
日本企業の コーポレート・ガバナンス

I. コーポレート・ガバナンス

－ 目的と仕組み －

コーポレート・ガバナンスとは

- 株主第一主義的定義

「企業への資金提供者が投資回収を確実なものにする方法」:

Shleifer/Vishny (1997)

「分散した投資家の集団行動に伴う問題の解決策、様々なステークホルダー間の利害相反関係を調停する方法: Becht/Bolton/Röell (2005)

- ステークホルダー主義的定義

「ステークホルダーの効用の内部化を経営者に促すあるいは義務付ける組織デザイン」: Tirole (2001)

- 物的資産のみならず関係特殊的投資を行ってきた人々の人的資産の所有権も意識した定義

「企業の生み出す準地代 (quasi-rent) を巡る事後交渉を形作る複雑な一連の制約。これらには所有権の分配、資本構成、経営者に対するインセンティブ・スキーム、テークオーバー、取締役会、機関投資家からの圧力、製品市場や労働市場における競争、組織構造等が含まれる。

Zingales (1998)

具体的ガバナンス・システム

- 取締役会などの企業内部のモニタリング・システム
- 金融機関、株式流通市場関係者（証券アナリスト、ファンドマネジャー等）など企業外部からのモニタリング
- 投資家と経営者の間の情報の非対称性の緩和
 - 財務情報、非財務情報などの情報開示の充実
- 経営者報酬制度などのインセンティブ・システム
- 敵対的企業買収や伝統的機関投資家およびアクティビストからの圧力・株主権行使

コーポレート・ガバナンス研究

- 経済学系の論文の多くは投資家と経営者間の問題に焦点
 - 理論的なフレームワークとして取引費用の経済学、エージェンシー理論、不完備契約の下での財産権理論、情報の経済分析等を援用した分析
 - 代表的サーベイ論文: Shleifer/Vishny(1997), Tirole (2001), Becht/Bolton/Röell(2003)

- 取引費用の経済学
 - 市場取引に伴う探索コスト、交渉コスト、監視コスト等の取引費用を回避するために企業内での組織取引が行われ、内部化コストが取引コストを上回るときには、市場取引が採用される。
 - Coase (1937), Williamson (1979)

コーポレート・ガバナンス研究(続)

● エージェンシー理論

- 情報の非対称性や株式と負債のペイオフ構造の相違等に起因する株主(プリンシパル)と経営者(エージェント)間のエージェンシー問題等に関して分析
- 代表的な論文: Jensen/Meckling (1976) 等

● 不完備契約の下での財産権理論

- 契約の不完備性に起因する問題と対応策等について分析
- コントロール権の重要性: Grossman/Hart(1986), Hart/Moore(1990) 等

個別のガバナンス改善策に関する研究

- 取締役会

- コーポレート・ガバナンスと取締役会に関する研究：
Adams/Hermalin/Weisbach (2010) 等のサーベイ論文

- 経営者に対するインセンティブ報酬

- 企業パフォーマンスと経営者報酬の関係：Jensen/Murphy (1990)等

- 負債による規律付け

- LBOによる多額の負債を利用した規律付け：Jensen (1986,1989)等

- 株主アクティビズム

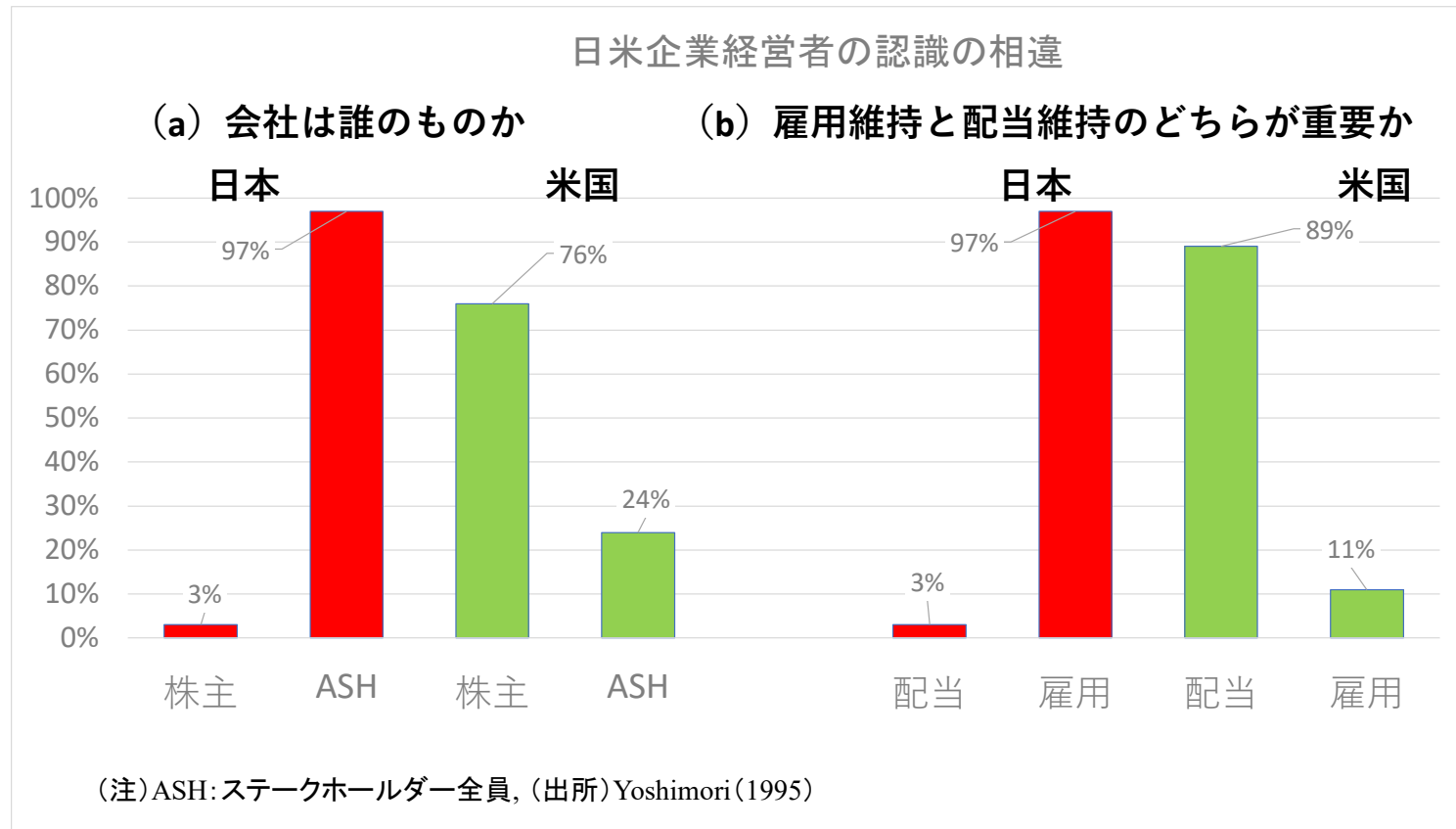
- 機関投資家によるアクティビズム：
Black(1998) 等がサーベイ
- ヘッジファンド・アクティビズムに関する実証研究：
Brav/Jiang/Partnoy/Thomas (2008)等

- M&A

- M&Aの意義と限界：Manne (1965), Grossman/Hart (1980)等

対照的な2つのシステム

- 株主価値最大化を目的
 - 米国、英国型
- ステークホルダー価値最大化
 - 日本、ドイツ型



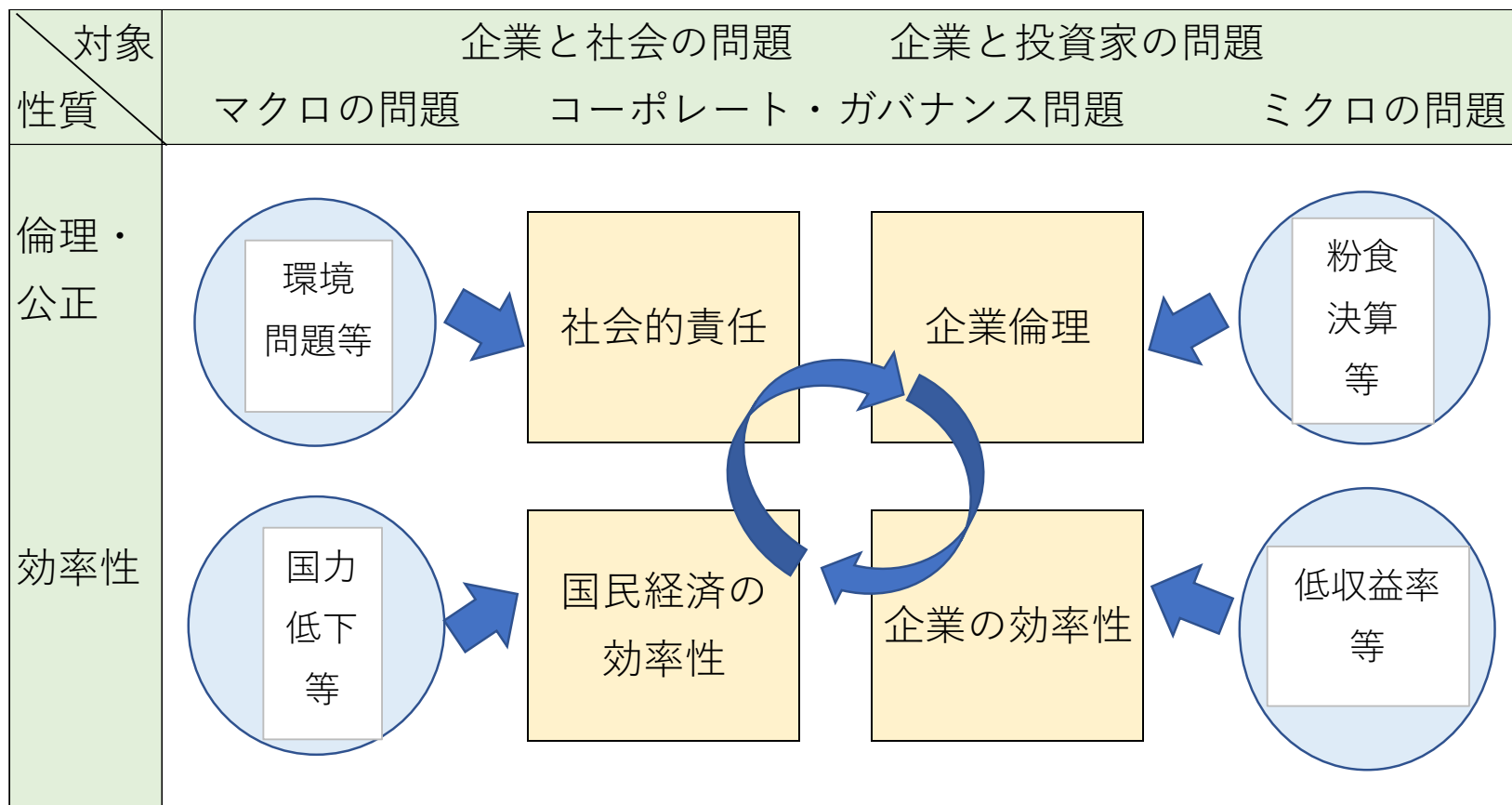
II. コーポレート・ガバナンスの歴史 — 米国 —

コーポレート・ガバナンスの対象と性質

● コーポレート・ガバナンス議論の主たる対象

- 世の中のガバナンス論議の中心的な対象・関心は、その時々、4種類の問題の間で揺れ動いてきた。

コーポレート・ガバナンス論議の対象と性質



米国での論議の発端

- 「経営者支配論」、「所有と経営（支配）の分離」

Berle/Mean (1932), Demsetz (1983), Williamson (1985), Roe (1994)

- 経済発展に伴う企業規模の拡大、企業組織の複雑化
- 専門知識を持った専門経営者への経営委任
- 「所有と経営の分離」
- 企業規模の更なる拡大、資金需要の大幅な増加
- 多数の投資家からの資金調達必要性増大
- 多くの投資家による株式の分散所有
- その結果、「所有者 ≠ 支配者 = 経営者」

- 投資家と企業経営者の関係に注目した議論

- “Strong Managers, Weak Owners”

企業の社会的責任論の盛り上がり

- 1960年代の社会運動の盛り上がりに伴って社会全体で企業の社会的責任に対して強い関心
 - 公民権運動(人種問題)、消費者主権運動(品質不正、欠陥商品等)
 - 企業の社会倫理、社会的責任を問う
- 社会的責任論の高まりが、政府の介入、規制強化の要求に
 - 各種の社会運動は政府(Government)の企業活動への介入を前提に押し出す
 - この頃からCorporate Governanceという言葉が広く用いられるように
- シカゴ学派からの反論:Milton Friedman(1970)
 - 「企業経営者の義務は株主のための利潤最大化である。…」
 - 「自由社会における企業の唯一無二の社会的責任とは、自社の経営資源を活用して利潤追求のためのオープンで公正な自由競争を社会規範の枠内で展開することである。そうすることが結局、社会的厚生を高める。」

投資家サイドに立つモニタリング強化

- 1970年代以降の投資信託、年金基金残高の増加
 - 1970年代の401(k) 拠出プランの出現
 - 投資信託、年金基金残高の増加と機関投資家の発言力の強まり
 - 1974年のERISA法制定と年金の受託者責任意識の高まり
- 1980年代のM&Aブーム
 - 1980年代の敵対的企業買収ブーム
 - ポイズンピル等の買収防衛策の相次ぐ導入。こうした動きに対して公的年金基金等から批判の声
- 社外取締役の増加、有力企業のCEO解任
 - 一方で、80年代はSECやNYSEの後押しで取締役会における社外取締役の数が増えた時期
 - 1990年代前半には取締役会決議によってGM、IBM、アメックス等の有力企業のCEOが相次いで解任される

再び高まった倫理的側面への関心

● エンロン、ワールドコム事件とSOX法

- 2000年代初めにエンロン、ワールドコムが粉飾決算の発覚で倒産
- 2002年7月、SOX法(アメリカ企業改革法)制定
- 企業に財務情報の透明性と正確性の確保を厳しく求める。
- 会計処理上の不正や誤謬を防ぐ「内部統制」の整備を要求

● 金融危機(2007年～2010年)

- サブプライム住宅ローン危機が発端
- 不動産バブル崩壊により数多くの金融機関等が経営危機に直面
- 2008年のリーマンブラザーズ破綻を契機に金融危機は世界各地へ連鎖的に拡大、世界の資本移動、貿易活動、GDPに大打撃
- 背景になったウォール街や大企業の「強欲資本主義」、「短期志向」に対する批判

● 「強欲資本主義」、「株主第一主義」に対する批判の大合唱

- 批判の背景には米国社会の所得分配の不平等拡大に対する人々の不満

ビジネスラウンドテーブル(BRT)の宣言

- 2019年8月、BRTは「株主第一主義」を見直す宣言を発表
 - 「企業の目的(パーパス)に関する声明」Business Roundtable (2019)
株式会社の第一の目的は株主の利益を図ることであるという従来の宣言を見直し
 - 消費者、従業員、取引先、地域社会などのステークホルダーの利益を尊重した事業運営に取り組むと宣言
 - 株主利益を優先してきた米国型の企業経営にとって大きな転換点となると米国のみならず世界中で大きな話題に
- 批判:「BRT宣言は大企業批判をかわすためのポーズ」
 - トップ・マネジメントと一般従業員の給与格差はその後も変化せず
 - 宣言署名企業の大多数は取締役会での宣言の承認なし
 - 法理論上、株主第一主義とステークホルダーの利益保護は矛盾せず
 - ステークホルダー主義経営を口実に経営の規律が損なわれ、かえってステークホルダーの利益を減少させる可能性も存在

