



RIETI Policy Discussion Paper Series 21-P-020

日本型モデルVer2.0 に向けて： 株式会社の目的、取締役の役割、所有構造

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

<https://www.rieti.go.jp/jp/>

日本型モデル Ver2.0 に向けて：

株式会社の目的、取締役の役割、所有構造*

宮島 英昭（経済産業研究所）†

要 旨

コロナ後の世界では、株式会社の目的をめぐる社会規範が大きく変化し、かつて株主価値の最大化を企業の目的とする米国型モデルに収斂すると展望されていた世界は、むしろステークホルダー・モデルへの傾斜を強めている。他方、日本では、アベノミクス下の企業統治改革が道半ばの中で、COVID-19のインパクトを受け、それを主導した株主至上主義が厳しい挑戦にさらされることになった。では、日本の企業統治はどこに向かうべきか。我々の理解では、今後の企業統治改革の課題は、「近視眼の罠に陥ることなく株式市場の役割を重視した改革を通じて、イノベーションと経済のダイナミクスを実現し、さらに企業が、社会の持続可能性を考慮する枠組みを創出する」ことに集約することができる。言い換えれば、今後の方向は、単純に米国型に接近することでも、かつての日本型モデルを復活させることでもなく、両者を結合したハイブリッドなモデル、日本型モデル Ver2.0 のデザインにある。本稿では、こうした観点から、まず安倍内閣下の企業統治改革の経済的帰結をそのビジョンに照らして簡単に確認した上で、日本型モデル Ver2.0 のデザインのポイントを、企業の目的（存在意義）の再定義、新たな環境下での取締役会（社外取締役）の役割、それに適合した所有構造の設計に焦点を絞って検討する。

キーワード：日本型モデル Ver2.0、株主価値最大化、ステークホルダー、株式会社の目的(存在意義)、取締役会の役割、所有構造)

JEL classification：G30, G32

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。

*、本稿は、（独）経済産業研究所におけるプロジェクト「企業統治分析のフロンティア」の成果である。作成にあたっては、蟻川靖浩、小川亮、斎藤卓爾、篠潤之介、鈴木一功、Marco Becht, Julian Franks, Colin Mayer との共同研究の成果を利用した。また、RIETI-ECGI-WBF Webinar シリーズ“The New Concept of Corporation”（2021年3月～7月）における議論が有益であった。本研究は、科学研究費補助金（基盤研究(A)企業統治改革と資本効率・リスクテイク：エンゲージメント・アライメント・権限配分）、公益財団法人三菱財団の人文科学研究助成金の支援を得た。

† 早稲田大学常任理事・商学学術院教授・WIAS

日本型モデル Ver2.0 に向けて：

株式会社の目的・取締役の役割・所有構造

宮島英昭*

2021年12月

本稿は、蟻川靖浩、小川亮、斎藤卓爾、篠潤之介、鈴木一功、Marco Becht, Julian Franks, Colin Mayer との共同研究の成果に基づいている。また、RIETI 研究会（企業統治分析のフロンティア）および RIETI-ECGI-WBF Webinar シリーズ“The New Concept of Corporation”（2021年3月～7月）における議論が有益であった。なお、宮島英昭「新たな日本型モデルの構築を 企業統治に求められる視点」『日本経済新聞 経済教室』2021年9月7日は、本稿の要点を整理したものである。また、本稿は、宮島英昭「COVID-19 と日本の企業統治：株式会社の目的の再定義と取締役の役割」『ディスクロージャー & IR』2021年5月を全面的に発展させたものである。本研究は、科学研究費補助金（基盤研究（A） 19H00603 企業統治改革と資本効率・リスクテイク：エンゲージメント・アライメント・権限配分）、公益財団法人三菱財団の人文科学研究助成金の成果の一部である。

*早稲田大学常任理事・商学大学院教授・RIETI・WIAS

1. COVID-19 と資本主義の未来

顧みれば、2000 年代初頭には、株主至上主義に立つ英・米型の企業統治システムが他の競合者をほとんど許さない理想的なモデルと広く理解されていた。それぞれ特性をもった各国の企業統治システムは、急速な IT 化と金融のグローバル化を背景として、いずれ株主主権システムへ収斂すると予想され、また、この収斂を促進することが政策的にも推進されることとなった。一国の競争力が企業統治の質、取締役の責務の履行にかかっているという英国のキャドベリーレポート (Cadbury Report 1992) の考え方は世界各国に普及し、2000 年代にはコーポレートガバナンス・コードの導入、会社法の改正、上場ルールの整備という形で多くの国で実現された (Kim et al. 2013, Fauver et al. 2017)¹。

しかし、2008 年の世界金融危機以降、株主至上主義という社会規範は大きな挑戦にさらされることとなった。危機後の英・米では、機関投資家の圧力の増大と株価連動型の報酬制度に代表されるそれまでシステムが、経営者の過度の短期主義や、行き過ぎたリスクテイク、さらには社会的不平等の拡大をもたらしているという認識が共有され、その解決が追求されることとなった。例えば、米国で 2010 年に制定された金融規制改革法 (ドッド・フランク法) は、金融機関の過度のリスクテイクを抑制するための資本規制と並んで、経営者報酬案を株主総会に諮ることを求めた²。また、2010 年の英国のステュワードシップ・コード導入の最大の狙いは、企業経営者の過度のリスクテイクや

¹ こうした動きと並行して、1990 年代には資本主義の多様性に注目したアカデミズムでも、一転して米国型システムの優位性を強調する議論の影響力が強まった。例えば、会社法の分野では、ハウズマン、クラークマン両教授が、株主至上主義の規範が競合する他の企業法理論に勝利したことを宣言して、会社法の歴史の終焉を主張した (Hansmann/Kraakman 2001)。また、経済学では La Porta et al. (1998) を出発点とするシュライファー、ハーバード大学教授らによる各国の法的起源に関する一連の研究は、コモン・ロー諸国で見られる少数株主保護が金融システムの発展、経済成長に与えるポジティブな効果を解明して、少数株主保護の必要を実証的に基礎付け、その後の研究の展開に大きな影響を与えた。2000 年代の実証研究は、機関投資家が各国のガバナンス・システムの平準化の起動力となり (Ferreira/Matos 2008)、また、アクティビズム・ファンドが経営の規律付けを通じて効率性にポジティブな役割を果たしていることを強調した (Brav et al. 2008)。

² いわゆる say on pay である。実際に決定される米国の経営者報酬が、この株主の投票結果によって拘束されるわけではない。また、導入初年 (2011 年) に報酬議案に対する反対が過半数に達したケースは、2%以下にとどまる (Kaplan 2013)。他方、大陸欧州では、例えば、スイスでは 2013 年に法制化されるなど、拘束的側面を強めて拡大している (Edmans 2020, p.104)。

短期主義を緩和するように、機関投資家の影響力の行使を動機づける点にあった³。他方、既述のとおり各国がモデルとした英国のコーポレートガバナンス・コードも 2018 年には全面的に見直され、従来の株主価値の向上を目的とする構成から、企業の持続的成長とそのための企業文化の醸成、他のステークホルダーへの配慮と労働者の意見の反映などを重視する構成に改訂された⁴。

持続可能な開発目標（SDG s）が国連本部において採択された 2010 年代後半には、利益追求を最優先する企業活動をこれまで社会が容認してきたために、環境破壊、森林や水産資源の枯渇、貧富の格差の拡大、児童就業などの人権侵害が続いているという問題意識がさらに強まった。しばしば引用されるように、2019 年 8 月に米主要企業の経営者団体、ビジネス・ラウンド・テーブルが、企業の目的として、株主至上主義を見直し、従業員など他のステークホルダーを重視すべきだとの考え方を打ち出した。この声明に JP モルガン・チェース、ジョンソン・アンド・ジョンソン、アマゾン、アップルなど新・旧主要企業 181 社が署名し、この署名企業の時価総額は 13 兆ドルに上った⁵。しかも、近年の動向として注目すべきは、米国の機関投資家自らが株主至上主義の再検討を提議したことである。ブラックロックの会長兼 CEO であるラリー・フィンクは、2019 年 1 月、投資先企業への書簡において、長期的な発展のために財務パフォーマンスだけでなく社会に価値を生み出すことを求め、企業の目的は利益の最大化にあるという従来の考えに疑問を投げかけた⁶。

並行して学界でも、2010 年代に入ると株主至上主義の理論的な再検討が進む一方⁷、

³ Hill (2013) , Goto, Koh and Puchniak (2020) を参照。

⁴ 詳しくは、上田 (2018) 参照。

⁵ Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote ‘An Economy That Serves All Americans’. <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>

⁶ Larry Fink 2019 Letter to CEOs: Purpose& Profit.

<https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2019-larry-fink-ceo-letter>

⁷ 例えば、コロナ以前の企業の目的に関する議論としては、世界経済フォーラムの主張の基盤となったリプトンの the new paradigm の提言、企業の目的を地球的問題の解決に求めたオックスフォード大学のメイヤー教授の主張 (Mayer 2014, 2018)、欧州委員会による取締役の義務と持続可能なコーポレートガバナンスに関するレポート (EU 2020)、利潤追求と社会的目的の両立を説いたロンドン経営大学院のエドマンズ教授の主張 (Edmans 2020) の影響力が大きい。また、主流派経済学の中でも、株主が社会的価値への関心を強めたという近年の変化を重視し、企業の目的を従来の株主価値最大化から株主の厚生最大化に求め、企業の重要な行動に対して株主の提案権 (いわゆる say on purpose) を認める主張が現れた (Hart, Zingales 2017)。

実証面では、短期主義の弊害や ESG 投資の実証分析が急速に進展することとなった。ポートフォリオ投資家の増加、ヘッジファンド・アクティビズムの隆盛、ストックオプションの過度の付与のために、経営者が長期投資を犠牲として自社株買い、過大な M&A、投資の削減を実行する側面が解明される一方⁸、単に経営学、社会学にとどまらず経済学・金融論の分野でも CSR/ESG が注目を集め、その決定要因と効果の分析が多面的に進展している⁹。

