

日本におけるコーポレートガバナンス改革に関する考察

山 田 仁 志

1. はじめに（問題の所在）

コーポレートガバナンスにかかわる問題は、日本国内・海外を問わず、また経済学、経営学、法学など様々な分野において研究が行われており、社会科学分野において重要なテーマの一つである。この問題は、1980年代後半からトピックになり、1990年代に入って、市場経済先進国のみならず市場経済移行国や開発途上国においてもホットな話題となり、いまや21世紀初頭の企業経営における最も重要な課題の一つになっている¹⁾。コーポレートガバナンスの仕組みは、国の文化や法律の影響を強く受けており、例えば、経営学分野における広範な立場から、コーポレートガバナンスに関する分析を行った研究として加護野ら（2010）などがあり、日本の状況だけでなく、米国やドイツの制度との比較を通じて、日本のガバナンス制度の現状や課題についての分析を行っている。また、広田（2020）は「資本主義の多様性」に着目し、制度としての企業統治について、利益率や雇用の維持等の諸問題の国際比較分析を行っている。さらに、投資家の投資活動の国際化、日本においては外国人投資家の持ち株比率の拡大は、この問題をさらに複雑なものにしている。

過去約30年間にわたって、日本では様々な形でコーポレートガバナンス改革が行われてきた。しかし、改革を必要とする経済的・社会的要因も変化し、それに応じてコーポレートガバナンス改革の目的や内容は当然のことながら異なっている。とくに2010年代の半ば以降、日本においては、コーポレートガバナンス改革が進められ、その位置づけや目的にもかつてのものとの違いがみられるようになり、上場会社の会社機関の選択や取締役会構成などに大きな変化が生じている。この時期のコーポレートガバナンスに関する研究としては、2つのコードの改革を整理し、それらの改革が企業行動やパフォーマンスに影響を与えた影響に関する実績を行った研究として宮島・齋藤（2019）がある。また、近年のコーポレートガバナンス問題に関して、とくにステークホルダー・アプローチの視点からその問題を分析した研究として菊池・磯（2019）があり、ステークホルダーとの関係からコーポレートガバナンスの諸問題を広範に取り扱った研究として菊池・櫻井（2021）がある。また、この研究を踏まえた磯・山田・牧野（2022）は、2010年代半ば以降のコーポレートガバナンス改革に関して、コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードそれぞれの再改訂、会社法の改正に関して、改革の方向性とその内容・影響を整理し、分析を行っている。

本稿では、このような先行研究の成果を踏まえ、2010年代の半ばから行われている一連

1) 平田光弘（2007）6ページ。

のコーポレートガバナンス改革について着目し、これらの制度改革の目的や内容がどのように変化してきたのかについて整理し、検討を行い、その影響を明らかにすることを研究のねらいとしている。とくにコーポレートガバナンス・コードの公表、改訂、再改訂およびスチュワードシップ・コードの公表とその改訂、この間の会社法の改正（2021年施行）など、これらのコーポレートガバナンス改革がどのような観点で改革がすすめられてきたのか、制度が企業や投資家に何を求め、その結果、どのような行動の変化をもたらしたのかについて分析を行う。

これらを明らかにすることを通じて、今日のコーポレートガバナンスの意義、今後の課題について考えていきたい。

2. 日本における企業統治改革の概要

2.1 2つのコード以前の日本の企業統治改革

日本企業のコーポレートガバナンスに関する制度改革は、1990年代以降、様々な形で実施されている。その背景について江川（2018）は、①バブル崩壊後の企業業績の悪化と株価低迷、②企業不祥事の頻発、③直接金融の発達とメインバンクの影響力の低下、④外国人株主の台頭、⑤金融危機による株式持ち合いの解消、⑥グローバル競争の激化による業界再編と事業ポートフォリオの見直し（「選択と集中」）、など²⁾を挙げている。

企業と投資家との関係でいえば、③・④・⑤の現象がガバナンス問題に対して大きくかわってくるだろう。80年代以降、金融システムにおける規制緩和やグローバル化は、企業の資金調達を銀行借入中心から増資や社債の発行などの直接金融へと変化させ、メインバンクと企業との関係に影響を与えた。さらに、日本企業の強みとされていた持ち合い株式が、リスクとして認識されるようになり、2000年度の時価会計の導入と相俟って、銀行・事業法人による持ち合い株式の売却が加速した³⁾。これにともない、1970年代には6割を超える水準であった持ち合い株式の保有比率（銀行＋事業法人）は大きく減少した。その一方で、資本市場のグローバル化は、海外投資家による日本企業への投資を増やすことへつながり、その結果日本の上場企業における外国法人等の持ち株比率は、1995年の10.5%から2010年には26.7%へ大きく増加した⁴⁾。

この間の日本におけるコーポレートガバナンス改革は、おもに法律の改正により、従来型の会社制度の枠組みのなかで監査役の権限を強化する形で進められていった。その嚆矢は1993年に改正された商法特例法に見出すことができる。この改正では、資本金5億円または負債総額200億円以上の大会社では3人以上の監査役による監査役会を設置し、そのうち1人以上は社外監査役とする制度が導入された。

2) 江川雅子（2018）137ページ。

3) 江川雅子『同書』138ページ。

4) 東京証券取引所（2022）「2021年度株式分布状況の調査結果について」

表1 日本におけるコーポレートガバナンス改革① (90年代から2000年代)

1993年	商法改正 株主代表訴訟の訴訟費用を損害賠償請求額に関係なく、一律8,200円に定額化する (2003年より13,000円に変更)
1997年	商法改正 利益供与等に関する罰則規定の強化される
2001年	商法改正 社外監査役の社外性の要件を厳格化し、「5年ルールの撤廃」と社外監査役が1人以上ではなく半数以上、社外取締役制度が導入される
2002年	商法改正 委員会等設置会社制度が導入され、選択制ではあるが、アメリカ型のガバナンス制度を導入できるようになった
2005年	会社法の制定 委員会等設置会社を委員会設置会社に名称変更
2006年	J-sox法(内部統制報告制度) 監査役等の権限強化や内部統制の強化等
2009年	東京証券取引所有価証券上場規定の改正 全ての上場企業に1名以上の独立役員(取締役・監査役)を確保することを要求