Bebchuk/Tallarita (2020)、田中(2020)

ESG投資、SDGsへの関心の高まり

● 急成長したESG投資

- 2015年のパリ協定を契機に各国政府が温室効果ガスの削減目標を設定して積極的に動き出す。
- 2018年にはIPCCが世界の気温上昇を1.5度以内に抑えるためのCO2削減目標を示す特別報告書を公表
- 気候変動問題に対する危機意識が高まるなか年金基金等でESG投資が急速に進展

米国のサステナブル投資資産残高

	2014年	2016年	2018年	2020年	年平均成長率 (2014～2020)
サステナブル 投資資産残高 (10億ドル)	6,572	8,723	11,995	17,081	17.3%

(出所) Sustainable Investment Alliance

エクソン対ESGアクティビスト

- 2021年、エクソン総会ESGアクティビスト推薦の取締役を選任
 - 2021年5月、エクソンモービルの株主総会で、ESGアクティビストのエンジン・ナンバーワンが推薦した取締役3人が選任される
 - ESGアクティビストと年金基金・資産運用会社の連携プレー、カルパース等の年金基金やブラックロック等運用会社も提案に賛成
- その後のエクソンの対応変化と投資家の反応
 - しかし、2022年5月のエクソンの総会では環境団体の気候変動対策強化の株主提案が反対多数で否決
 - エクソンは、株主からの圧力を受けて2021年以降にCO2排出問題への対応を強化。2050年までに温暖化ガスの排出を実質ゼロにする目標や、2027年まで低炭素事業に150億ドルを投資する方針を表明
 - 機関投資家の多くはエクソンの対応に満足していたことが、2022年総会でESGアクティビストの株主提案が支持されなかった理由

ブラックロックの対応の変化

● ブラックロックの是々非々対応

- 2021年にはブラックロックはエクソンモービル等でESGアクティビストの株主提案に賛成
- しかし、2022年にはESGアクティビストの多くの提案に賛成せず
- シェブロンとシェルの総会ではスコープ1、2、3の温室効果ガスの削減目標を設定するよう求める決議を不支持
- 特に石油・ガス会社において、スコープ3排出量の評価・測定が複雑であることから、スコープ3排出量の目標を求める決議に反対

● ブラックロックが環境団体の株主提案に反対した理由

- 「これらの提案は過度に規範的で経営陣を拘束し、常に有用な結果をもたらすとは限らないと判断した。」と説明

(注) スコープ1: 事業者自らの温室効果ガス排出

スコープ2: エネルギー起源の間接排出

スコープ3: スコープ1、2以外の企業活動の上流(調達)・下流(出荷以降)のその他間接排出すべて

III. コーポレート・ガバナンスの歴史

ー 日本 ー

高度成長期のガバナンスの特徴と源流

- 高度成長期の日本経済システムとガバナンスの特徴
 - 重化学工業化優先の政府の産業政策、行政指導
 - 間接金融優位の資金循環、政府による銀行経営への介入
 - メインバンクによる経営モニタリング、株式持ち合いによる買収防衛
 - 系列内取引、終身雇用制、年功序列賃金と内部昇進型取締役会
 - 労使協調路線と常用雇用従業員重視の経営スタイル
- さまざまな制度・慣行間の相互補完性
 - 財・サービス市場、金融市場、労働市場など広範な範囲における制度・慣行は相互に補完関係。コーポレート・ガバナンスもその一環
奥野(1993))、伊藤編(1996)
- 戦時経済体制にその源流
 - 高度成長期の日本の経済・経営システムの制度／慣行の多くは、1930年代末から1940年代初めに形成された戦時経済体制にその源流：岡崎/奥野編(1993)

メインバンクの機能

● リスクヘッジ機能

- 暗黙の保険契約: 企業はメインバンクとの密接な関係を維持することにより流動性不足など「いざというとき」力になってもらうことを期待
- 企業側: 通常時に預金、決済、外為などの取引をメインバンクに集中
- 銀行側: 金融市場の状況や企業の財務状況にかかわらず安定的に資金提供

● 経営危機時の救済機能

- 企業が倒産の危機に直面したとき追加融資、場合によって債務や金利の減免で企業の救済・再建

● コーポレート・ガバナンス面での機能

- 密接な取引関係や役員派遣などを通じて内部情報を掌握
- 経営者を監視して問題発生を防止、経営者の暴走などの問題発生時に経営に介入、場合によっては経営者を解任

広田/池尾(1996)、広田(2012)

株式持ち合い形成とその役割

● 株式持ち合いの歴史

- 戦後の財閥解体等により一時的に個人の持株比率は上昇
- しかし、個人は株価下落時に大量に売却、売却株式の吸収策として、急速に株式持ち合いが進展
- 株買い占めに対する対抗策として持ち合いによる安定株主作り
- 1960年代後半には、昭和40年の証券不況時に株式買取機関によって買い取られた株式が放出され、これを金融機関や事業法人が取得
- また、1960年代後半からは資本自由化による外国資本の進出に対する買収防衛策としての安定株主作りが進展
- 1970年代半ばから、石油危機からバブル期までは、活発化したエクイティ・ファイナンスの受け皿として銀行が株式を大量購入
- 事業会社と金融機関、取引企業間の友好的な関係を担保する機能を果たす

長期的/安定的関係を重視したシステム

● 労働市場

- 終身雇用制、年功序列型賃金（企業と従業員間の見えざる債権債務関係）
- 従業員の関係特殊的投資を促進

● 財・サービス市場

- 企業と銀行間だけでなく、財・サービス市場でも系列、企業グループに基づく長期間取引
- 自動車部品メーカー等における関係特殊的投資を促進

● コミュニティとしての「会社」の存続と発展を重視した経営

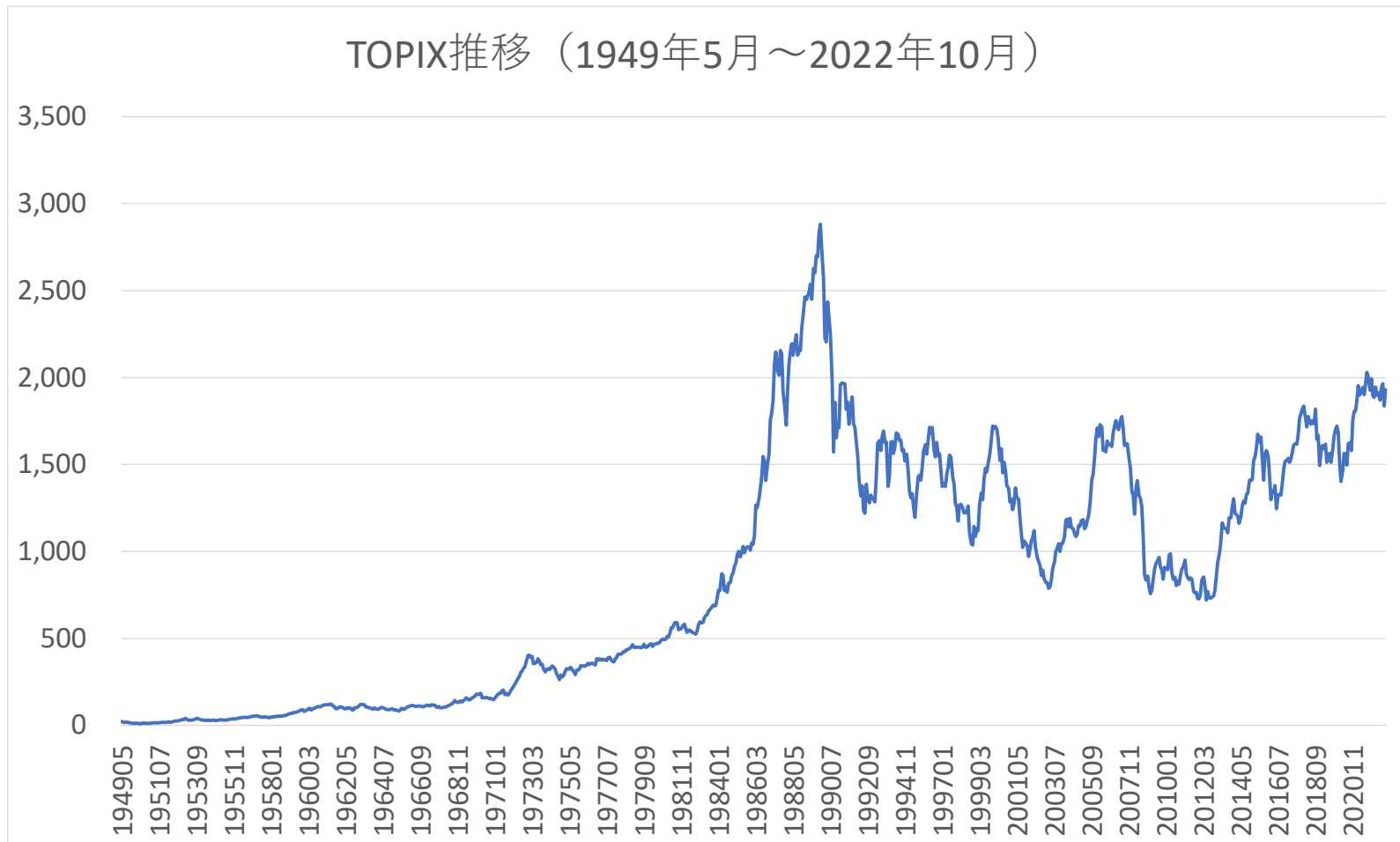
- 「会社」は従業員や取引先などステークホルダー全員のものという認識を社会全体で共有

● 内部ガバナンス・システム

- 取締役は従業員の「上がりポスト」、取締役会は大人数でメンバーのほとんどは内部昇進者
- 取締役会、監査役のモニタリング機能は二次的、形式的

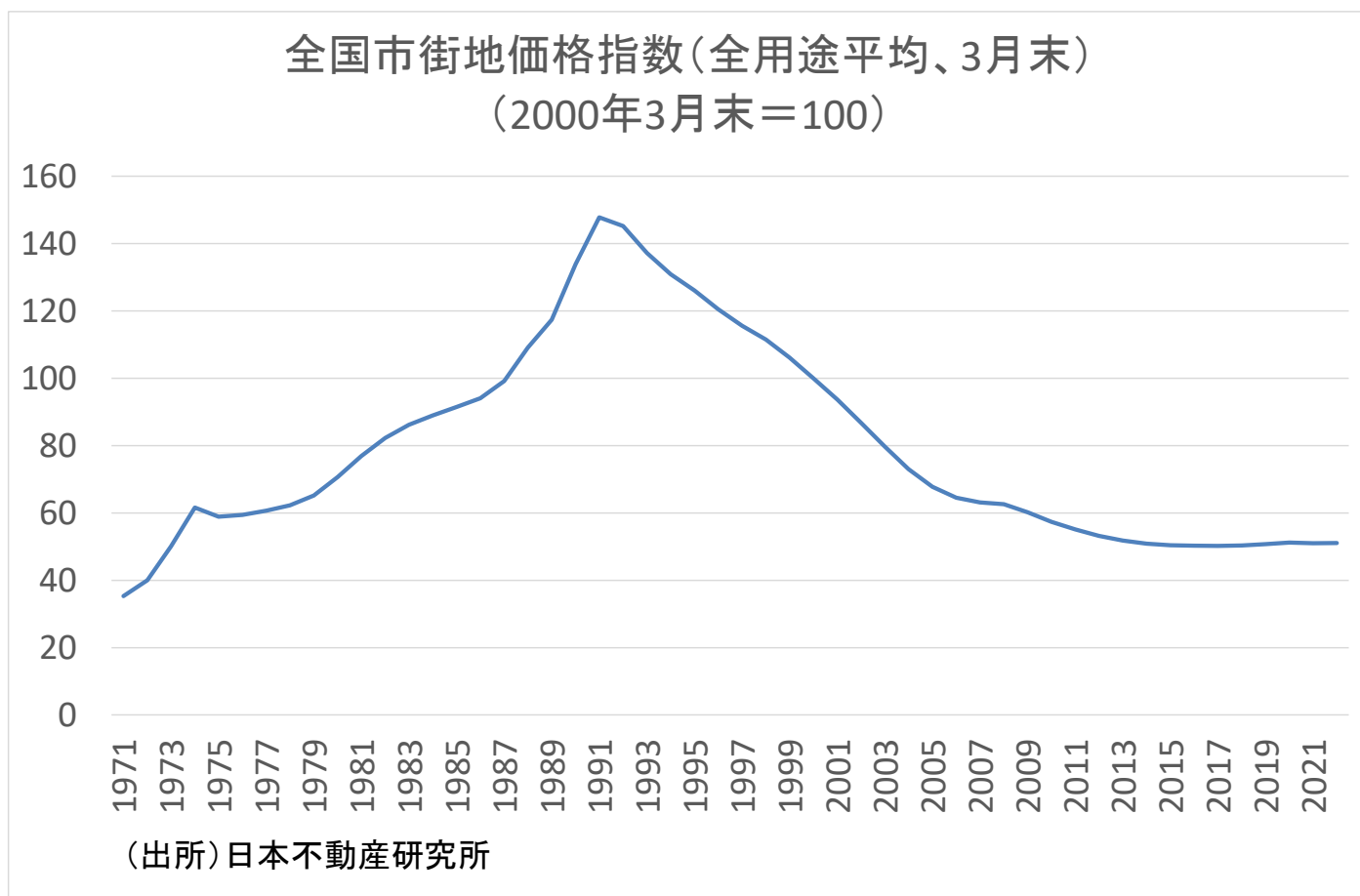
バブル崩壊：株価

- 2022年10月末の株価は33年前の1989年12月末のピークに比べ67%の水準



バブル崩壊：地価

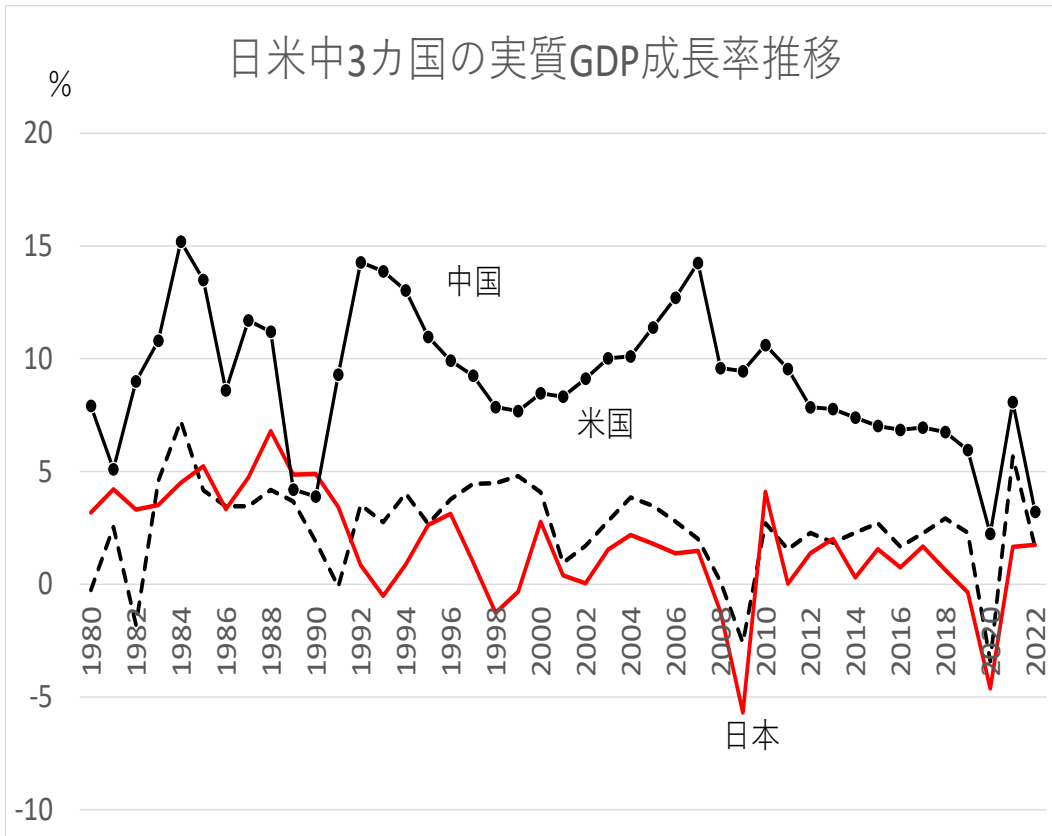
- 2022年3月末の地価は33年前の1991年3月末のピークに比べ35%の水準



