促すという結果を報告している。機関投資家の増加に直面して、しばしば、その増加が近視眼的視野に立つ経営を促し、投資を抑制するという見方が提示されるが、この見方を実証的に支持する研究は少なく、日本企業に関してもこれまでにそのような実証結果は報告されていない。ただし、外部株主の保有規模（分散しているのか、ブロックホルダーが存在しているのか）や、保有期間にまで立ち入った研究はまだ端緒を開いたばかりであり、厳

---

<sup>11</sup> ただし、R&Dは、売買回転率の高い投資ファンドの保有率には負に感応することが示されている（Bushee [1998]; Hoskisson et al. [2002]）。



密な推計は、今後の課題である。

第2の側面は、事業ポートフォリオの再編成である。整備された企業統治制度が、多角化（コングロマリット）ディスカウントの削減、過剰設備の圧縮を促すかが焦点である<sup>12</sup>。Shleifer and Vishny [1986] を出発点とする米国の研究は、ブロックホルダーの存在が買収の脅威の上昇を通じて事業再組織化を促進することを強調している。また、Denis et al. [1997] は、ブロックホルダーの存在が多角化を抑制していることを示した。また、近年、Hoeckel et al. [2012] は、取締役会構成、CEOの交渉力、機関投資家の保有比率などを利用して企業統治制度の整備に関するインデックスを作成し、劣った企業統治制度が多角化ディスカウントを生み出す要因であることを指摘した<sup>13</sup>。

他方、日本企業に関して、牛島 [2015] は、2000年代の日本企業について7-8%の多角化ディスカウントが存在することを示した上で、Aman and Nguyen [2008] に倣ってCges（日経コーポレート・ガバナンス評価システム）を利用したコーポレートガバナンス・インデックスを作成し、そのインデックスの高い企業、あるいは、海外機関投資家保有比率の高い企業は、事業ポートフォリオの集中を選択する確率が高いことを示した。Ahmadjian and Robinson [2005] は、1991-2000年を対象期間として、海外機関投資家の保有比率の高い企業の方が雇用調整で測った事業再組織化に積極的なことを指摘しているが、その程度は企業集団に属している場合に弱いことを指摘している。

第3に、資金調達手段の選択に関しては、Grossman and Hart [1983] 以来、株主は、倒産コストが資本コストを上回らない限り、高いレバレッジを要求するとして、その推論に従った実証分析が進んでいる（Cronqvist and Fahlenbrach [2009]）。もっとも、機関投資家の資本構成に与える影響は、理論的には補完的な可能性、つまり、機関投資家のモニタリングが負債による規律付けの必要性を減じる、あるいは、機関投資家の情報活動が株式発行コストを引き下げることで負債の低下をもたらす可能性があり、最近の米国の実証結果は2000年代の米国ではむしろ代替的な関係にあることを報告している（Michaely and Vincent [2013]）。

---

<sup>12</sup> 複数の産業に多角化した企業は、同じ産業で活動する代表的な専門企業のポートフォリオよりも15-20%程度低く評価されているという現象を指し、Berger and Ofek [1995] が、米国の多角化企業について初めて指摘した。

<sup>13</sup> 他にも、Jiraporn et al. [2006] は、買収防衛策を導入する企業は多角化する傾向が強く、ディスカウントも大きいことを報告している。詳しくは、牛島 [2015] を参照。

他方、1990年代末から、日本企業の負債の削減は進展した。レバレッジの水準は、ROEに直接影響することになるから、機関投資家の存在が高いレバレッジの選択を促進するのが焦点となる。もっとも、この点に関して、企業の存続に強い関心を持つ日本企業の場合、倒産リスクを考慮して、レバレッジを引き下げる傾向がある点は指摘されているが(広田 [2013])、いまだに所有構造の影響は明確とされていない。宮島・保田 [2015] は、機関投資家の銘柄選択に関しては、負債比率の高い企業を回避する傾向があることを確認している。他方、Miyajima and Ogawa [2015] は、高い機関投資家の保有比率は、レバレッジの上昇をもたらすという推計結果を得ている。推計結果は、通常の想定通り、我が国でも一旦機関投資家の保有比率が上昇すると、レバレッジの引き上げ(圧縮の回避)が選好される可能性があることを示唆するが、これらの点は今後の重要な検討課題である。

第4は、配当・現預金保有などの財務政策である。Grinstein and Michaely [2005] は、米国の機関投資家には、高配当を選好する傾向はなく、有配会社の配当政策に対する効果は中立としている。それに対して、英国を対象とした Short et al. [2002] は、機関投資家の高い保有は、配当を引き上げる傾向があり(経営陣による保有は配当を引き下げる)、Jeon et al. [2011] は、韓国を対象に、同様に、機関投資家の保有が配当を引き上げるとしている(自社株買いには中立的)。

日本に関しては、佐々木 [2010] が、機関投資家の保有比率の高い企業は、高い株主還元、高い配当を実現することを示した。さらに、宮島・保田 [2015] は、機関投資家のうち長期保有の投資家の配当選好が強いことを示している。また、2000年代初頭に出現したアクティビスト・ファンドが配当の増額を要求し、介入を受けた企業では、配当が増加したことが確認されている(Hamao et al. [2011]; Becht et al. [2015])。

最後の問題は、企業の戦略選択というより、企業統治の有効性そのものについてであり、高い機関投資家の保有比率、あるいは、整備された企業統治制度が、適正な報酬支払い、経営者の適切な交代を促すかが検証されてきた。Crocì et al. [2012] は、EUの大企業を対象に機関投資家の増大が、業績連動的な報酬パッケージの導入を促すことを示した。Garner and Kim [2013] によれば、韓国でも同様の傾向が確認できるという。また、経営者の交代については、Aggarwal et al. [2011] が新興国23か国を対象に、機関投資家による保有が経営者交代の企業パフォーマンスに対する感応度を引き上げることが指摘している。

これに対して、日本企業に関する本格的な研究はいまだ試みられていないが、報酬制度はもともと業績に対する感応度が著しく低いから（久保・齋藤 [2008]）、経済的規模の観点から大きな効果があるとは想定できない。それに対して、経営者交代では、我々の暫定的な推計結果では、高い機関投資家保有が経営者の交代の確率を引き下げるが、業績感応度に対する効果は必ずしも十分ではないとの推計結果を得ている。

### III. 4 小括

以上、米国、あるいは、新興国における機関投資家の役割と対比した、日本の機関投資家の役割の大きな特徴は、次の点に求められよう。

- ・ リスクテイク、資本支出、R&D に対する機関投資家の促進的な役割は日本でも概ね確認できる。
- ・ 機関投資家はレバレッジを引き上げるように作用する。
- ・ 事業ポートフォリオの集約促進効果や、M&A の促進効果も確認できるが、その規模は中程度に留まる。
- ・ 事業再組織化の促進効果や、現預金の圧縮効果は弱い。
- ・ 株主還元に対する機関投資家の促進効果も確認できる。
- ・ 業績連動の報酬パッケージの導入効果や経営者交代の促進効果はいまのところ十分確認できない。

以上の事実は、日本企業における機関投資家の関与が、主として退出 (vote with feet) や議決権行使による圧力に基づき、直接の対話や介入、さらに敵対的買収の圧力を利用していないことを反映していると見ることができる<sup>14</sup>。この事態は、日本企業の企業統治面の課題の一つが、アウトサイダー株主の集計された保有比率は上昇したものの、投資先企業に長期にコミットする主体が十分に形成されておらず、アウトサイダーの利益が保持されていないという理解と整合的である。

もっとも、以上の機関投資家の効果は、時価総額の大きな企業に限定されていることは改めて強調されてよい。海外機関投資家の投資は、MSCI Japan Index 採用銘柄に限定される傾向が強く、概ね投資対象の下限は、時価総額 2,000 億円程度といわれる

---

<sup>14</sup> Becht et al. [2015] は、アジアにおけるアクティビズムの特徴は（日本がその 3 分の 2 を占める）、アクティビストの投資が少ないことではなく、それが投資対象の企業政策に対して影響を与えることがあまりに乏しい点にあると指摘している。

(宮島・保田 [2015])。この規模以下の企業では、相対的に機関投資家の圧力が乏しく、それゆえ企業統治の整備が遅れ、そのことが、リスクテイク、財務政策、企業統治そのものにネガティブな影響を及ぼすことが予想される。

つまり、日本の上場企業のうち、時価総額が大きく、輸出比率の高い企業群では、アウトサイダー株主が 60%を超え、こうした企業群は、他の経済制度との整合性を維持しながら企業統治制度の整備を徐々に進め、それと並行して企業行動の変化が着実に生じつつある（ハイブリッド企業）。これらの企業にとって、企業統治面の課題は、アウトサイダーの増加に適応する形で、外部株主との対話を進め、その利害を適切に経営に反映させる一方、企業に長期的にコミットする株主を形成することである。他方で、日本の上場企業には、依然としてインサイダー株主が支配的で、企業統治制度の整備が遅れ、その結果、保守的経営が蔓延し、低いパフォーマンスが継続する企業（劣位の均衡に陥った企業）が並存している。これらの企業群にとっては、企業統治における劣位の均衡からの脱却自体が重要な課題である。

#### IV 機関投資家との関係

##### IV. 1 スチュワードシップ・コードで何が変わるか

日本の企業統治改革の鍵の一つは、外部株主のモニタリングの向上にある。現在、実施段階に入った日本版スチュワードシップ・コードは、機関投資家の投資対象企業との積極的な対話を通じてその実現を目指している<sup>15</sup>。

では、何が変わるのだろうか、またその変化はどのような経路を通じて生じるのか。

第 1 に、スチュワードシップ・コードは、機関投資家に明確な投資方針の策定を求めた（原則 1・7）。もっとも、投資顧問会社は、これまですでに運用方針・議決権行使方針・行使結果を公表してきたから、この原則の効果は特にアセットオーナー（年金基金）等に対して大きい。今回、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）をはじめとする公的・私的年金などのアセットオーナーが本コードへの参加を表明したが、このことは、彼らが運用会社を選別する委託方針や、評価方針を明確にし、その運用会社のパフォーマンスを評価することにコミットしたことを意味する。こうしたコミ

---

<sup>15</sup> スチュワードシップ・コードの詳細については以下を参照されたい (<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/>)。なお、2015 年 3 月の第 4 回公表で、コードの受け入れを表明した機関は 184 である。

ットは、アセットオーナーの最終受益者（年金受給者、国民や企業の従業員）に対する説明責任を強める一方、今後、最終受益者がアセットオーナーの運用先選定に関してより積極的に監視を進める契機ともなる。こうした、いわゆるインベストメント・チェーンの形成を通じて、本コードは、運用機関の対話の取り組みの強化を促す。

第2に、スチュワードシップ・コードは投資運用会社に対して自ら直面する利益相反についての対処を求めた（原則2）。これまで国内の機関投資家は、投資顧問会社の場合にせよ、保険会社・信託銀行にせよ、その銘柄選択・議決権行使には、親会社、グループ会社の影響を受ける可能性が指摘されてきたから、本コードはこの点に対する明示的な対処を求めたことになる。もともと、国内投資顧問会社の親会社の影響を示唆する行動バイアスは見られないから、今回のコードが大きなインパクトを持つのは、特に、生命保険会社に対してと見られる。生命保険会社の投資行動や議決権行使は、他の取引（保険契約の拡大）を考慮する可能性が指摘され、このため、既述の通りこれまで灰色の機関投資家と呼ばれてきた。この点で、保険会社が本コードの受け入れを表明し、議決権行使結果の公表、行使基準の明確化が着実に進展していることは歓迎され、今回のスチュワードシップ・コードの最大の効果の一つといえることができる。