さらに、2001年の商法改正では、社外監査役の要件が厳格化され、「5年ルール」が撤廃され、さらに監査役会は社外監査役が半数以上で構成されなければならなくなった。また、社外取締役が明示化され、「社外役員」が本格的に制度化されるようになった。

これらを含めたこの時期のコーポレートガバナンス改革の流れをまとめると、表1のようになる。

1990年代には、政治家への利益供与や「総会屋」との関係、インサイダー取引などの企業不祥事や証券会社や金融機関の経営破綻などが発生し、経営者の責任が問われる事件が続いた。2001年の商法改正による監査役の権限の強化は、このような状況への対応の措置と考えられる。

この時期の一連のコーポレートガバナンス改革での大きな制度変更がみられたのは、2002年商法改正である。この改正では、従来の監査役会設置会社だけでなく、委員会等設置会社を導入された。これにより、取締役会に指名・報酬・監査委員会を設置する制度を選択できるようになり、アメリカ型のガバナンスを導入できるようになることで、会社機関選択の自由度が高まった。

この制度変更には、日本企業の株主構成の変化も少なからず影響しているだろう。1995年の金融機関持ち合い株主(都銀・地銀等+生保+損保+その他金融機関)の持株比率合計は30.8%、事業法人等は27.2%で、合計58.0%であった。これが、2000年には合計43.5%(金融機関持ち合い21.7%、事業法人21.8%)、2010年には合計32.7%(金融機関持ち合い

11.5%、事業法人 21.2%) と、持ち合い株式比率の低下が顕著であった。これに対し台頭してきたのが、外国法人等である。株主としての海外投資家の台頭は、日本企業の株主と取締役会との関係や制度変更にも少なからず影響を与えることになったであろうし、株主による企業経営への圧力を強めることにつながったと考えられる。

会社機関の選択の自由化が企業へ与えた影響に関しては、この商法が施行された 2003 年には、ソニーなど 44 社が委員会等設置会社に移行したが、その後の以降企業数はあまり増加せず、以降 60-70 社程度で推移していた⁵⁾。日本取締役協会のまとめによれば、委員会等設置会社へ移行した企業数は、東証 1 部上場企業では 2015 年に 51 社、2016 年に 61 社であり⁶⁾、日本においてアメリカ型のガバナンスシステムはそれほど広がらなかった。多くの企業は従来型の監査役会設置会社として存続し続け、また、その後の法律等 (J-sox 法など) においてもこの実態に沿った形で監査役の権限を強化する、または、監査役を含めた役員の独立性といった観点でガバナンスを強化するための改革が進められていった。ここでのガバナンスは、法令の遵守や不祥事発生の防止を通じた、リスクの管理を目的としていたと考えられる。この意味では、日本型のシステムを維持した「守りのガバナンス」を重視していたといえるだろう。

しかし、こうした改革の試みが行われていたにもかかわらず、大企業による品質の虚偽表示や顧客個人情報流出、リコール隠しなどの不祥事が引き続き発生していた。

2.2 2つのコード導入とその背景

第2次安倍政権でまとめられ公表された日本再興戦略 (2013 年) は、コーポレートガバナンス改革を日本の成長戦略の重要事項として位置付けていた。同戦略では会社法を改正したうえで、社外取締役の導入を促進すること、機関投資家が受託者責任を果たすための原則 (日本版スチュワードシップ・コード) の導入について言及している⁷⁾。この政府の政策に関する方針が、2010 年代以降のコーポレートガバナンス改革の方向性を定め、そのスピードを加速することになる。この点について、宮島・齋藤 (2019) は、「アベノミクスは、「大胆な金融政策」、「機動的な財政政策」、「民間投資を喚起する成長戦略」を 3 本の矢とするポリシーミックスを展開し、企業統治改革は、このアベノミクスの第 3 の矢である成長戦略の最重要課題の一つに位置付けられた」⁸⁾と指摘し、日本再興戦略がその後の一連のコーポレートガバナンス改革の発端となっていることを示している。

一連の改革の最初の取組は 2014 年に公表されたスチュワードシップ・コードである。ス

5) 江川 (2018) 141 ページ。

6) 日本取締役協会 (2017) 「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」

7) 日本再興戦略 2013 12 ページ。

8) 宮島・齋藤 (2019) 2 ページ。

チュワードシップ・コードの前文⁹⁾では「機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として当該スチュワードシップ責任を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるもの」で、「機関投資家が適切にスチュワードシップ責任を果たすことは、経済全体の成長にもつながるものである」としている。ここで述べているスチュワードシップ責任とは、「機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」（最終受益者を含む）の中長期的な投資リターンを図る責任を意味する」¹⁰⁾として、企業価値創造における機関投資家の役割・責務を指摘していた。

また、スチュワードシップ・コードは、その目的のなかで、「企業側においては、経営の基本方針や業務執行に関する意思決定を行う取締役会が、経営陣による執行を適切に監督しつつ、適切なガバナンス機能を発揮することにより、企業価値の向上を図る責務を有している。企業側のこうした責務と本コードに定める機関投資家の責務とは、いわば「車の両輪」であり、両者が適切にあいまって質の高い企業統治が実現され、企業の持続的な成と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの確保が図られていくことが期待される」¹¹⁾と指摘する。

このコードは、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすための行動原則を示したものであり、次のような特徴を有している¹²⁾。

・受入れ任意

機関投資家がコードを受け入れるかどうかは任意である。ただし、金融庁がコードの受入れを表明した『機関投資家のリスト』を公表する仕組みを通じて、コードの受入れを促す。

・原則主義（プリンシプルベース・アプローチ）

活動が形式的な文言・記載ではなく、その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断する。

・コンプライ・オア・エクスプレイン

法令のように一律の義務を課すのではなく、原則を実施するか、実施しない場合には理由を説明することを求める。

このコードは、機関投資家に対してエンゲージメントや議決権の行使を通じて、投資先企業の長期的な発展に資すること、そして自らの顧客である投資家に対する責任を果たすことを求めるものである。しかし、これらはあくまで行動規範であり、法的拘束力を持つもので

9) 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（2014）「「責任ある機関投資家」の諸原則」1ページ。