2020 年 2 月から深刻となったコロナ禍は、これまでの環境破壊・気候変動問題に加えて社会的不平等をさらに先鋭化させた。コロナの拡大は、経済活動の急激な縮小によって、雇用すら奪われる層を大量に生み出す一方、その対応過程でデジタル・トランスフォーメーション（以下、DX）が急速に進み、GAF A などのインターネット関連の事業は急速な成長と、それに伴う独占が大きな問題となっている。また、超緩和的金融政策は、金融資産価格の急激な上昇をもたらし、こうした社会各層へのコロナの非対称な影響は、所得格差や社会の分断を一層拡大した。

こうしてコロナ後の世界では、企業の目的をめぐる社会規範が大きく変化し、ステークホルダーを重視する見方がその影響力を強めた。かつて、株主価値の最大化を企業の目的とする米国型モデルに収斂すると展望されていた世界は、むしろステークホルダー・モデルへの傾斜を強めている。

他方、日本では、アベノミクス下の企業統治改革が進展する中で、COVID-19 のインパクトを受けた。アベノミクスは、株主主権の強化を通してイノベーションの促進と経済のダイナミクスの回復を目的としていた。しかし、それが道半ばの中で、そうした株

⁸ 短期主義の弊害を主題とした研究としては、Almeida et al. (2016) , Edmans et al. (2018) などが重要である。

⁹ 企業の CSR 活動の決定要因に関する近年の成果としては、Liang and Ronneboog (2020)、また CSR 活動と企業のパフォーマンスの関係に関するサーベイとしては、Servaes and Tamayo (2017) が有益である。他方、企業の ESG 活動に対する機関投資家の影響に関しては、米国企業を対象とした Dimson et al. (2015), Dyck et al. (2019) があり、最近では、Bolton and Kacperczyk (2021) が投資家が CO₂ 排出リスクに対し、リスクプレミアムを求めていることを示し、また、Azar et al. (2021) が、3 大機関投資家のエンゲージメントが CO₂ 削減の効果を持つかを検証して、肯定的な評価を得ている。我が国についても、日高ほか、(2021) が内部資料を利用した先駆的な分析を試みている。他方、近年は、責任投資を標榜する機関投資家のポートフォリオが本当に ESG 活動の高い企業から構成されているか、単に見せかけの ESG 活動 (greenwashing) を捉えるだけにとどまるかの分析や (Gibson et al. 2021a)、ESG 銘柄への投資拡大が、資産価格の均衡に影響を与え、投資ブームをもたらす可能性について分析が始まっている (Pederson et al. 2020, Gibson et al. 2021 b)。

主権が厳しい挑戦にさらされることになった。2021年9月の自民党総裁選でも今後の資本主義の新たな姿が争点の一つとなり、岸田新内閣も、そのビジョンこのいまだ明確ではないものの、「新たな資本主義」を標ぼうして、これまでの成長に加えて分配を重視する姿勢を示している。

では、今後の日本の企業統治はどこに向かうべきか。我々の理解では、日本の企業統治改革の課題は、「近視眼の罠に陥ることなく、市場の規律を重視した改革を通じて、イノベーションと経済のダイナミクスを実現し、さらに企業がESG要素を含む社会の持続可能性を考慮する枠組みを創出する」ことに集約することができる。言い換えれば、今後の改革方向は、単純に米国型に接近することでも、かつての日本型モデルを復活させることでもなく、両者を結合したハイブリッドなモデル、日本型モデル Ver2.0 のデザインにある。本稿では、こうした観点から、日本型モデル Ver2.0 のデザインのポイントを、企業の目的（存在意義）の再定義、新たな環境下での取締役会（社外取締役）の役割、それに適合した所有構造の設計に絞って提示したい。

本稿は、以下のように構成される。2節では、安倍内閣下の企業統治改革のビジョンとその帰結を整理する。3節は、今後の企業統治改革の課題と明確とする。4節は、近年注目を集める企業の目的（存在意義）に関する問題を扱う。5節は、日本型モデル Ver2.0 における取締役会の役割が主題である。6節は、それを支えるハイブリッドな所有構造について検討する。7節は結びである。

2. 安倍内閣下の企業統治改革：改革ほどの程度実現したか

ビジョン：その論理構造

まず、2013-20年にかけて進展した安倍内閣による企業統治改革のビジョンとその論理構造を確認しておこう¹⁰。既述のとおり英・米国において2008年の世界金融危機以降に共有された問題意識は、強すぎる株主によるガバナンスが、近視眼的な経営、過度のリスクテイク、株主以外の他のステークホルダーの保護の低下をもたらし、さらに温暖化に代表される環境問題、格差の拡大、社会的包摂の低下の要因になっている点にあった。

それに対して、「失われた20年」を経験した日本では、金融危機後にあってもいぜん

¹⁰ 安倍内閣期の企業統治改革の展開とその成果について詳しくは、宮島・齋藤（2020）参照。

弱い株主によるガバナンスが、企業経営者のリスクテイクの回避、保守的経営、低い資本効率をもたらしている点が強く意識された。日本企業の 2000 年代の ROE は平均 5～6%、世界の主要国の半分程度にとどまる¹¹。2012 年末に成立した安倍内閣は、異次元緩和、機動的な財政政策と並ぶ 3 本の矢の一つとして成長戦略を掲げ、企業統治改革はその中核に置かれた。経済のダイナミクスを回復し、イノベーションを促進するために、株主の関与の強化、独立取締役の選任、株価と連動した報酬制度の導入を進めるといったのが安倍内閣下の企業統治改革の基本方向であり、スチュワードシップ・コード(以下、ST コード)、コーポレートガバナンス・コード(以下、CG コード) 導入の狙いもそこにあった。

また、両コードは、導入当初から社会の持続可能性について規定し、その規定は改訂を重ねるごとに強化された。両コードを契機に、機関投資家は ESG 投資の取り組みを強め、グローバル企業は環境問題への施策とその情報開示(統合報告書の作成)を開始した。その意味で、日本の企業統治改革は、いわば「周回遅れ」の課題の解決と、世界に共通する新たな課題(社会の持続的成長の実現)への取り組みが重なり合ったものを見ることができる。

政策展開：2つの支柱

成長戦略としての企業統治改革は、2013 年 6 月の日本再興戦略で明確に提示されてから現在に至るまで切れ目なく展開された。JPX400(ガバナンスに考慮したインデックス)の導入を皮切りに、年金積立管理運用独立行政法人(以下、GPIF)の日本株の組み入れ増加と、委託先機関投資家によるエンゲージメント(対話)の勧奨が進み、さらに、改革の2つの柱である ST コード(2014 年)と、CG コード(同 2015 年)が相次いで導入された。

機関投資家に投資先企業との積極的な対話を求める ST コードは、アセット・オーナーの委託先機関投資家のガバナンス活動に対する積極的関与、伝統的機関投資家のガバナンス体制の整備(独立のエンゲージメント専門組織の設立と議決権行使基準の強化)、サイレント・パートナーと呼ばれた生命保険会社の「物言う長期株主」への変化、アクティビスト・ファンドの活動の多様化と活発化、などの重要な変化をもたらした。

¹¹ 詳しくは、経済産業省(2014)、蟻川・井上・齋藤・長尾(2017)参照。

他方、企業のコーポレートガバナンス体制の整備を求める CG コードは、2000 年代初頭から取り組まれながら遅々として進まなかった独立取締役の選任を一挙に押し進めた¹²。2015 年には会社法が改正され、従来の監査役設置会社と、英・米型の指名委員会等設置会社の中間的性格をもつ監査等委員会設置会社の選択が新たに可能となった。また同コードは、政策保有株の保有理由の開示規制を通じて、事業法人の保有株式の売却を徐々に促進した。

さらに、両コードは、導入後 3 年毎に実質的な改訂を加えられた。ST コードの 2017 年の改訂では、パッシブ運用を行う機関投資家に中長期的視点に立った対話・議決権行使に積極的に取り組むことや、議決権行使結果の個別開示を求め、さらに 21 年の再改訂では機関投資家に ESG を含めた投資先企業の持続的成長への考慮を強く求めた。他方、CG コードは、18 年の改訂で①政策保有株の削減、②CEO の選解任と後継者計画の整備、③独立した諮問委員会の活用などをベストプラクティスに追加した。さらに、21 年の再改訂では、①取締役会の機能発揮（東証の上場区分の変更に対応した独立取締役の基準の引き上げ）、②サステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）を巡る課題への取り組みの公表などを求めている。

ビジョンは実現されたか：アベノミクスの帰結

では、安倍内閣下の企業統治改革の経済的成果はどのように評価できるか。この点を、改革前後（2010～12 年と 2014～18 年）の東証一部上場企業の企業業績、企業行動（投資、株主還元、財務選択）、分配と報酬を要約した表 1 を利用して確認しておこう¹³。なお、同表のパネル 2 は、企業業績や企業行動を示す変数を、資産対数値、海外売上比率、企業の成長可能性を捉えるトービンの q 、産業別売上伸び率（法人企業統計による）などのコントロール変数と、①企業統治改革ダミー（2014 年以降に 1）、②この企業統治改革ダミーと、機関投資家保有比率の交差項に回帰したモデルにおける①、②の係数

¹² 改革と前後して、一方で、取締役には現場の知識が不可欠としてこれまで社外の独立取締役の選任を回避していたリーディング企業（トヨタ、キャノン、ファナック）で取締役改革が進展した。他方、これまで機関投資家の圧力が乏しいために、選任の遅れていた中規模の企業でも、独立取締役 2 人の選任が全般化した。この間の経過は、宮島・齋藤（2020、第 3 回）を参照。

¹³ 以下は、宮島・齋藤（2020、第 5 回）参照。伊藤他（2017）は、先駆的に 2016 年までを対象として ROE、およびそれを分解した売上利益率、レバレッジ、さらに株主還元、企業価値に対する効果の分析を試みている。