実際、2014年8月13日には、第一生命は生命保険各社に先駆けて議決権行使結果を公表することを決め、8月26日に議決権行使結果を公表した<sup>16</sup>。RIETIの小川RAと進めた簡単なイベントスタディによれば、この決定に対する市場の評価は表2の通りポジティブである。同社が10大株主の一つを占める企業（178社/1802社）の8月13日から14日にかけてのCAR（累積異常収益率）は有意にポジティブ（0.27%）であり、この結果は、日本生命が10大株主の一つを占める企業の株価が全く反応を示していないこととは対照的である。本コードは、これまで「物言わぬ株主」と理解されてきた生命保険会社が、企業統治により積極的に関与する重要な契機となった。第一生命、日本生命をはじめ生命保険各社は、議決権行使にあたり精査対象とするケースを拡大し、議決行使基準を強化するなどの動きが続いている<sup>17</sup>。今後、生命保険会社は、許容

<sup>16</sup> ただし、2014年の第一生命の反対票は2.3%であり、主要機関投資家の平均反対比率19.3%よりもはるかに低い。詳しくは、宮島・小川「RIETI 連載コラム：企業と投資家の対話促進、第1回：「国内機関投資家の『物言う株主』化に期待」

<http://www.rieti.go.jp/projects/fcga2011/columns4/01.html>。

<sup>17</sup> 「大手生保、議決権行使で新基準 社外取締役への視線厳しく」ロイター、2015年4月14

されるリスク分散の範囲内で、保有銘柄の整理・集中を進め、「物言う」長期保有主体としての実質を強化することが求められよう。

=====

表2 イベントスタディの分析結果

=====

第3に、スチュワードシップ・コードの原則3・4の求める企業と株式市場の積極的な対話は、今後、日本のリーディング企業の経営判断に徐々に影響を与えていくこととなろう。対話の対象となるのは、企業のオペレーショナルな意思決定ではなく、前掲の図3の①配当政策、自己株取得などの株主還元政策、②財務政策（資本構成・資金調達策）、③事業再組織化策、④M&A戦略、⑤買収防衛策の導入が中心となろう。これらの政策に関して株主の支持を得ることがこれまで以上に重要となり、株主利益を損なう、あるいは、上昇につながらない政策の継続は困難になる。

もっとも、ただ企業側が、過度に株主の意向を考慮して、①過大な配当、②過度の負債調達、③潜在的に（長期的に）優良な資産の売却、④過大なM&A、⑤必要な防衛手段の回避が起きる可能性がある。これが、いわゆる株式市場との対話の負の側面であり、非対称情報や株主の短期的な視野の結果として生じる。

しかし、筆者の現時点での判断では、日本の場合、当面の問題は企業経営に対する株式市場の影響力の不足が問題であり、後者の近視眼の問題が深刻な企業は、機関投資家の保有比率が60%を超えたごく一部の企業であり、この問題への対処は将来に属する。

#### IV. 2 スチュワードシップ・コードの射程

スチュワードシップ・コードによる機関投資家の受託者責任の強化は、以上の経路を通じて株主価値を引き上げる可能性がある。もっとも、これにより日本の上場企業の外部ガバナンスが即座に改善するわけではない。注目すべき点を確認しておこう。

第1に、機関投資家が企業統治に重要な意味を持つ企業が限られている点を確認しておく必要がある。時価総額5分位別の機関投資家の保有比率の単純平均を示す図2を、先の図1と比較するとわかるように、東証の時価総額加重で得られる所有構造

---

日 (<http://jp.reuters.com/article/businessNews/idJPKBN0N50RN20150414>)。

の変化の姿が妥当するのは、時価総額の大きい企業のみに限られる。したがって、スチュワードシップ・コードによって対話が進展するのは、事実上、こうした時価総額上位 350 社程度にとどまる。

もちろん、比較的規模の小さい企業、非 MSCI 銘柄でも海外機関投資家の投資対象となれば、株価は上昇するし、また、保有後の企業のパフォーマンスに対してポジティブな効果を持つことは確認されているが、ケース自体が限定的である<sup>18</sup>。今後、機関投資家による投資先企業のモニタリングが日本の企業統治で重要性を高めていく上では、国内機関投資家を中心に、投資のユニバースの拡大、小型株ファンドの組成が進むことが条件となろう。

第 2 に、海外機関投資家の対象となる時価総額の大きな企業のみ限定しても、同コードは、対話を通じた機関投資家のモニタリングの強化という点では本質的な限界がある。本来、株主が投資対象企業の持続的成長に関与する仕組みを創り出すためには、株主の長期保有のコミットメントが不可欠である。しかし、投資運用会社の基本的なビジネスモデルは、分散投資によるリスクの削減にあり、長期保有にはコミットしないことを特徴としている。平均保有期間が 1 年程度といわれるアクティブ運用を中心とする機関に、企業の中・長期の成長を考慮した対話を求めることは難しい。また、インデックファンドを運用する運用機関には対話に要するコストの支払いに限界があろう。さらに国際分散投資の一環として日本市場に関心を持つ海外機関投資家も、経営政策の矯正を含む、対話に強い関心を持つ可能性は低い。従って、スチュワードシップ・コードの運用によって対話が画期的に進展するといった過大な期待をかけることは禁物であろう。

従って、実際には、実質的な対話は徐々に進展すると見られ、その実現には、投資家側のコミットが不可欠である。その点では、対象企業の株式保有に長期にコミットする集中型投資ファンドが今後増加することが期待される。また、長期の株式保有にコミットする生命保険会社が「物言う株主」の側面を徐々に強めていくことも重要である。さらに、分散投資を進める内外機関投資家（投資顧問会社）が、投資対象企業の事業戦略・財務政策に再考を促そうとする場合に、共同して見解を発表する試みが

---

<sup>18</sup> 2014 年 3 月時点の試算で、東証 1 部上場企業のうち、内外機関投資家が 5%以上の株式をブロック保有しているケースは 23.6%であり、時価総額規模別には、最も小規模な第 1 五分位が 7.2%、第 2 五分位が 21.7%、第 3 五分位が 28.0%、第 4 五分位が 32.8%、第 5 五分位が 28.3%である。

有望である。現在、日本株を組成する外資系運用機関の関係者が投資先との対話のための指針づくりを開始し、そのために投資家フォーラムが組織された。今後のその活動に期待したい。

他方、外部株主の長期のコミットを促進するためには、種類株式などの新たな仕組みの設計も重要な検討課題となる。この点で Mayer [2013] が提案する、保有期間についての登録制を導入し、長期に保有される株式に、普通株より大きな議決権を与える方法は検討に値する。これにより、企業の長期的利益に関心を持つ株主が投資先の企業に対するモニタリングのインセンティブを引き上げる一方、発行企業は、長期に経営にコミットした株主を確保できる<sup>19</sup>。

#### IV. 3 機関投資家の実質的な議決権行使の促進

積極的な対話の促進というスチュワードシップ・コードは、投資家側に企業の固有の事情を理解することを促し、これまで形式的要件に依存しすぎた議決権行使を、より実質化することを要請している。これに対応して、企業側は、今後、①自社の企業価値に関するファンダメンタルな情報を十分に伝えるだけでなく、②日本の事情に精通しない機関投資家が陥りやすい誤解を解く機会として対話の場を意識的に利用することが期待される。企業の統治制度の特性は、既述の通りある程度まで海外機関投資家の銘柄選択の基準となっており、アングロサクソン型のスタンダード（社外取締役・ストックオプション）を評価する傾向がある。ただ、日本企業のすべてにとって、そうした制度を導入する必要はないし、導入が有害である場合もある。企業は、自ら選択した企業統治の仕組みを、自社の事業特性などとの関係で、明示的に説明することが今後一層重要となる。

しかし、その場合、大きな制約となっているのが、日本の株主総会の集中開催である。この点で、日本版コーポレートガバナンス・コード（以下、日本版コード）は、株主総会の集中開催をもたらす現行制度の再検討を提案している。かつて3月末決算の企業の90%以上が、6月最終営業日1日前に株主総会を集中して開催していた。もっとも、株主総会の集中率はこの10年間で45%程度まで低下し、また、議案・招集通知の発送を法定の2週間から1週間程度前倒した企業も増加している。しかし、機関

---

<sup>19</sup> トヨタが取り組みつつある、中長期の保有を前提とした、議決権のある、譲渡制限付種類株式として「AA型種類株式」は、ポスト持合い後の新たな株主政策と考えられる。



投資家による議案の精査期間の不足という問題は依然十分に解消されておれず、これが機関投資家の議案の審査を妨げている側面は否定できない。我々の暫定的な推計でも、株式市場で過小評価されている企業ほど議案・招集通知を早期に発送し、投資家に精査する機会を与えようとしていることが確認されているから、制度変更を通じて早期発送を可能とすることが機関投資家の実質的な議決権行使に寄与するものと考えられる<sup>20</sup>。現在、経済産業省「株主総会の在り方検討分科会」が、株主総会で議決権を行使できる株主を確定する基準日を変更する案などを中心に検討を進めていることは歓迎される<sup>21</sup>。

#### IV. 4 相互持合い規制とブロック保有の促進

既述の通り過去 20 年間の進化を通じて日本企業の統治制度は、機関投資家が発行株の株式を保有し、その圧力のもとで、統治制度を整備した企業群（ハイブリッド企業）と、依然機関投資家の投資対象とならず、統治制度の整備の遅れた企業群への分化・多様化が進展し、ある種の分離均衡の状態に安定しつつある。したがって、株式所有面での日本企業の課題は、既述のハイブリッド企業におけるブロックホルダーの形成と並んで、相対的に規模の小さい企業群で依然として支配的な株式相互持合いの再検討にある。

こうした相対的に規模の小さい企業では、機関投資家の保有比率は低く、銀行・事業法人などのインサイダー保有の比重は高い。表 3 の通り 2013 年度末の時価総額第 1、第 2 五分位の企業の安定保有比率の単純平均は、42.1% であり、第 1 五分位の企業の 28.6% に比べて、14% 近く高い。しかも、銀行・生命保険の合計保有比率と、企業パフォーマンスの間には、少なくとも 2008 年までは、有意な正の相関があった。

この関係の背後には、①1997-2004 年の銀行・生命保険会社の保有株式の圧縮過程で、銀行・生命保険会社が業績の低い企業の株式の売却を、他の事業関係を考慮して、あるいは、関係を解消したという負のシグナルを市場に発信することを避けるために、躊躇したという事情があった（Miyajima and Kuroki [2007]；宮島・新田 [2011]）。さらに、②この保有主体の銘柄選択行動の影響を慎重に考慮した上でも、企業パフォーマンスは、銀行・保険会社の保有比率と負に感応していた。また、宮島・新田 [2011]、