10) 「前掲」1ページ。

11) 「前掲」2ページ。

12) 金融庁資料「スチュワードシップ・コード再改訂の経緯と狙い」（2020）p.3

はない。前述したとおり、コンプライ・オア・エクスプレインの考え方にに基づき、このコードに従うにせよ、従わないにせよ、それぞれの機関投資家の判断にゆだねられる。しかし、受入れを表明する機関を公表することによって、多くの機関の受入れを促す方針をとっている。この結果、同年2月のコードの公表から8月末までに160の機関投資家が受入れを表明するに至った¹³⁾。

スチュワードシップ・コードと並行するように公表された伊藤レポートでは、日本をイノベーター創出能力を持つ国であることを指摘しつつ、その収益力（総資産利益率や売上高営業利益率）の低さを指摘していた¹⁴⁾。さらに日本、米国、欧州企業のROE（自己資本利益率＝当期純利益／自己資本）を利益率（当期純利益／売上高）、回転率（売上高／総資本）、レバレッジ（総資本／自己資本）に分解して比較しているが、回転率・レバレッジに関しては他と比較して遜色がないものの、利益率が大きく下回っており（日本：3.8％、米国：10.5％、欧州：8.9％、いずれも金融・不動産を除く全産業の数値）、それがROE低迷の主要因であり、PBR（株価純資産倍率＝株式時価総額／株主資本簿価）の低迷につながっていると指摘していた¹⁵⁾。また、同レポートは中長期的な企業価値の創出に必要な企業と投資家対話の欠如を問題点として指摘しており¹⁶⁾、この観点からコーポレートガバナンス・コードの検討を提案していた。

これを受ける形で2015年に上場企業に対して適用されたのがコーポレートガバナンス・コードである。その前文¹⁷⁾では「「コーポレートガバナンス」とは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組みを意味する」としている。また、「これらが適切に実践されることは、それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与することとなるものと考えられる」としている。

このコードは、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働、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株主との対話の5つを基本原則としている。とくに「攻めのガバナンス」を重視したものとなっていることが本コードの特徴である。ここでいう「攻めのガバナンス」とは、日本再興戦略が示している「稼ぐ力を高める」ためのガバナンスを意味しており、企業の持続的な成長を目的とした仕組づくりを指している。これは従来のガバナンス改革が不正を防ぐための「守りのガバナンス」を目指していたことからの大きな方向転換である。

13) 磯他（2022）93 ページ。

14) 伊藤レポート（2014）1 ページ。

15) 同上 37 ページ。

16) 同上 17 ページ。

17) 東京証券取引所（2015）「コーポレートガバナンス・コード」

表2 日本におけるコーポレートガバナンス改革②（2010年代半ば）

2014 年	日本再興戦略 改訂 2014 日本の「稼ぐ力」を取り戻すための主要施策の例示の一つとして、「企業統治（コーポレートガバナンス）の強化」が挙げられ、「持続的成長に向けた企業の自主的な取り組みを促すため、東京証券取引所が、新たに「コーポレートガバナンス・コード」を策定する」 ²¹⁾ とし、はじめてこの用語が登場する
2014 年	日本版スチュワードシップ・コード公表
2015 年	会社法改正 委員会設置会社から「指名委員会等設置会社」への再度の名称変更、社外者要件の厳格化、従来の2つ制度から3つの機関設計が利用可能になり、新設された監査等委員会設置会社では、社外取締役の設置が法的に義務化された
2015 年	コーポレートガバナンス・コード公表

この点について古村（2018）は、「CG改革の主眼は、従来強調されてきたリスク管理等の「守り」だけでなく、「持続可能な成長と中長期的な企業価値向上」を目指した「攻め」に転じることが今回の改革の最大のメッセージであるといわれる」¹⁸⁾と指摘する。また、江川（2018）は「機関投資家と上場企業を対象とする2つのコードが制定され、両者の建設的な関係を構築する取り組みが動き出した」¹⁹⁾としてこれらの改革を肯定的に評価している。しかしながら、一方で投資家と企業との関係構築が重視されすぎており、「株主以外のステークホルダーとの関係についての言及がほとんどない」²⁰⁾という株主重視に偏りすぎていることへの指摘も見られた。

また、本コードは前述のスチュワードシップ・コードと同様、原則主義、コンプライ・オア・エクスプレインを採用している。前者は、従来の法律に基づく細則主義とは異なり、各主体が自主的に取り組みを選択できる手法である。後者も説明することで選択の自由度を与える仕組みである。このような特徴は、コーポレートガバナンスの実践を、形式的なものではなく、実質的な仕組みにすることを意図していること、さらには、企業ごとの事情に合わせた選択を可能にすることを目指していると考えられる。

この間の一連のガバナンス改革をまとめると、表2のようになる。

柳川（2015）は、両コードについて、「今回のコーポレートガバナンス改革でも多くの側面が改革の対象になっているが、基本的には、コードと呼ばれる緩やかなルールによって、投資家および企業側の自主的な取り組みを促そうとするものである。またガバナンスについては、狭義のガバナンス定義に近い考え方で、経営者がもっと株主のほうを向いた経営を行わせるためには、どうしたら良いかという点に焦点が当てられている。ただし、株主といっ