を示す。①の係数は、改革効果の効果全体に、②の係数は、改革が機関投資家の役割に与えた影響の有無と大きさに接近している。以下要点を整理しておく。

==表 1 about here ==

- 第 1 に、安倍内閣が発足した 2012 年末以降、ROE で測った日本企業の業績は、順調に回復した。もっとも、その資本効率の改善は、総資産回転率の向上や負債の拡大（自己資本の圧縮）ではなく、主として売上高純利益率の上昇によって実現された。企業業績の改善に対して、事業再組織化（資産の圧縮）や負債の活用はほとんど貢献していない。この点は、株主権の強い諸国の効率性の改善が、通常リストラやレバレッジの引き上げによって実現されている点とは大きく異なる日本の効率性改善の特徴として注目されてよい¹⁴。もっとも、この売上高純利益率の上昇に対して、企業統治改革が機関投資家の影響力の上昇や、独立社外取締役の増員を通じて直接の効果を及ぼしたという結果は得られていない（パネル 2）¹⁵。しかし、機関投資家保有比率の資本効率に対する正の効果はこの間一貫して維持されていたから、6 節で述べるように改革が日本市場の魅力の向上などを通じて中・小型企業を含む一部企業の機関投資家保有比率の上昇をもたらした点を考慮すれば、少なくともそうした企業では改革が経営の規律の強化を通じて 2013 年以降の売上高純利益率の上昇にある程度まで寄与したとみることができる。
- 第 2 に、企業統治改革は、アベノミクス期の収益の増加を実体的な投資に結びつけるという点では必ずしも明示的な効果を及ぼしていない。改革期には、機関投資家保有比率と設備投資の正の関係はかえって弱まっていた（パネル 2）。また、定数項ダミーの推計結果からも、改革が企業の M&A や研究開発投資行動に明示的な影響を与えたことは確認できない。他方、アベノミクス期に拡大した利益は、いぜん負債の削減に向かったとみられる。日本企業では、2000 年代初頭から負債削減の動きが進展していたが、企業統治改革以降にもその傾向は継続し、有利子負債比率は

¹⁴ 例えば、Ferreira and Matos (2008) は、高い海外機関投資家比率が、資産の圧縮を介して、効率性の改善を実現していることを示した。

¹⁵ 表に掲げていないが、企業行動、業績、還元政策を被説明変数とする表 1 のモデルに外国機関投資家保有比率、およびそれと企業統治改革ダミーの交差項を追加したモデルの推計結果に基づく。詳しくは、宮島・齋藤（2020、第 5 回）参照。

2010年の20%から18年には16.7%に低下し、企業統治改革ダミーの係数は有意に負である。

- 以上とは対照的に、第3に、企業統治改革の利益の分配に対する効果は明瞭であった。株主資本配当率、還元率ともに改革後大きく上昇した。また、改革後、機関投資家保有比率に対する株主還元（配当・自社株買い）の感応度は8割弱上昇し、しかも、この間株主還元を引き上げる効果をもつ機関投資家保有比率自体が上昇したことを考慮すれば、その効果はさらに大きい。パネル2では、機関投資家の保有比率が、この期間の平均的な上昇、つまり、8%上昇した場合の効果が試算されている。それによれば、株主資本配当率が0.16%、還元率が0.31%引き上げる。改革の直接の成果は明らかに株主に対する分配を拡大した点にあった。他方、アベノミクスが目的とした内部留保・現預金の圧縮は、その期待にもかかわらず、進展していなかった。改革後かえって現預金保有は上昇している。企業統治改革は、株主還元を明らかに引き上げたが、負債の圧縮を進めてもなお企業利益は吸収されつくさず、残余が現預金の積み増しにつながった¹⁶。機関投資家の関与の増大も、この現預金の積み増しの増加傾向に歯止めをかけたとみられるものの、抑制するほどの強い効果は確認できない。
- 最後に、労働分配率は2012~17年に傾向的に低下した。企業統治改革は株主の利益の上昇をもたらす一方、従業員の利益が改善されたわけではない。もっとも、経営者報酬はこの間一貫して上昇したもののそのテンポは緩慢であり、日本企業の従業員・経営者の報酬格差は欧米に比べればいぜん遥かに小さい¹⁷。

他方、企業統治改革がESGを含む持続的成長にどの程度貢献したかは、定量化が困難である。CGコードは、企業に情報公開や取締役会の多様性の実現を求めた。もっとも、今のところ企業のジェンダー・ダイバーシティの実現や地球温暖化への取り組みは遅れている。また、STコードは、当初から機関投資家に社会の持続性を考慮したエンゲージメントを求めた。特に重要な点は、2017年のSTコードの改訂が、この側面の要

¹⁶ この増加の要因としては、成長チャンスを捉えるために、企業が現預金を積み増した可能性もある（福田 2017）。

¹⁷ CEOの報酬と従業員賃金の比はペイレシオと呼ばれる。厳密な比較は容易ではないが、このペイレシオは、米国では現在100倍を超えているのに対して、日本では現在7~8倍程度である。

請を強めたことである¹⁸。これと前後して GPIF は、2016 年に国連の「責任投資原則」に署名し、委託投資先の選択にあたって ESG への取り組みを重視する姿勢を強め、翌 2017 年にはスチュワードシップ活動原則を策定した。また、2020 年の ST コードの再改訂後には、ESG の考慮を求める姿勢を一層明確としている¹⁹。ただ、世界的にみれば、日本の機関投資家の運用資産に占める ESG 投資の比重は近年急増しているものの、いまだ限定的であり、その投資先企業に対するエンゲージメントも財務政策を中心とし、環境問題や社会的包摂に及んでいないわけではない²⁰。

以上が安倍内閣期の企業統治改革の総括的な観察である。要するに、アベノミクスの目的であるイノベーションの促進、経済のダイナミクスの回復がいまだ充分に実現せず、ESG に対する取り組みがようやく端緒を開き始めたところで、日本経済はコロナ禍に直面したとあってよい。

3. コロナ後の企業統治改革： 日本型モデル Ver2.0 のデザイン

では、株主主権の強化を目指した企業統治改革が、想定された経路で十分な効果を生まず、他方で、環境、不平等、社会的包摂との関係で、世界的に株主至上主義が再検討される中で、日本企業の改革は今後いったいどこへ向かうべきか。

この点に関して、近年では企業統治改革が株主への分配のみを引き上げているとしてその限界を指摘する声も強い。しかし、われわれは、いぜんとして株主主権を強化する方向の改革が継続すべき重要な意義があると判断している。日本の企業統治改革が、世界的にみれば「周回遅れ」の事態の改革に取り組んだという認識がまず重要である。現時点の日本企業に対するわれわれの観察によれば、英・米に比べて近視眼的圧力の弊害は軽微で、報酬の格差は小さい。他方、資本市場の規律はいまだ十分に定着していない。例えば、4000 社に上る上場企業の経営者の間では、資本コストすら十分に理解されていないケースが散見し、それが適切な財務政策の選択の遅れ、資本効率の低下に帰結している²¹。また、企業内部では労働改革が進展しているものの、いぜん平等主義が深刻

¹⁸ この点、詳しくは、日高他（2021）、Henderson et al. (2019) 参照。

¹⁹ 年金積立管理運用独立行政法人「日本版スチュワードシップ・コード再改訂に伴う対応について」 https://www.gpif.go.jp/investment/stewardship_kaitei.pdf

²⁰ 近年の日本の機関投資家のエンゲージメント活動とその成果については、日高他（2021）、Shirasu, Kawakita（2021）参照。

²¹ 例えば、経済産業省（2021）：p.253。

である。資本市場を通じた経営の規律付け、株式対価を通じたインセンティブの提供(株式対価の報酬や従業員持ち株)の余地はいまだ大きい。

以上の意味で、企業統治改革はいぜん道半ばにある。機関投資家のエンゲージメントの拡大、独立社外取締役の機能強化、適切な報酬制度の設計、政策保有株の不断の見直し、グループ構造の再検討などは今後も継続的に取り組むべき課題であろう。その上で、COVID-19以降の社会規範の変化、新たな社会的課題の浮上に対応して、株式会社の目的の再定義とそれと整合的な制度の設計に取り組む必要がある。

従って、一言で言えば、日本の企業統治改革の課題は、「近視眼の罠に陥ることなく、市場の規律を重視した改革を通じて、イノベーションと経済のダイナミクスを実現し、さらに企業が ESG 要素を含む社会の持続可能性を考慮する枠組みを創出する」ことに集約することができる。言い換えれば、今後の改革の方向は、単純に米国型に接近することでも、かつての日本型モデルを復活させることでもなく、両者を結合したハイブリッドなモデル、日本型モデル Ver2.0 のデザインにある。重要な点は、今後の改革が、以上の意味で第三の道を戦略的に追求する点を十分に認識し、そのためにどのような企業システムが現実的なのかを、注意深くデザインすることである。

この第三の道、日本型モデル Ver2.0 をデザインするためには、企業の目的の再定義、それを支える所有構造、適切な取締役会や報酬制度の設計、金融パフォーマンス以外の経営者の成果の評価基準の整備、会社法や2つのコード、買収防衛ルールなどの規制の再検討など数多くの課題であろう。以下では、その中でも当面最も緊急かつ重要な点として、株式会社の目的の再定義と取締役の役割、最適な所有構造の問題を中心に検討しておこう。

4. 株式会社の目的の再定義

4.1 地球的問題の解決と株主価値最大化

COVID-19の拡大を通じて、利潤、あるいは、株主価値の最大化が企業の目的であるというこれまでの見方は深刻なチャレンジに直面し、現在、内外の企業は、改めてその目的(存在理由)についての再検討を求められている。

その際、確認しておいた方がよいのは、現在提唱されている主張が、単に企業の目的を長期的な企業価値の最大化に置き、経営者に事業経営にあたってステークホルダーの利害に対する十分な配慮を求めるジェンセンらに代表される主張を越えていることで

ある²²。例えば、メイヤー教授は、企業の目的は「人々が抱え、地球上に存在する問題について解決策をもたらすことにあり」、利益はそれらの問題を解決する過程で生み出されると主張している (Mayer 2018)。こうした立場が、既述のビジネス・ラウンド・テーブルの署名企業全てに共有されているわけではないが、現在、企業の目的と再定義が問題となる場合、このように企業の目的を株主価値の最大化と切り離し、独自の価値を与える点に、これまでの主張とは大きく異なる特徴がある²³。

その含意として、次の点を確認しておく必要がある。第1に、株主価値最大化と再定義された目的の追求が対立した場合、定義から当然のことともいえるが、目的の追求が優先されることである。両者の関係は、メイヤーの用語法を借りて、地球的課題の解決が必要条件であり、利益の追求が十分な条件と言い換えてもよい。もっとも、この立場は、Hart and Zinglas (2017) が強調するように、株主の厚生に、株主価値のみでなく、外部性が含まれているとすれば、現行の株主主権の枠組みと完全に対立するわけではない。株主 (最終投資家) が、地球的課題の解決に対して選好をもつならば、言い換えれば、最終投資家が ESG 活動に積極的な企業にプレミアムを払う意思があり、機関投資家がリスク・リターンと並んで ESG 要素を考慮してポートフォリオを構築するとすれば、現行の仕組みとも両立する (Hart and Zinglas 2017、Pedersen et al. 2020)。