<sup>20</sup> 株式市場からの評価の計測方法については、Kadyrzhanova and Rhodes-Kropf [2014] を参照。

<sup>21</sup> 「株主総会分散へ 2 案」『日本経済新聞』2014 年 10 月 16 日。

宮島・保田 [2015] は、逆の因果関係を考慮しても、1990年から2008年について、企業パフォーマンス（トービンのQ、ROA）は、銀行・生命保険の合計保有比率に有意に負に感応することを示している。この結果は、銀行・生命保険会社の株式保有は、経営者を外部市場の圧力から遮断し、経営効率の上昇を妨げた（いわゆるエントレンチメント効果）という見方と整合的である。この意味で、相互持合いの維持とパフォーマンスの低迷には自己強化的な関係があり、これを解消するためには、企業・銀行間の持合いの解消や、生命保険会社の投資行動の再検討に対する外部からの促進策が不可欠である。

=====

表3 規模別所有構成

=====

この点で、日本版コーポレートガバナンス・コードが、政策保有の目的開示に関して踏み込んだ提案をしたことは、大きな前進である。本コードの導入によって、日本企業、特に、これまで持合い、安定保有比率の高かった企業の所有構造は大きく変化する可能性がある。この持合い規制に関しては次の2点に注意を喚起しておこう。

第1に、事業法人のブロック保有は、企業パフォーマンスに対して、ポジティブな影響が確認されていることである<sup>22</sup>。日本企業におけるインサイダーのブロック株主は、実は、英・米で増加しているプライベート・エクイティ（以下、PE）と共通の機能を果たしていると見ることができる。英国のPEは、TOBを通じた非上場化によって、投資先企業の経営陣を短期的な株主の圧力から解放し、企業の掲げる使命の実現を可能とする一方、対象企業の経営やモニタリングに積極的に関与する。これと同様に、我が国の事業法人と銀行は、長期保有にコミットすることによって経営の安定に寄与し、財務危機に陥った場合、経営に介入し、救済にあたる。しかも、PEが一般に負債を通じて企業の資金需要を賄うのと同様に、日本企業は、銀行からの借入れによって必要な外部資金を調達してきた。もっとも、この2つの仕組みは、ともにエクイティというバッファーを欠いているために、外部ショックに弱い。こうした難点を持つことは、バブル崩壊後の日本企業の低迷や、リーマン危機後の英国企業のバランスシート調整の遅れによって例証される。しかし、日本は、2000年代を通じた企業部門の

---

<sup>22</sup> 上場子会社については、宮島・新田・宍戸 [2011]、また、事業法人のブロック保有については、Yafeh and Yosha [2003] を参照。

負債の圧縮や、銀行の財務的改善を通じて、上記の脆弱性を克服しつつあり、事業法人・銀行のブロック保有は潜在的にポジティブな効果を持ちうる。

したがって、第2に、本来規制すべきは、事業法人間で、1%未満の株式を少数ずつ持ち合っているケースである。こうしたケースは、前掲表4の第4五分位以下の企業に見られる。こうした保有は、経営者の私的便益の相互的な保護（保身）に寄与している可能性が高く、今回のコードが、保有理由の明確な開示を求めたことは、この解消を促す上で、重要な契機となる。

日本版コードの施行を契機に、今後、機関投資家サイドは、経営権の過度の保護を目的とする事業法人間、及び事業法人・金融機関間の持合いと、実態的な経済関係に基づく事業法人間の株式保有（これはしばしば持合いの形を取るようになる）を慎重に区別することが重要となる。他方、企業側は、自社の財務政策を明確とすることが、投資家を惹きつけ続けるために重要な課題となろう。

## V 取締役会改革

### V. 1 企業統治制度の整備の中核としての独立取締役

前述の図3で言えば、独立取締役の選任促進を中心とする取締役会改革は企業統治制度の整備の中核にあたり、持合い規制と並んで、近年の企業統治改革のもう一つの重要な柱である。昨年成立した改正会社法では、いわゆるコンプライ・オア・エクスプレインの原則を導入し、独立社外取締役の選任について、選任しない場合、「相当の理由の説明」を求めた。さらに、6月から実施される日本版コーポレートガバナンス・コードは、上場会社は「独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべき」として、複数選任制を提示した。また、上場企業のうち3分の1以上の独立社外取締役の選任が必要と自主的に判断する上場会社は、その「取り組みの方針を開示すべきである」という原則を示した。

今回のコードによって、今後の日本企業の上場企業の取締役会改革について明確な方向性が与えられたといえることができる。本節では、今回新たに提示された社外取締役複数選任の意義を検討する<sup>23</sup>。

### V. 2 日本企業の取締役会の特徴

<sup>23</sup> 本節の記述は、宮島 [2015] に基づき、同稿を増補、加筆・修正した。

まず、日本企業の取締役会の特徴を確認しておく。よく知られているように、かつて日本企業の取締役会は、役員数が多く、銀行派遣の役員を除けば、内部昇進の取締役が中心であり、この「大きな取締役会」が多くの案件の決定にあたるマネジメント・ボードという特色を持っていた。この取締役会構造が変化するのは、1997年の銀行危機前後であった。ソニーを皮切りに、監督と執行を分離する執行役員制の導入が進展し、図4の通り取締役会の規模が急速に縮小した。さらに、委員会設置会社制の採用が可能となった2002年から社外取締役の選任が徐々に進展した。表4によれば、社外取締役を選任する企業（社外取締役導入企業）は、2004年の35.5%から、2013年には73.2%に増加した。株式所有構造が、1997年の銀行危機後に、急速に従来の法人保有中心の構造から、内外の機関投資家を中心とする構造に変化したのに対して、独立取締役の選任は、それに後続する形で、漸進的に変化したといえる。2014年半ばの時点で、独立取締役を選任する企業の割合は、時価総額上位20%の企業では、すでに9割に達している。このように日本企業の独立取締役の就任は、この10年間着実に進展してきた<sup>24</sup>。

しかし、国際的に見れば、この社外取役比率の水準は諸外国に比べれば依然著しく低い。最近の日本企業の独立取締役比率の平均値が15.2%であるのに対して（図4）、2013年の米国は84%、カナダは81%、英国は58%、フランスは63%である。アジア諸国においても、2008年の数値だが、韓国は27%、中国は36%、インドは47%となる<sup>25</sup>。日本の独立取締役比率が低水準であることは歴然としている。これが、企業統治上の問題の一つと理解され、その改革によって、日本企業の稼ぐ力の改善が期待されているのである。

=====

<sup>24</sup> 象徴的な変化は、トヨタ自動車の昨年（2013年）の3名の社外取締役の選任である。これまで同社は、会社法改正によって委員会設置会社制の選択が可能となった2002年以降も、重要事項の意思決定にあたる取締役会メンバーには「現場の知識」が不可欠であるため、監督は社外監査役が過半数を占める監査役会が担うとして、あえて独立社外取締役は選任せず、また、取締役と執行役員との兼任も意識的に進めていた。しかし、海外展開が一段と進展し、また、米国でのリコール問題の経験を経て、監査役設置会社制を維持しながら外国人（元GM副社長）、金融機関（日本生命）出身者からなる3名の独立取締役を迎えた。図5で言えば、マネジメント・ボードを採用する企業が差し当たりアドバイスの側面に重点を置いて独立取締役を選任したものが見られる。今後の注目点は、3名の独立取締役の選任とともに、監督の側面がどの程度強まっていくかである。

<sup>25</sup> 先進国については、Spencer Stuart Board Index 2013による。アジア諸国は、CFA Institute [2009] “Shareowner Rights across the Markets: A Manual for Investors” による。

図 4 取締役会構成と所有構造

=====

表 4 取締役会構成

=====

### V. 3 独立取締役の役割

では、独立取締役はいかなる機能が期待されているか。本コードの原則は、「独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべき」(原則 4-8)としている。この独立取締役に期待されている機能は、経営執行陣に対するアドバイスとモニタリングにある。

アドバイスには、大きくは、経営戦略、経営計画の策定から、事業ポートフォリオの選択、M&A、財務政策などが含まれる。それに対して、モニタリングとは、通常、執行役員が設定した経営計画の承認と、経営執行陣の経営成果の評価からなる。このうち前者の経営政策の承認のプロセスは上記のアドバイスと重複する側面があるが、事業再組織化や配当政策は重要な審議・決定事項である。他方、後者の経営者の選任と報酬の評価は、取締役会によるモニタリングの鍵であり、取締役会の性格をモニタリング・ボードと規定する場合には、原理的には、独立取締役が過半数を占めることが重要となる。もっとも、経営者の評価という場合、もっぱら、努力水準・経営能力の低い経営者の更迭や、過大な報酬の抑制と結び付けられて考えがちだが、その評価のポイントは、経営成果のうち、どこまでが環境要因に基づき、どこまでが経営者の資質・努力に基づくかを識別することであり、その的確な評価が独立役員の重要な役割となる<sup>26</sup>。

さらに、この独立的な第三者によるモニタリングは、単に少数株主の利益保護だけでなく、従業員などのステークホルダーの利益を保護することが期待される。既述の事業再組織化や配当政策は、外部株主とインサイダーの利害が直接に対立する事案であるが、独立取締役は、単に外部株主の利害のみを代表するのではなく、会社の明示する目的に照らして適切な政策が選択されることに責任を負う。この役割は、従業員の企業へのコミットを競争力の源泉に置く日本企業では特に重要である。したがって、独立取締役の導入の必要性・合理性は、企業の事業特性、所有構造などによって規定

<sup>26</sup> 有識者会議の池尾委員長もこの点を強調している（第7回議事録、第8回添付資料参照）。

され、すべての企業に共通の機関設計の姿があるわけではない。

=====

#### 図5 企業の特徴と取締役会の役割

=====

これまでの分析は、取締役会構成の決定要因を、①事業の複雑性、②モニタリングの必要度、③外部者による情報獲得の困難度に求めてきた (Coles et al. [2008])。この点を図示すれば、**図5**の通りである。独立取締役の必要性は、アドバイスを必要とする事業の複雑性 (図の横軸方向) が高いほど、また、モニタリングを必要とする企業のエージェンシー問題の深刻度 (縦軸方向) が強いほど、高い。したがって、事業の専門度が高く、内部成長を中心とする企業 (新興企業) では、独立取締役の役割は小さく、現行のマネジメント・ボードで十分かもしれない。しかし、事業ポートフォリオの多角化・グループ化が進み、また、多様な資金調達手段の選択の可能な企業では、アドバイスの側面から、独立取締役の必要性が高い。また、事業が成熟し、現預金の保有が多いか、買収防衛策を導入している企業ではモニタリングの必要性が高い。さらに、潜在的に従業員などのステークホルダーと外部投資家の利害対立が深刻な企業、つまり、人的資本の重要性が高く、外部資金への依存度が大きい、M&A を通じた成長が合理的であるような企業群では、特に独立取締役の役割は大きく、モニタリング・ボードへの移行の合理性が高いといえよう。

#### V. 4 複数選任制を巡る論点

以上の点を準備として、日本版コーポレートガバナンス・コードで、提案された独立取締役の複数選任制の意味を検討しよう。

##### (1) なぜ、コンプライ・エクスプレインなのか？

そもそも、企業の自主的な判断ではなく、なぜこうしたコードを設定するのか。その主要な理由は、独立取締役の選任の必要があるにもかかわらず、自発的に選任しない企業があるからである。齋藤 [2011] の2000年代の日本企業に関する実証分析によれば、現預金を過大に保有するなど、エージェンシー問題が生じる可能性が高いにもかかわらず、独立取締役を導入していない企業が存在し、こうした企業で独立取締役の導入が進むと、業績が上昇するケースが確認できるという。また、機関投資家の保