18) 古村（2018）17 ページ。

19) 江川（2018）145 ページ。

20) 磯他（2022）91 ページ。

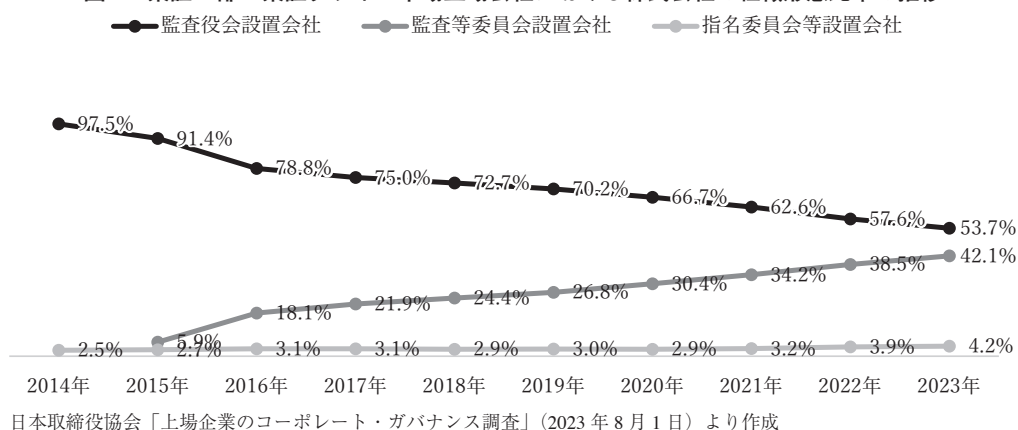
21) 日本再興戦略 改訂 2014 18 ページ。

でも短期的な利益を追求する投資家ではなく、より中長期的視点の株主をより重視し、それらの人々との「対話」を進めることがポイントとなっていて、そのために、コーポレートガバナンス・コードに先立って、スチュワードシップ・コードが制定された。また、長期的視点の株主を重視することで、他の利害関係者との利害対立が軽減されることも期待されている。」²²⁾と述べている。この見解に立てば、両コードのねらいが、当初から株主以外のステークホルダーをないがしろにしているわけではないと考えることもできよう。

2015年には、さらに会社法も改正されている。この会社法の改正では、従来の委員会設置会社は指名委員会等設置会社と称されるようになり、新たに監査等委員会設置会社が選択可能な制度として認められるようになった。これにより従来からある監査役設置会社も合わせて、3つの機関設計が利用可能になった。また大会社では、社外取締役を任命していない場合は、その理由を開示することを求められるようになった。これにより、社外者要件が厳格化されている。しかし、このときには社外取締役設置の義務化は見送られた。なおこのとき、「改正会社法2年経過時に、必要があれば社外取締役設置義務化等の検討を行う」という附則が設けられた²³⁾。

この会社法改正は、上場企業の会社機関の選択に大きな影響を与えた。2015年には東証1部上場企業のうち111社が監査等委員会設置会社に移行し、翌16年には357社、17年には442社²⁴⁾へと増加した。この移行は、監査役には「取締役会での議決権がなく、代表取締役の選解任の権限は持っていないので、実際に経営陣を牽制できるのか」²⁵⁾といった従来の監査役制度で指摘されていた問題点を解消し、投資家の観点からの監視機能の強化につながっ

図1 東証1部/東証プライム市場上場会社における株式会社の組織形態比率の推移



22) 柳川範之(2015)「コーポレート・ガバナンス：根底にある考え方から今後の課題を展望する」5ページ。

23) その後、2019年会社法改正で社外取締役の設置が義務化されたが、その間の経緯については西山(2020)を参照。

24) 日本取締役協会(2018)「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」

25) 江川(2018)144ページ。

たとえられる。

図1は東証1部/東証プライム市場上場会社における株式会社の組織形態比率の推移を表している。2015年以前には、大企業のほとんどが監査役会設置会社を選択していた。それ以降、会社の組織選択が大きく変化することになっており、先述したとおり、会社法の改正が新たな組織選択を可能にし、その後、監査等委員会設置会社の導入が進んだ。社外取締役の導入を前提とした場合、従来型の監査役から監査委員会への移行は、企業の組織変更に比較的小さな影響しかもたらさなかったことがその理由ではないかと思われる。また後述するが、独立取締役数の増加は、監査委員会以外の取締役内委員会の導入にも影響を与えている。

3. 現在のガバナンス改革の方向性

それでは、現在のコーポレートガバナンス改革、すなわち2017年度以降の一連の改革が何を目指し、どのような仕組みを導入しているのか、その方向性や内容を確認していきたい。現在のガバナンス改革の中心は、両コードの改訂・再改訂と会社法の改正である。それは表3のとおりにまとめることができる。

2017年には、スチュワードシップ・コードの改訂が行われた。この改訂は、「機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方」と題される意見書の中で示された、コーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させていくために、機関投資家が企業との間で深度ある「建設的な対話」を行っていくことが必要であるという考え方に基づき行われた。この改訂では、アセットオーナーによる運用機関の実効的なチェック、運用機関のガバナンス・利益相反の管理、パッシブ運用におけるエンゲージメント、議決権行使結果の公表、運用機関の自己評価などが求められ、最終的な受益者の利益を守ることが考慮されていた。機関投資家が、単に投資家から資金を預かり運用する主体としてだけでなく、投資家からの受託責任を持つ株主として企業経営に深くかかわっていくことを求める改訂といえよう。

翌18年にはコーポレートガバナンス・コードが改訂された。この改訂では、①取締役会の機能強化、②経営者の選解任・報酬の透明性強化、③投資家との対話の促進の3つがおもな改正点としてあげられる。①については、独立社外取締役の活用や取締役会におけるジェンダーや国際性を含む多様性の確保が求められる。②については後継者計画に関する取締役

表3 日本におけるコーポレートガバナンス改革③（2017年以降）

2017年	スチュワードシップ・コード改訂
2018年	コーポレートガバナンス・コード改訂
2019年	会社法改正
2020年	スチュワードシップ・コード再改訂
2021年	コーポレートガバナンス・コード再改訂

会の関与も示された。③については、資本コストの把握とそれに基づく経営計画、政策保有株式の縮減、ESG 要素を含む非財務情報の開示が求められた。これにより、単に経済的効率性の問題から、ESG の問題への対応を含めた社会的効率性の問題も視野に入れた企業活動もガバナンスの対象になったといえる。

2019 年の会社法改正の目的は、「会社をめぐる社会経済情勢の変化を鑑み、株主総会の運営及び取締役の職務の執行の一層の適正化等を図ること」であり、その結果「日本企業のコーポレート・ガバナンスがさらに向上し、日本企業の競争力や日本企業に対する内外の投資家からの信頼が高まり、ひいては、日本経済の成長に大きく寄与する」ことが期待されている²⁶⁾。

今回の改正では、監査役会設置会社において社外取締役の設置義務が生じ、前回の改正では見送られることになった上場会社等における社外取締役の設置が法的にも義務化されることになった。さらに、今回の改正では、取締役の個別報酬に関する方針の規定や役員報酬に関する情報開示の拡充がなされている。その一方で、株主提案数の上限（10 議案）が設けられることになり、株主提案権の乱用的な行使に対して、制限がかけられるようになっている。