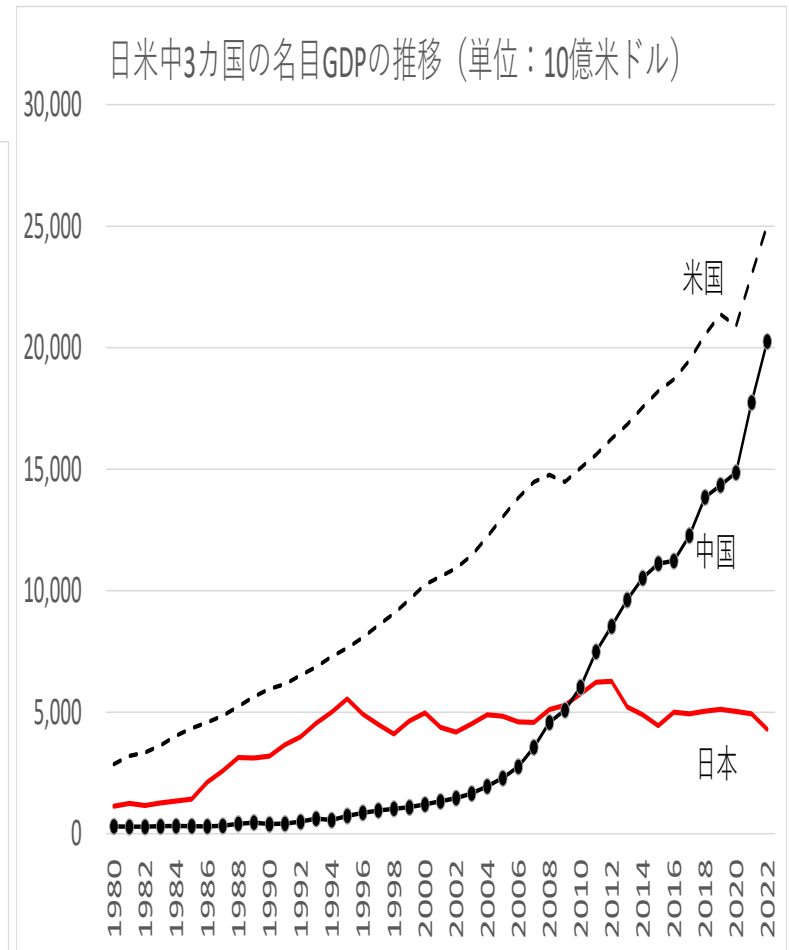
失われた30年：GDP

● 日本経済の長期停滞

日米中3カ国の実質GDP成長率推移

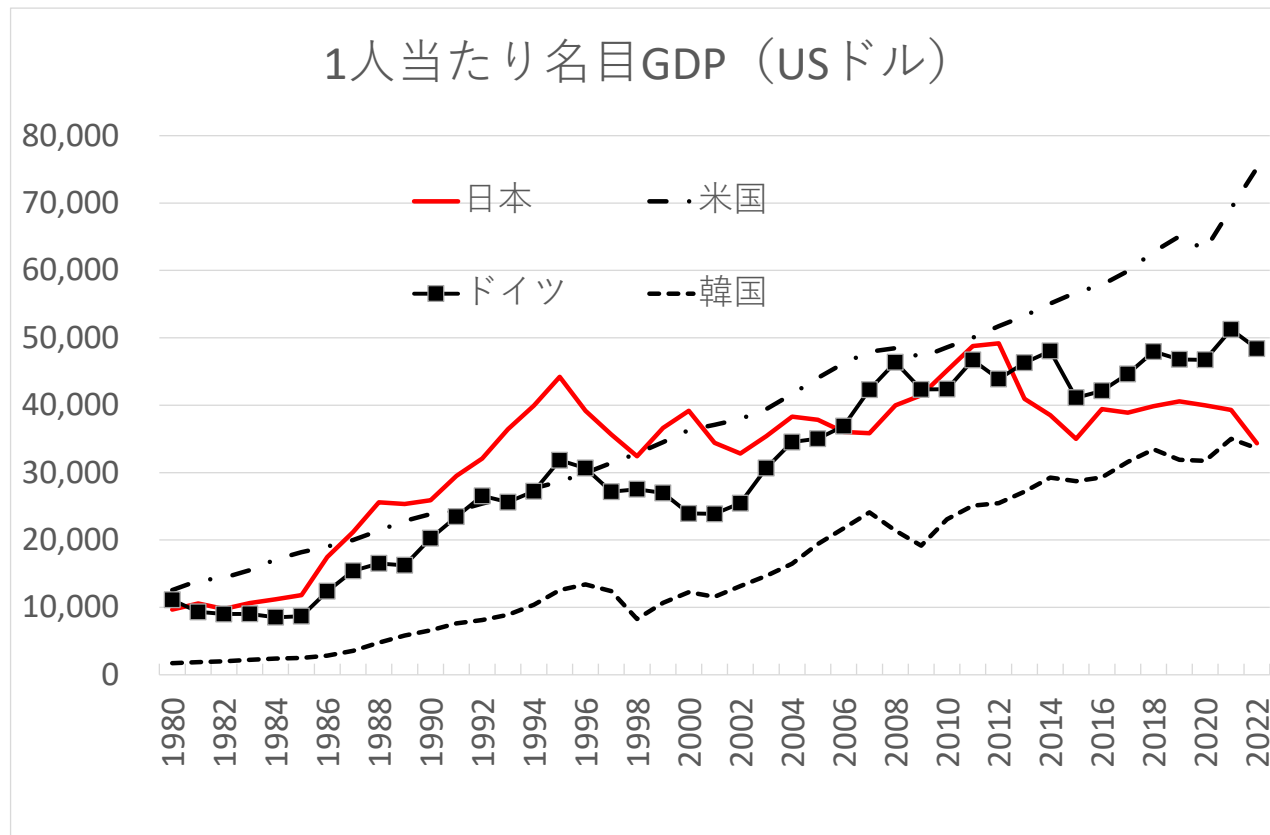


日米中3カ国の名目GDPの推移 (単位：10億米ドル)



取り残される日本

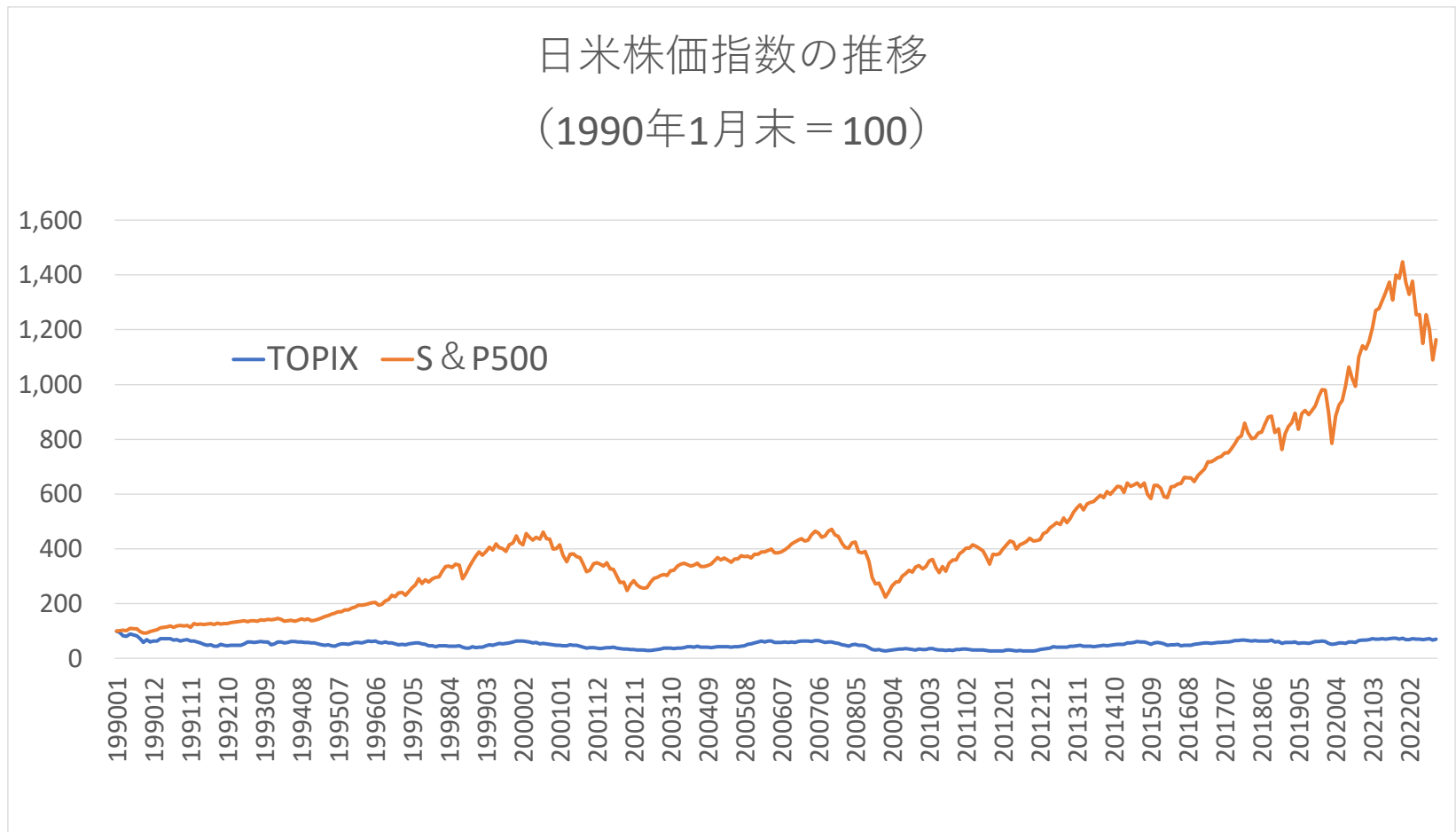
- 1980年代後半から90年代後半まで、日本、米国、ドイツ、韓国の4カ国のなかで日本の1人当たりGDPが、最も高かったが現在では韓国にも追い抜かれそうな状態



(出所)IMF World Economic Outlook

長期低迷する日本の株価

- 過去30年間で米国株価は10倍以上。対して日本の株価は1990年の初めの70%弱の水準



180度変わった両システムに対する評価

● 1980年代

- 日独型ガバナンス・システムを高評価
- 銀行型金融システム下で企業と銀行が長期的な関係を樹立して、高財務レバレッジと低い資本コストを実現。株式持ち合いもそれを後押し、株式リスク・プレミアムが低水準で高株価を実現。企業は積極的に設備投資
- 従業員、取引先との長期・安定的関係も生産効率向上に寄与
- 一方、米国型ガバナンス・システムはShort-termismを招来していると批判される。

● 1990年代以降

- 米国株ブーム(米国の株式資本コストの低下)、日本株暴落
- 米国型のコーポレートガバナンス・システムや少数株主を保護する法制度に対する高評価

● Hindsight

- 1980年代の日本株ブームは日本型ガバナンス・システムを反映したものではなく、不動産・株式バブル。1990年代のNASDAQ株ブームはハイテク・バブルを反映

日本型経営システムの特徴と弱点

- 企業と従業員や取引先との長期的信頼関係に基づく「暗黙の契約」に基づく経営システム
 - 「暗黙の契約」に基づく終身雇用、年功序列給与体系、系列取引
 - 会社は潰れずに成長し、雇用/取引関係が切られることはなく、将来成長の果実を享受できるという期待に基づき積極的に関係特殊的投資
 - ただ、長期の不況で従業員や取引先からの期待、信頼に企業が応えられなくなった場合には大幅にモチベーション低下
- メインバンク・システムや株式持ち合いが企業の安定性を下支え
 - メインバンクが経営者の暴走をモニタリング、不況期や資金繰りの苦しいときにはメインバンクが経営支援
 - 収益性が必ずしも高くない経営多角化や子会社作りも金利がしっかり払えるようであれば、融資金額の拡大に役立つので銀行側も歓迎
 - 一方、株式持ち合いで「暗黙の契約」を反故にする敵対的買収のリスクを排除
 - その反面、一步誤ると相互に甘え合う緊張感のない経営に陥る危険
 - また銀行全体の収益力が低下して、銀行側に十分な企業支援余力がなくなった場合には、このシステムは機能しなくなる。

日本型経営システムの特徴と弱点(続)