有比率が低いなど、他の経営の規律のメカニズムが働かない企業では、独立取締役の採用が遅れる傾向があり、独立取締役が導入された場合にはポジティブな効果を生むことが指摘されている（内田 [2012]）。

しかし、こうした効果が期待されるのであれば、逆に、なぜ、強行法規にしないか。その理由は、すべての企業に独立社外取締役の導入が必要なわけではないからである。既述の通り、独立取締役を導入する必要性や合理性は、事業の特性や、エージェンシー問題の深刻度に依存し、特に、独立取締役がアドバイス、モニタリングに関連する情報を獲得することが困難である場合、その合理性は低い。例えば、企業に特有の知識の重要性が高い場合、導入は新たな追加的コストを要する。実際、宮島・小川 [2012] の分析は、日本企業でも、情報獲得コストの高い企業では、独立取締役のパフォーマンス効果は却って低いか、少なくともポジティブな効果は確認できず、一部の企業で過剰な選任が進んでいる可能性があることを指摘している。したがって、強行法規を通じて、企業に一律に独立取締役を課すことは副作用が大きい。

## **(2) なぜ複数か？ なぜ過半数ではないのか？**

今回の日本版コードは独立社外取締役の導入を最低 2 人、自社が必要と認めた場合には 3 分の 1 とすることを求めたが、では、なぜ複数の選任が必要なのか。一般に、社外取締役が増加すれば、アドバイスの質が向上する。例えば、事業が多様化すれば、必要とされる専門知識の範囲は、事業、技術、対外関係業務など多方面に広がるから、複数であることが望ましい。他方、モニタリングに関しても、内部者の提案に対して異議を唱える場合、一人では孤立し、反対や意見は実効性を持たない。その最低限が 2 名と考えられているとみられる。

では、なぜ過半数とはしないか。一つの理由は、機関設計上、監査役設置会社が、委員会設置会社、監査等委員会設置会社と等価でなくなる点があろう。委員会設置会社では、指名・監査・報酬委員会をそれぞれ過半数の社外取締役で構成することが義務づけられているから、監査役設置会社に、過半数の独立社外取締役の選任を求めれば、組織上の差がなくなり、事実上、委員会設置会社の設立にベストプラクティスを求めることとなる。

より実体的な理由は、過半数をベストプラクティスとすることは、日本企業の現状からは距離が遠すぎて、従う企業が少なすぎるという判断があったとみられる。現行

の日本企業が採用するマネジメント・ボードは、長期に勤続する従業員のランク（職位）を通じた競争の目標としての側面を持ち、その意味で、雇用システムと密接に関連している。したがって、これを急激に変更するとコストが大きすぎるという判断があると見られ、こうした判断は妥当である。

### (3) 3分の1の独立取締役の選任が望ましい企業とはどういう企業か？

本コードは、「業種・規模・事特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、自主的な判断により、少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える」（原則4-8）企業は、その「取組み方針を開示すべきである」としている。では、3分の1以上の独立取締役会が必要と考える企業はどのような企業か。

この判断自身は、企業に委ねられているが、既述の枠組みから見ると、第1に、アドバイスの面では、海外売上高比率が高く、事業ポートフォリオの多角化が進み、資金調達も多様化している企業が該当する。私見によれば、海外売上高比率が50%以上を超える企業では、社外であれ社内であれ、外国人取締役の選任は不可欠であるとみられる。また、財の性質から見れば、中間財・資本財よりも消費財、特に、消費者との間の情報の非対称性が大きく、供給主体の信頼性が消費者の財の選好に影響を与える耐久的な経験財を生産する企業（自動車、電気機器、製薬）ではアドバイスの有用性は高いから、3分の1以上の独立社外取締役を選任する必要性は高い。

第2に、モニタリングの側面では、インサイダーと株主の利害対立の潜在的な可能性が高いケースであろう。M&Aを成長戦略として重視する、あるいは、事業再組織化の必要性が高い企業、さらに、内部留保の蓄積が厚く利益金処分を巡って株主と内部者の対立の可能性がある企業では、3分の1以上の独立社外取締役を選任することが目標となろう。

第3に、日本版コードの「会社をとりまく環境」（原則4-8）に含意されているといっているが、3分の1以上の独立取締役の必要な企業には、すでに機関投資家の保有比率の高い企業が該当する。機関投資家、特に海外機関投資家は国際標準の企業統治制度を選好するから、機関投資家の保有比率が一旦上昇すれば、機関投資家の退出を抑え、また対話を維持するために整備された取締役会が必要となる。さらに、現在、機関投資家の保有比率が低い企業であっても、今後、資金調達面から、機関投資家を



惹きつける必要のある企業もまた自発的に3分の1以上の独立社外取締役の選任を目標とするべきであろう。

#### (4) 複数選任制をいかに企業価値上昇に結び付けるか？

本コードは、さらに複数選任した場合、独立社外取締役を企業価値に結びつける具体的な組織にも言及し、その一つとして、独立取締役と社外監査役との連携を高めて、情報の共有を図ることを推奨している(補充原則4-8①・②)。OECDのコーポレート・ガバナンス原則でも指摘されている仕組みであり、アドバイスやモニタリングの質の向上に寄与する今後の方向を示すものである。

日本版コードは、さらに、機関設計上の指名・報酬委員会だけではなく、任意の委員会の設立を推奨している(原則4-10)。実際、監査役設置会社の間でも、任意の指名・報酬、さらにコーポレート・ガバナンス委員会を設置している企業は着実に増加した(表5)。そうした企業は、2014年の日経225採用企業のうち、ダイキン工業、武田薬品工業など69社を確認することができ、このうち46社では指名諮問委員会を設置している<sup>27</sup>。これらは、いずれも、従来のマネジメント・ボードの仕組みとの整合性を維持しつつ、機関投資家の増大に対応しようとする企業の新たな取り組みであり、日本版コードはそうした企業の自発的な動きを支持しているとみることができる。

=====

表5 任意委員会設置会社

=====

#### (5) 改革の諸点はどこか？

既述の通り、2000年代初頭以来、リーディング企業は自発的に取締役会改革に取り組んできた。時価総額が大きく、海外売上高比率が高く、そのためMSCIインデックスに組み入れられた上位企業では、機関投資家の保有比率が上昇し、それと並行して取締役会改革が進展した。これらの企業群では、すでに2014年までに取締役会改革の対応をほぼ終えている。

したがって、焦点は、規模が小さく、これまで海外機関投資家の対象とならなかった企業群である。齋藤 [2011]、宮島・小川 [2012] も強調したように、独立取締役の

<sup>27</sup> 『資料版商事法務』2014年10月号(No.367)による。

必要性が高いのは、こうした企業群である。しかし、こうした企業では、自発的に取締役会改革の取り組みが進まない。強行性を欠くコンプライ・オア・エクスプレインの原則による改革は、その効果を、事実上、機関投資家による退出（売却）や議決権行使の圧力に求めている。しかし、これらの安定保有比率、持合い比率の高い企業群では、合理性を欠く理由によって原則に従わないことを説明した場合や、独立性に問題のある人物や兼職が過度の人物が独立取締役に選任された場合にも、実は企業にペナルティを加える仕組みがない。ここに一つのアポリアがある。

今後の可能性としては、第 1 に、これまでの実証結果によれば、機関投資家は、取締役会改革を銘柄選択の要因にする傾向があるから、企業側がこのコード施行を機会に自発的な選択を試み、これが、投資家の保有比率の増加をもたらし、保有比率の上昇が一層の改革を導くという経路が考えられる。第 2 に、機関投資家側が、取締役会改革の遅れている企業の株式保有を増加させ、経営者との対話を通じて、取締役会改革を促す経路である。

こうした経路が、コーポレートガバナンス・コード実施後に、徐々に作用するか否かは、今後の重要な注目点である。ただ、これが良好に機能しない場合は、例えば、GPIF やその他の公的年金の運用委託先の選択にあたって、一定の要件の取締役会改革を満たしていない場合、運用資金の投資対象としないという条件を加える方法なども次のステップとして考えられよう。

#### **(6) 誰が独立取締役にすべきか？**

表 4 の通り、現在、東証 1 部上場企業のうち複数の独立取締役に選任している企業は 33.6%、3 分の 1 以上は 11.6% である。ここから、すべての東証 1 部上場企業が原則に従って、独立取締役に選任しようとするれば、既述の企業統治制度において劣位の均衡に陥っている企業を中心に、追加的に、2,000 人程度の独立取締役の人材が必要となろう。ただ、この人材の供給制約について過度に悲観する必要はない。そもそも本コードは、すべての企業に選任を求めているわけではないし、選任にコンプライする場合でも、その手続きを示せばよく、拙速な選任を強いているわけでもない。

人材供給源としては、最近の藤田 [2015] も指摘するように、経営者 OB・OG が有望である。今後、長期的には、これまでの自社の会長に就任するという慣行が変化すれば、経験を持つ経営者の供給制約はそれほど深刻ではなくなる。

日本版コードが、独立取締役の資格について、要件を限定するのではなく、各社に独立性の判断基準の公表を求めたこと（原則 4-9）も適切である。例えば、金融面の専門的知識は、アドバイス、モニタリングの両面で有用性が高い。他方、この金融面の専門家の供給源は銀行・証券部門にあるから、会社がその分野のアドバイス、モニタリングを求めるのであれば、過去に取引関係があったという事実のみで資格を失うのは適当ではない<sup>28</sup>。

最後に、本コードが、独立取締役の兼任について「合理的な範囲にとどめる」よう求めていることを強調しておきたい（捕捉 4-11②）。米国の実証研究でも、3社以上の兼任は企業価値を引き下げる結果が示されているから、兼任制限を規定するのは妥当である<sup>29</sup>。アドバイスにせよ、モニタリングにせよ、現在独立取締役に期待されている機能は大きい。独立取締役の選任を単なるウィンドウ・ドレッシングに終わらせないためにも、今後、企業内外の情報の収集と議案の精査に十分な時間を割くことのできる人材が選任されることが望まれる。

## VI 統治構造改革に向けて：ハイブリッドな構造の創出

株式相互持合いと、マネジメント・ボードによって特徴づけられた日本企業の統治制度は、1990年代末以降、内外の機関投資家の増加という外部環境の変化に対応して、徐々に変化してきた。海外機関投資家が、国際標準に合致した企業統治制度を評価し、それが機動力となって企業統治制度の整備が進展してきた。今回のコードは、こうした機関投資家の増加を重要な背景としており、日本企業に自由な選択を許しながら、従来の日本企業の長所を維持しつつ、国際化に対応したハイブリッドな構造の模索を促進するものと位置づけることができる。

本コードの提示する、株主総会の開催日の集中回避、株式保有の開示の徹底、独立取締役の複数制の採用、3分の1以上の選任の実現は、機関投資家の保有比率の増大、企業統治における株主の利益の拡大という要請と、現在の日本企業の実態からみて現実的であり、適切な目標と判断できる。