2020 年にはスチュワードシップ・コードが再改訂されている。これまでの基本原則に機関投資家向けサービスの提供に関する項目が付け加えられ、合計 8 の基本原則になった。今回の再改訂では、おもに①サステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮、②上場株式以外の資産（債権等）に投資する機関投資家へのコードの適用、③機関投資家向けサービス提供者の行動規範の点で、変更がみられた。特にサステナビリティについては、前文にも示されるようになり、運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づくスチュワードシップ活動が求められ、それを通じて投資先企業の中長期的な価値向上や持続的成長を図ることが目指されている。

2018 年のガバナンス・コードの改定に加え、投資家サイドでも ESG を重視する、社会効率性の観点が入り入れられるようになった。上場株式以外の資産への投資を含めた対象の拡大は、株主と債権者の権利や利害の違いから、社債と株式の間の利益相反関係の発生などが指摘されている。また、スチュワードシップ活動が活発に行われれば行われるほど、議決権行使助言会社の影響力は高まる²⁷⁾。機関投資家向けサービス提供者が適切なサービスを提供することによって、インベストメント・チェーン全体の機能を向上させることを目的としている。

さらに 2021 年には、コーポレートガバナンス・コードの再改訂が行われた。この改訂のポイントとして、①取締役会の機能発揮、②企業の中核人材における多様性の確保、③サステナビリティを巡る課題への取組み、④その他の 4 項目があげられる。①の取締役会の機能

26) 法務省（2019）1 ページ。

27) 神作（2020）、13 頁。

発揮では、とくにプライム市場²⁸⁾ 上場企業では、独立社外取締役を3分の1以上選任することや取締役が備えるべきスキルとその対応関係の公表が求められた。また、プライム市場上場会社では、指名・報酬委員会の構成員の過半数を独立社外取締役とすることが原則化された。②については、管理職における多様性（外国人・女性など）の確保が求められる。③については、国際的な枠組みに基づく気候変動関連情報開示の充実とサステナビリティに関する取組みの開示が求められる。④はプライム市場上場企業に対し、議決権の電子行使プラットフォームの利用と英文での開示を促進することが求められている。

4. 2つのコード以降のコーポレートガバナンス改革の方向性の分析

4.1 菊澤（2004）によるコーポレートガバナンス問題の整理

ここからは、以下に示す菊澤（2004）の（1）から（4）までの分類に従って、現在のコーポレートガバナンス改革以降のガバナンス問題の方向性について検討を行っていきたい。

菊澤（2004）では、コーポレートガバナンス問題を整理するにあたって、次の2つの観点から整理している。第一の観点は、コーポレートガバナンス問題を倫理にかかわる「価値問題」とみなすのか、あるいは効率性にかかわる「事実問題」とみなすのかという²⁹⁾ 問題の性質による分類である。このうち前者は倫理問題として取り扱われる。一方、後者は「事実問題」である。第二の観点は、コーポレートガバナンスの問題を広く社会全体の問題と考えるか、投資家（株主や債権者）との問題として捉えるかという対象とされるものの範囲に関する見方である。

これら二つの観点から整理すると、コーポレートガバナンス問題は、表4のように四つの問題³⁰⁾ に分類することができる。

さらにこれら4つの問題は、次のように理解される。

表4 菊澤（2004）によるコーポレートガバナンス問題の整理

対象 性質	企業と社会の問題 (広義のガバナンス問題)	企業と投資家の問題 (狭義のガバナンス問題)
倫理問題 (価値問題)	(1) 社会倫理問題 (正当性の問題)	(3) 企業倫理問題 (正当性の問題)
効率問題 (事実問題)	(2) 社会効率問題 (国民経済政策の問題)	(4) 企業効率問題 (企業政策の問題)

出所：菊澤（2004）11 ページ。

28) 東京証券取引所では、2022年4月から、従来の第一部・第二部・マザーズ・JASDAQという区分から、プライム市場・スタンダード市場・グロース市場の3区分に株式市場の区分が変更された。このうちプライム市場は、グローバルな投資家との建設的な対話を中心に据えた企業向けの市場のことをいう。

29) 菊澤（2004）10 ページを参照。

30) 同上11 ページ。

(1) は社会全体にかかわる倫理的問題で「社会倫理問題」と呼ばれるべきものであり、企業行動の社会における正当性の問題として分類される。菊澤（2004）によれば、「企業は社会倫理に照らして正しい行動をしているのかどうか、もし正しくないとすれば、誰がどのように企業を統治すべきか」という問題であるとしており、コンプライアンスの問題や公害問題、社会貢献の問題などが、これに対応するものと考えられる。

(2) は社会全体にかかわる効率性の問題で「社会効率問題」として分類される。これについては「企業は社会に対して効率的な行動をしているのかどうか、もししていないならば、誰がどのように企業を統治できるのか」という問題だとしている。これは、例えばエネルギー効率（省エネ）の問題や環境負荷の低減などの問題などが、該当すると考えられる。

(3) は企業倫理についての価値の問題で「企業倫理問題」と呼ばれる。これは「企業は投資家に対して正しい行動をしているのか、もししていないならば、どのようにして企業を統治すべきか」という問題としており、コーポレートガバナンスの正当性の問題として考えることができるだろう。

(4) は企業効率と事実問題の事象であり「企業効率問題」と呼ばれる。これは「企業は投資家に対して効率的な行動をしているかどうか、もししていないならば、どのように企業を統治できるのか」という問題であるとし、例えば資本コストの認識や ROE 等の目標設定など、効率的な企業経営に関する問題と認識できる。

菊澤（2004）では、このフレームワークを用い、米国、ドイツ、日本におけるコーポレートガバナンス問題の歴史的な変遷を分析している。ここでは、2000 年代初頭までの日本の問題についての菊澤の分析結果を概観したい³¹⁾。

日本におけるコーポレートガバナンス問題の端緒は、1960 年代に発生した公害問題にある。この公害問題の発生が、企業活動の不完全性を明らかにし、企業行動の社会的正当性が疑問視されるようになった。企業が社会的に正しい行動をとることができない場合、誰がどのように企業を統治すべきなのか、このことがコーポレートガバナンス問題として表れるようになった³²⁾。

この公害問題は 70 年代にも引き続き社会倫理問題として継続されていたが、オイル・ショックを契機に省エネルギー化の進展が求められるようになり、「社会効率問題」がコーポレートガバナンス問題として浮上してくる。そのため「社会倫理と社会効率の複合問題」が顕在化した。