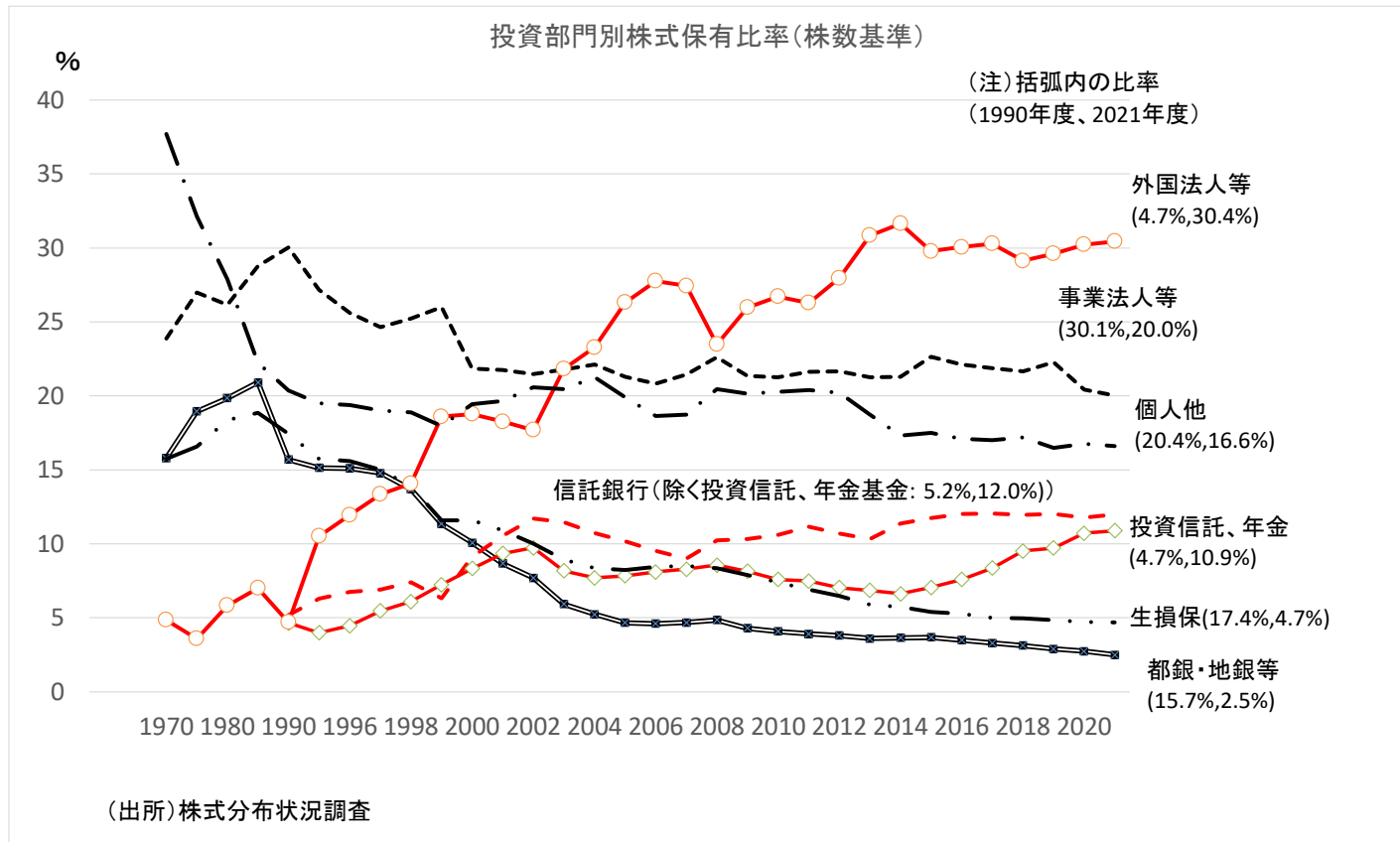
- 先進国にキャッチアップする経済発展の途上でうまくワークする経営システム
 - 生産管理、技術開発、マーケティングや経営管理手法等の分野で世界のベストプラクティスをお手本にして経営効率を改善
 - キャッチアップ型「横並び」経営:決められたレーンを業界各社が懸命に走ることによって企業間格差はあまり生じない。
 - 卓越した見識と行動力を持つトップマネジメントの必要性は比較的低く、むしろ現場を熟知したミドルマネジメントの方が重要
 - 社長には長年にわたる選抜プロセスを経て選ばれた円満な人柄の持ち主でバランス感と調整能力に優れる内部昇進者が就任
 - 彼を選んだ前任者が会長や相談役として影響力を保持、次期社長候補が副社長や専務として控える経営体制。様々な方向から常にインフォーマルな牽制が働くので社長の独断専行は許されず。
 - その結果、取締役会はモニタリングのための機関というよりも経営執行のための最高意思決定機関として機能
 - しかし、このような経営システムはグローバルな企業間競争のトップランナーになったときに有効なシステムか？

伝統的日本的経営が徐々に変化

- 1990年代以降の不況の長期化で長期的信頼関係が少しずつ崩壊して人々の行動パターンに変化が現れる
 - 電機業界などで優秀な技術者達が海外企業に転職、日本の技術が海外流出、韓国や台湾メーカーなどとの競争が一層激化
 - 優秀な人材が海外企業に転職する同様な事例は銀行や証券業界などでも頻発
 - 最も優秀な学生の就職希望先も公官庁や国内大手金融機関やメーカーから外資系の投資銀行、ハイテク企業やコンサルタント会社に変化
- 株式保有構造の変化と海外投資家、年金基金等の影響力が増大
 - 自己資本増強や収益性改善のために銀行が持ち合い株式を放出
 - 物言わぬ持ち合い株主の代わりに企業の収益性の向上を要求する海外投資家や国内年金基金等の純粋投資家が増加

株式保有構造、株式取引比率の変化

- バブル崩壊以降の投資部門別の株式保有比率の推移
 - 株式持ち合いの比率の低下、純粋投資主体の保有が増加
 - 銀行と生損保の保有比率は合計で1990年以降26%ptの大幅低下、外国法人は25.7%pt増加、国内純粋投資の投信、年金は合計で6.2%pt増加
- 2021年の東証1部の委託売買金額の70%は海外投資家



「日本再興戦略」2014で注目

- 日本の「稼ぐ力」を取り戻す
- コーポレートガバナンスの強化
 - 攻めの経営判断を後押しする仕組みを強化
 - 設備投資や、大胆な事業再編、M&A などの積極化
 - 日本版スチュワードシップコードの策定、投資家と企業の間での対話
 - 社外取締役の選任促進
- 産業の新陳代謝とベンチャーの加速化
 - 新陳代謝を促進し、収益性・生産性の高い分野に投資や雇用をシフト
 - 成長分野を牽引していく環境を整備。大企業からのスピンオフやカーブアウト、M&A の形態を含め、ベンチャーが活躍するための総合的な対策
- 鍵となる施策
 - ①コーポレートガバナンスの強化
 - ② 公的・準公的資金の運用等の見直し
 - ③ 産業の新陳代謝とベンチャーの加速化、成長資金の供給促進

日本版コーポレート・ガバナンス・コード

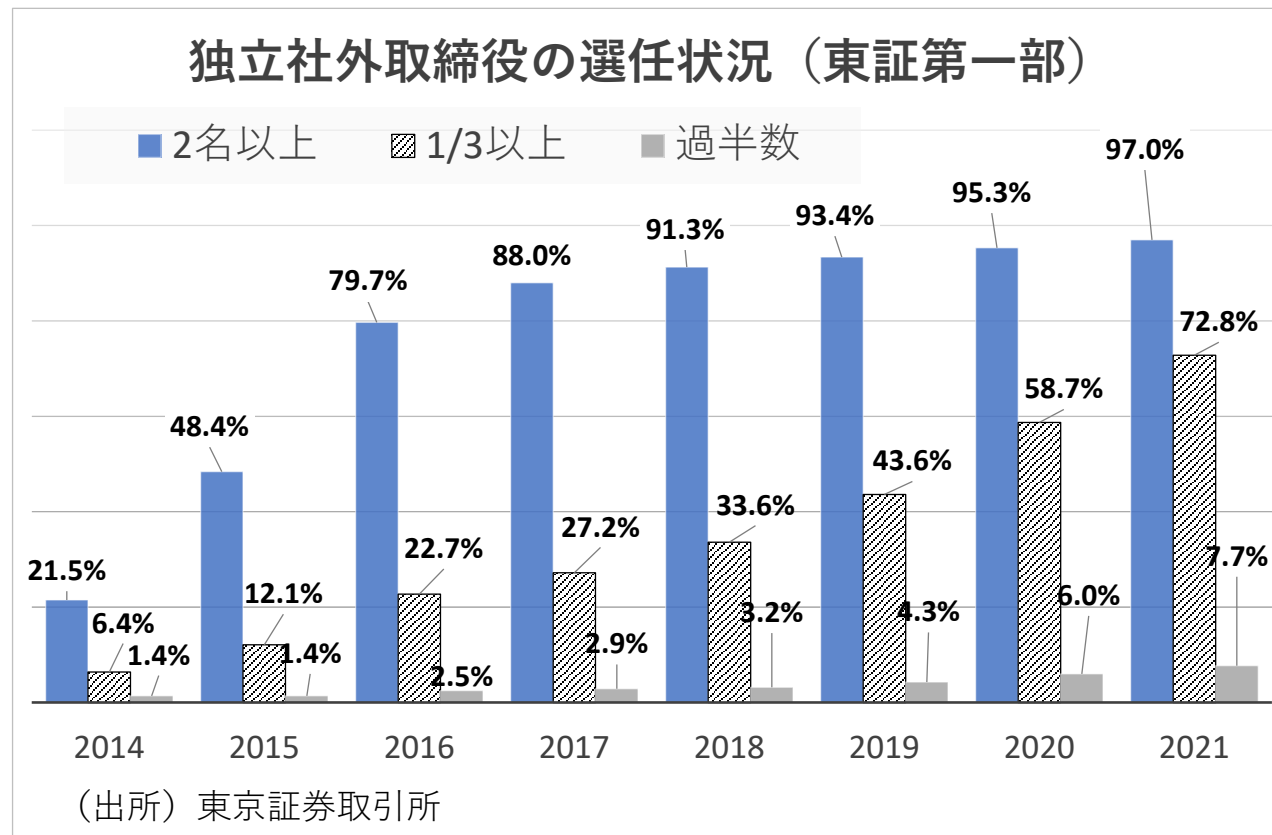
- 2014年に閣議決定された『日本再興戦略』の一環
 - 主要政策のひとつとしてコーポレートガバナンスの強化を明示
- 目標は「日本企業の稼ぐ力」の強化
 - 中長期的な収益性や生産性を高めて経営者のマインドを変革し、グローバル競争に打ち勝つ「攻めの経営判断」を後押しする仕組みの強化