第2に、この立場は、地球的問題の解決、社会的価値の実現と株主価値最大化の対立よりも両立の可能性を強調する。例えば、Edmans (2020) は、企業の生み出す価値が固定的であるという前提の下で、その分配における対立を重視する考え方 (pie splitting mentality) に対して、その価値の増加を重視する考え方 (pie growing mentality) の重要性を強調している。

しかし、第3に、社会的価値の実現が常に利益の実現をもたらすと考えるのは、ナイーブにすぎず、この両立が著しく困難であることもまた近年の主張の共通の認識である。利益を伴う形で、社会的価値を実現することそれ自体が経営のイノベーションであり、

²² Jensen (2002) に代表されるこの見方は、enlightened shareholder view と呼ばれる。それが株主至上主義の系論にとどまることは、Mayer (2018)、Bebchuck and Tallarita (2020) が強調している。

²³ しばしば強調される「持続的な成長」という目標も、この立場では、企業の持続的成長を指すのではなく、厳密に社会の持続的成長と理解される。前者は、単なる保険であり、株主価値最大化の立場から直接引き出される。

近年の主張は、これをいかに実現するかに多くの関心が集中している²⁴。

4.2 企業の目的をめぐる二つの論点

以上の意味での株式会社の新たな目的を今後日本企業が再定義するにあたって、次の2点が留意されるべきである。

第1に、企業が株主価値の最大化ではなく、「従業員の満足度の向上」、「地球的問題の解決」といった多様な目的を新たに設定すれば、目的が単一でないため、経営者も外部の観察者もその成果を的確に評価できないという古典的で、有力な批判に答える必要がある²⁵。これに対して、企業の目的の再定義を求める近年の主張は、従来の金銭的なリターンのみでなく、株式会社の掲げる目的との関係で成果を評価する仕組みの整備を提唱している。持続的成長を支える人的資本、再生不可能な自然資本、私的インセンティブのみでは過少投資に陥る社会資本の重要性を認識し、これらの資本を現在物的資本に対して行っているのと同じ方法で会計処理し、その企業の目的に応じて異なる活動や資本の間の費用配分を決定することが提案されている²⁶。この意味で、株式会社の目的を株主価値の最大化と異なった形で再定義すれば、それと並行して企業の新たな評価システムの再構築、さらに現行の会計制度の再構築が不可欠である。また、機関投資家サイドでは、ESGスコアの整備が要請される。ESGスコアの整備は、①企業のESG活動に対するファンダメンタルな情報を機関投資家に提供し、また、②環境問題に選好をも

²⁴ 例えば、Henderson (2020) は、「共有価値を実現するとは徹底的に想像力を働かせる行為だ」と指摘している。また、Edmans (2020), Part3の主題もこの点である。

²⁵ この古典的な批判の代表的な文献としては、Jensen (2002)、Benabou and Tirole (2009) がある。例えば、法学者による近年の包括的な整理 (Bebchuk and Tallarita 2020, p.21-22) によれば、経営者はその決定が様々なステークホルダーに与える影響をいかに評価するか。その影響は、金銭化する必要があるのか、そうであるとすれば、従業員の満足度の向上、雇用の増減が地域の厚生に与える影響、企業の廃棄物の地球温暖化に対する効果などをいかに金銭化するのか。仮に金銭化できたとしても、企業経営者は、どのようにしてそのバランスをとるのか。異なったグループの利得(余剰)を単純に合計し最大化を図るのか、あるいは一定のルールを設定して分配するのか。もっとも、こうした集計やバランスの方法をいかに洗練させても、ステークホルダー全てが納得する形で合意を形成することはほとんど不可能であるから、結局、経営者にバランスの決定を委ね、結果として経営者の裁量的な判断は増大する。しかも、多くの場合、ステークホルダーへの配慮は、収益の悪化に対する経営者の弁解に使われかねないというのが、批判の要点である。それに対して、Mayer (2020) の反批判がある。

²⁶ Mayer (2018)、第6章に将来の会計制度に関する包括的な論点の整理がある。Henderson (2020) は、ESG指標の整備について紹介している。

つ最終投資家がファンドの ESG 活動の重視の程度を理解する重要な情報となる。この整備が進まない限り、環境を重視した活動や銘柄選択を装う企業、機関投資家の Greenwashing の横行を許すこととなる。

第 2 に、現在提案されている企業の新たな目的は、わが国で影響力の強いインサイダーを重視するこれまでの見方と親和的ではあるものの、必ずしもその延長線上にあるわけではない。伝統的な日本モデルにおけるステークホルダーとは、企業に直接関与する当事者、従業員、債権者、地域社会であり、その主たる争点は、配当と雇用、事業再組織化などの付加価値の配分や直接の事業活動である。つまり、そこでの雇用の維持といった企業のコミットメントは、従業員の企業に特殊な熟練への投資を通じた生産性の向上を通じて利益が直接還元される点の考慮に基づく利己的コミットメントにとどまる。

しかし、現在、再定義が課題となった株式企業の新たな目的は、上記の点にとどまらず、環境保全、社会的不平等の解決、社会的包摂の強化であり、この点にコミットメントを示した企業に利益が還元されるとは限らない。また、そこでいうステークホルダーは、単に企業に直接関与する者だけでなく、企業活動から多様な影響を受ける市民、環境、さらに、現世代のみでなく次世代を含む。つまり、株式会社の提供するコミットメントは、これまでの利己的なコミットメントから社会的なコミットメントにまで拡大しなければならない²⁷。その意味で、現在日本が直面する地球的課題に対処するためには、正規雇用者を中心に組み立てられた日本型のステークホルダー・モデルでは不十分であり、社会的価値、将来世代への影響を内部化し、また、どのステークホルダーを重視しているかを明示することが不可欠であると言えよう。

5. 取締役の新たな役割

日本型モデル Ver 2.0 のデザインは、さらに企業統治指針を通じて改革の進展した取締役会や独立取締役の一層の整備を含む。

第 1 に、独立取締役の機能は、一般的にアドバイスとモニターの二つに求められるが、日本企業にとってこれまでの課題は、モニタリングの必要のある企業において、何らかの理由で取締役会の監督機能の強化、独立取締役の選任が進まない点にあった²⁸。

²⁷ 詳しくは、Mayer (2018) , chap. 7、邦訳 pp.284-291 参照。

²⁸ 詳しくは、齋藤 (2011)、内田 (2012)、宮島・小川 (2012) 参照。

CG コードの導入によって独立取締役の選任自体は大きく進展したものの、この選任が実際にモニタリング効果の向上をもたらしているかについて最近の実証研究は否定的であり²⁹、その向上はいぜんとしてわが国の直面する重要な課題である。もっとも、取締役会機関の整備や独立取締役の選任はオールマイティではない。この点を改善するためには、そもそも取締役会、あるいは、独立取締役が企業効率の向上、あるいはリスクテイクにいかなる経路で寄与できるのかを慎重に検討しておく必要がある。

企業効率については、独立取締役の財務政策（政策保有株の保有継続・売却の選択、配当、自社株買いの決定）への関与がいぜん重要である。例えば、政策保有株についてCGコードはその保有目的の開示を求め、また取締役会における毎年の精査とチェックを求めている。そのため、今後独立取締役が保有目的に関して厳格な説明を求めれば、非効率的な保有の削減が期待できる。同様のことは、資金調達手段の選択（負債の利用）、配当決定や自社株購入の決定についても該当する。

以上のように財務政策面における取締役会の監督機能の強化が、経路も明確で効果の蓋然性が高いのに対して、リスクテイクの促進は経路が曖昧であり、実証的にもいまだ効果が不明確である。一つの経路は、最終的に経営者の選任への関与が可能であることを条件として、独立取締役が十分な情報をもっていれば（Informedであれば）、プロジェクトに失敗した場合であっても、その理由が経営者の能力、努力不足なのか、外生的要因なのかを的確に識別できるために、経営者のリスクテイクが容易になるという経路である（Aghion et al. 2013）。もっとも、これ以外には監督機能の強化が投資・リスクテイクの促進に貢献する経路は想定されていない。海外の実証研究も監督機能の強化は、通常投資、あるいは資産の圧縮をもたらしたことを指摘している³⁰。したがって、その達成には、長期雇用の優位な雇用システムの改革や税制面などの他の政策的な手段で補完することが不可欠である³¹。

むしろ、リスクテイクの面で、企業統治改革の一環としてより期待できるのは、適正な報酬の決定に対する独立取締役の（任意）の報酬委員会を介した関与である。現在、

²⁹ 宮島・齋藤（2020）、Morikawa（2020）が実証分析を試みている。

³⁰ 注15参照。

³¹ 従業員の企業に特殊的な熟練が高まるほど、収益が悪化した際の撤退が困難なため設備投資が抑制され、また、倒産リスクの上昇につながる負債の利用が制約されることは、理論的にも知られている（Mehrotra and Morck 2017）。

英・米では、報酬委員会（独立取締役）の役割はもっぱら過剰な支払いの抑制にあるが、日本では、適切な動機付けの促進がいぜん重要である。2010年代を経ても日本企業の報酬水準の実態的变化は小さく（表1）、業績感応度はかえって低下している。その意味で、報酬制度を経営者のリスクテイクの促進のために使う余地は大きく、独立取締役がその面で期待される役割も大きい。その際、日本では、経営者報酬はその候補者プールである中間管理職層の報酬制度との相関が強いから、その層の賃金制度との整合性をとることも重要である。今後の方向としては、2016年から制度的に選択が可能となった譲渡制限株の利用の合理性が高い。特定の業績指標と結びつける場合、発生する行動バイアスを回避し、また従業員に付与することが容易であるからである。