以上を核心とする今回のコードは、会社法制ではなく、上場規則として、コンプラ

---

<sup>28</sup> 日立製作所が、独立取締役の要件や兼任制限（4社）まで定めたことは、先駆的な取り組みとして評価できる（「社外取締役、条件厳しく」日本経済新聞 2012年5月14日）。

<sup>29</sup> Fich and Shivdasani [2006]。この点は、藤田 [2015] も強調している。

イ・オア・エクスプレインの原則に従って施行される。会社法改正にしても、東証の上場規則にしても、これまですべての企業に義務付けるという強行性を前提として構想されてきた。しかし、企業成長の促進につながる統治制度には、すべての企業に当てはまるワン・サイズ・フィッツ・オールの仕組みはないから、ベストプラクティスを提示し、それに従わない場合は理由を説明するというコンプライ・オア・エクスプレインは強行規定よりも望ましいアイデアである。特に、多様化の進んだ日本企業の場合、選択の自由を保障することが不可欠である。

ところで、我が国がモデルとした英国では、実は「全員が株主に譲歩するため、成功していない」と言われている<sup>30</sup>。これは、英国では、株主の90%以上を占める内外機関投資家が、形式的に議決権を行使するからである。それに対して、インサイダーが40%を占め、株主の影響力がそれほど強くない日本では、コンプライ・オア・エクスプレインはむしろ有効に機能する可能性がある。その際、日本版コーポレートガバナンス・コードが有効に機能するためには、次の2つの条件が不可欠である。

第1に、企業が日本版コードの実施にたつて、エクスプレインに躊躇しないことである。独立取締役の必要性は、アドバイスを必要とする事業の複雑性が高いほど、モニタリングを必要とする企業のエージェンシー問題の深刻度が強いほど高く、したがって、事業の専門度が高く、内部成長を中心とする企業では、独立取締役の役割は小さい。同様に、株式保有面の問題は、企業間で1%未満を少数ずつ持ち合い、経営者の私的便益の相互的な保護につながる場合であり、事業法人による他の法人のブロック保有は、理論的にも、実証的にも、取引関係の安定や適切なモニタリングを通じて、企業価値を引き上げる。今後進む企業の自社のコードの策定では、想像力と明確な戦略を持って、自社の特性に適合的な取締役会構成や株主構成を選択する姿勢を示すことが重要である。<sup>31</sup>

第2に、本コードが繰り返し注意を喚起している通り、機関投資家は、形式的な議決権の行使を回避することが期待される。コードの実効性は、最終的には株主の評価、つまり、退出と議決権行使によって決定され、現在、議決権行使結果の企業経営に対する影響力ははるかに増加しつつある。スチュワードシップ・コードに参加し、新た

---

<sup>30</sup> コリン・メイヤー「基調講演：日本の企業統治構造改革：英国、米国その他の事例に学ぶ」、METI-RIETI シンポジウム「日本の企業統治構造改革について考える：イギリスの経験からの教訓」(<http://www.rieti.go.jp/jp/events/14101601/summary.html>)。

<sup>31</sup> 有識者会議でも、富山和彦委員がこの点を繰り返し強調している（第6回議事録参照）。

に「物言う株主」の側面を強めつつある生命保険会社を含めて、内外の機関投資家が、各社の取締役会設計の考え方を精査し、的確な対応、議決権を行使することを期待したい。

もっとも、以上のコンプライ・オア・エクスプレインの実質的な運用は、特にリーディング企業（ハイブリッド企業）の行動に関して妥当する。逆に、機関投資家保有比率が低く、企業統治制度の整備が遅れていた企業群では、この日本版コーポレートガバナンス・コードへの対応を、従来の劣位の均衡から脱出するチャンスとすべきである。株式保有政策の開示を契機に、その見直しに取り組み、適切な独立取締役の選任を進めれば、機関投資家を惹きつけることができる。また、この機関投資家の保有比率の上昇は、一層の企業統治制度の整備、企業政策の革新につながる。日本版コーポレートガバナンス・コードが、リーディング企業の統治制度の整備ばかりでなく、以上の意味で、企業統治において劣位の均衡に陥っている企業に対して、そこから脱出する重要な契機となることを期待したい。

## 参考文献

- Aggarwal, R., I. Erel, M. Ferreira, and P. Matos. [2011] “Does Governance Travel Around the World?: Evidence from Institutional Investors”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 100, Issue 1, pp. 154-181.
- Ahmadjian, C. L. and G. E. Robbins. [2005] “A Clash of Capitalisms: Foreign Shareholders and Corporate Restructuring in 1990s Japan”, *American Sociological Review*, Vol. 70, Issue 3, pp. 451-471.
- Aman, H. and P. Nguyen. [2008] “Do Stock Prices Reflect the Corporate Governance Quality of Japanese Firms?”, *Journal of the Japanese and International Economies*, Volume 22, Issue 4, pp. 647-662.
- Becht, M., J. Franks, J. Grant, and H. Wagner. [2015] “The Returns to Hedge Fund Activism: An International Study”, *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper*, No. 402/2014.
- Berger, P. G. and E. Ofek. [1995] “Diversification’s Effect on Firm Value”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, Issue 1, pp. 39-65.
- Boubakri, N., J. Cosset, and W. Saffar. [2013] “The Role of State and Foreign Owners in Corporate Risk-taking: Evidence from Privatization”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 108, Issue 3, pp. 641-658.
- Burkart, M., D. Gromb, and F. Panunzi. [1997] “Large Shareholders, Monitoring, and The Value of The Firm”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, Issue 3, pp. 693-728.
- Bushee, B. J. [1998] “The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior”, *Accounting Review*, Vol. 73, No. 3, pp. 305-333.
- Chung, K. H. and H. Zhang. [2011] “Corporate Governance and Institutional Ownership”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 46, Issue 1, pp. 247-273.
- Coles, J. L., N. D. Daniel, and L. Naveen. [2008] “Boards: Does One Size Fit All?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, Issue. 2, pp. 329-356.
- Croci, E., H. Gonenc, and N. Ozkan. [2012] “CEO Compensation, Family Control, and Institutional Investors in Continental Europe”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36, Issue 12, pp. 3318-3335.
- Cronqvist, H. and R. Fahlenbrach. [2009] “Large Shareholders and Corporate Policies”,

- Review of Financial Studies*, Vol. 22, Issue 10, pp. 3941-3976.
- David, P., T. Yoshikawa, M. D. R. Chari, and A. A. Rasheed. [2006] “Strategic Investments in Japanese Corporations: Do Foreign Portfolio Owners Foster Underinvestment or Appropriate Investment?”, *Strategic Management Journal*, Vol. 27, Issue 6, pp. 591-600.
- Del Guercio, D. [1996] “The Distorting Effect of the Prudent-man Laws on Institutional Equity Investments”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, Issue 1, pp. 31-62.
- Demsetz, H. and K. Lehn. [1985] “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences”, *Journal of Political Economy*, Vol. 93, No. 6, pp. 1155-1177.
- Denis, D.J., D. K. Denis, and A. Sarin. [1999] “Agency Problems, Equity Ownership and Corporate Diversification”, *Journal of Finance*, Vol. 52, Issue 1, pp. 135-160.
- Edmans, A. [2015] “Blockholders and Corporate Governance”, *NBER Working Paper*, No. 19573.
- Ferreira, M. A. and P. Matos. [2008] “The Colors of Investors’ Money: The Role of Institutional Investors around the World”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 88, Issue 3, pp. 499-533.
- Ferreira, M. A., M. Massa, and P. Matos. [2010] “Shareholders at the Gate? Institutional Investors and Cross-Border Mergers and Acquisitions”, *Review of Financial Studies*, Vol. 23, Issue 2, pp. 601-644.
- Fich, E. M. and A. Shivdasani. [2006] “Are Busy Boards Effective Monitors?”, *Journal of Finance*, Vol. 61, Issue 2, pp. 689-724.
- Flath, D. [1993] “Shareholding in the Keiretsu: Japan’s Financial Groups”, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 75, No. 2, pp. 249-257.
- Franks, J., C. Mayer, and H. Miyajima. [2014] “The Ownership of Japanese Corporations in the 20th Century”, *Review of Financial Studies*, Vol. 27, No.9, pp. 2580-2625.
- Franks, J., C. Mayer., P. Volpin, and H. F. Wagner. [2012] “The Life Cycle of Family Ownership: International Evidence”, *Review of Financial Studies*, Vol. 25, Issue 6, pp. 1675-1712.
- Garner, J. I. and W.Y. Kim. [2013] “Are Foreign Investors Really Beneficial? Evidence from South Korea”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 25, pp. 62-84.
- Giannetti, M. and A. Simonov. [2006] “Which Investors Fear Expropriation? Evidence from

- Investors' Portfolio Choices", *Journal of Finance*, Vol. 61, Issue 3, pp. 1507-1547.
- Gillan, S. L. and L. T. Starks. [2003] "Corporate governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective", *Journal of Applied Finance*, Vol. 13, No.2, pp. 4-22.
- Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick. [2003] "Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, Issue 1, pp. 107-155.
- Grinstein, Y. and R. Michaely. [2005] "Institutional Holdings and Payout Policy", *Journal of Finance*, Vol. 60, Issue 3, pp. 1389-1426.
- Grossman, S. J. and O. D. Hart. [1983] "An Analysis of the Principal-Agent Problem", *Econometrica*, Vol. 51, No. 1, pp.7-45.
- Hamao, Y., K. Kutsuna, and P. Matos. [2011] "U.S.-Style Investor Activism in Japan: The First Ten Years", *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper*, No. 290/2010.
- Hiraki, T., H. Inoue, A. Ito, F. Kuroki, and H. Masuda. [2003] "Corporate Governance and Firm Value in Japan: Evidence from 1985 to 1998", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 11, Issue 3, pp. 239-265.
- Hoechle, D., M. Schmid, I. Walter, and D. Yermack. [2012] "How Much of the Diversification Discount can be Explained by Poor Corporate Governance?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 103, Issue 1, pp. 41-60.
- Hoskisson, R. E., M. A. Hilt, R. A. Johnson, and W. Grossman. [2002] "Conflicting Voices: The Effects of Institutional Ownership Heterogeneity and Internal Governance on Corporate Innovation Strategies", *Academy of Management Journal*, Vol. 45, No. 4, pp. 697-716.
- Jeon, J. Q., C. Lee, and C. M. Moffett. [2011] "Effects of Foreign Ownership on Payout Policy: Evidence from the Korean Market", *Journal of Financial Markets*, Vol. 14, Issue 2, pp. 344-375.
- Jiraporn, P., Y. S. Kim, and W. N. Davidson. [2006] "Multiple Directorships and Corporate Diversification", *Journal of Empirical Finance*, Volume 15, Issue 3, pp. 418-435.
- John, K., L. Litov, and B. Yeung. [2008] "Corporate Governance and Risk-taking", *Journal of Finance*, Vol. 63, Issue 4, pp. 1679-1728.