5つの基本原則

1. 株主の権利・平等性の確保
2. 株主以外のステークホルダーとの適切な協議
3. 適切な情報開示と透明性の確保
4. 取締役会等の責務
5. 株主との対話

急増した独立社外取締役

- 2021年時点で東証1部上場企業の7割以上の企業で、独立社外取締役が取締役の1/3以上を占める。



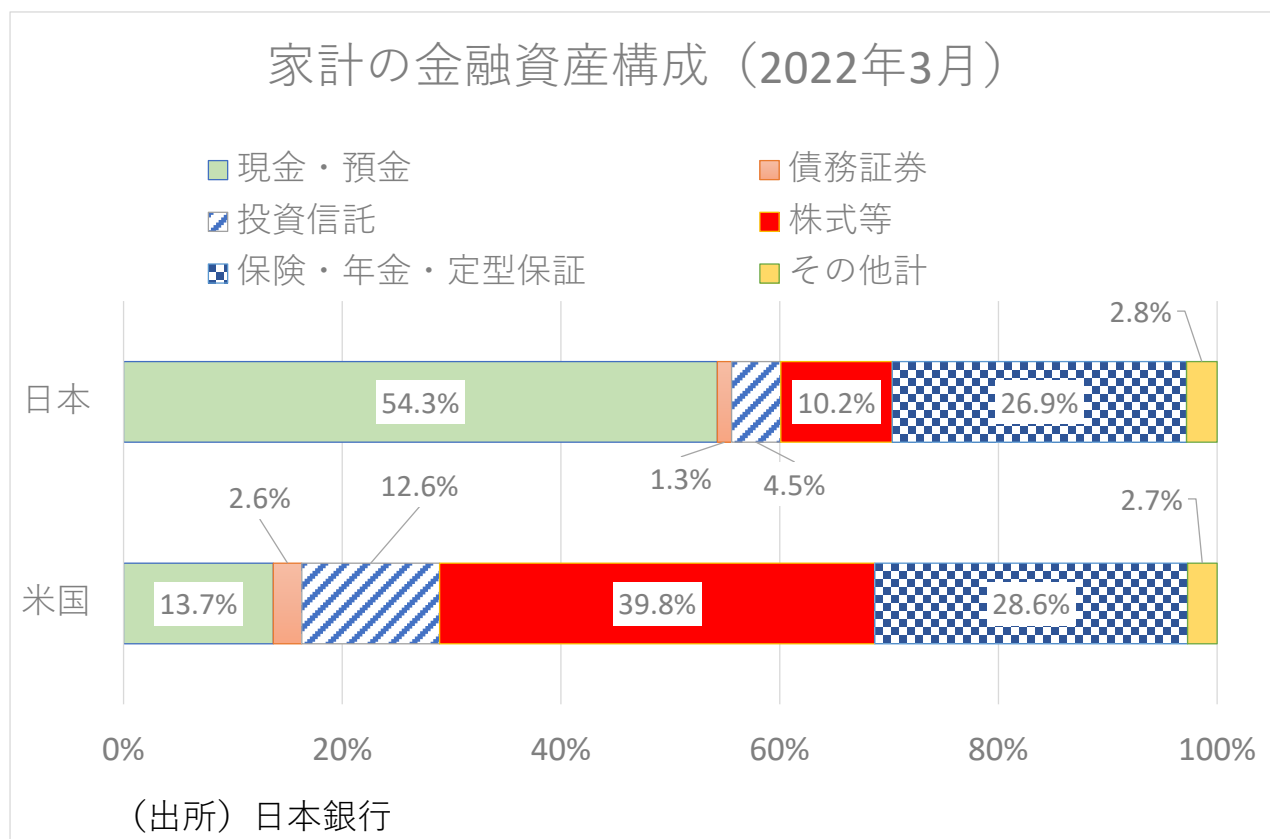
IV. 日本企業のコーポレート・ ガバナンス ー 今後の課題 ー

日本の経済・経営システムは変化したのか？

38

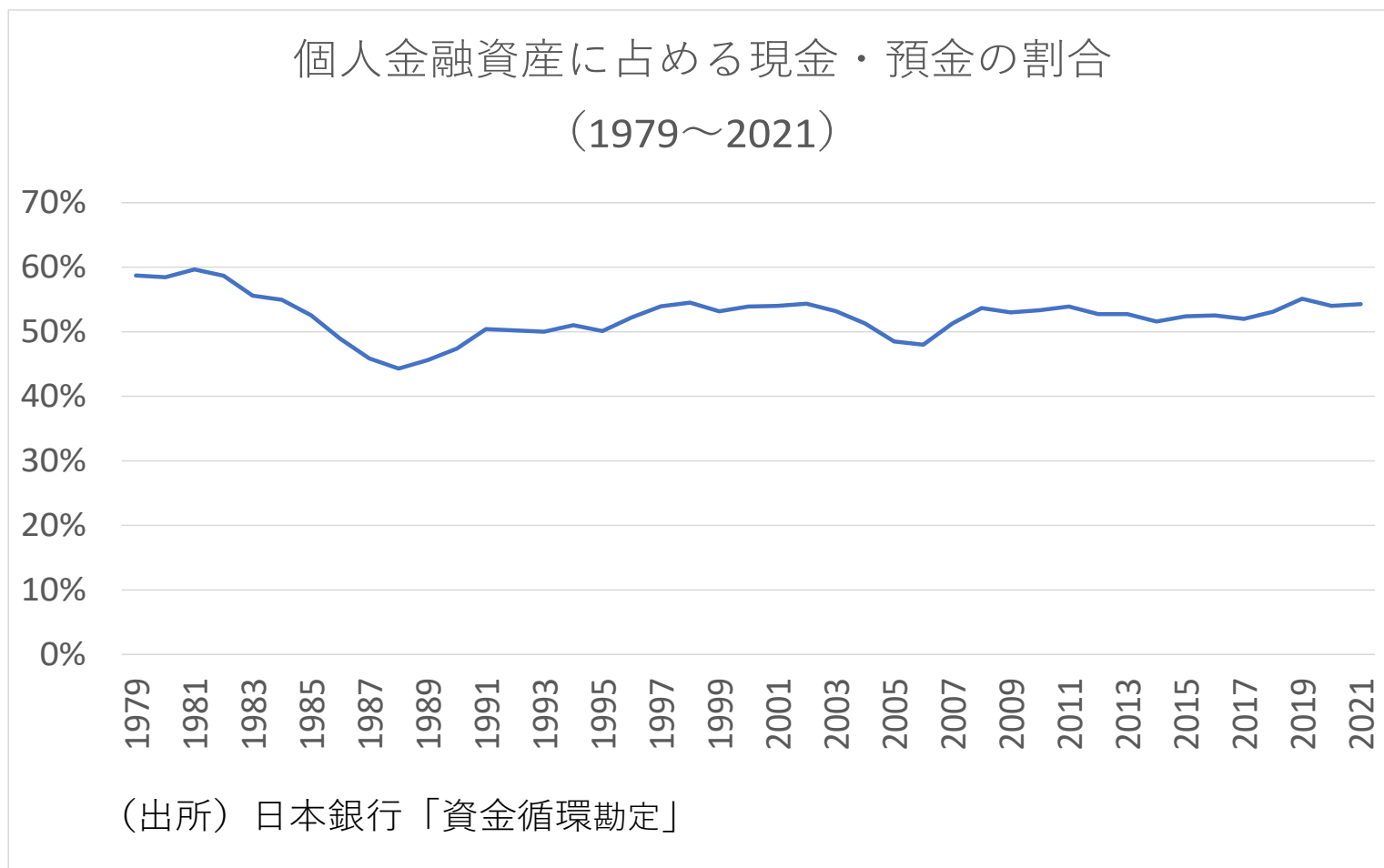
● 金融資産構成にみる日本人の安定志向

- 個人の金融資産構成にみる日米の差
- 日本は現金・預金が依然として50%以上、有価証券(債券、投資信託、株式等)の比率は日本が16.0%、米国55.0%



過去40年以上大きな変化なし

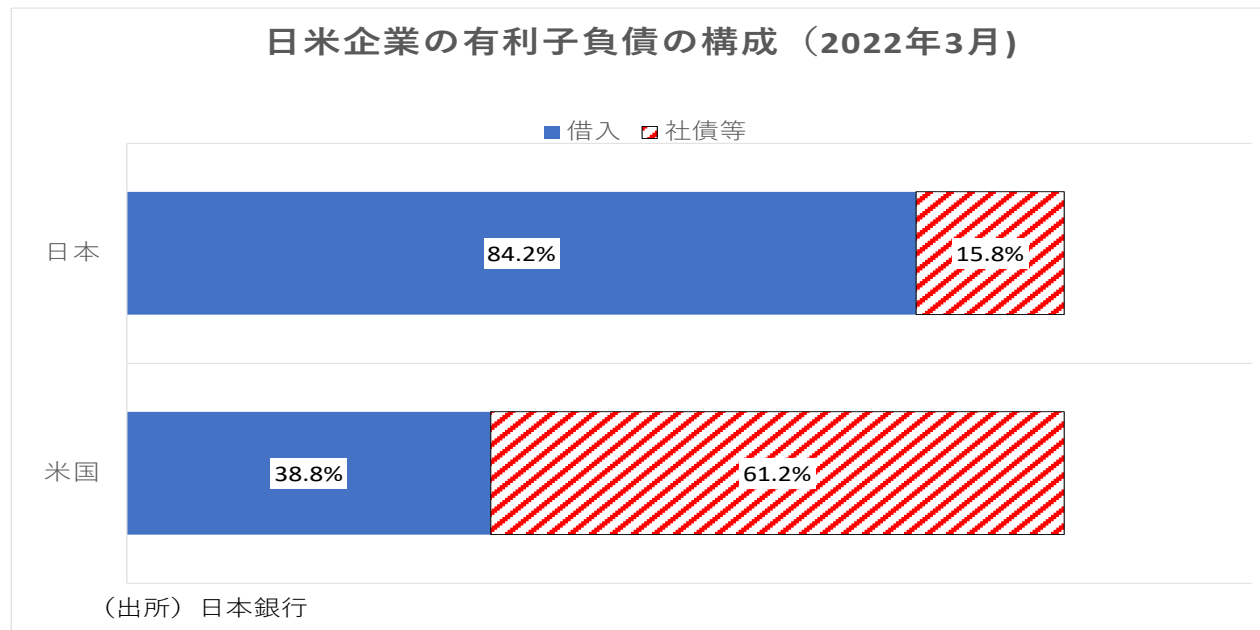
- 家計の金融資産に占める現預金の構成比は、過去40年間に多少の変動はあるものの概ね52～53%程度の水準で推移



続く銀行中心型、変化スピードは緩やか

- 日本の銀行中心型の金融システムは継続。また日本の大企業とメインバンクとの取引関係は1990年代以降も必ずしも弱まっていない。
 - 持株比率や役員派遣人数は減少しているが、借入金におけるメインバンク比率はむしろ上昇、社債関連業務など伝統的な融資以外の業務でもメインバンクとの密接な関係が続く。

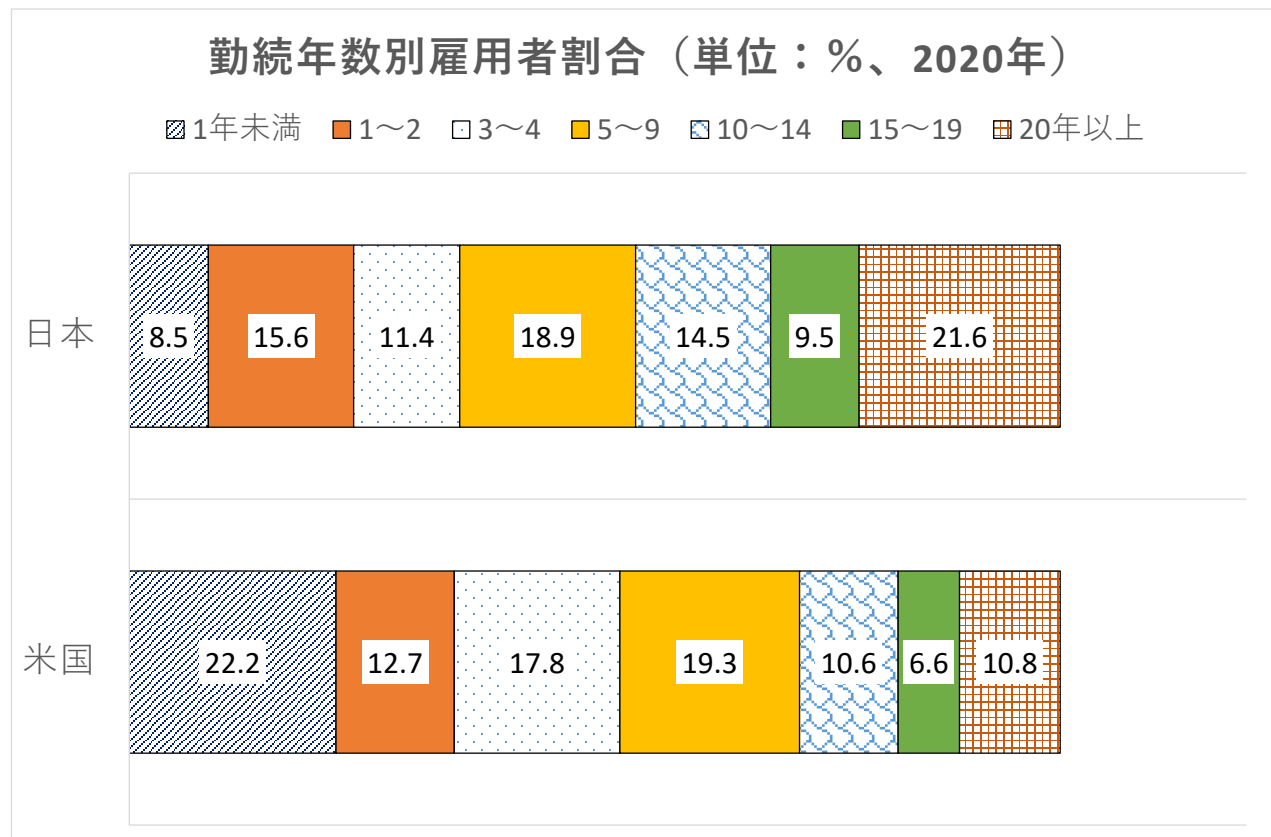
広田(2012)第8章



基本的に続く終身雇用制

● 長い日本の平均勤続年数

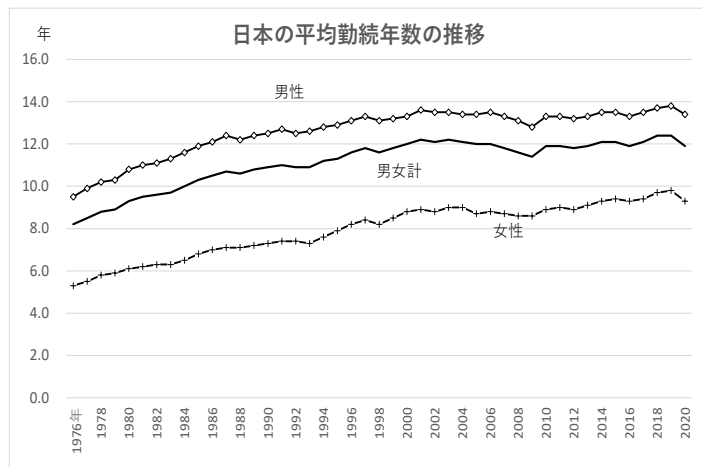
- 10年以上の勤続年数の雇用者が占める割合は日本45.6%、米国28.0%



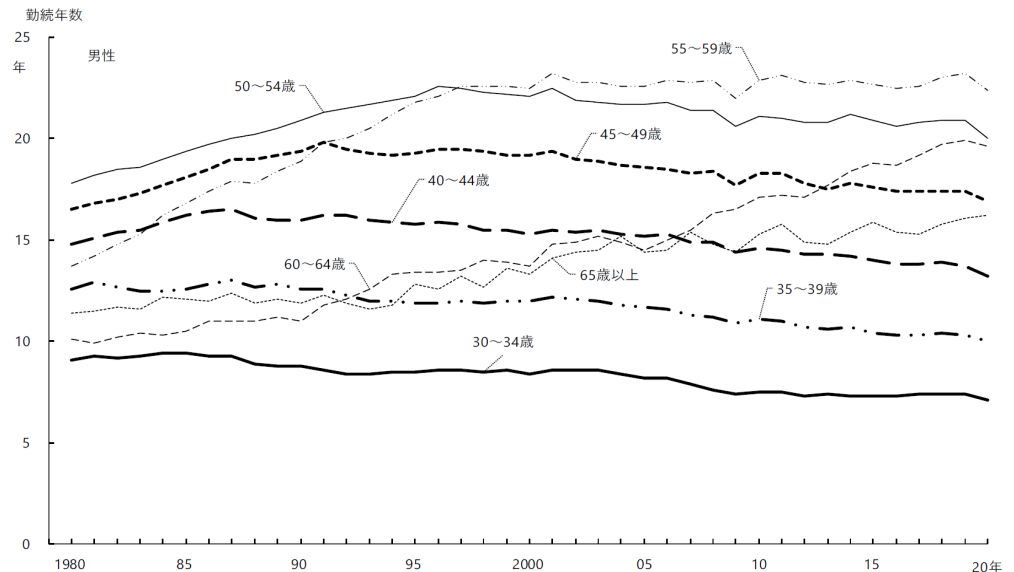
（出所）労働政策研究・研修機構

ただし、若年層から徐々に変化

- 90年代以降、全体では平均勤続年数の低下は観察されない。
- しかし、これは55歳以上の年齢層の勤続年数の上昇に寄るところが多く、中堅年齢層以下の年齢層では平均勤続年数が徐々に低下をたどっている。

