

日本経済の盛衰と企業統治の進化

宮 島 英 昭

I. はじめに

戦後改革以来、高度成長を実現してきた日本経済は、1996 年を境に「失われた 30 年」と呼ばれる長期の経済停滞に陥った。第 2 次大戦直後 1 人当たり GDP で見て米国の約 20% から出発した日本経済は、高度成長を通じて 1970 年にその 60% に達し、世界の技術的フロンティアへのキャッチアップをほぼ終了した⁽¹⁾。その後も、年率 4～5% の安定成長を実現し、1990 年代前半には 1 人当たり GDP は対米比で 90% に達した。「日米逆転」といったフレーズが経済メディアに踊り、1994 年時点で Fortune Global 500 にランクインする日本企業は 149 社に達した⁽²⁾。

しかし、1997～98 年の銀行危機を境に一転して、マクロ環境がデフレに転ずるとともに日本経済は長期停滞に陥ることとなった。危機後 (1998～02 年)

(1) 技術フロンティアに近い国ほどイノベーションが成長の鍵になると主張した Aghion/Howitt (2006) に言及しながら、多くの研究は、1 国の 1 人当たり GDP が技術のフロンティア国 (米国) の 60～70% を超えると、キャッチアップ・模倣からイノベーションへの転換が必要となると指摘している (例えば、OECD 2010)。

(2) *Fortune Global 500: The World's Largest Corporations*. 売上高ベース。なお、2024 年には米国 139 社、中国 133 社である。

の GDP 成長率は平均 0.3%にとどまり、不良債権問題の解決と構造改革を追求した小泉内閣期には、この「失われた 10 年」からの脱却が追求された。世界金融危機、東日本大震災後（08～11 年）の成長率はマイナス 0.5%を記録して長期停滞を決定づけ、「失われた 20 年」が問題視されることとなった。さらに安倍内閣による一連の改革を経て、コロナ禍が終息した 2022 年の名目 GDP は、1995 年と殆ど同水準にとどまり、この間の長期停滞は改めて「失われた 30 年」と表現されることとなった。30 年を経て、日本の 1 人当たり GDP は、対米比で 1970 年代初頭のレベルに逆戻りし、2024 年時点で Fortune Global 500 にランクインする日本企業は 40 社まで減少していた。

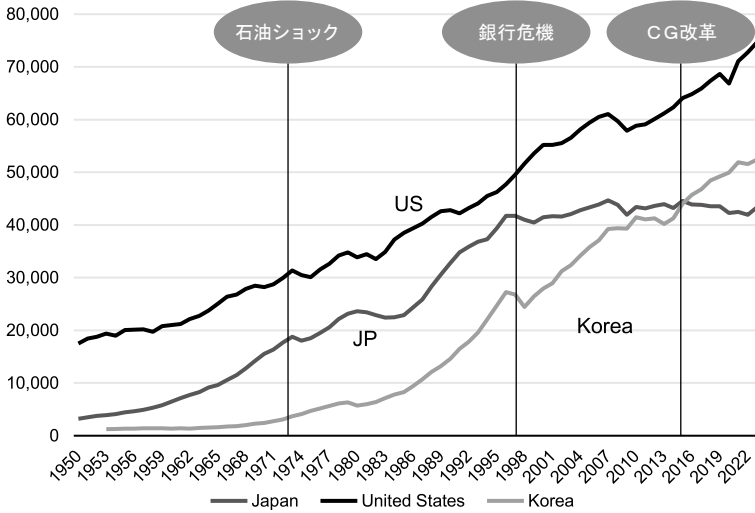
他方、この 30 年間に、メインバンク、株式相互持合い、内部昇進者からなる取締役会、長期雇用システムといった 1980 年代までの日本の高成長を支えた企業システムも大きく変容することとなった。しばしば日本型と呼ばれた関係ベースの企業統治システムは、バブル・ポストバブル期にはその機能を過剰投資の促進、事業再組織化の障害の方向に転じた。さらに 21 世紀に入ると、長期的な再編成の局面に入り、その組織的特徴を市場ベースの方向に徐々に変化させることとなった。