90 年代になると、企業不正が社会問題化した。総会屋対策としての利益供与や不正経理、粉飾決算など「企業倫理問題」にコーポレートガバナンス問題としての注目が集まる。さらに、90 年代初頭にはバブル経済が崩壊し、その後長期間にわたって日本経済が停滞した。そのため「企業効率問題」も問われるようになり、「企業倫理と効率の複合問題」として認

31) 以下、菊澤（2004）28－35 ページの記述に基づいている。

32) これへの対応策として、「公害対策基本法」（1967 年）が制定された。

識されるようになったとしている。

さらに 90 年代の後半以降、日本企業の株主として外国人投資家の存在感が増しており、その外圧が日本企業のコーポレートガバナンス問題を「企業効率問題」へと移行させつつあると分析している。

4.2 菊澤のフレームワークを使った今日のガバナンス改革の位置づけ

これまでみてきたように、日本ではコーポレートガバナンス改革についての様々な取り組みが、およそ 30 年にわたって行われてきた。そしてその取り組みは、内容も目的も実施の形態も一様ではなかった。前述したように、ガバナンス改革の当初は、おもに企業不祥事の発生を防ぐための仕組みづくり（主に「守りのガバナンス」）に注力してきたと考えられる。

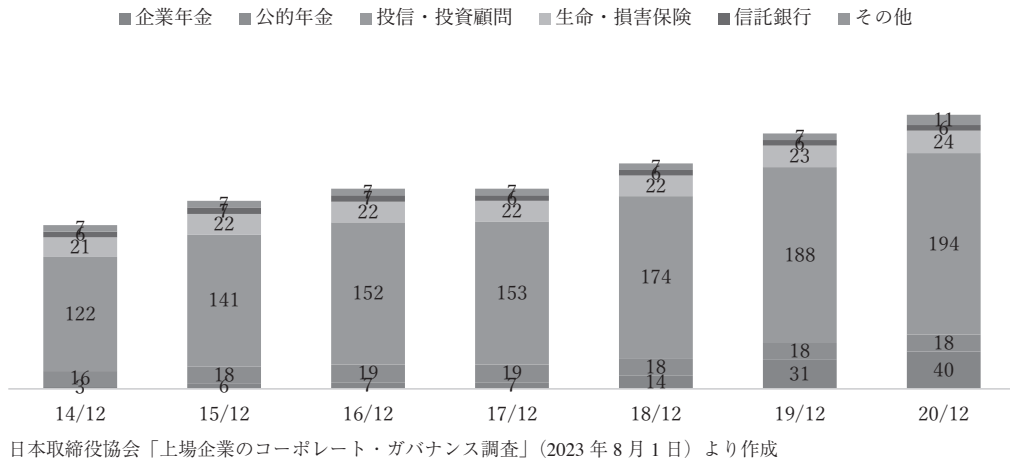
この状況は、表－4 の菊澤（2004）の分類でいえば、(1) の社会倫理の問題または (3) の企業倫理の問題にあたる。とくに公害問題や環境対策、コンプライアンスなどは (1) の問題となり、90 年代から 2000 年代にかけて発生した問題とその対応策としてのガバナンス改革は、おおむねこれに該当する。一方、前述したことだが、この間の株主構成も大きく変わった。持ち合い株式の株主としての金融機関や事業法人の持株比率は低下し、それに代わって外国法人や機関投資家の台頭がみられるようになった。また、それに合わせて株主の観点から企業をチェックする仕組み（社外役員の導入など）も広がった。これを考えると、(3) の「企業は投資家のために正しい行動をしているのか」という観点からの圧力が高まりつつあったともいえよう。

つづいて、2 つのコードの導入の時期におけるコーポレートガバナンス問題についてみていく。この契機になったのは、先にも述べたが日本再興戦略である。これは、日本経済再生を実現するための施策として検討されたものであり、この立場に立つとこれ以降の一連のガバナンス改革は (2) の社会効率問題を基底としているのではないだろうか。この点が、これまでの (1) の問題を中心とした「守りのガバナンス」としてのガバナンス改革との大きな違いである。

ただし、実際には、スチュワードシップ・コードは投資家（とりわけ機関投資家）がその責任を果たすことを求めている。その目的は「企業の持続的な成長と企業価値の向上」にあり、(4) の企業効率の問題に焦点があてられる。これは伊藤レポートで指摘されていた日本企業の ROE や ROA（総資産利益率）が、諸外国の数値と比べて低迷していることへの改善の必要性である。それは、前述したとおりコーポレートガバナンス・コードへ踏襲され、(4) の企業効率の問題を解消することを通じ、(2) の社会効率の問題を解消することを目指すことが示されている。これを進めるため、投資家と企業との対話を重視し、投資家に対してもその責任と義務を課し、ガバナンス改革を推し進めようとする意図が伺える。

では、スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードの改訂、再改訂をどのように考えるべきだろうか。まず、スチュワードシップ・コードの改訂は、機関投資

図2 スチュワードシップ・コードの受入れ機関数の推移



家の投資先への関与・自己評価を求めるものであった。これは(4)の問題への対応を強化するものといえるだろう。

図2は、スチュワードシップ・コードの受入れ機関数の推移を表しているが、コードが公表された2014年から受入れ機関数は継続的に増加し、2023年9月末時点で329の機関投資家がコードの受入れを表明している³³⁾。受入れは任意であるが、受入れ数の拡大は、投資家としての責任を踏まえた投資を行う意識を持つ投資家が増えているとみてよいだろう。これは、投資家が企業価値向上のために、企業経営に関与することへつながると考えられ、「攻めのガバナンス」の強化を意味するだろう。

これに対してガバナンス・コードの方は、取締役会の多様性やESGの問題が新たに追加された。つまり、株主以外の利害関係者の価値を企業経営に取り入れる視点の確保につながると考えられ、(2)の社会効率の問題も視野に入れられるようになってきたといえるのではないだろうか。