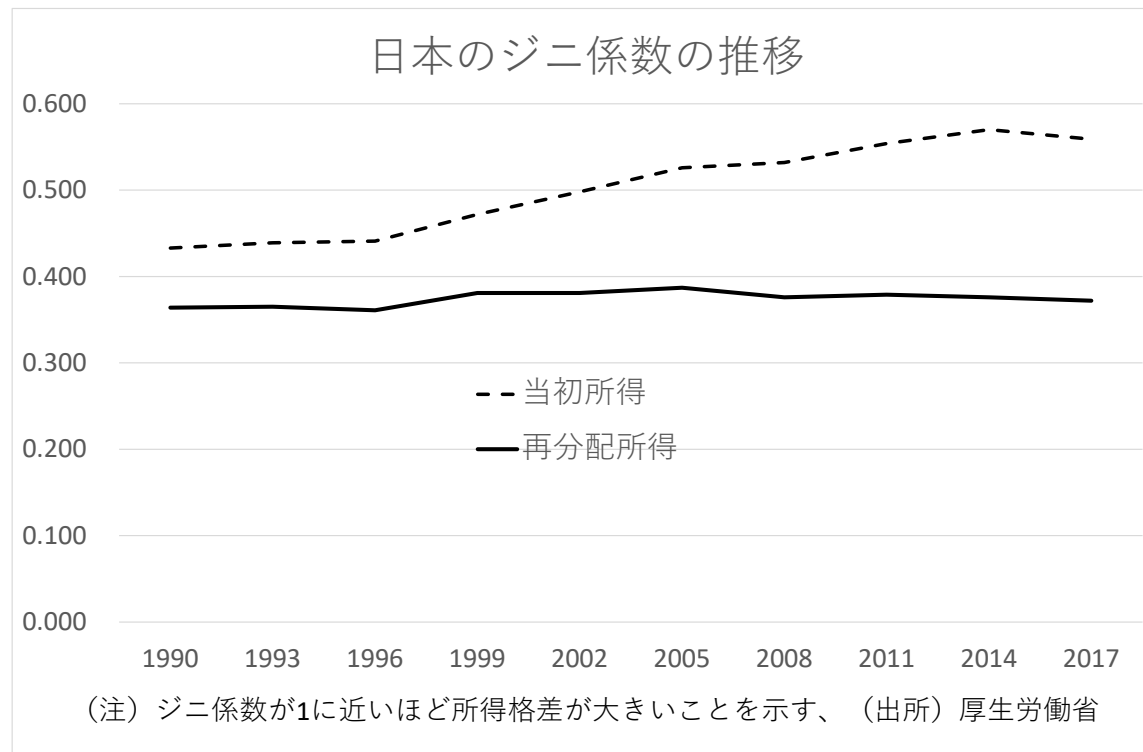


年齢構成別勤続年数の推移



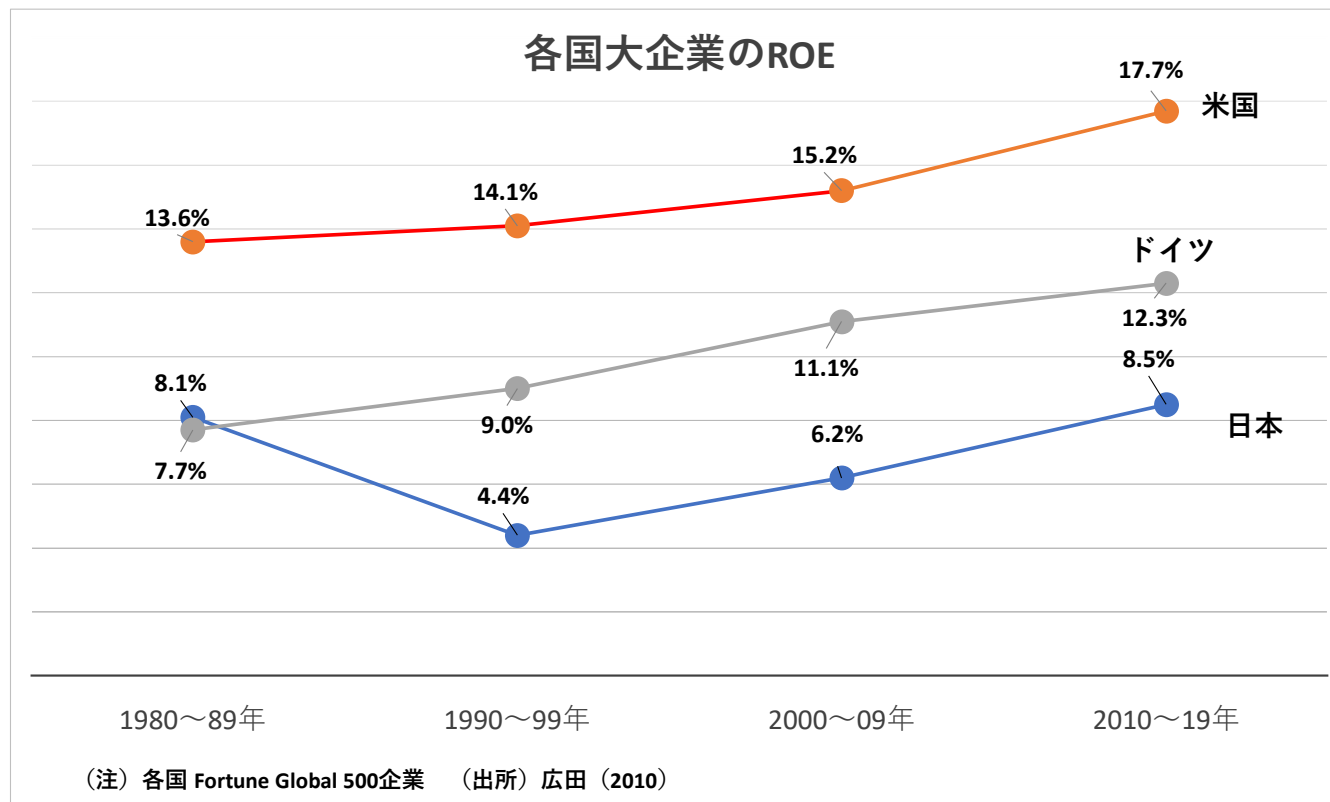
危機は去った、効率重視の行き過ぎで弊害？

- 異次元金融緩和下、日本社会に広がる「危機は去った」という「空気」
 - 効率性重視の改革に対する疲れ
 - ESG、SDGsに対する関心の高まり
 - 「新自由主義」批判と「新しい資本主義」



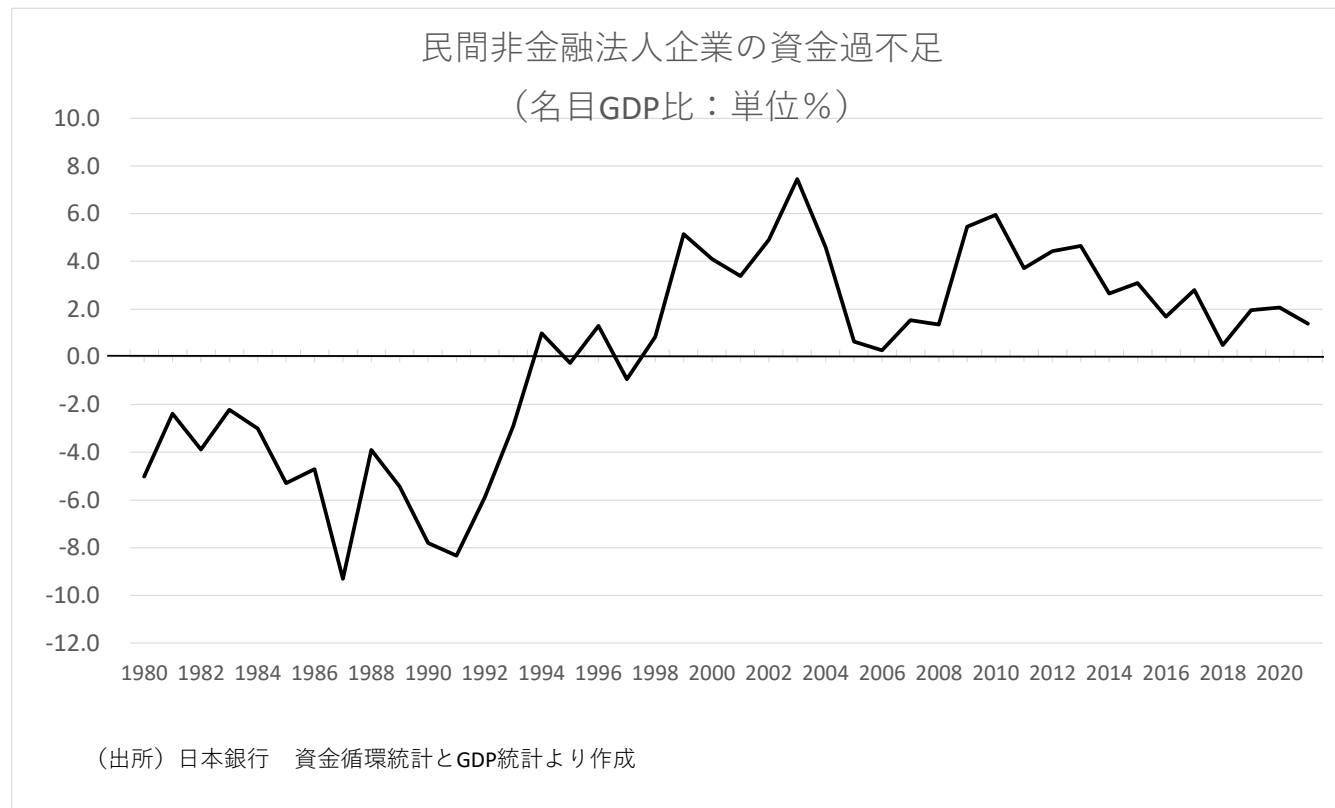
問題は解決したのか

- 効率性の改善による収益性と成長力強化は依然として重要課題



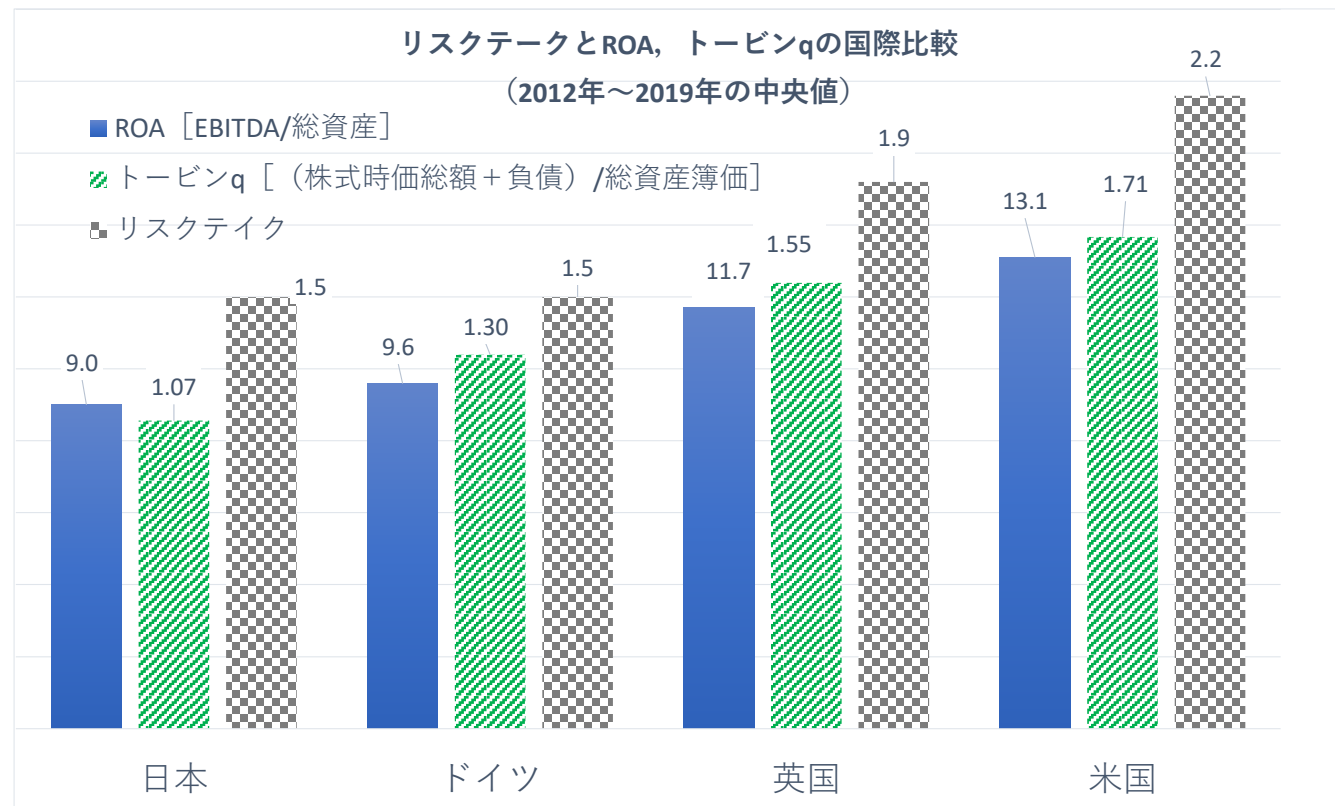
低い投資意欲

- 民間非金融法人企業の資金過不足は1990年代半ば以降、およそ30年間にわたって資金余剰状態が続く
 - 設備投資や研究開発投資を削減して、当面のROEを上昇させているのではないか？



低リスクテイクと低ROA、低市場評価

- 米国などに比べて日本企業は依然としてリスクを取らない横並びの経営方針を採用、それが低い収益性や市場評価の一因になっているのでは？



(注) リスクテイク = 個別企業の各年のROAと所属産業のROAの中央値の差分の8年間の標準偏差
(出所) 齋藤(2020)

リスクを取らない経営姿勢

● 典型事例：遅れた日本メーカーのEVへの対応

- 上位20社・グループ中12社が中国メーカー。日本メーカーは単独では上位20社に登場せず。

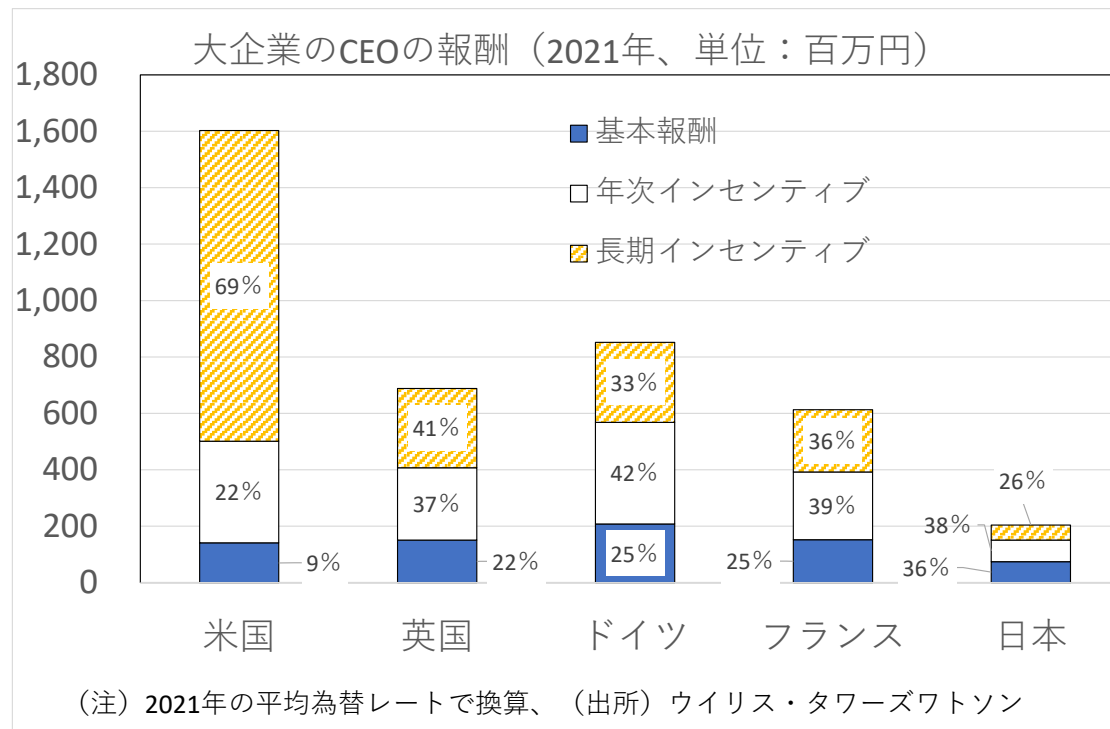
EV販売台数（2021年）					
順位	社名・グループ名		国	EV販売台数 (万台)	前年比伸び率 (倍)
1	Tesla	テスラ	米国	93.6	1.9
2	SAIC	上海汽車集団	中国	59.6	2.4
3	Volkswagen	フォルクスワーゲン	ドイツ	45.2	2.0
4	BYD	比亞迪	中国	32.0	2.4
5	日仏連合	日産、ルノー、三菱	日、仏	24.8	1.3
6	Hyundai	現代自動車グループ	韓国	22.3	1.8
7	Stellantis	ステランティス	多国籍	18.2	2.5
8	Great Wall	長城汽車	中国	13.5	2.4
9	GAC	広州汽車集団	中国	12.0	2.0
10	Geely	吉利汽車	中国	11.0	2.8
10	BMW		ドイツ	11.0	2.9
:					
27	ホンダ		日本	1.5	1.1
29	トヨタ		日本	1.4	4.3
(出所) 日経新聞			2022年3月17日		

独立社外取締役の効用と限界

- 利害関係が存在しない外部者ならば公正中立だとしても、経営改善に役立つかどうかは要検討
 - 社外取締役を置くことでパフォーマンスが向上するという因果関係は立証可能か
 - 独立で利害関係がないということは、裏返すと当該事業に関する経験、専門知識がなく、強力な収益性改善インセンティブを有しないことを意味するのではないか？
 - 仮に、独立社外取締役を務める功成り名を遂げた著名人の多くの最大の関心事が、自分に対するReputationの維持だとすると、独立社外取締役比率の引き上げ等は企業倫理の改善面では成果が期待できようが、収益性改善への効果はどうか？
 - インセンティブ面から考えると、「稼ぐ力」の強化が目的ならば、「むしろ当該企業に対して多額の株式投資を行っているPEファンドやアクティビスト等の推薦する取締役等を選任し会社の経営戦略に関してCEO達内部経営者と本格的に議論させた方が効果的」[Gilson/Gordon (2019,2020)]という種類の意見に対してはどう考えるか。