- Kadyrzhanova, D. and M. Rhodes-Kropf. [2014] “Governing Misvalued Firms”, *NBER Working Paper*, No. 19799.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. [1999] “Corporate Ownership Around the world”, *Journal of Finance*, Vol. 54, Issue 2, pp. 471-517.
- Mayer, C. [2013] *Firm Commitment: Why the corporation is failing us and how to restore trust in it*, Oxford: Oxford University Press. (宮島英昭監訳, 清水真人・河西卓弥訳『ファーム・コミットメント：信頼できる株式会社をつくる』NTT出版, 2014年)
- McConnell, J. J. and H. Servaes. [1990] “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, Issue 2, pp. 595-612.
- Mehran, H. [1995] “Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, Issue 2, pp. 163-184.
- Michaely, R. and C. Vincent. [2013] “Do Institutional Investors Influence Capital Structure Decisions?”, Working Paper, Cornell University.
- Miyajima, H. and F. Kuroki. [2007] “The Unwinding of Cross-Shareholding in Japan: Causes, Effects, and Implications”, in Aoki, M, G. Jackson and H. Miyajima (eds.) *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford: Oxford University Press, pp. 79-124.
- Miyajima, H. and R. Ogawa. [2015] “Ownership, Governance Arrangement and Corporate Policies: How Does Foreign Institutions Play Its Disciplinary Role in Japan?”, *ongoing*.
- Nagaoka, S. [2006] “R&D and Market Value of Japanese Firms in the 1990s”, *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 20, Issue 2, pp. 155-176.
- Nguyen, P. [2012] “The Impact of Foreign Investors on the Risk-taking of Japanese Firms”, *Journal of Japanese and International Economies*, Vol. 26, Issue 2, pp. 233-248.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny. [1986] “Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, Vol. 94, Issue 3, pp. 461-488.
- Short, H., H. Zhang, and K. Keasey. [2002] “The Link Between Dividend Policy and Institutional Ownership”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8, Issue 2, pp. 105-122.
- Wahal, S. and J. J. McConnell. [2000] “Do Institutional Investors Exacerbate Managerial Myopia?”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6, Issue 3, pp. 307-329.
- Yafeh Y. and O. Yosha. [2003] “Large Shareholders and Banks: Who Monitors and How?”,

*Economic Journal*, Vol. 113, Issue 484, pp. 128-146.

蟻川靖浩・河西卓弥・宮島英昭 [2011] 「R&D 投資と資金調達・所有構造」, 宮島英昭編『日本の企業統治: その再設計と競争力回復に向けて』東洋経済新報社, 341-366 頁。

岩壺健太郎・外木好美 [2007] 「外国人投資家の株式所有と企業価値の因果関係: 分散不均一性による同時方程式の識別」一橋大学『経済研究』第 58 巻, 第 1 号, 47-60 頁。

牛島辰男 [2015] 「多角化ディスカウントと企業ガバナンス」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第 121 号, 69-90 頁。

内田交謹 [2012] 「社外取締役割合の決定要因とパフォーマンス」『証券アナリストジャーナル』第 50 巻, 第 5 号, 8-18 頁。

久保克行・齋藤卓爾 [2008] 「日本の経営者は株価を最大化するインセンティブを持っているのか」, 宮島英昭編『企業統治分析のフロンティア』日本評論社, 44-60 頁。

齋藤卓爾 [2011] 「日本企業による社外取締役の導入の決定要因とその効果」, 宮島英昭編『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, 181-213 頁。

佐々木寿記 [2010] 「ペイアウト政策と機関投資家の相互作用について」『証券アナリストジャーナル』第 48 巻, 第 12 号, 102-112 頁。

広田真一 [2012] 「ステークホルダー型企業の資金調達」, 広田真一著『株主主権を超えて: ステークホルダー型企業の理論と実証』東洋経済新報社, 199-227 頁。

藤田勉 [2015] 「コーポレートガバナンス・コードは機能するか」『月刊資本市場』2015 年 1 月号, 52-60 頁。

宮島英昭 [2015] 「独立取締役の複数選任制を読み解く」『ビジネス法務』2015 年 4 月号。

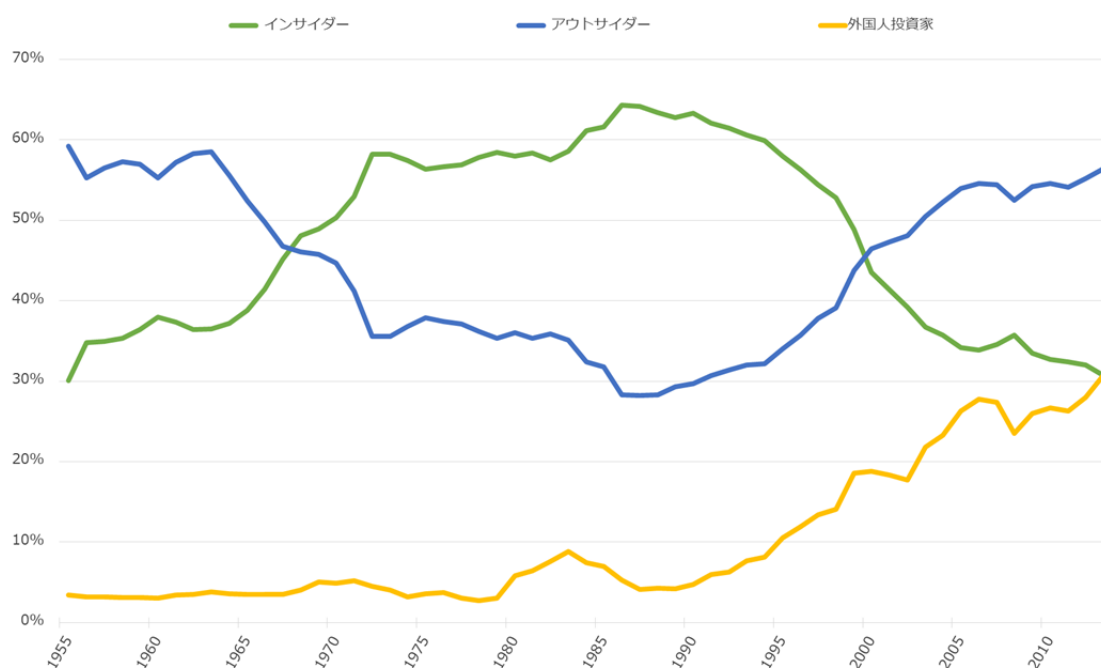
宮島英昭・小川亮 [2012] 「日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか? : 取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果」, RIETI Policy Discussion Paper, 12-P-013, 2012 年 7 月。

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」, 宮島英昭編『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, 105-149 頁。

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, FSA Institute Discussion Paper Series, DP2011-11, 2012年3月。

宮島英昭・保田隆明 [2015] 「株式所有構造と企業統治：機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか」財務省財務総合政策研究所, 『フィナンシャル・レビュー』第121号, 3-36頁。

図 1. 株式所有構造の推移

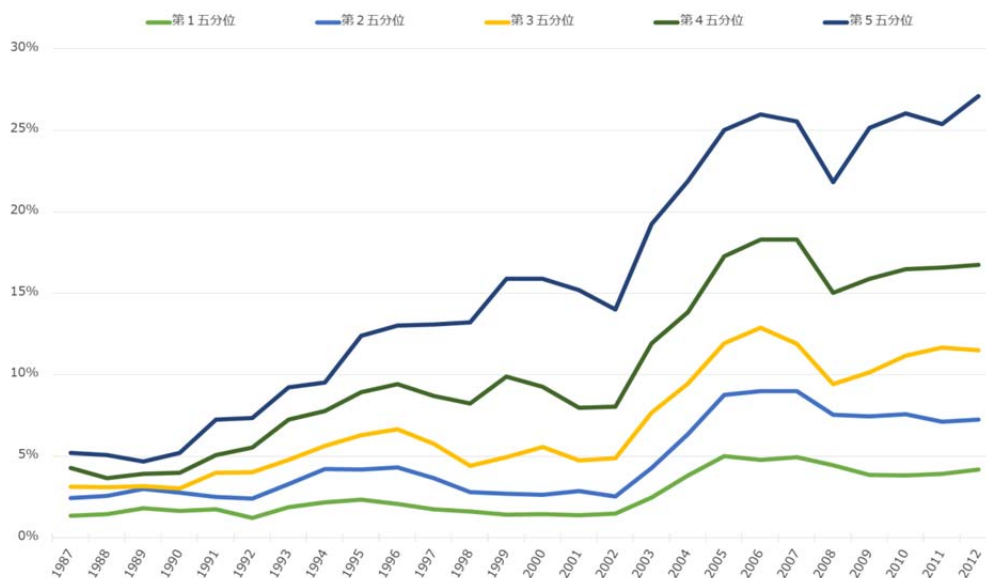


出所：東京証券取引所 『株式分布状況調査』より著者作成。

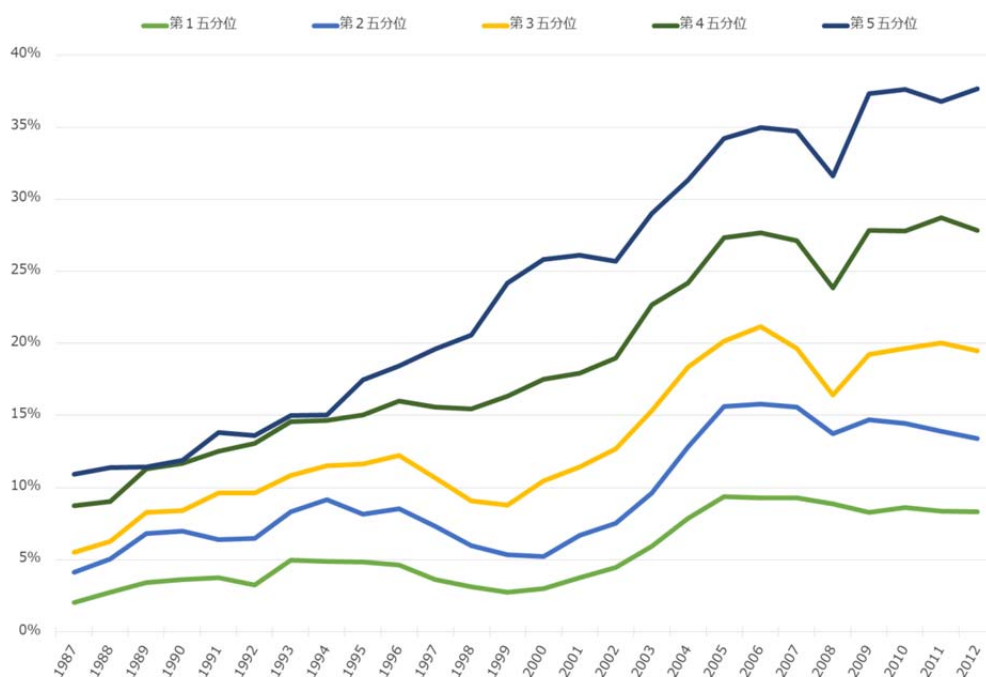
注：調査対象は、全国証券取引所上場会社（旧店頭市場を除き、マザーズ、ジャスダック、ヘラクレス等の新興市場を含む）。保有比率は、原則、市場価格ベースで計算されたものを表示。データが取得できない1969年度以前は、株数ベースで計算されたもので、保有比率の変化幅の情報を失わないように補完。インサイダーは、都銀・地銀等、生損保、その他金融機関、事業法人等の保有比率合計。アウトサイダーは、外国人、個人、投資信託、年金信託の保有比率合計。1970年度から1985年度は、都銀・地銀等のみの保有比率が取得できないため、都銀・地銀等と信託銀行の保有比率合計に占める都銀・地銀等の保有比率が、1986年度のものと同一であると仮定して、都銀・地銀等の保有比率を試算。さらに、1965年度以前は、金融機関保有分の内訳も取得できないため、1966年度の内訳に基づいて、各投資主体の保有比率を試算。