第2に、日本型モデルの設計上の課題が、株主の利益を重視しつつ近視眼に陥ることを避ける点にあるとすれば、取締役会、独立取締役の役割としては、近視眼的経営をもたらす圧力に対する守護者・裁定者であることが重要となる。株主とステークホルダーの利害の対立は決して例外的に起きる事態ではなく、むしろ常態である。外生的なショックに直面して収入が減少した時、配当を優先するか雇用を維持するかは古典的争点である。また、事業部門の売却（多角化ディスカウントの解決）、資金調達における負債の利用、現預金の圧縮、配当・自社株買いの拡大は、企業の資本効率の改善に資する場合も、富の移転のみに帰結し、近視眼的な株主の要求を満たすだけの場合もある。取締役会や独立取締役は、こうした投資家、アクティビストからの提案、TOB等に対して裁定者として役割を果たし、この裁定にあたっては、再定義された企業の目的が中核的な評価基準となる³²。このように独立取締役の役割として調停者・裁定者の役割が強まるとすれば、その要件、資格（スキル）が問題となろう。これまで独立取締役のスキルについては、独立性、第三者性が重視されていたが、今後、上記の的確な裁定を実現するには、事業に精通し（informed）、適切な情報資源の提供を受けた、企業の持続的成長について十分に動機付けられていることが独立取締役の重要な要件となろう³³。

独立取締役と社会的持続性

³² 米国における独立取締役の選任の起動力は、とくに敵対的買収案件に対する裁定にあった（Gordon 2007）。また、我が国の指導的な独立取締役もこの点を強調している（経済産業省2021:例えば p.178、泉谷直木氏の発言）。

³³ この点については、これまでのアドバイザー・ボード（Ver1.0）、モニタリングボード（Ver2.0）の進化としてのボード Ver3.0 を提唱する Gilson and Gordon（2019）が参考となる。

第3に、コロナ後の新しい課題は、独立取締役に対して、社会の持続可能性に関する戦略設定、ESG/CSR投資の決定への関与を求めている。これまでこの問題は、取締役会の多様性の実現、とくに、ジェンダー・ダイバーシティの実現として取り組まれてきた。従業員の尊厳の重視、男女の均等な取り扱い、強制的な児童労働の回避など、いわゆるSの問題の解決に対してジェンダー・ダイバーシティの実現が促進的な効果をもつというのがその期待であった。しかし、よく知られているように、日本でのジェンダー・ダイバーシティの進展は著しく遅い。女性の独立取締役が慢性的に不足して、“busy director”の状況が常態化する中で、取締役が内部昇進者からなる傾向が強い日本の現状では、今後のジェンダー・ダイバーシティの実現は、経営執行陣、中間管理職の女性の登用の進展に支えられる必要がある。一挙に解決の道はなく、持続的な取り組みが不可欠である。

取締役会の多様化に関していま一つの重要な要請は、取締役のスキルの要素として環境問題に対する知識を重視することである。今後、気候変動、生物多様性、自然資本の維持、循環経済の実現、資源節約的な投資の重要性の上昇といったいわゆるEの問題に精通した環境問題のエキスパートを取締役会メンバーに選任することが重要な選択肢となろう。この点は、近年のEU委員会でも提議され、こうした環境エキスパートに、チーフバリューオフィサーの地位を与え、企業の環境問題に関連した戦略の設定にイニシアチブをとることなどが提案されている。EU委員会では、こうした方向を促進するキャンペーンを展開する、あるいはさらに進んで規制・ガイドラインを設定することが検討されている³⁴。日本企業に対して、環境問題への取り組みの遅れが指摘されて久しいが、今後検討すべき重要な方向であろう。

6. ハイブリッドな所有構造

6.1 どのような構造を理想とするか？

日本の企業統治改革の課題が、既述のように「近視眼の罠に陥ることなく、市場の規律を重視した改革を通じて、イノベーションと経済のダイナミクスを実現し、さらに企業

³⁴ もっとも、この機能は本質的なアドバイスであるから、取締役会メンバーである必要はない。また、取締役会メンバーに必要とされる専門性は企業によって異なるから、規制、ガイドラインによって一律に選任を課すのは適切ではなく、その選任は外部の介入から自由な方がよいとの意見も強い (EU 2020:p.125、132)。

が、ESG 要素を含む中長期的な持続可能性を考慮する枠組みを創出する」点にあるとすれば、それを可能とする所有構造はどのようなものか。

一言で言えば、それは、金融的リターンを追求する機関投資家から構成される分散した株式所有とブロック（アンカー）株主の結合にある³⁵。1990年代から急速に増加した海外機関投資家を中心とするポートフォリオ投資家（アクティブ運用を担う機関投資家）は、企業への円滑な資本供給と資本コストの引き下げをもたらし、家計による低コストの国際分散投資を可能とした。こうした企業に対して長期的にはコミットしないポートフォリオ投資家がリスクの負担を担う一方、長期保有のブロック株主が企業の共同的・社会的コミットメントを支える。

6.2 所有構造の現状

では、現在の日本の上場企業の所有構造は、こうした理想的な構造とどのような関係に立つか。まず、現在のの上場企業の所有構造を安倍内閣期に生じた変化を中心に確認しておく。

企業統治改革を経た2019年末には日本の上場企業（東証一部）は、平均的に70%がアウトサイダー（内外機関投資家+個人）保有、30%がインサイダー（事業法人・銀行）保有の所有構造と理解できる。こうした構造は、国際比較の観点から見れば、個人と機関投資家の保有比率が90%を越す英・米と、創業者家族・事業法人などのインサイダーの保有比率が50%程度の独・韓国の間位置する（宮島 2017: p.17）。

もっとも、このアウトサイダー対インサイダー保有という観点で見ると、安倍内閣期の所有構造の変化は、銀行危機後のそれに比べるとはるかに小さい。銀行、保険会社の保有比率は、銀行危機直前の1996年度末から2004年度末にかけてそれぞれ9.9%、5.9%と大幅に低下し、これが90年代までのインサイダー保有優位の構造からの転換の主要な要因であった。これに比べて、安倍内閣期（2013-19年）の集計量で見たアウトサイダー保有比率の上昇（インサイダーの低下）は3%程度にとどまる。

しかし、その反面、株主の内部構成、その性格を見ると実質的な変化が静かに生じて

³⁵ ブロック保有とは、①保有側が、投資先企業のモニターに十分なインセンティブを持ち、また、②投資対象の行動に影響を与えられるほど十分な持ち分をもつことと定義することができる Edmans and Holderness (2017)。

いた³⁶。第1に、これまで海外機関投資家の投資行動は、海外売上比率が高いなど最終投資家の間でよく知られ (well known)、流動性の高い、時価総額の大きな企業のみを選好するという強い投資バイアスを伴っていたが、こうしたホームバイアスと呼ばれる投資行動が徐々に変化した。東証一部市場時価総額に対する海外機関投資家の保有シェアは、アベノミクスの展開直後の2014年度末には、2011年度末の26.3%からいったん31.7%に上昇して2010年代のピークに達するが、その後2018年度末には29.1%に低下した。1990年代初頭から進展した海外機関投資家のシェアの傾向的な上昇は30%前後でほぼ上限に達したとみてよい。しかし、同時に注目すべき点は、2013年から始まった企業統治改革を好感して、従来MSCI Japan インデックス構成企業にほぼ限定されていた海外機関投資家の投資対象が中・小型株まで拡大したことである。規模別の海外機関投資家保有比率の変化によれば、2010年度末から18年度末の最大規模の第5五分位の企業の海外機関投資家保有比率の上昇が2.1%ポイントであるのに対して、第3・4五分位 (時価総額 500-1500 億円) がそれぞれ3.2, 3.1%ポイント増加し、その変化は最大規模企業を上回った³⁷。

第2に、伝統的な機関投資家の株式保有のうち、アクティブファンドからパッシブファンドへのシフトが生じ、この変化はとくに国内機関投資家の間で顕著であったと見られる³⁸。集計レベルでは、国内機関投資家の保有シェアの上昇は、2011年度末の18.6%から18年度の21.5%へと、2.9%ポイントの微増にとどまる。しかし、この間、アクティブファンドの占める比重は、12年の9-10%から18年の6-7%程度に低下したと推定

³⁶ 機関投資家の性格、タイプの種類としては、Franks (2020) が有益である。

³⁷ 一例を上げれば、比較的早い事例だが、製造業のX社では、JP モルガン系のPEファンドが20%を購入して経営に関与した。JPM は、大きくアンダーバリューされた企業をグローバルで発見し3年程度で価値を高めてイグジットする戦略をとっていた。上場していても市場のプレゼンスが低いために実態に比して割安になっている株を買い、CFO 的な人材を派遣して財務戦略的アプローチでバリューアップを図る手法であった。当時、X社は低株価でカバーするバンカーやアナリストもいない状況だったという。当初CFOの派遣が予定されたがそれは実現せず、定期的ミーティング、財務面に明るい専門人材を外部から採用、親子上場の再検討を提議した後で、2015年X社のTOBによる自社株買いを通じて撤退した (X社ヒアリング記録、2020年8月24日)。

³⁸ 海外機関投資家の運用構成の変化については、厳密な数値を得ることができないが、米国のLarge cupの運用に占めるパッシブの比率は56%と報告されている (*Pension & Investment*, 2020, June 29)。

され³⁹、パッシブファンドへの継続的なシフトが生じていた。主要な要因の一つは日銀のETF購入であり、これがこの時期の国内投信保有シェアの4.5%から8.4%の上昇の大部分を占める。いま一つの要因が、GPIFの日本株の組み入れ拡大である。これにより2018年末にGPIFを最終保有者とする運用資産の東証の時価総額に占めるシェアは6.5%に上るが、GPIFのパッシブの比重は90%程度に達するから、このほぼすべてがパッシブ運用資金の増加と考えてよい⁴⁰。この間、スチュワードシップ・コードによって機関投資家（信託・投資顧問）の議決権行使体制・基準が整備されたから、このパッシブ・ファンドの発言（議決権行使・エンゲージメント）の影響力が強まった。

第3に、保険会社が、従来の「サイレントパートナーから物言う株主」に変化した。生命保険会社の株式保有は、既述のように急減し、2014年には3.6%まで減少していた。投資銘柄数（上場企業の30大株主リスト掲載の企業で集計）も、日本生命保険では2000年の1,412社から2014年の1,014社、第一生命保険では、同期間に1,054社から501社へと減少した。しかも、2010年前後からこの圧縮は保有比率を均等に圧縮するのではなく、銘柄により削減率が異なっていた。程度の差はあるものの、生命保険会社の投資行動は、銘柄を絞り、その銘柄に対してモニターを強める方向に徐々にシフトしていた（宮島・鈴木 2018）。