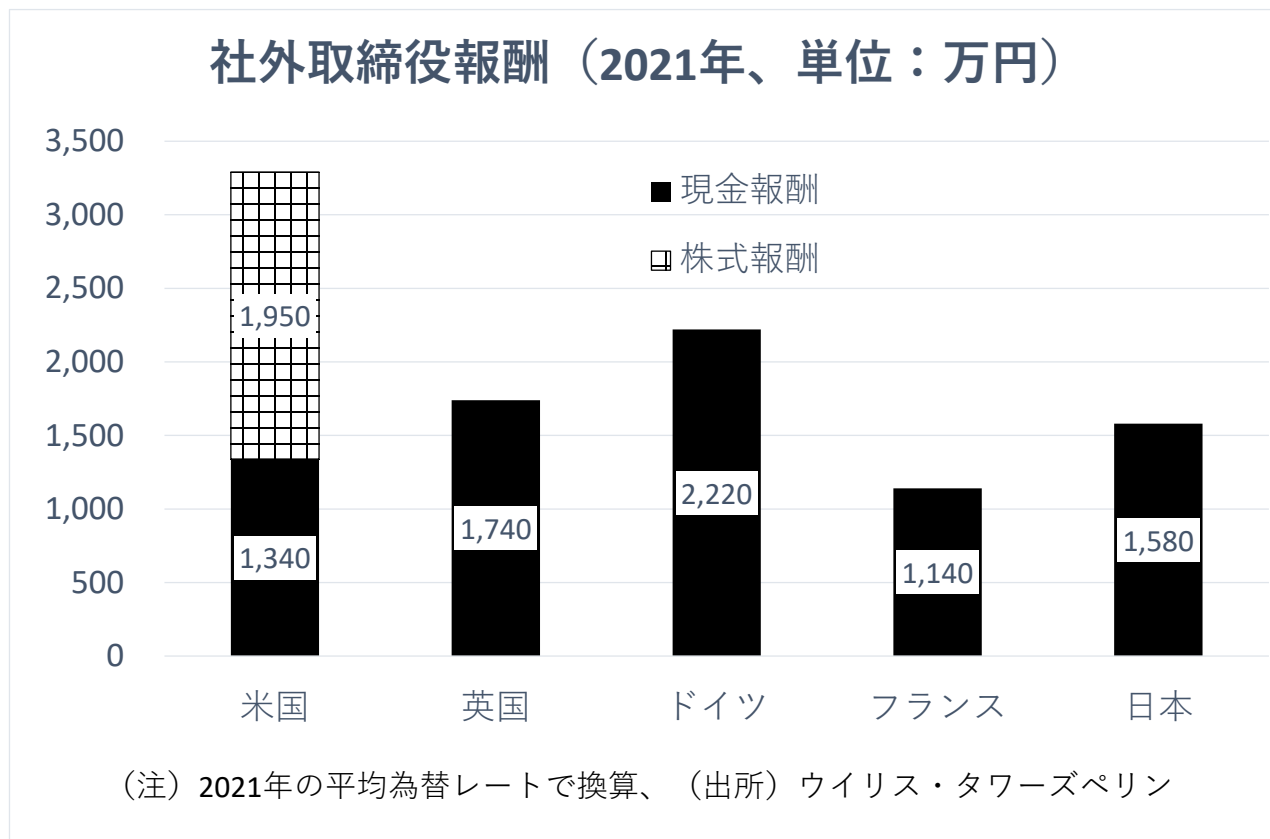
インセンティブ報酬制度

- 罰の側面が高い日本型の信賞必罰のバランスを変更し、経営者にリスクを取らせるように経営者報酬により強い報酬インセンティブを
 - 国際的に比較して低い日本企業の経営者報酬
 - 固定報酬比率が高く、パフォーマンスとのリンクが小さい報酬体系
 - 日本企業の経営者がリスクを取ろうとしない一因になっている？



社外取締役への報酬

- 日米欧ともCEOに比べて格段に低い社外取締役報酬
 - むしろ強い名誉職の色彩
 - 米国では社外取締役に対しても株式報酬が一般的



♪ この木なんの木 「利」になる木

● グループ経営の見直し: 日立グループの事例

- 日立は2009年3月期、当時の国内製造業で過去最大の7,873億円の最終赤字を計上。
- 立て直しのため、事業の入れ替えを推進。IT(情報技術)の相乗効果を軸に再編を進め、日立化成や日立金属など「御三家」と呼ばれた上場子会社も売却対象に。
- 一方であらゆるモノをネットにつなぐIoT技術の強化のため、21年に米IT企業を1兆円で買収
- 従来の総花的な経営を改め、鉄道や電力システムなどの社会インフラ事業に経営資源を集中。2022年でグループの再編はほぼ完了

日立は選択と集中を進めてきた

2016年	日立キャピタルを売却
17年	日立工機を売却
19年	米JRオートメーションテクノロジーズを買収
2020年	日立化成を売却 日立ハイテクを完全子会社化 スイス・ABBの送配電事業を買収
21年	日立金属の売却を発表 米グローバルロジックを買収 仏タレスの鉄道信号事業買収を発表
22年	日立建機株の売却を発表 日立物流株の売却方針

(注)社名は当時

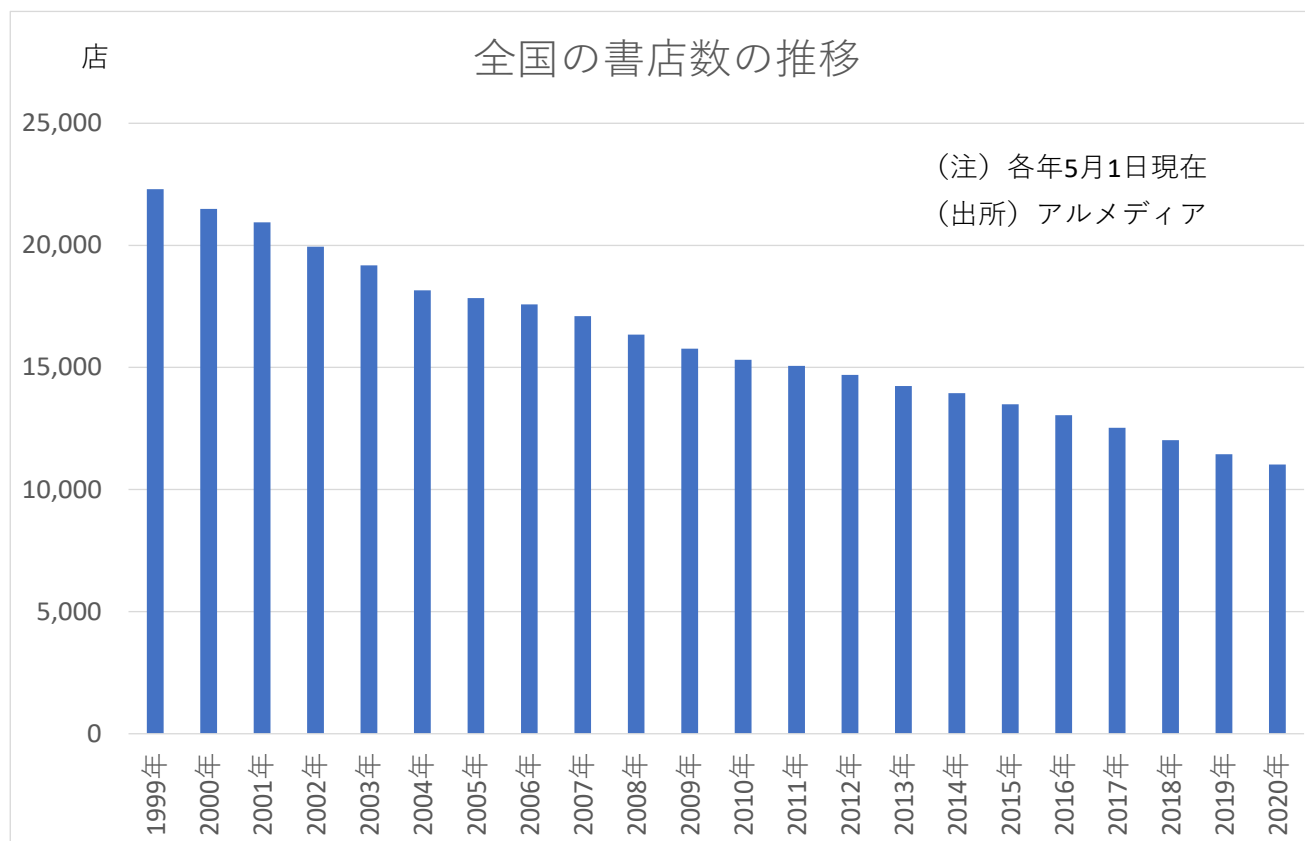
NIKKEI

(出所) 日経新聞 2022年4月22日

競争原理に基づく企業の自然淘汰

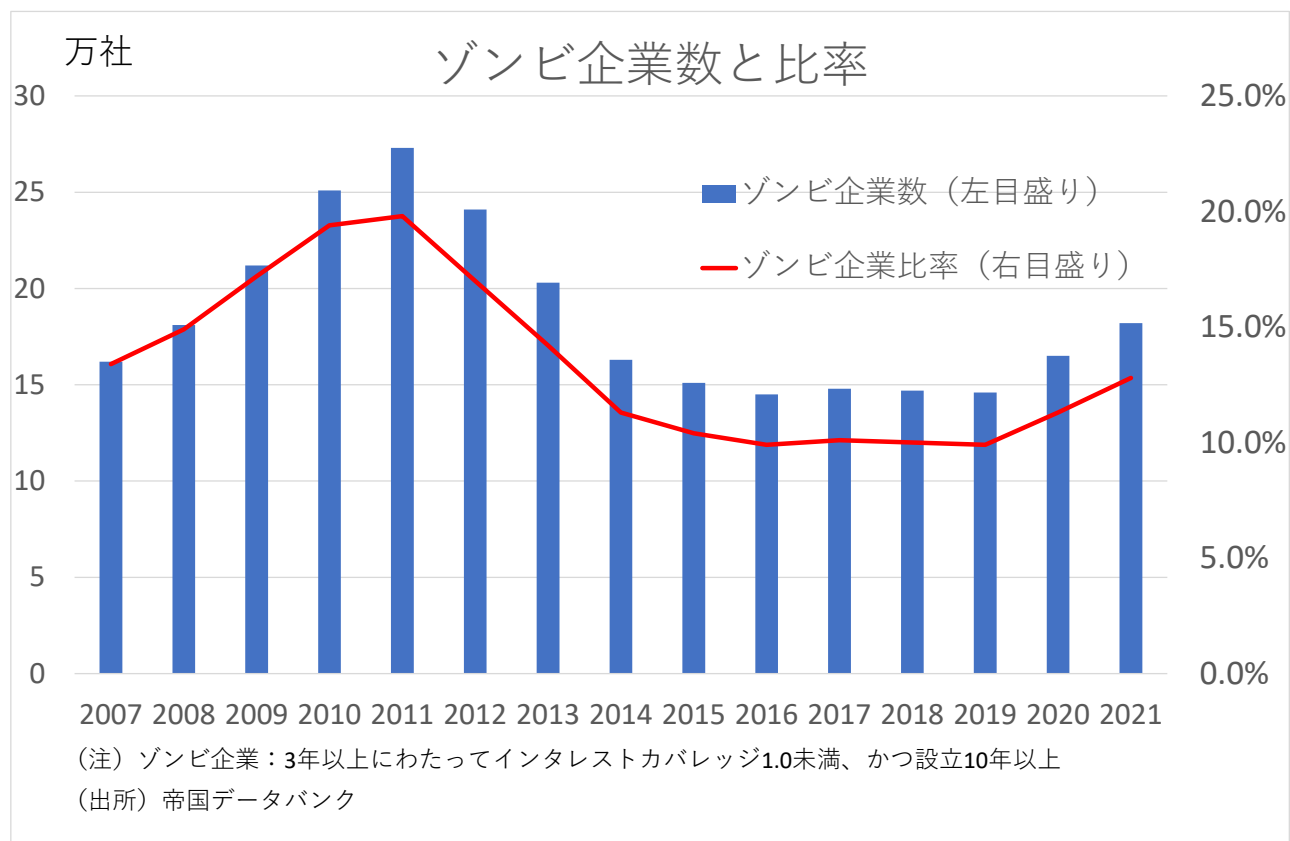
52

- 技術革新等の経営環境の変化に応じた企業の自然淘汰は自然な経済現象。延命策は本当に必要か？
 - 典型例のひとつが街の書店。全国の書店数は過去20年で半減、独自の存在意義のある街の書店だけが生き残る方向



新陳代謝の促進

- 再び上昇するゾンビ企業数
- 支援策の対象は真に生き残すべき企業に絞り切れているか



多様なガバナンス・システムの必要性

- 高まる無形資産/人的資産の重要性
 - しかし、実際には無形資産/人的資産が重要なビジネスと有形固定資産/物的資産が重要なビジネスが混在
- それぞれのビジネスで最適なコーポレートガバナンス・システムは同じものではないのでは？
 - 異なる従業員の経営意思決定への参画方式
 - 知的資産創造企業におけるコーポレートガバナンス・システムはいかにあるべきかは、企業にとっても学界にとっても今後の大きな研究課題
- 上からの画一的なコーポレートガバナンス・システムの押しつけでなく、本当の意味での“Comply or Explain”が必要なのではないか。

- 青木昌彦(1989)『日本企業の組織と情報』東洋経済新報社
- 青木昌彦/奥野正寛編著(1996)『経済システムの比較制度分析』東京大学出版会
- 青木昌彦(2001)『現代の企業:ゲームの理論からみた法と経済』岩波書店
- 朝岡大輔(2022)『企業のアーキテクチャー:コーポレートガバナンス改革のゆくえ』東京大学出版会
- 阿部直彦(2001)『会社を変える報酬改革』東洋経済新報社
- 雨宮愛知「株主が主導するステークホルダー主義への転換—米国における脱株主資本主義の動き—」『証券アナリストジャーナル』 58(11)
- 新井富雄(2002)「日本企業のコーポレートガバナンス再構築」野村総合研究所『知的資産創造』 10(5)
- 新井富雄/日本経済研究センター編(2007)『検証 日本の敵対的買収』日本経済新聞社
- 新井富雄(2009)「資本市場と株主アクティビズム」『証券アナリストジャーナル』 47(1)
- 新井富雄(2022)「曲がり角に立つESG投資」『証券レビュー』 62(6)
- アレン, F. (新井富雄訳) (1997)「日本の金融システムの将来」『現代ファイナンス』 2
- 井坂直人(2022)「取締役会のあり方と企業価値」『現代ファイナンス』 44
- 岩井克人(2003)『会社はこれからどうなるのか』平凡社
- 伊藤秀史編(1996)『日本の企業システム』東京大学出版会
- 伊藤秀史(2003)『契約の経済理論』有斐閣
- 稲上毅/連合総合生活開発研究所編(2000)『現代日本のコーポレート・ガバナンス』東洋経済新報社
- 江川雅子(2018)『現代コーポレートガバナンス』日本経済新聞出版
- 大村敬一/増子信(2003)『日本企業のガバナンス改革:なぜ株主重視の経営が実現しないのか』日本経済新聞社
- 岡崎哲二/奥野正寛編(1993)『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社
- 岡崎哲二/奥野(藤原)正寛(1993)「現代日本の経済システムとその歴史的源流」岡崎哲二/奥野正寛編『現代日本経済システムの源流』所収
- 岡崎哲二(1994)「日本におけるコーポレート・ガバナンスの発展」 in Aoki, M., and R. Dore (eds.) *The Japanese Firm: Sources of Competitive Strength*, Oxford University Press (NTTデータ通信システム科学研究所訳『国際・学際研究 システムとしての日本企業』NTT出版、1995年)