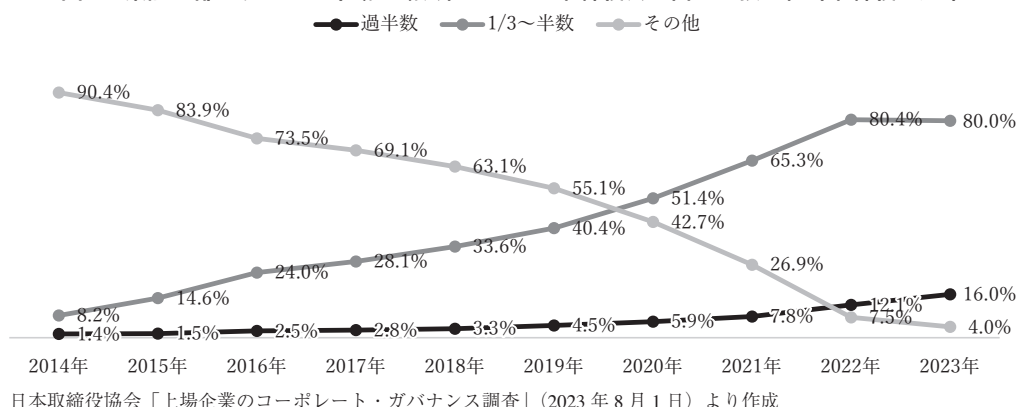
図3は、東証1部/プライム市場上場会社における取締役会に占める独立社外取締役の比率の推移を表しているが、プライム市場上場会社の96%で、3分の1以上の独立社外取締役がすでに導入されており、取締役会の議論に少数株主をはじめとするステークホルダーの意見が反映させられる仕組みになっている。

また、独立社外取締役の増加は、取締役会内委員会の設置にも影響している。前掲図1にみたように、監査等委員会設置会社や指名委員会等設置会社は増加傾向にあるが、これら法定の委員会だけでなく、任意に委員会の設置も進んでおり、両者を含めるとプライム市場に上場している企業の約8割が法定または任意の委員会を設置³⁴⁾しており、取締役内でのガバ

33) 金融庁「スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家のリストの公表について」(令和5年9月30日時点)

34) 東京証券取引所「改訂コーポレートガバナンス・コードに新たに盛り込まれた事項に関する上場会社

図3 東証1部/プライム市場上場会社における取締役会に占める独立社外取締役の比率



ナンス体制の強化が進められている。

一方、独立社外取締役の活用や政策保有株式の縮減は、(3)の「誰のための企業か」という問題に関わってくる側面もある。しかし、コーポレートガバナンスを「株主のため」とするか「利害関係者のため」とするかという視点の相違は、その影響の範囲を中長期的にとらえると、別のものとして区別したり、両者が相互に対立したりするものとして捉えるべきではなく、むしろ企業価値（あるいは株主価値）を高めるためには、経済・社会・環境などの課題について利害関係者からの期待に応える必要がある（加護野ら2010、谷本2014、古村2018）という見方がある。とくに独立社外取締役の増加は、大株主以外の利害関係者の視点を経営に取り入れることになり、この傾向を強めることにつながるだろう。このように考えると、(1)と(3)の問題は、今日においては別のものとして区分するのではなく両者を融合させ、広く企業と社会を含む利害関係者の問題として枠組みを捉えなおすべきかもしれない。

スチュワードシップ・コードの再改訂は、(4)の問題への取り組みを通じて、(2)の問題解決へとつなげることを求めている。ガバナンス・コードの改訂で示されたESG要素が明示され、投資先企業の成長や価値向上が社会全体へ波及することが目指されている。実際、コーポレートガバナンス・コードの改定により求められるようになったESG要素の開示は、統合報告書発行企業数の増加にも表れている。「統合報告書発行状況調査2022」³⁵⁾によれば、2016年には334社だった統合報告書の発行企業数は、2019年に536社、2021年に718社、2022年には872社に増加し、プライム市場上場会社の約半数が、統合報告書を発行しており、ESG情報の開示に対する各企業の意識や行動が拡大しているとみてよいだろう。

企業価値の計算をファイナンスの教科書に従って考えると、企業価値 = FCF / 資本コストという計算式で求めることができる。ここでFCFは企業が獲得する収入（キャッシュフ

の対応状況」(2022年5月16日)

35) 株宝印刷 D & IR 研究所 ESG/ 統合報告研究室「統合報告書発行状況調査2022」より

ロー)とする。資本コストはこれまでの概念でいえば、投資家(株主と債権者)が要求するリターンである。しかし、この資本コストを資源の提供者(この場合は、従業員をはじめとする様々な利害関係者=人的資本や社会資本の提供者を含む)とすれば、ESG要素への配慮は、様々な利害関係者へのリスクを小さくすること(すなわち要求リターンを低くする=ローリスク・ローリターンの関係)へとつながり、企業価値計算の分母を小さくすることになり、FCFを変えずとも結果として企業価値を高めることにつながる。これは、前述した広い範囲の利害関係者の期待に応えることが、企業価値の向上につながるという見解と整合的である。

また、リスクの低減には「守りのガバナンス」が大きくかかわってくると考えられる。したがって、今日のコーポレートガバナンスが機能し、その目的を達成するためには「攻め」と「守り」の両方のガバナンスが必要となると考えられる。

5. おわりに

これまでの議論から、一連のコーポレートガバナンス改革は、単に企業と投資家の問題だけではなく、もちろん企業そのものや経営者だけにかかわる問題ではなく、広く企業とかかわりを持つ人々(ステークホルダー)にとっても重要な問題である。そしてそれは個人の利益にかかわるだけでなく、社会全体の利益にもつながる問題である。

このような取組みは、仕組みとして整備すればただちに機能するものではない。例えば、2002年の商法改正によって導入された委員会等設置会社(のちに委員会設置会社に改称)がその一例といえるだろう。前述したとおり、アメリカ型のガバナンス制度を目指して設置されたものだが、その導入は非常に限定的で、制度導入から10年以上経過しても利用はほとんど広がらなかった。

その状況を大きく変えることにつながったのが今回の一連の改革である。それでは、現在の改革はこれまでの改革とどのような点で異なっていたのだろうか。それは、企業と投資家の双方に働きかける改革であった点に、その要因を見出すことができるのではないだろうか。コーポレートガバナンスの問題は、これまでの議論では、あくまで企業内での監視・監督の仕組みをいかにつくるかという議論に集中していた。しかし、スチュワードシップ・コードは、とくに近年影響力を強めている機関投資家に焦点をあて、彼らの株主としての役割を果たすことを強調した。そして、投資家からの要求や圧力は、企業経営者や企業行動、会社機関の選択に少なからず影響する。それが結果としてコーポレートガバナンス・コードの履行状況を高めることにつながったのではないだろうか。