本稿の主題は、こうした日本経済の展開（成長と停滞）と企業統治システムの進化の間のダイナミックなプロセスを追跡する点にある。すなわち、一方で、近年の日本経済の展開が、いかに日本型企业統治システムの進化をもたらしたか、他方で、逆に、この企業統治システムの特性和その変化が、経済成長と停滞にどのようなメカニズムを通じて、どの程度影響を与えたのかについて見通しを得ることが本稿の課題である。後者の側面は、30 年にわたる経済停滞のミクロ的基礎の解明を目指すと言い換えてもよい⁽³⁾。さらに、近年の日本企業の収益改善に注目すれば、この課題の追求は、アベノミクス以後の企業統治改

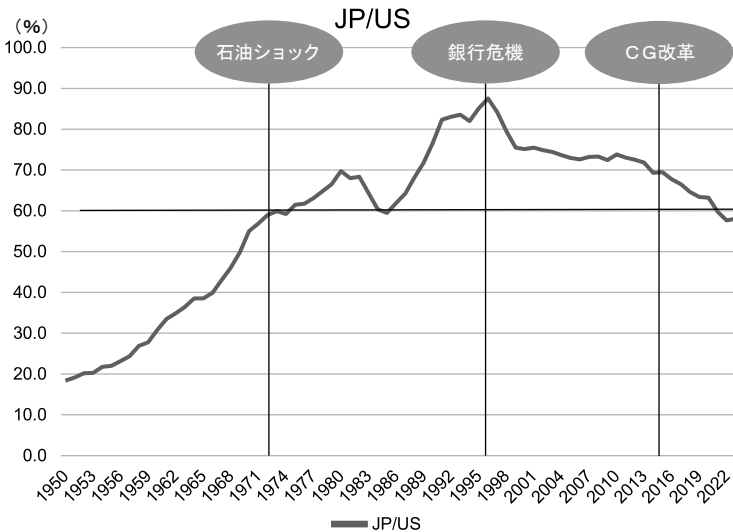
(3) 宮島（2004）は、20 世紀前半の日本の持続的成長のミクロ的、制度的基礎の解明を試みた。

図1 一人当たり GDP の推移

パネル 1：米国・日本・韓国の 1 人当たり GDP (USD)



パネル 2：世界経済のフロンティアとの距離

出所：Penn World Table, version 11.0 (www.ggd.net/pwt), 2021 年基準米国ドル。

革の成果を問うことにも繋がる。

本論に入る前に、ここでのアプローチの限定として取り急ぎ次の2点を付け加えておこう。

第1に、企業統治システムは経済成長、停滞の一因に過ぎないことである。我が国の経済停滞は、多くの研究者を惹きつける包括的な問題であり、様々な角度からの分析の長いリストがある。そのうちでも最も本質的な要因は、労働投入の変化であろう。生産年齢人口の変化、40時間制の実施（1994）、段階的な残業規制の強化による時間短縮が、GDP成長率に大きな影響を与えていることは Hayashi/Prescott（2002）以来、共通の認識がある。また、マクロ政策の錯誤、たとえば、デフレが始まった2000年前後の金融政策の着手の遅れがデフレの深刻化をもたらし、逆に、世界金融危機以降には、緩和的な財政・金融政策の行き過ぎが、生産性の低い企業の淘汰を制約したといったマクロ政策に対する批判も強い（野口 2024）。さらに、我が国の参入規制を中心として規制緩和の遅れが、資源配分効率を引き下げたことや（星・カシャップ 2013）、日本企業の規模が伝統的に過少である（アトキンソン 2020、吉川 2012）という事情も長期停滞の要因のリストに付け加えられてよい。

こうしたマクロ面の研究を前提として本稿が主として焦点をあてるのは、企業統治システムが企業の投資行動を介して弱い投資（低い投資比率）の要因となっている可能性である⁽⁴⁾。いうまでもなく、投資はそれ自体独立的な構成要素として総需要の水準に影響を与えるだけでなく、資本ストックの水準を規定して次期の産出量を決定する。こうした二重性をもつ投資、特にリスクの高い大型投資や R&D 投資がなぜ低調なのか、また、外部負債に依存した投資が回避される傾向があるのはなぜなのかを解明することが、経済停滞と企業システムを結びつける重要な結節点となる。

(4) いま一つの側面として、企業統治システムが、インセンティブシステムとして経営者・従業員の努力水準を引き上げ、全要素生産性を引き上げる側面があるが、ここでは明示的に取り上げない。