- 奥野(藤原)正寛(1993)「現代日本の経済システム:その構造と変革の可能性」『現代日本経済システムの源流』所収
- 小佐野広(1996)「日本の金融労働システム:制度的補完性・多様性と進化」伊藤秀史編『日本の企業システム』所収
- 小佐野広(2001)『コーポレート・ガバナンスの経済学:金融契約理論から見た企業論』日本経済新聞社
- 川北英隆編(2013)『「市場」ではなく「企業」を買う株式投資』金融財政事情研究会
- 関西経済同友会編『21世紀の企業革新とコーポレート・ガバナンス』実務出版
- 菊澤研宗(2004)『比較コーポレート・ガバナンス論:組織の経済学アプローチ』有斐閣
- 木ノ内敏久(2020)『日本企業のガバナンス改革』日経文庫
- 齋藤卓爾「国際比較から考える日本企業のコーポレートガバナンスの現在地」『証券アナリストジャーナル』 58(11)
- 矢野善一/常木淳(2004)『法と経済学:企業関連法のミクロ経済学的考察』有斐閣
- 胥鵬(1996)「経営者インセンティブ」伊藤秀史編『日本の企業システム』東京大学出版会 所収
- 胥鵬(1998)「株主、取締役および監査役の誘因(インセンティブ)」三輪芳郎/神田秀樹/柳川範之編『会社法の経済学』東京大学出版会 所収
- 胥鵬(2015)「ブルドックは企業価値の番人か」田中亘/中林真幸編『企業統治の法と経済』有斐閣 所収
- スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(2020)「責任ある機関投資家」の諸原則:日本版スチュワードシップ・コードー投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために」
- 田中亘(2020)「株主第一主義の意義と合理性ー法学の始点からー」『証券アナリストジャーナル』 58(11)
- 田中亘(2021)『会社法:第3版』東京大学出版会
- 谷川寧彦(2000)「コーポレート・ガバナンス」筒井義郎編『金融分析の最先端』東洋経済新報社 所収
- 筒井義郎編(2000)『金融分析の最先端』東洋経済新報社
- 鶴光太郎(1994)『日本的市場経済システム:強みと弱みの検証』講談社現代新書
- 手嶋宜之(2004)『経営者のオーナーシップとコーポレート・ガバナンス:ファイナンス理論による実証的アプローチ』白桃書房
- 寺西重郎(1996)「メインバンク・システム」岡崎哲二/奥野正寛編『現代日本経済システムの源流』所収
- 東京証券取引所(2021)「コーポレートガバナンス・コードー会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために」
- 中島茂(2018)『株主を大事にすると経営は良くなるは本当か?』日本経済新聞社
- 日本証券アナリスト協会編(2017)『企業・投資家・証券アナリスト価値向上のための対話』日本経済新聞出版社
- 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編(2001)『コーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンス:変わりつつある日本企業のガバナンス』白桃書房

- 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編(2008)『株式投資家が会社にとってほしいこと:会社と株主のWin-Win関係のためのQ&A集』商事法務
- 花崎正晴(2008)『企業金融とコーポレート・ガバナンスー情報と制度からのアプローチ』東京大学出版会
- 花崎正晴(2014)『コーポレート・ガバナンス』岩波新書
- 広田真一/池尾和人(1996)「企業金融と経営の効率性」伊藤秀史編『日本の企業システム』所収
- 広田真一(2012)『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
- 広田真一(2020)「株主第一主義か、ステークホルダー主義かー世界の経済・社会・企業の観察からー」『証券アナリストジャーナル』58(11)
- 深尾光洋/森田泰子(1997)「企業ガバナンス構造の国際比較」日本経済新聞社
- ブカナン, J. (田中亘訳)(2015)「不安定なシステムへの局所的な対応策としての企業統治」田中亘/中林真幸編『企業統治の法と経済:比較制度分析の視点で見るガバナンス』有斐閣 所収
- 福井義高(2021)『たかが会計:資本コスト、コーポレートガバナンスの新常識』中央経済社
- 藤田勉(2015)『日本企業のためのコーポレートガバナンス講座』東洋経済新報社
- 細江守紀/太田勝造(2001)『法の経済分析:契約、企業、政策』勁草書房
- 堀江貞之(2015)『コーポレートガバナンス・コード』日経文庫
- 松田千恵子(2021)『サステイナブル経営とコーポレートガバナンスの進化』日経BP
- 三隅隆司/茶野努/安田行宏編著(2020)『日本企業のコーポレート・ガバナンス』中央経済社
- 宮島秀明/齋藤卓爾(2020)「アベノミクス下の企業統治改革ー二つのコードは何をもたらしたのか」『商事法務』2224
- 三輪芳朗/神田秀樹/柳川範之編(1998)『会社法の経済学』東京大学出版会
- 三輪芳朗/J. M. ラムザイヤー(2007)『経済学の使い方』日本評論社
- 村沢義久(1997)『グローバル・スタンダード経営:日本型経営の創造的破壊』ダイヤモンド社
- 柳川範之(2000)『契約と組織の経済学』東洋経済新報社
- 柳川範之(2006)『法と企業行動の経済分析』日本経済新聞社
- 藪下史郎(1995)『金融システムと情報の理論』東京大学出版会
- 『山を動かす』研究会編(2014)『ROE最貧国日本を変える』日本経済新聞社
- 『山を動かす』研究会編(2017)『ガバナンス改革先を行く経営先を行く投資家』日本経済新聞社
- Adams, R. B., B. E. Hermalin, and M. S. Weisbach (2010) “The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey,” *Journal of Economic Literature* 48(1)
- Aghion, P, and P. Bolton(1992) “An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting,” *Review of Economic Studies*, 59(3)

- Allen, F., and D. Gale (2000) *Comparing Financial Systems*, MIT Press.
- Aoki, M., and R. Dore (1994) *The Japanese Firm: Sources of Competitive Strength*, Oxford University Press (NTTデータ通信システム科学研究所訳『国際・学際研究 システムとしての日本企業』NTT出版、1995年)
- Bainbridge, S. M. (2008) *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, Oxford University Press.
- Bebchuk, L. A (2013) “The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value,” *Columbia Law Review*, 113(6)
- Bebchuk, L. A., and R. Tallarita (2020) “The Illusory Promise of Stakeholder Governance,” *Cornell Law Review*, December.
- Becht, M., P. Bolton, and A. Röell (2003) “Corporate Governance and Control,” in Constantinides, G., M. Harris, and R. Stulz (eds.) *Handbook of Economics of Finance, Vol. 1, Part A.*, North-Holland..
- Berle, A., and G. Means (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan.
- Black, B. (1998) “Shareholder Activism and Corporate Governance in the U. S.,” in Newman, P. (eds.) *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Macmillan.
- Brav, A., W. Jiang, F. Partnoy, R. Thomas (2008) “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance,” *Journal of Finance* 63(4)
- Business Roundtable (2019) *Statement on the Purpose of a Corporation*
- Charkham, J. /A. Simpson (1999) *Fair Shares: The Future of Shareholder Power and Responsibility*, Oxford University Press (奥村有敬訳『株主の力と責任』日本経済新聞社、2001年)
- Chew, D. H (eds) (1997) *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems: A Comparison of the U.S., Japan, & Europe*, Oxford University Press.
- Coase, R. H, (1937) “The Nature of Firm,” *Economica* 4(16)
- Coase, R. H. (1988) *The Firm the Market and the Law*, University of Chicago Press.
- Demsetz, M. (1983) “The Structure of Ownership and the Theory of the Firm,” *Journal of Law and Economics* 26(2)
- Demsetz, M., and K. Lehn (1985) “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences,” *Journal of Political Economy* 93(6)
- Demsetz, M. (1995) *The Economics of the Business Firm: Seven Critical Commentaries*, Cambridge University Press.
- Denes, M., J. M. Karpoff, and V. McWilliams (2017) “Thirty Years of Shareholder Activism: A Survey of Empirical Research,” *Journal of Corporate Finance* 44

- Friedman, M. (1970) “The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits,” *The New York Times Magazine*, September 13.
- Gilson, R. J., and J. N. Gordon (2019) “Board 3.0: An Introduction,” *Columbia Law School. Center for Law & Economic Studies Working Paper* No.602.
- Gilson, R. J., and J. N. Gordon (2020) “Board 3.0: What the Private-Equity Governance Model Can Offer Public Companies,” *Journal of Applied Corporate Finance* 32(3)
- Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick (2003) “Corporate Governance and Equity Prices,” *Quarterly Journal of Economics* 118(1)
- Grossman, S. J., and O. D. Hart (1980) “Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of Corporation,” *Bell Journal of Economics* 11(1)
- Grossman, S. J., and O. D. Hart (1986) “The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration,” *Journal of Political Economy* 94(4)
- Hall, P. A., and D. Soskice (2001) *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford University Press.
- Hart, O., and J. Moore (1990) “Property Rights and the Nature of the Firm,” *Journal of Political Economy* 98(6)
- Hart, O. (1995) *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University Press.
- Harvard Business Review (eds.) (2000) *Harvard Business Review on Corporate Governance* (DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー編集部訳『コーポレート・ガバナンス』ダイヤモンド社, 2001年)
- Hermalin, B. E. (2013) “Corporate Governance” in Gibbons, R., and J. Roberts (eds.) *The Handbook of Organizational Economics*, Princeton University Press.
- Holmstrom, B., and P. Milgrom (1991) “Multi-Task Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design,” *Journal of Law, Economics and Organization* 7 (Special Issue)
- Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein (1991) “Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups,” *Quarterly Journal of Economics* 106(1)
- Hoshi, T., and H. Patrick (eds.) (2000) *Crisis and Change in the Japanese Financial System*, Kluwer (筒井義郎監訳『日本金融システムの危機と変貌』日本経済新聞社、2001年)

- Jensen, M. C. , and W. H. Meckling (1976) “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure,” *Journal of Financial Economics* 3(4)
- Jensen, M. C. (1986) “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers,” *American Economic Review*, 76(2)
- Jensen, M. C. (1989) “Eclipse of the Public Corporation,” *Harvard Business Review* Sep.-Oct.
- Jensen, M. C. , and K. J. Murphy (1990) “Performance Pay and Top-Management Incentives,” *Journal of Political Economy* 98(2)
- Jensen, M. C. (1998) *Foundations of Organizational Strategy*, Harvard University Press.
- Jensen, M. C. (2000) *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, Harvard University Press.
- Kahan, M., and E. Rock (2007) “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control,” *University of Pennsylvania Law Review* 155(5)
- Kaplan, S. (1994) “Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United State,” *Journal of Political Economy* 102(3)
- Kaplan, S. (1997) “Corporate Governance, and Corporate Performance: A Comparison of Germany, Japan and The U.S.,” in Chew, D. H (eds) *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems: AS Comparison of the U.S., Japan, & Europe*, Oxford University Press.
- Karpoff, J. (2021) “On a Stakeholder Model of Corporate Governance, *Financial Management*
- Kester, C. (1991) *Japanese Takeovers: The Global Contest for Corporate Control*, Harvard Business School Press.
- Kester, C. (1997) “Governance, Contracting, and Investment Horizons: A Look at Japan and Germany,” in Chew, D. H (eds.) (1997) *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems: A Comparison of the U.S., Japan, & Europe*, Oxford University Press.
- La Porta, L. H. P., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer (2013) “Law and Finance after a Decade of Research,” in Constantinides, G. M., M. Harris, and R. M. Stulz (eds.) *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 2A, North-Holland.
- Lewellen, J., and R. Lewellen (2021) “Institutional Investors and Corporate Governance* the Incentive to Be Engaged,” *Journal of Finance* 77(1)
- Macey, J. R. (2008) *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*, Princeton University Press.
- Maher, M., and T. Andersson (1999) “Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth,” *OECD Working Paper*.

- Manne, H. G. (1965) "Mergers and the Market for Corporate Control," *Journal of Political Economy* 73(2)
- Mayer, C., and X. Vives, (eds.) *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge University Press.
- Martin, K., and J. McConnell (1991) "Corporate Performance, Corporate Takeover, and Management Turnover." *Journal of Finance* 46(2)
- Mikkelsen, W., and M. Partch (1997) "The Decline of Takeover and Disciplinary Turnover," *Journal of Financial Economics* 44(2)
- Milgrom, P., and J. Roberts (1992) *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall.
- Monks, R. A. G., and N. Minow(1995) *Corporate Governance*, Blackwell.
- Putterman, L., and R. S. Kroszner (eds.) (1996) *The Economic Nature of the Firm: A Reader, (Second Edition)*, Cambridge University Press.
- Rajan, R. G., and L. Zingales (2000) "The Governance of New Enterprise," in Vives, X. (eds.) *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge University Press.
- Rajan, R. G., and L. Zingales (2003) *Saving Capitalism from Capitalists : Unleashing The Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity*, Princeton University Press.
- Roberts, J. (2004) *The Modern Firm: Organizational Design for Performance and Growth*, Oxford University Press.
- Rock, E. (2020) "For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The Debate Over Corporate Purpose," *ECGI Working Paper Series in Law* 515.
- Roe, M. J. (1994) *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press.
- Roe, M. J. (2003) *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact*, Oxford University Press
- Romano, R. (2001) "Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance," *Yale Journal of Regulation* 174.
- Ryan, H., and R. Wiggins (2004) "Who Is in Whose Pocket? Director Compensation, Board Independence, and Barriers to Effective Monitoring," *Journal of Financial Economics* 73(3)
- Sheard, P. (1994) "Interlocking Shareholdings and Corporate Governance in Japan," in Aoki, M., and R. Dore (eds.) *The Japanese Firm: Sources of Competitive Strength*, Oxford University Press.

- Sheard, P. (eds.) (1996) *Japanese Firms, Finance and Markets*, Addison-Wesley.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1986) "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy* 94(3)
- Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1997) "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance* 52(2)
- Tricker, B. (2009) *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*, Oxford University Press.
- Tirole, J. (2001) "Corporate Governance," *Econometrica* 69(1)
- Vitols, S. (2001) "Varieties of Corporate Governance: Comparing Germany and the UK," in Hall, P. A., and D. Soskice (eds.) *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford University Press.
- Vives, X. (eds.) (2000) *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge University Press.
- Ward, R. D. (1997) *21st Century Corporate Board*, John Wiley (山口猛訳『21世紀のコーポレートボード』商事法務研究会、2001年)
- Williamson, O. E. (1979) "Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations," *Journal of Law and Economics* 22(2)
- Williamson, O. E. (1985) *The Economic Institutions of Capitalism*, Free Press.
- Williamson, O. E., and S. G. Winter (eds.) (1993) *The Nature of the Firm: Origins, Evolution, and Development*, Oxford University Press.
- Williamson, O. E. (1996) *The Mechanism of Governance*, Oxford University Press.
- Yoshimori, M. (1995) "Whose Company Is It? The Concept of the Corporation in Japan and the West," *Long Range Planning* 28(4)
- Zingales, L. (1998) "Corporate Governance," in Newman, P. (eds.) *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Macmillan