他方、2010年の議決権行使結果開示の自主ルールの実施を契機に、生命保険会社の議決権行使体制の整備は徐々に進展していたが、2014年のSTコードの受け入れは、この整備を一挙に推し進める重要な契機となった。生命保険会社の会社提案に対する反対比率は、2014年についてみると、全議案に対しては平均3%程度にとどまり、投資銀行15.4%、信託銀行平均15.4%に比べて低い⁴¹。しかし、著しく低いパフォーマンスや社外取締役の不足については、50%近い反対票を投じている。2000年代までほとんど反対票を投ずることがなかった生命保険会社が議決権行使基準に従って議決権を行使し始めたことの意義は大きい。

最後に、安倍内閣期には、アクティビスト・ファンドが徐々に活発化し、しかも、そ

³⁹ この構成を直接推計したものはないが、国内のアクティブファンド（投信の残高）は、2013年の52兆円程度から18年度末に42億円程度に減少した（菊地 2020）。これを年度末の時価総額で除した。

⁴⁰ 2020年12月時点の日銀のETF購入残高は、野村証券の試算では約46兆5600億円、同時点のGPIFの国内株保有額は約45兆2700億円だった。

⁴¹ 各社HPより。

の在り方が多様化した。2004年～2005年に急増した対抗的なアクティビストの企業に対する要求・提案は、これまでの実証研究が指摘するように企業に受け入れられる確率が低いという意味で成果が乏しかった⁴²。世界金融危機によって株価が急速に低下する中、アクティビスト・ファンドが5%以上保有する企業数は2007年の112社から2010年には70社に落ち込んだ。対象会社への提案のメディアへの公表など公開の手段を通じた公開型の関与もピークの2005年の17件から2009年には1件と減少し、2010年～11年は皆無となった。

しかし、2013年以降アクティビスト・ファンドが5%以上株式を保有するケースが再び増加し、並行してその株主提案も増加している。しかも、単に増加しただけではない。

第1に、アクティビストの投資対象が、ソニー、オリンパス、東芝などの大企業に拡大した。2000年代のアクティビスト・ファンドは、ガバナンス面に問題を抱え、パフォーマンスの低い、キャッシュリッチな中・小型企業を対象とした。しかし、2010年代に入ると、その投資対象が株式の市場の評価が低い大企業にも拡大した。主要な要求は、過剰な現預金の削減や自社株買いなどに加えて、多角化ディスカウント、M&A戦略などを中心とした戦略の変更にある。例えば、サードポイントは、2013年ソニーに対してエンターテインメント事業を分離して上場するよう迫った。さらに2019年には、再び上場子会社であるフィナンシャルホールディングス、また、医療情報サービス（エムスリー、オリンパス）の保有株式売却、画像センサーなど半導体事業の分離・独立を提案した。他方、エリオットは、20年、ソフトバンクグループに対して、株式市場での評価が大幅に割安になっているとして、多額（2.2兆円）の株主還元（自社株買い）や企業統治の見直し（社外取締役の増加）を求めている。

第2に、こうしたアクティビスト・ファンドの中には、従来の劇場型の行動をとるファンドとは異なって、タイヨウ（Taiyo Pacific Partners）、あすかアセットマネジメント、みさき投資などの少数の銘柄に投資し、長期保有を前提として企業との対話を通じて企業価値の向上を図るファンドが増加していた。さらに、このなかには、オリンパスに投資し、役員を派遣しているバリュー・アクトも含めることができる。こうしたファンド（フォーカス・ファンド、エンゲージメント・ファンドと呼ばれる）は、公開活動を中心とした従来の対抗的なタイプとは異なって、ハンズオンを通じて企業価値の向上

⁴² Buchanan et al. (2012, 2018), Becht et al. (2017), Hamao and Matos (2018) 参照。われわれの推計でも、提案が受諾されて企業活動の変更につながったケースは30%程度と試算される (Becht et al. 2021)。

を図ることを基本戦略とし⁴³、その多くはスチュワードシップ・コードにも参加した。

さらに、2010年代に入るとガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン (GOJ) やハーミーズ (Hermes Equity Ownership Services) などの資金運用者に代わって企業との対話活動を代行するエンゲージメント代行機関も参加することとなった。たとえば、エンゲージメント代行機関の草分けでもある2007年設立のGOJは、公開での活動という選択肢を回避しながら、伝統的な機関投資家の要求を解説し、企業との対話を仲介する役割を担ってきた⁴⁴。

その結果、第3に、劇場型のアクティビストの株主提案の成功確率は低いものの、ファンドのエンゲージメントが企業経営に影響を与える度合いは上昇していると思われる。劇場型とは異なった対話の姿勢が企業の検討を促していること、また、フォーカスファンド、エンゲージメントファンドの要求が攻撃的でなくより受け入れられやすいこと、さらに、これらのファンドのエンゲージメント内容、株主提案が、信託銀行や投資顧問会社などの伝統的機関投資家の議決権行使ガイドラインの基準に添えば、伝統的投資家の支持を受ける可能性は高まることなどがその条件として指摘できよう。

6.3 日本型モデル Ver2.0 を支える所有構造

以上の変化が進行する中で、新たな日本型モデル Ver2.0 を支える所有構造が、ポートフォリオ投資家から構成される分散した株主保有と長期保有のブロック株主の結合にあるとすれば、今後、何が問題となるのか。このハイブリッドな所有構造の創出に向けて、現在の政策上の争点との関連で次の点を強調しておきたい。

アクティブ投資家とアクティビスト

第1に、アクティブファンドやアクティビストの圧力は、しばしば近視眼的として批判されるが、その効率面の役割は近年に徐々に拡大している。かつてリーディング企業に限定されていた海外機関投資家の投資は既述の通り中・小型企業まで拡大し、成長株の厳格な銘柄選択と退出を通じて重要な経営の規律のメカニズムとして機能しつつある。また、内外のアクティビストの関与は、取締役改革の促進、財務政策の転換に対し

⁴³ もっとも、こうした友好的な戦略をとるファンドであっても、その要求が実現されない時は、公開での活動を辞さない。たとえば、スパークスは、友好なエンゲージメントをその主要な戦略として標榜しているが、帝国繊維の事例のように公開の活動に踏み切った。

⁴⁴ 例えば、草分け的存在として、Governance for Japan がある。詳しくは、Becht et al. (2021)。

て促進的な圧力となっており、多くの研究もこうしたアクティビスト・ファンドの経営矯正効果の重要性を認めている。

しかも、近年の日本のファンドの中には、既述の通り少数の銘柄に投資し、長期保有を前提として投資先企業との対話を通じて企業価値の向上を図るファンドが増加している。近年わが国で増加したこうしたファンドは、メディアの利用、株主提案などの公開活動を中心とした従来の劇場型のファンドとは異なって、ハンズオンを通じて企業価値の向上を図ることを基本戦略とする。こうした方向をさらに促進するためには、規制面では、機関投資家が投資先企業に対して要求を実現する際の集团的エンゲージメントの制度整備が必要である。もともと2014年に導入されたSTコードでは機関投資家の共同行動に関する規定が明確ではなかった。そのため、2017年の同コードの改訂では、株主間の共同行動を通じた集团的エンゲージメントが「有益な場合もあり得る」ことが確認された。もっとも実行に当たっては情報伝達のあり方次第では、インサイダー取引規制上の問題が生じる可能性がある。またエンゲージメントの内容により、大量保有報告制度上の共同保有者とみなされるおそれもある。今後、こうした点について、どこまで許容されるかの実務を明確化していくことが、集团的エンゲージメントの可能性を引き出す上で重要な課題となろう⁴⁵。

事業法人のブロック保有・親子上場

アクティビスト、アクティブ投資家の投資の目的はあくまで金融パフォーマンスの最大化にあり、企業の目的の実現に長期にコミットするわけではない。日本型モデルVer2.0は、それと並んで企業の長期的な目的にコミットする株主によって支えられなければならない。その第1の候補は、創業者、創業者家族、さらに事業法人の保有である。もともと家族保有の比重の高い大陸欧州、あるいは近年創業者の株式保有の役割が上昇した米国とは異なって、日本の場合、創業者の株式保有の比率が低いから、とくに

⁴⁵ 他方、企業サイドでは、経営陣が多様化した機関投資家と対話する姿勢をあらためて明確に持つことが重要であり、自ら対話すべき株主を選ぶ必要があるだろう。上場企業の経営者は、上場企業であることを選択している以上、ポートフォリオ投資家が株式の実質的な部分を保有し、Exitを通じて影響力を行使することを織り込んだ上で、ポートフォリオ投資家と、長期投資家の組み合わせについて自社の最適な構造を想定し、短期主義に陥っていない対話に値する投資家を適切に選別し、彼らとの真摯な対話を通じて自社の戦略の正当性を説明し、必要な改革を実施することが重要となる。

事業法人の保有が鍵となる。現在 CG コードが、主として開示規制を通じて企業の政策保有の圧縮を促進しているが、事業法人の株式保有は一般的に否定されるべきでない。確かに、そのうち会社が少数の株を相互に持ち合うことは企業統治面の大きな問題を含み、解消が必要なことは疑いがない。しかし、親子上場を含む事業法人のブロック保有は、創業者やその家族の所有と並んで、企業経営に安定性をもたらす可能性がある⁴⁶。一般にブロックホルダーが自らの利益に加えて、アウトサイダー（個人や機関投資家などの少数株主）の利益を適切に代理して「委託された管理者」としての機能を果たす場合、それは信頼を支える制度として機能する。したがって、それが、今後有効な仕組みとしてワークするためには、事業法人によるコミットが少数株主の利益を損なわない点に関して、これまで以上に明確に説明することが不可欠の条件となる。さらに、地球的課題の解決が課題となった現在、自ら掲げる目的（社会的価値の）実現に対して、この株式保有がいかなる意味を持つかという点に関しても、ブロック保有の主体である事業法人は強い説明責任が課されることとなる。

ユニバーサル投資家

第3に、事業法人以上に長期投資家として多くの期待がかかるのは、英・米と同様に、将来世代の資金を運用する年金基金とそれを長期的な観点から運用する機関投資家である。現在、機関投資家の保有資産のアクティブファンドからパッシブファンドへの移行が世界的に進展している。こうしたインデックスファンドに代表されるユニバーサル投資家は、分散投資と投資対象企業に対する低い持ち分というその投資の性格から、企業が直面する個別のリスク（idiosyncratic risks）には無関心であり、そのため、投資先企業の経営政策やガバナンス面での改善に関与するインセンティブが乏しい。この点で、インデックスにトラックするパッシブファンドに、過度な期待を抱くことは非現実的であろう⁴⁷。