## 図 2. 規模別保有比率の推移

### パネル 1. 海外機関投資家の保有比率



### パネル 2. 内外機関投資家合計の保有比率



出所：日経 NEEDS-Cges より著者作成。

注：対象は東証一部上場企業（非金融事業法人）。各年度の時価総額五分位別に海外機関投資家の保有比率の平均値を算出。2006年度の各分位の時価総額の中央値は、第5五分位が5,615億円、第4五分位が1,317億円、第3五分位が523億円、第2五分位が273億円、第1五分位が122億円。閾値（分位点）は、第5-4五分位が2,292億円、第4-3五分位が812億円、第3-2五分位が374億円、第2-1五分位が192億。

図 3. 所有構造・企業統治制度・企業行動の相互関係

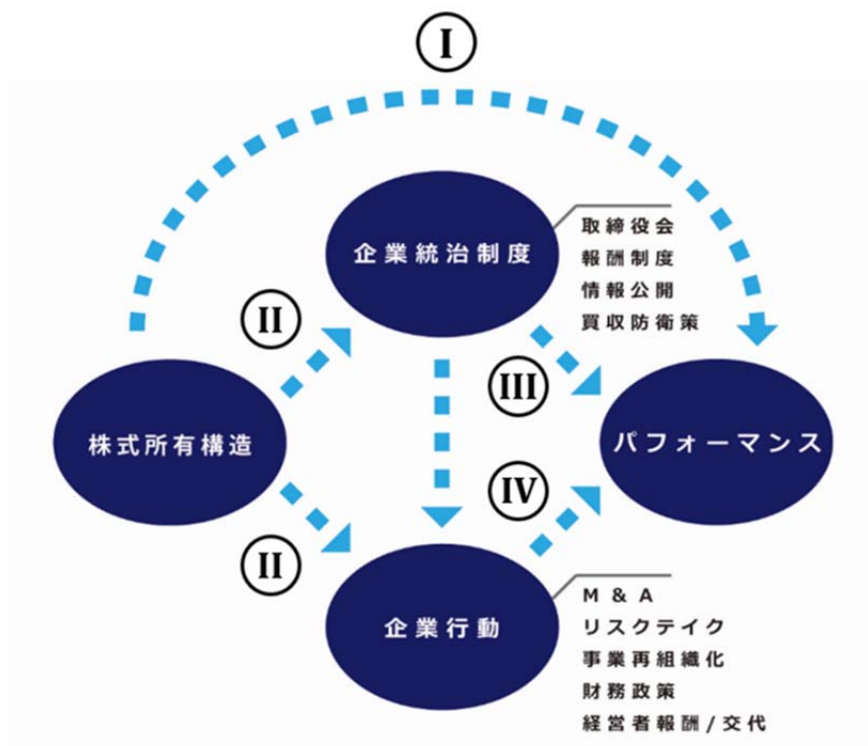
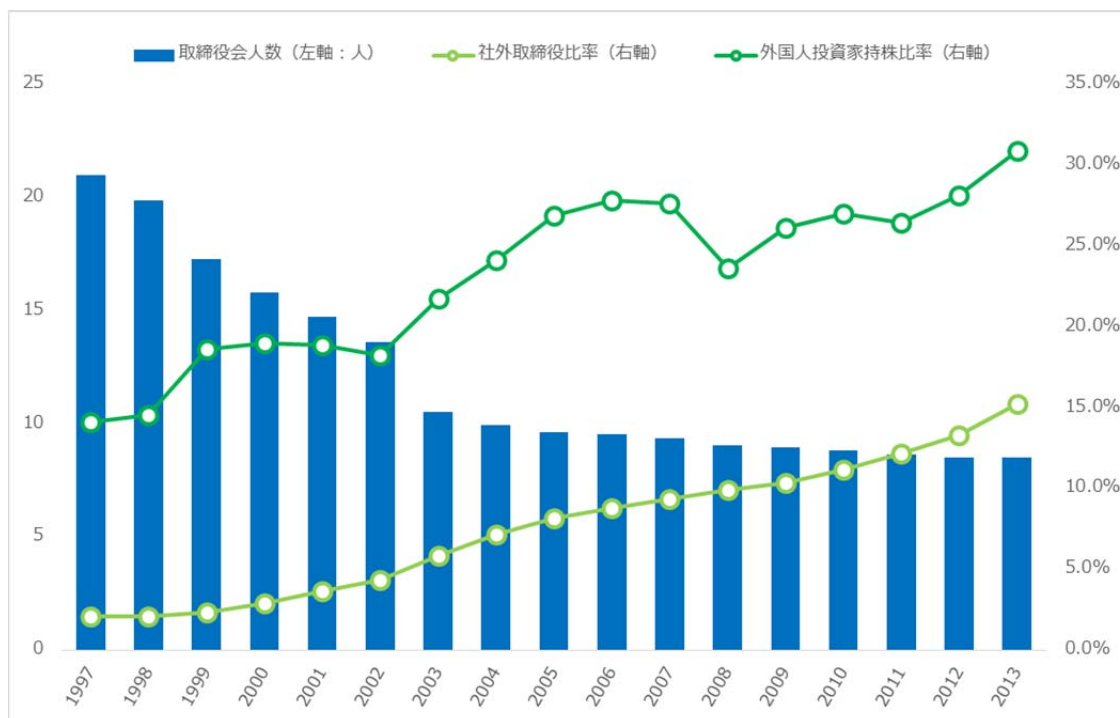


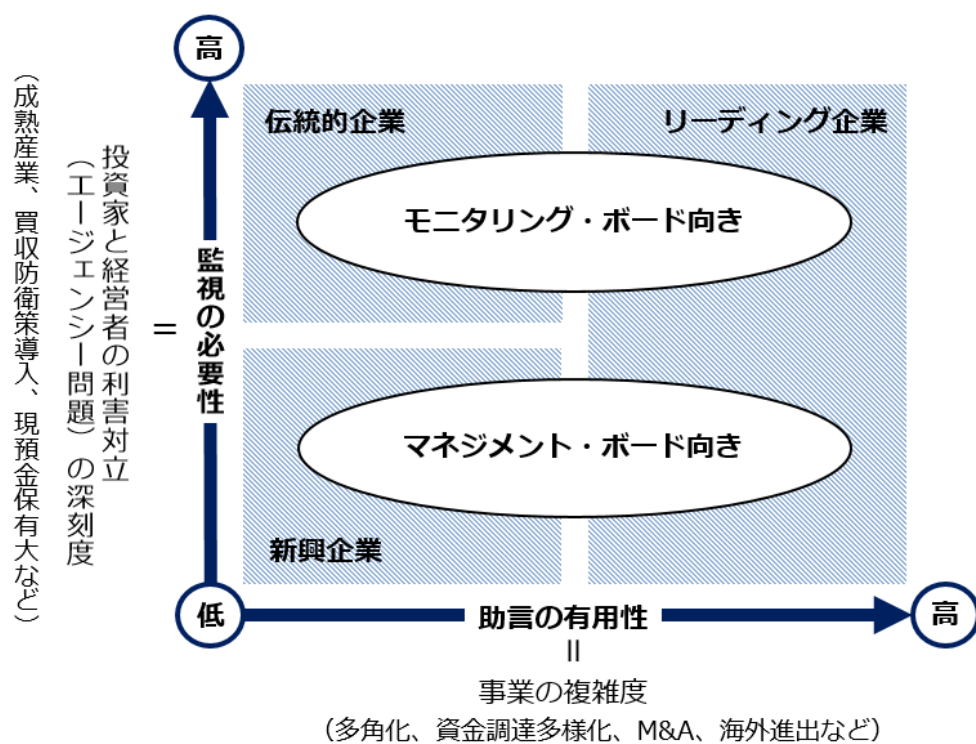
図 4. 取締役会構成と所有構造



出所：日経 NEEDS-Cges より著者作成。

注：集計対象は東証一部上場企業（非金融事業法人）。

図 5. 企業の特性と取締役会の役割





**表 1. 株式所有構造の国際比較**

日本は上場企業の時価総額加重。米国は 2011-13 年平均、英国は 2008, 2010, 2012 年平均、ドイツ・韓国は 2011-13 年平均、ドイツのインサイダーは、銀行・事業法人・政府（地方を含む）。韓国のインサイダーは、個人・機関投資家に関連企業を含むため集計資料からは推計不可能なため、ソウル国立大学 Park 教授の推計による。アウトサイダーは、100－インサイダー＋政府・行政機関保有。そのため、他アウトサイダーは、海外・国内機関投資家・個人の合計とは一致しない。資料：Board of Governors of the Federal Reserve System, *Financial Accounts of the United States*, Office for National Statistics, UK, *Historical Annual Tables 2005-2013*. Deutsche Bundesbank, Special Statistic Publication 4. Korean Exchange, *Annual Report*, Park, S. [2013] *Korean Capitalism*.

	インサイダー	アウトサイダー	海外機関 投資家など	国内機関 投資家	個人
日本 (1990-92 平均)	<b><u>62.3</u></b>	<b>37.4</b>	<b>5.7</b>	<b>11.3</b>	<b>20.5</b>
日本 (2010-12 年平均)	<b>32.4</b>	<b><u>67.4</u></b>	<b>27.0</b>	<b>20.1</b>	<b>20.3</b>
米国	<b>1.0</b>	<b><u>98.6</u></b>	<b>13.3</b>	<b>46.0</b>	<b>39.2</b>
英国	<b>5.2</b>	<b><u>91.8</u></b>	<b>46.0</b>	<b>35.4</b>	<b>10.3</b>
ドイツ	<b><u>55.8</u></b>	<b>44.2</b>	<b>18.4</b>	<b>17.2</b>	<b>8.6</b>
韓国	<b><u>56.1</u></b>	<b>40.3</b>	<b>34.3</b>	<b>15.8</b>	<b>20.3</b>

表 2. イベントスタディの分析結果

	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(B) - (C)	(B) - (D)
	全企業 (N=1802)	第一生命が 10大株主に 含まれる企業 (N=178)	第一生命が 10大株主に 含まれない企業 (N=1624)	日本生命が 10大株主に 含まれる企業 (N=450)	日本生命が 10大株主に 含まれない企業 (N=1352)		
CAPM							
CAR(0,1)	0.054	0.270 **	0.031	0.020	0.066	0.240 *	0.251 *
CAR(-1,1)	-0.095	0.203	-0.128 *	-0.063	-0.106	0.331 **	0.266
3ファクター・モデル							
CAR(0,1)	0.102 *	0.310 ***	0.079	0.036	0.124 **	0.231 *	0.275 *
CAR(-1,1)	0.019	0.297 **	-0.011	0.006	0.024	0.309 *	0.292

(注) サンプルは、2014年8月13日に東証一部に上場している全企業（除く第一生命）である。推定期間は、イベント（2014年8月13日）の-240日から-21日である。推定にあたっては、株価が180日未満しか得られない企業はサンプルから除外している。3ファクター・モデルのSMBにはRussell/Nomura Small CapインデックスのリターンからRussell/Nomura Large Capインデックスのリターンを引いた値、HMLにはRussell/Nomura Total Market ValueインデックスのリターンからRussell/Nomura Total Market Growthインデックスのリターンを引いた値を用いている。データはQUICK社のAstra Managerから取得している。\*\*\*、\*\*、\* は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示している。