これまでみたように、形式的には両コードや会社法の改正は、日本企業のコーポレートガバナンス改革に一定の効果を与えることに成功したと考えてよいだろう。2010年代のガバナンス改革は、株主重視の側面が強いという指摘もなされていた。また、一連の改革を通じて、依然として不十分ではあるが、日本企業の利益率の改善がみられるという研究成果も明

らかになっており³⁶⁾、それが利害関係者間の利益の不均衡を生じさせる要因となっている可能性がある。

しかし、2019年の米国ビジネスラウンドテーブルの見解をはじめとする「株主第一主義」からの転換や両コードの改訂・再改訂がESGへの対応を求めることで、利害関係者間の利益の不均衡・対立などの問題発生を防ぐ可能性が高まると考えられる。

広田（2020）は「豊かな社会の企業は、単に利益を生み出すだけでなく、企業の商品、サービスを購入する人（顧客）にも、企業で働く人（従業員）にも、企業と取引する人（取引先）にもプラスアルファの価値を生み出す存在となっていることがわかる。そうすると、企業の目的も、株主（一つのステークホルダー）の利益の最大化というより、複数のステークホルダーに利益と満足を生み出すと考えるのはごく自然なことだと思われる。」³⁷⁾と指摘している。これら一連のガバナンス改革の実践が、このような企業と社会の実現に向けた一歩となることに期待したい。

しかし、これらの改革が実際に意味を持つためには、これらの仕組みがどのように活用されているのか、その実効性を確認する必要がある。また、近年の一連のコーポレートガバナンス改革が、その実践を形式的なものではなく、実質的な仕組みにすることを意図していることから考えても、どのような変化がみられたのか、日本企業の競争力の向上につながったのかという観点から、評価する必要があるだろう。とくに取締役の多様性、専門性等の人的資本と企業戦略や業績との関係や非財務情報と企業価値との関係などについて、引き続き検証していく必要がある。企業価値における無形資産の影響が大きくなっている現代こそ、このような観点からの研究を進めることの重要性を指摘しておきたい。

本研究では、これらの検証を行うまでは至らなかった。今後は、各種の制度の導入によって、日本企業のガバナンス制度がどのように変わったのか、また、個別企業はどのような対応を行っているのか、その実践は成果として実現されているかなどの点について、具体的な考察を行いたい。

参考文献

- ・ 青木崇（2020）「企業における改訂コーポレートガバナンス・コードの提供状況と課題」『現代社会研究』17号
- ・ 磯伸彦，山田仁志，牧野勝都（2022）「わが国におけるコーポレート・ガバナンス改革の動向—会社法、コーポレートガバナンス・コード、そして、スチュワードシップ・コードからの考察—」山梨学院大学『経営学論集』第3号
- ・ 伊藤レポート（2014）「持続的成長への競争力とインセンティブ—企業と投資家の望ましい関係構築」最終報告書
- ・ 伊藤レポート2.0（2017）「持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会報告書」
- ・ 井上貴也（2018）「企業統治に関する取締役制度の見直しについて—社外者の登用制度を中心に—」『東洋

36) 齋藤（2020）52 ページ。

37) 広田（2020）25 ページ。

法学』第62巻2号

- ・ 上田亮子（2017）「日本版スチュワードシップ・コードの改訂～機関投資家の役割と実効性の強化～」『月刊 資本市場』2017年6月
- ・ 江川雅子（2018）『現代コーポレートガバナンス 戦略・制度・市場』日本経済新聞出版
- ・ 加護野忠男, 砂川伸幸, 吉村典久（2010）『コーポレート・ガバナンスの経営学 会社統治の新しいパラダイム』有斐閣
- ・ 神作裕之（2020）「スチュワードシップ・コード再改訂版とガバナンスをめぐる昨今のグローバルな動向」『商事法務』No.2232.
- ・ 菊澤研宗（2004）『比較コーポレート・ガバナンス論』有斐閣
- ・ 菊池敏夫, 磯伸彦（2019）「コーポレート・ガバナンスの新しい課題」『経営情報学論集』第25号
- ・ 菊池敏夫, 櫻井克彦（2021）『新企業統治論』税務経理協会
- ・ 古村公久（2018）「日本のコーポレートガバナンス改革の現状と課題」『企業と社会フォーラム学会誌』第7号
- ・ 古村公久（2021）「企業不正に対する日本のコーポレートガバナンス改革の課題」『京都マネジメントレビュー』第38号
- ・ 齋藤卓爾（2020）「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』2020.11
- ・ 島貫まどか, 山田裕章（2020）「スチュワードシップ・コード再改訂の概要」『月刊 資本市場』2020年5月
- ・ 竹中啓之（2015）「日本版「コーポレートガバナンス・コード」をどのように捉えるか—これまでの会社支配論・企業統治論との関係について—」『商経論叢』第66号
- ・ 谷本寛治（2014）『日本企業のCSR経営』千倉書房
- ・ 出見世信之（2017）「コーポレート・ガバナンス改革の促進要因と成果に関する試論的考察—ソニー、パナソニック、キヤノンの事例から—」『日本経営倫理学会誌』第24号
- ・ 西山賢吾（2020）「会社法改正とコーポレートガバナンス改革」『野村サステナビリティクォーターリー』2020春号
- ・ 橋本倫明（2021）「ダイナミック・ケイパビリティ・ベースのコーポレートガバナンス—日本版コーポレートガバナンス・コードにおける取締役の役割に着目して—」『経営哲学』第18巻1号
- ・ 平田光弘（2007）「日本のコーポレート・ガバナンスを考える」『星城大学経営学部研究紀要』第3号
- ・ 広田真一（2020）「株主第一主義か、ステークホルダー主義か」『証券アナリストジャーナル』2020.11
- ・ 宮島英昭, 齋藤卓爾（2019）「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」RIETI
- ・ 柳川範之（2015）「コーポレート・ガバナンス：根底にある考え方から今後の課題を展望する」『月刊 資本市場』2015年6月