この点に関して、従来まったく相反する見方が提示されてきた。一つは、この投資の低迷の一因を株主による「弱すぎる」ガバナンスに求める見方である。外部市場からの規律づけの弱さが保守的な投資態度とそれに対応した過剰な現預金保有、負債利用の回避、リストラの遅れや、雇用維持への強い選好をもたらしているという見方であり、アベノミクスの背後にある認識もこれであった。それに対してまったく逆に、株主による「強すぎる」ガバナンスが、むしろ投資の低迷の一因という見方も有力である。株主による高い配当、自社株買いの要求が、本来、投資に向けられるべき資金を株主還元に向け、長期投資の低迷を招くというのである⁽⁵⁾。この2つの見方は、いずれか一方が全面的に正しいというわけではなく、過去30年の日本経済の経験の一面をそれぞれが捉えていると見るべきである。本稿では、日本経済の盛衰と企業統治システムの進化に即してこうした対立する見方がどの局面で妥当するかを検証したい。

第2の限定は、上場企業のガバナンスに注目する本稿の射程である。そもそもガバナンスは、上場企業約4000社の問題であるから、数において圧倒的な非上場の中堅・中小企業は視野から脱落する⁽⁶⁾。しかも、その上場企業のガバナンスの改善も日本経済の成長とは必ずしも同義ではない。しばしば合成の誤謬とも指摘されるように、「日産自動車にとって良いことは日本にとって良い」という命題は企業の多国籍化が進展した現代にはもはや成立しない。例えば、事業再組織化の促進による資本効率の引き上げは、直接にはその企業の投資の減少、資産の圧縮を意味する。もっとも、この場合には、引き上げられた資源が、国内のベストオーナーに移転する限り、長期的には資源配分効率を引き上げる。しかし、この資源が、対外証券投資やクロスボーダー M&A に向けられれば、国内の投資や産出量、雇用の増加には直接繋がらない。このように、

(5) 古くは伊丹(2000)、近年では河野(2025)、中村(2017)がこの側面を指摘している。

(6) 中小企業では多くのケースで、経営者と株主は一致しているから、経営者のエージェンシー問題は発生しない。

ガバナンスの改善による資本効率は、企業成長と同義でなく、仮に企業成長をもたらしたとしても、マクロ的な投資の成長に繋がらない場合がある。本稿ではこの点に注目して、企業システムの進化と日本経済の盛衰のダイナミクスに接近したい。

以下本稿は、次のように構成される。次節では、日本企業システムの形成過程と、1980年前後までのそのポジティブな機能、バブル期以降の機能転換を簡単に整理する。3節は、銀行危機以降の企業統治改革の第1の波の実態とその結果発生した企業行動の変化を扱う。第4節は、安倍内閣による企業統治改革の第2波とそのインパクトを分析する。最終節は企業収益の回復が顕著なコロナ禍後の展望である。

II. 日本型企业統治システムの形成とその機能

II.1 歴史的形成

日本型企业システムは、1970年前後に完成し、その後1990年代半ばまでは30年にわたって著しく安定的であった。その歴史的形成については、戦後改革に起点を求める通説に対して「戦時源流論」,⁽⁷⁾「1940年体制論」がシステム形成における戦時の重要性を強調してきた⁽⁷⁾。この主張は、従来十分に顧みられていなかったシステム形成における戦時の重要性を指摘した点で重要な貢献があった。しかし、その形成を全体的に見ると、日本企業システムを構成するサブシステムはそれぞれ異なる起源をもち、それらが相互に補完的なシステムとして定着したのは1970年前後であるというのがバランスの取れた見方であろう(表1)⁽⁸⁾。

例えば、長期雇用の慣行は、両大戦間期に労働力不足に直面した重化学工業大経営において、熟練労働力の囲い込みを主たる動機として形成された(橋本

(7) 岡崎・奥野(1993), 野口(1995) 参照。

(8) そうした見方を代表するものとして、例えば、橋本(1996) 参照。

表1 日本企業システムの変化

	戦前	戦時	戦後改革	高度成長期	1970-1995 安定期
所有構造	・分散＋支配株主（財閥）	・軍需企業の分散の進展	・GHQ による徹底的な株式の分散化	・1950-55：企業集団の再結成 ・1968：株式買取機関放出株の嵌め込み	・「親引け」による安定化
企業・銀行関係	・アームスレングスな関係（財閥系銀行）＋ ・機関銀行	・長期関係の形成 ・1939：シンジケートローン ・1944：指定金融機関制度	・企業再建整備＝指定銀行による再編整備計画の承認	・メインバンクシステムの形成	・銀行によるモニター ・財務危機企業の救済慣行の定着
ボード・報酬	・外部経営者市場	・軍部・官僚の進出	・財界追放 ・内部経営者市場 ＋低いPay ratio	・経営者交代の年功序列化	・大きなボード ・定期的交代
雇用関係	・労働力確保のための長期勤続	・産業報国会の設立	・企業別組合の拡大 ・生活給＝年功賃金の起点	・企業別組合の定着	・解雇濫用規制の法理の定着。