しかし、反面、国内、あるいは世界の株式をユニバーサルに保有するパッシブ、インデックスファンドは、その保有株式全体に影響を与えるリスク、例えば、地球環境、政

⁴⁶ この点を強調するのは、Mayer (2018) , chap. 4、Villalonga and Amit (2020) である。

⁴⁷ この点を強調するのが、Gilson and Gordon (2013)、Bebchuk and Hirat (2019) である。ただし、6.2で述べた通り、アクティビスト・ファンドか、自らの提案の合理性を伝統的機関投資に説得できれば事情は異なる（Gilson and Gordon (2013) : p.28）、近年の議決権行使体制の整備はそうした説得が実現する条件となっている。

治体制、規制などのリスク（systemic risks）に関心を持ち、それ故、市場あるいは社会の持続可能性の向上に対して強いインセンティブをもつ。こうした機関投資家の成長が、企業が地球的課題の解決を含む目的に長期にコミットする所有面の基盤として、日本型モデル Ver2.0 の重要な制度的条件となると想定される。

7. 結びに代えて

われわれの理解によれば、今後の日本の企業統治改革の課題は、米国型のシステムの欠陥である「近視眼の罠に陥ることなく、市場の規律を重視した改革を通じて、イノベーションと経済のダイナミクスを実現し、さらに企業が、ESG 要素を含む社会の持続可能性を考慮する枠組みを創出する」ことにある。言い換えれば、今後の日本の企業統治改革の方向は、単純に米国型に接近することでも、かつての日本型モデルを復活させることでもなく、両者を結合したハイブリッドなモデル、日本型モデル Ver2.0 のデザインにある。本稿では、こうした観点から、企業の目的の明確な再定義、それに対応したガバナンスや、リスク負担と長期的コミットメントを可能とする所有構造の設計について論点を提示した。

もっとも、こうした点を追求する第三の道は、いわゆる狭隘な道（narrow path）である。株主利益の強化を継続すれば、それが行き過ぎて短期主義に陥る可能性もある。逆に、ステークホルダーの利害の保護に力点を置けば、インサイダーの影響力が強いまま、停滞が持続することも起こり得る。そもそも、企業が地球的課題の解決を利益の伴う形で遂行することはイノベーションそのものであり、高い創造力を要求する⁴⁸。

この第三の道の実現、日本型モデル Ver2.0 の設計には、原理的には株主至上主義によって組み立てられた会社法の再検討⁴⁹、再定義された目的に対応した企業の成果の新たな評価の仕組みと報酬制度の設計、ESG 活動の客観的で正確な評価、短期的な圧力を回避するための仕組みの検討（買収防衛策、自社株買い、非上場化）の再検討、地球的な課題の実現のための公企業と私企業間の分業や、企業間の協調体制と、規制・競争政策の再整備などが不可欠な検討課題であり⁵⁰、この第三の道の実現にはなお多くの問題が残されている。本稿をきっかけに、今後日本型モデル Ver2.0 に向けたこうした議

⁴⁸ この点、Mayer (2018) , chap. 5、Henderson (2020) 参照。

⁴⁹ 田中 (2020)、Mayer (2018) , chap. 6 参照。

⁵⁰ Mayer (2018) , chap. 8/9、Henderson (2020) , chap. 8 がこの点の重要性を提議している。

論がさらに深まることを期待したい。

参考文献

- 蟻川靖浩・井上光太郎・齋藤卓爾・長尾耀平 (2017) 「日本企業の低パフォーマンスの要因」宮島英昭編『企業統治と成長戦略』東洋経済新報社、pp. 397-427.
- 伊藤邦雄・加賀谷哲之・鈴木智大・河内山琢磨 (2017) 「日本におけるガバナンス改革の『実質的』影響をめぐる実証分析」『一橋ビジネスレビュー』2017年冬号、pp. 76-92.
- 上田亮子 (2018) 「英国コーポレートガバナンスコードの改訂と日本への示唆」『月間資本市場』395号、pp. 24-34.
- 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』50巻5号、pp. 8-18.
- 菊地正俊 (2020) 『アクティビストの衝撃：変革を迫る投資家の行動力』中央経済社.
- 経済産業省 (2014) 『伊藤レポート「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家との望ましい関係の構築』』経済産業省.
- 経済産業省 (2021) 『社外取締役の実像：15人の思想と実践』金融財政事情研究会.
- 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』東洋経済新報社、pp. 181-213.
- 日高航・池田直史・井上光太郎 (2021) 「機関投資家によるエンゲージメントの動機および効果」RIETI Discussion Paper Series 21-J-036.
- 福田慎一 (2017) 「企業の資金余剰と現預金の保有行動」『フィナンシャル・レビュー』第132号、財務省財務総合政策研究所、pp. 3-26.
- 宮島英昭 (2017) 「企業統治制度改革の20年」宮島英昭編『企業統治と成長戦略』東洋経済新報社、pp. 1-60.
- 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」『旬刊商事法務』1973号、pp. 81-95.
- 宮島英昭・鈴木一功 (2018) 「サイレントパートナーから『モノ言う』長期株主へ—1990～2015年の生保の銘柄選択行動」第26回日本ファイナンス学会報告.
- 宮島英昭・齋藤卓爾 (2020) 「アベノミクス下の企業統治改革：二つのコードは何をもたらしたのか」『旬刊商事法務 (1) —最終回』2224, 2226～27, 2230～33, 2235～36号.
- 田中亘 (2020) 「株主第一主義の合理性と限界 (上) (下)」法律時報 92 巻 5 号、pp. 123-130、92 巻 7 号、pp. 79-86.
- Aghion, P., J. Van Reenen, and L. Zingales (2013) “Innovation and Institutional Ownership”, *The American Economic Review*, 103 (1), pp. 277-304.
- Almeida, H., Fos, V. and Kronlund, M. (2016) “The real effects of share repurchases”, *Journal of Financial Economics*, 119(1), pp. 168-185.
- Azar, J., M. Duro, I. Kadach and G. Ormazabal (2021) “The Big Three and Corporate Carbon

- Emissions around the World,” *Journal of Financial Economics*. Vol.142, pp.674-696.
- Bebchuk, L. and S. Hirat (2019) “Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence and Policy”, *Columbia Law Review*, Vol. 119, pp. 2029-2140.
- Bebchuk, L. and R. Tallarita (2020) “The Illusory Promise of Stakeholder Governance”, SSRN, April 2020, *Cornell Law Review*, Vol. 106:91, December 2020, pp. 91-178.
- Becht, M., J. Franks, J. Grant, and H. F. Wagner, (2017) “Returns to Hedge Fund Activism: An International Study”, *Review of Financial Studies*, 30, pp. 2933-2971.
- Becht M., J. Franks, H. Miyajima, and K. Suzuki (2021) “Outsourcing Active Ownership in Japan”, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 766/2021.
- Benabou, R., and J. Tirole (2009) “Individual and Corporate Social Responsibility”, *Economica*, Vol.77, Issue305, pp. 1-19.
- Brav, A., W. Jiang, F. Partnoy, and R. Thomas (2008) “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance”, *Journal of Finance*, 63, pp. 1729–75.
- Bolton, P. and M. Kacperczyk (2021) “Do Investors Care about Carbon Risk?” *Journal of Financial Economics*, Vol.142 (2), pp. 517-549.
- Buchanan, J., D. Chai, and S. Deakin (2012) “Hedge Fund Activism in Japan: The Limits of Shareholder Primacy”, *Cambridge: Cambridge University Press*.
- Buchanan, J., D. Chai, and S. Deakin (2020) “Unexpected Corporate Outcomes from Hedge Fund Activism in Japan”, *Socio-Economic Review*, Vol.18 (1), pp. 31-52.
- Cadbury Report (1992) *The Financial Aspects of Corporate Governance*, Gee and Co. Ltd., London.
- Dimson, E., Karaka, O’guzhan and Xi Li (2015) “Active Ownership”, *The Review of Financial Studies*, v 28 n 12, pp. 3225-3268.
- Dycka, Alexander, Lins, Karl, Roth, Lukas and Wagner, Hannes (2019) “Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence”, *Journal of Financial Economics*, 131, pp. 693-714.
- Edmans, A. (2020) “Grow the Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit”, *Cambridge University Press*.
- Edmans, A., Fang, V. and Huang, A. (2018) “The long-term consequences of short-term incentives”, *ECGI Finance Working Paper*, 527, pp. 1-55.
- Edmans, A. and C. Holderness, (2017) “Blockholders: A Survey of Theory and Evidence”, *ECGI Finance Working Paper*, N° 475/2016.
- European Commission (2020) *Study on Directors’ Duties and Sustainable Corporate Governance*, July.

- Ferreira, M. A. and P. Matos (2008) The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world, *Journal of Financial Economics*, 88, pp. 499-533.
- Fauver, L., M. Hung, X., X. Li, and A. Taboada (2017) "Board reforms and firm value: Worldwide evidence", *Journal of Financial Economics*, 125, pp. 120-142.
- Franks, J. (2020) "Institutional Ownership and Governance", *Oxford Review of Economic Policy*, 36, (2), pp. 258-274.
- Gilson, R., and J. Gordon (2013) "The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights", *Columbia Law Review*, 113(4).
- Gilson, R., and J. Gordon (2019) "Board 3.0 – An Introduction", *Business Lawyer*, Vol. 74, pp. 351-366.
- Gibson, R., S. Glossner, P. Krueger, P. Matos, and T. Steffen (2021 a) "Do Responsible Investors Invest Responsibly?" *SSRN*, id3525530.
- Gibson, R., P. Krueger and S. Mital (2021 b) "The Sustainability Footprint of Institutional Investors: ESG Driven Price Pressure and Performance", ECGI Finance Working Paper.
- Gordon, N. (2007) "The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Off Shareholder Value and Market Prices", *Stanford Law Review*, Vol. 59, pp. 1465-1568.
- Goto, G., Koh, A., and Puchniak, D. (2020) Diversity of Shareholder Stewardship in Asia: Faux Convergence, *Vanderbilt Transnational Law Journal*, Volume 53, Issue 3, p. 829.
- Hamao, Y. and Matos, P. (2018) "U.S.-Style Investor Activism in Japan: The First Ten Years", *Journal of the Japanese and International Economies*, 48, pp. 29-54.
- Hansmann and Kraakman (2001) "The end of history of Corporate Law, Gordon", J. and Roe, M. eds., *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge University Press.
- Hart, O. and L. Zingales (2017) "Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value", *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2, pp. 247-274.
- Henderson, R. (2020) *Reimagining Capitalism in a World on Fire*, Public Affairs, New York, USA. 高遠裕子訳『資本主義の再構築：公正で持続可能な世界をどう実現するか』日本経済新聞社。
- Henderson, R., Sarafeim G. Lerner, J. and Jinjo, N. (2019) "Should a Pension Fund try to change the World? Inside GPIF's Embrace the ESG", *HBS case no. 319-067* 2019.
- Hill, J. (2013) "Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes", *Seattle University Law Review*, Vol. 41, pp. 497-524.