表 3. 規模別所有構成

	閾値 (億円)	中央値 (億円)	機関投資家	外国人	持合い	安定
時価総額加重	-	-	41.0	30.9	6.8	27.6
単純平均	-	-	23.4	15.2	8.0	38.5
第5四分位	2,292	5,615	40.3	29.9	7.1	28.6
第4四分位	812	1,327	29.9	19.2	7.8	37.4
第3四分位	374	523	22.3	13.6	8.8	42.3
第2四分位	192	273	15.2	8.5	8.5	43.3
第1四分位	-	122	9.0	4.7	7.8	40.9

対象は、2013年度末時点の東証1部上場企業（非金融事業法人）。

機関投資家は、外国人機関投資家、年金信託、投資信託の合計。信託銀行の保護預部分（投資顧問運用分）は含まない。

持合い比率は、相互株式保有が可能な公開会社による株式保有比率合計（ニッセイ基礎研算出）。

安定比率は、国内会社による保有株式のうち、①相互保有関係にある会社が保有する株式、②生損保・銀行・信金が保有する株式（除く特別勘定、信託勘定）、③公開会社が保有する金融機関株式、④公開関連会社（親会社など）が保有する株式に該当する場合の株式保有比率合計（ニッセイ基礎研がNEEDS(日経の総合経済データバンク)と東洋経済「大株主データ」から算出、判明分）、⑤役員持株比率、⑥持株会持株比率、⑦自己株式、⑧法人が保有する大口株式(3%以上、含む外国会社、除く信託銀行等)のいずれかに属する株式の比率。

表 4. 取締役会構成（東証 1 部）

	2004年度	2013年度	規模別（時価総額）				
			第5四分位	第4四分位	第3四分位	第2四分位	第1四分位
企業数	1,486	1,666	334	333	334	332	333
取締役会人数	9.9	8.5	10.6	9.4	8.1	7.7	6.8
社外取締役比率	7.2%	15.2%	21.6%	15.9%	13.6%	12.6%	12.4%
社外取締役導入企業	528	1,220	300	271	239	217	193
（割合）	35.5%	73.2%	89.8%	81.4%	71.6%	65.4%	58.0%
社外取締役1人	267	660	85	148	150	143	134
（割合）	18.0%	39.6%	25.4%	44.4%	44.9%	43.1%	40.2%
社外取締役2人以上	261	560	215	123	89	74	59
（割合）	17.6%	33.6%	64.4%	36.9%	26.6%	22.3%	17.7%
社外取締役1/3以上	90	193	69	41	31	24	28
（割合）	6.1%	11.6%	20.7%	12.3%	9.3%	7.2%	8.4%
社外取締役1/2以上	28	56	25	11	7	7	6
（割合）	1.9%	3.4%	7.5%	3.3%	2.1%	2.1%	1.8%

出所：日経 NEEDS-Cges より著者作成。

## 表 5. 任意委員会設置会社

2014年12月末時点で日経500種平均株価に採用されている監査役設置会社のうち、社外取締役人数が3人以上かつ社外取締役比率が30%以上の企業を対象としている。各社のコーポレート・ガバナンス報告書に、指名委員会、報酬委員会のいずれかの機能を持つ委員会を設置していることが明記されている場合のみ表掲している。

証券コード	企業名	業種	売上高 1兆円以上	首位株主の保有比率 20%以上	外国人保有比率 30%以上	取締役人数	社外取締役 人数	社外取締役 比率	指名委員会	報酬委員会	委員会についての注記
2501	サッポロホールディングス	食料品				10	3	30%	✓	✓	指名委員会、報酬委員会：社外取締役3名および社長で構成。委員長は社外取締役から選任。
2502	アサヒグループホールディングス	食料品	✓		✓	9	3	33%	✓	✓	指名委員会：社外取締役2名（男性1名、女性1名）、社内取締役2名（すべて男性）で構成。委員長は社内取締役から選任。 報酬委員会：社外取締役2名（男性1名、女性1名）、社内取締役2名（すべて男性）で構成。委員長は社外取締役から選任。
2651	ローソン	小売業		✓	✓	8	5	63%	✓	✓	指名・報酬諮問委員会：社外取締役4名、社外監査役2名で構成。
3099	三越伊勢丹ホールディングス	小売業	✓			9	3	33%	✓	✓	指名報酬委員会：社外取締役3名を含む5名で構成。
3401	帝人	繊維製品				10	4	40%	✓	✓	アドバイザリー・ボード；指名・報酬委員会の機能を持つ。社外アドバイザー5-7名（うち外国人2-3名）、会長（議長）、社長で構成。
4208	宇部興産	化学				7	3	43%	✓	✓	指名委員会、評価・報酬委員会：取締役5名で構成。委員長は社外取締役から選任。
4452	花王	化学	✓		✓	6	3	50%	✓	✓	取締役・執行役員選任審査委員会、取締役・執行役員報酬諮問委員会：全社外取締役、全社外監査役で構成。
4502	武田薬品工業	医薬品	✓			10	3	30%	✓	✓	指名委員会：社外取締役1名（委員長）、社外監査役1名、社内取締役1名で構成。 報酬委員会：社外取締役1名（委員長）、社外監査役1名、社内取締役1名で構成。
4503	アステラス製薬	医薬品	✓		✓	7	4	57%	✓	✓	指名委員会、報酬委員会：過半数が社外取締役で構成。委員長は社外取締役から選任。
4507	塩野義製薬	医薬品			✓	5	3	60%	✓	✓	指名諮問委員会：社外取締役2名、社内取締役2名で構成。 報酬諮問委員会：社外取締役2名、社内取締役1名、常勤監査役2名で構成。
4536	参天製薬	医薬品			✓	5	3	60%	✓	✓	指名委員会、幹部報酬委員会：社外取締役が委員に含まれる。
4568	第一三共	医薬品	✓		✓	10	4	40%	✓	✓	指名委員会、報酬委員会：過半数が社外取締役で構成。委員長は社外取締役から選任。
4911	資生堂	化学			✓	8	3	38%	✓	✓	役員指名諮問委員、役員報酬諮問委員会：委員長は社外取締役から選任。
5108	ブリヂストン	JTA製品	✓		✓	8	4	50%	✓	✓	報酬委員会、指名委員会：社外取締役4名を委員として構成。
5201	旭硝子	ガラス・土石製品	✓			7	3	43%	✓	✓	指名委員会、報酬委員会：過半数が社外取締役で構成。
6361	荏原	機械			✓	12	4	33%	✓	✓	指名委員会、報酬委員会：半数以上が社外取締役で構成。
6701	NEC	電気機器	✓		✓	11	5	45%	✓	✓	指名・報酬委員会：過半数が社外取締役で構成。委員長は社外取締役から選任。
6702	富士通	電気機器	✓		✓	11	4	36%	✓	✓	指名委員会、報酬委員会：非執行取締役3名、社外監査役1名で構成。
6754	アンリツ	電気機器			✓	8	3	38%	✓	✓	指名委員会、報酬委員会：社外取締役3名、社内取締役1名で構成。委員長は社外取締役から選任。
6762	TDK	電気機器			✓	7	3	43%	✓	✓	指名諮問委員会：委員長は社外取締役から選任。 報酬諮問委員会：委員長は社外取締役から選任。社外専門家が委員に含まれる。

表 5. 任意委員会設置会社（続き）

証券コード	企業名	業種	売上高 1兆円以上	首位株主の保有比率 20%以上	外国人保有比率 30%以上	取締役人数	社外取締役 人数	社外取締役 比率	指名委員会	報酬委員会	委員会についての注記
6841	横河電機	電気機器				9	3	33%	✓	✓	指名・報酬委員会：過半数が社外取締役で構成。
6845	アズビル	電気機器			✓	9	3	33%	✓	✓	指名・報酬会議：社外取締役と代表取締役で構成。
6857	アドバンテスト	電気機器				9	3	33%	✓	✓	指名報酬委員会：詳細は不明。
7453	良品計画	小売業			✓	9	3	33%	✓	✓	指名諮問委員会、報酬諮問委員会：社外取締役3名、社内取締役2名で構成。
7733	オリンパス	精密機器			✓	13	8	62%	✓	✓	指名委員会、報酬委員会：過半数が社外取締役で構成。委員長は社外取締役から選任。
7752	リコー	電気機器	✓		✓	9	3	33%	✓	✓	指名報酬委員会：社外取締役3名、社内取締役2名で構成。
7832	バンダイナムコホールディングス	その他製品			✓	9	3	33%	✓	✓	人事報酬委員会：指名・報酬等についての諮問機関。過半数が社外取締役で構成。
8031	三井物産	卸売業	✓		✓	13	4	31%	✓	✓	指名委員会：社外取締役2名、社内取締役2名、社長（委員長）で構成。 報酬委員会：社外取締役（委員長）、社内取締役2名、社長で構成。
8233	高島屋	小売業				10	3	30%	✓	✓	指名委員会、報酬委員会：社外取締役が委員に含まれる。
9412	スカパーJSATホールディング	情報・通信業		✓		9	3	33%	✓	✓	指名報酬委員会：過半数が社外取締役で構成。委員長は社外取締役から選任。
9783	パナソニックホールディングス	電気機器			✓	8	5	63%	✓	✓	指名・報酬委員会：社外取締役3名以上および社長で構成。
2811	カゴメ	食料品				10	3	30%		✓	報酬委員会：半数以上が社外取締役で構成。
4185	JSR	化学			✓	7	3	43%		✓	報酬諮問委員会：社外取締役が委員に含まれる。
5002	昭和シェル石油	石油・石炭製品	✓	✓	✓	8	6	75%		✓	報酬諮問委員会：社外取締役と有識者を中心に構成。委員長は独立取締役から選任。
6301	コマツ	機械	✓		✓	10	3	30%		✓	報酬諮問委員会：社外委員4名（社外取締役1名、社外監査役2名、社外有識者1名）、社内委員1名で構成。
7735	SCREENホールディングス	電気機器				10	3	30%		✓	報酬諮問委員会：社外取締役と代表取締役で構成。
7951	ヤマハ	その他製品				7	3	43%		✓	役員人事委員会：報酬等の決定に関する条件を審議し、取締役会に答申する機関。半数以上が社外取締役で構成。
8058	三菱商事	卸売業	✓		✓	14	5	36%		✓	ガバナンス・報酬委員会：コーポレート・ガバナンス関連の課題と役員報酬制度のあり方について審議する機関。 社外役員5名、社内役員3名で構成。
8803	平和不動産	不動産業				7	3	43%		✓	報酬委員会：過半数が社外取締役で構成。
9021	西日本旅客鉄道	陸運業	✓		✓	14	5	36%		✓	報酬諮問委員会：過半数が社外取締役で構成。
9202	ANAホールディングス	空運業	✓			10	3	30%		✓	報酬諮問委員会：過半数が社外取締役と社外有識者で構成。
9697	カブコン	情報・通信業			✓	10	3	30%		✓	報酬委員会：委員長は社外委員から選任。