1984)。また、日本に特有の企業別組合の原型は戦時の産業報国会の結成にあり、年功的賃金は戦後改革期の電産型賃金における生活給・年齢給がその普及の起点となった。雇用保障の慣行は、高度成長期に年功的な賃金体系の拡大と並行して普及し、最終的に1970年代の解雇権濫用規制の法理の定着によって確立を見たというのが標準的な理解であろう⁽⁹⁾。他方、典型的に戦時がその起源とみられるのは、戦前にはアームスレングスな関係が支配的であった企業・銀行関係である。大口貸出にあたって複数行が協調融資を通じてリスクを分散するという慣行は、戦時のシンジケート・ローンの組成によって形成され、企

(9) 客観的に合理的な理由を欠き、社会通念上相当と認められない解雇は無効とするという基本原則であり、1975年日本食塩製造事件の最高裁判決で確立した。

業と主要行の間の一対一の関係が全面化した起点は1944年の軍需会社指定金融機関制度に求められる（寺西1993，宮島2004）。

以上に対して，企業間の株式相互持合いは，戦後改革期の財閥解体による家族中心の株式所有の徹底的な解体と証券民主化によるその再配分を出発点として，1950年代前半の企業集団の再結集，証券不況後の株価維持機関の放出株の「はめ込み」，さらに1971～72年の公募発行増資における発行企業による引受先の指定（「親引け」）によって完成した（川北1995，Franks et al. 2014）。同様に，インサイダーからなる取締役は，直接には大株主の代表や創業家の比重の高かった旧経営陣を徹底的に排除した戦後の財界追放の産物であり，長期雇用の形成と並行して進化し，1970年頃に，業績の如何にかかわらず，「社長すら年功ルール」によって3期6年，長くとも4期8年で交代するという慣行とともに定着した（伊丹1995，宮島・青木2002）⁽¹⁰⁾。

II.2 絶頂期：成長促進のメカニズム

以上の日本型の企業統治システムは，高度経済成長期（1955～73年）から安定成長期（74年～85年）の成長を支えた制度的基礎であった。企業成長を促進したメカニズムは，以下のように理解できる。

第1に，メインバンク関係が，非対称情報の緩和を通じて企業の投資を促進した。高度成長期から安定成長期にかけてマクロ的に企業部門は常に大幅な貯蓄不足であり，規制によって資金調達が事実上銀行借入に限定されていた1980年代初頭までは，特定の銀行（メインバンク）との長期関係が，資金制約に直面する企業にとって死活的な意味をもった。こうした環境の下で，長期

(10) 宮島（1998）によれば，戦後50歳代であった社長の平均年齢は1970年代には64歳に達し，逆に平均在任期間は7年を下回った。社長の在任期間の短期化は1980年代にさらに進展した。また，この交代頻度の上昇，在任期間の短期化と並行して，取締役数も増加していた。1968年には16.7人であった平均取締役数は，減量経営の最中にあった1977年には18.4人に増加し，取締役・従業員比も，68年の493人に1人から77年には303人に1人になった。

関係によって顧客の私的な情報を蓄積したメインバンクが企業の投資計画を審査する体制は、借手との間の非対称情報を緩和し、社会全体のモニタリングコストを引き下げる一方、投資の内部資金制約を緩和した。Hoshi et al. (1991) は、1965年から86年の日本の製造業企業を対象とする投資関数の推計を通じて、銀行系列に属する企業の方が投資の内部資金感応が低いことを示した。