- Jensen, M. (2002) “Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function”, *Business Ethics Quarterly*, 12 (2), pp. 235-256.
- Kaplan, S. (2013) “CEO Pay and Corporate Governance in the U.S.: Perceptions, Facts and Challenges”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 25, pp. 8-25.
- Kim, E., and Lu, Y. (2013) “Corporate governance reforms around the world and cross-border acquisitions”, *Journal of Corporate Finance*, 22 (1), pp. 236-253.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Solanes and A. Schlieifer (1998) “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, Vol. 106 (6), pp. 1113-1150.
- Liang, H., and L. Renneboog (2020) “The global sustainability footprint of sovereign wealth funds”, *Oxford Review of Economic Policy*, Volume 36, Number 2, 2020, pp. 380–426.
- Mayer, C. (2018) *Prosperity*, Oxford University Press. 宮島英昭監訳、河西卓弥・清水正人訳『株式会社規範のコペルニクスの転回』東洋経済新報社、2021年4月刊。
- Mayer, C. (2020) “Shareholderism versus Stakeholderism – A Misconceived Contradiction” A Comment on “The Illusory Promise of Stakeholder Governance” by Lucian Bebchuk and Roberto Tallarita, *ECGI Working Paper Series in Law*, No.522, pp. 1-11.
- Mehrotra, V. and Morck, R. (2017) “Governance and Stakeholders”, in Hermalin, B. and Weisbach, M. eds. *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, Vol. 1, North-Holland.
- Morikawa, M. (2020) “Effects of Outside Directors on Firms’ Investments and Performance: Evidence from a Quasi Natural Experiment in Japan”, *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 56, pp. 1-10.
- Pedersen, H., S. Fitzgibbons, and L. Pomorski (2020) “Responsible investing: The ESG-efficient frontier”, *Journal of Financial Economics*.
- Shirasu, Y. and H. Kawakita(2021) “Long-Term Financial Performance of Corporate Social Responsibility”, *Global Finance Journal*, Vol.50, pp. 1-26.
<https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100532>
- Servaes H. and A. Tamayo (2017) “The role of social capital in corporations: a review”, *Oxford Review of Economic Policy*, Volume 33, Number 2, 2017, pp. 201-220.
- Villalonga, B., and Amit. R., (2020) “Family Ownership”, *Oxford Review of Economic Policy*, 36 (2), pp. 241-257.

表1 企業業績と企業行動(東証1部上場企業平均)

資料) 宮島・齋藤(2020 第5回)。原資料は、日本政策投資銀行「企業データベース」、日経NEEDs Cges などによる。対象は、東証1部上場企業(非金融事業法人)。企業行動に関する各変数の定義は、①設備投資比率=有形固定資産の取得/有形固定資産、②M&A比率=子会社の取得費用/総資産、③研究開発投資比率=研究開発費/売上高(ただし、対象は、製造業と情報業の企業のみ)、④株主資本配当率=年間配当総額/株主資本、⑤株主資本総還元率=(年間配当総額+自社株買い)/株主資本、⑥有利子負債比率=有利子負債/総資産、⑦現預金保有比率=(現預金+有価証券)/(総資産-現預金-有価証券)、⑧賃金/売上高利益は単体ベース、⑨役員報酬は、社内取締役に対する総報酬、ストックオプションの評価額を含む。最終行は、各変数を、資産対数値、海外売上比率、有利子負債比率、現預金保有比率、キャッシュフロー/総資産、トービンのqなどのコントロール変数、産業別売上伸び率(法人企業統計による)、および企業統治改革ダミーで回帰したモデルにおける企業統治改革ダミー(2014年以降に1)の係数である。カッコ内は企業レベルでクラスターした標準誤差。***, **, * は、それぞれ1%, 5%, 10%の水準で統計的に有意であることを示している。

パネル1: 東証1部上場企業平均

年度	企業業績				企業行動			株主への分配と財務政策				付加価値分配と報酬	
	ROE	売上高純利益率	売上高/総資産(総資産回転率)	総資産/株主資本(財務レバレッジ)	設備投資比率	M&A比率	研究開発投資比率	株主資本配当率	株主資本総還元率	有利子負債比率	現預金保有比率	賃金/売上高総利益	一人あたり役員報酬(千円)
2000	1.2%	1.5%	1.01	3.75	13.6%	0.1%	2.5%	1.3%	1.7%	26.6%	18.8%	-	-
2001	-0.8%	0.4%	1.03	3.57	12.9%	0.1%	2.7%	1.3%	1.9%	25.8%	18.6%	-	-
2002	1.8%	1.3%	1.07	3.47	11.9%	0.1%	2.7%	1.3%	2.1%	24.6%	19.1%	58.5%	-
2003	4.9%	2.6%	1.08	3.23	12.2%	0.1%	2.7%	1.3%	2.0%	22.4%	19.7%	53.8%	-
2004	6.4%	3.3%	1.11	3.01	14.5%	0.1%	2.6%	1.5%	2.1%	21.0%	20.2%	51.2%	-
2005	6.2%	3.5%	1.12	2.81	16.1%	0.1%	2.5%	1.6%	2.2%	19.2%	18.7%	50.2%	-
2006	7.0%	3.7%	1.13	2.75	17.2%	0.2%	2.4%	1.8%	2.6%	18.5%	18.8%	48.6%	-
2007	6.1%	3.3%	1.18	2.72	17.0%	0.2%	2.4%	2.1%	3.0%	18.8%	18.7%	49.1%	-
2008	-1.6%	0.4%	1.20	2.88	15.7%	0.2%	2.7%	2.4%	3.6%	21.5%	19.9%	61.1%	-
2009	1.5%	1.2%	1.09	2.75	12.0%	0.2%	2.8%	1.8%	2.3%	20.9%	22.9%	62.4%	24,570
2010	5.4%	2.9%	1.14	2.70	12.6%	0.2%	2.6%	1.8%	2.3%	20.0%	24.8%	53.8%	26,063
2011	5.0%	2.8%	1.13	2.62	14.0%	0.3%	2.7%	1.9%	2.4%	19.3%	25.4%	54.4%	26,586
2012	5.8%	3.3%	1.11	2.54	15.9%	0.3%	2.7%	1.9%	2.4%	18.9%	27.2%	54.6%	27,086
2013	7.5%	4.1%	1.12	2.44	16.8%	0.3%	2.5%	1.9%	2.4%	17.9%	27.5%	50.3%	28,201
2014	7.3%	4.4%	1.10	2.34	16.9%	0.3%	2.5%	1.9%	2.6%	17.5%	28.0%	48.1%	29,658
2015	7.4%	4.3%	1.11	2.32	17.4%	0.3%	2.5%	2.2%	3.1%	17.7%	29.7%	46.9%	30,066
2016	7.9%	4.7%	1.08	2.29	17.2%	0.4%	2.6%	2.3%	3.2%	17.6%	30.7%	47.1%	30,945
2017	8.6%	5.1%	1.07	2.26	17.2%	0.4%	2.5%	2.4%	3.1%	17.0%	31.1%	44.6%	32,608
2018	8.1%	5.1%	1.08	2.23	19.1%	0.4%	2.5%	2.6%	3.5%	16.7%	32.7%	NA	
2010-2012	5.4%	3.0%	1.13	2.62	14.2%	0.2%	2.6%	1.8%	2.3%	19.4%	25.8%	54.3%	26,578
2014-2018	7.9%	4.7%	1.09	2.29	17.6%	0.4%	2.5%	2.3%	3.1%	17.3%	30.4%	46.7%	30,819
改革前と改革後の平均値の差	2.4%	1.7%	-0.04	-0.33	3.4%	0.1%	-0.1%	0.4%	0.7%	-2.1%	4.6%	-7.6%	4,241

パネル 2： 改革の効果

年度	企業業績		企業行動			株主への分配と財務政策			
	ROE	売上高純利益率	設備投資比率	M&A比率	研究開発投資比率	株主資本配当率	株主資本総還元率	有利子負債比率	現預金保有比率
観測数	17,004	16,996	16,826	16,826	10,696	16,850	16,850	16,850	16,850
企業数	2,003	2,003	1,984	1,984	1,266	1,984	1,984	1,984	1,984
<定数項ダミー>									
企業統治改革ダミーの係数	-0.000	-0.002	0.000	0.000	0.000	0.005***	0.001***	-0.032***	0.007***
	(0.003)	(0.001)	(0.003)	(0.000)	(0.000)	(0.001)	(0.000)	(0.002)	(0.002)
<交差項>									
機関投資家保有比率	0.006	0.033***	0.080***	0.002	0.005**	0.016***	0.022***	-0.127***	0.025**
	(0.019)	(0.008)	(0.025)	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.006)	(0.015)	(0.012)
機関投資家持株比率と企業統治改革ダミーの	-0.003	0.002	-0.058***	0.001	-0.000	0.004***	0.017***	0.000	-0.014
	(0.005)	(0.006)	(0.014)	(0.001)	(0.002)	(0.001)	(0.003)	(0.010)	(0.009)
企業統治改革ダミー	0.000	-0.001	0.012***	-0.000	0.000	-0.000	0.000	-0.028***	0.009***
	(0.004)	(0.001)	(0.004)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.001)	(0.003)	(0.003)
<効果の推定>									
改革後の機関投資家保有比率8%上昇の効果 (%)	0.02	0.28	0.18	0.02	0.04	0.16	0.31	-1.02	0.09