第2に、株式相互持合いが利益の変動に非弾力な配当政策の選択を可能として、内部資金の上昇を介して設備投資を促進した。上場企業の配当性向は、個人株主の比重が高かった1950年代の50～60%から相互持合いが完成した1970年代には25～35%まで低下した。さらに重要な点は、配当の利益感応度が著しく低下したことである。配当の利益弾力性の推計値は、1950年代の0.37に対して1965～73年には0.17に低下し、70年代以降はわずか0.04前後で推移した（橋本他2019：108）。配当は利益の変動とは無関係に安定的（固定的）に分配される傾向を強め、対応して次期の投資に充てる残余（内部留保）の割合が上昇した。1990年代まで30年間にわたって継続したこうした配当政策は、配当利回りの低下をもたらすから一見株主に不利のように見えるが、企業が豊富な投資機会に直面し、投資の拡大が将来収益の拡大をもたらす限り、少数株主にとっても合理的な選択であった。

第3のメカニズムとして、長期雇用による企業成長期の人口ボーナスが指摘できる。この効果は両大戦間期の重化学工業大経営の間ですで見られたが（橋本1984）、高度成長期に全面化することとなった。長期雇用下の勤続年数と相関の高い賃金システムでは、企業に新卒者として入社した後のキャリアの前半の賃金は、限界生産性賃金に比べて低く設定され（過少支払い）、キャリアの後半になるとそれを上回る（過剰支払い）という特徴をもつ。こうした賃金体系のもとでは、企業の成長期には、旺盛な新規採用が進展するため、過小支払いの若年者の従業員全体に占める比重が上昇するため平均賃金が低下する。この賃金コストの低下による期待収益の上昇が高投資を支える一つの条件

となった。

最後に、1980年代までの日本企業の経営の規律は、メインバンク、より一般的には負債による規律によって支えられていた点が重要である。株式相互持合いの完成は、資本市場の規律を事実上遮断し、企業経営者のモラルハザードを生み出す恐れがある。これを解決したのは、メインバンクによる経営陣の監視、より一般的には利払いが不可能となった時点で経営権が債権者に移転するという負債の規律（デフォルトによる規律）であった。財務危機に直面すると銀行が介入するという脅威が経営者、内部者の努力水準を引き上げ、またメインバンクは財務危機に陥った企業を救済し、これが長期雇用を保障する一方、人的資産の散逸に繋がる過剰清算を回避するメカニズムとなった（Aoki 1988, 1994, Sheard 1989）。

II.3. 機能不全：過剰投資の誘発

1) 資本市場の規制緩和と銀行離れ

1980年代初頭まで投資を促進したとみられる日本型企业システムは、1980年代半ば以降には、むしろその機能を過剰投資の誘発の方向に転じた。その機能転換のメカニズムは、次のように理解できる。

1980年から進展した金融自由化により、これまで厳格な適債基準によって規制されていた企業の社債発行がユーロ市場から順次自由化され、新たに適債基準を満たすことができた優良企業が資金調達を急速に社債へシフトさせることになった。上場企業のうち、成長可能性が高く、デフォルトリスクが低い企業がシステマティックに社債に移行して、銀行離れが進展した（宮島・蟻川1999）。その結果、都市銀行は、製造業を中心に優良融資先を失い、その代わりに建設、不動産、流通、さらには、従来取引の少なかった中小企業部門への貸出しを拡大することとなった。しかも、その際重要な点は、これらの部門への新規貸出は、これまで取引関係が乏しかったために、主として土地担保金融

を利用したことである。優良貸出先を失った銀行による土地担保金融にもとづく融資の拡大が、バブル期の過剰投資を支えた一つの要因であった。

2) 1990 年代以降：バブル崩壊後

1991 年に資産価格バブルが崩壊し、不良債権問題が発生した。この不良債権の増大は、当初、土地投資への比重の高かった 3 部門（建設・流通・不動産）に限定された局所的な問題と理解された。これらの 3 部門に対する金融機関の姿勢は、いずれ土地価格の低下は終息するというそれまでの経験に基づく楽観的な期待に支えられており、そのため資産価格の低下の進行にもかわらず、これら 3 部門と中小企業部門ではむしろ貸出しは増加していた。この当時「追い貸し」と呼ばれた追加融資は、1990 年代末まで継続した。

この結果、利払い不能となったにもかかわらず金融機関の追加支援によって生き延びるいわゆるゾンビ企業が大量に発生した。この見方の提唱者である Caballero et al. (2008) によれば、1990 年代後半に利払い不能であるにもかかわらず追加支援で生き延びているゾンビ企業は、東証 1 部上場企業の 14 ～ 18% 程度を占めた。また、その後のやや定義を厳密にした中村・福田 (2013) の推計でも、ゾンビ企業の比重はピークの 1998 年と 2001 年に 15% を超えたと試算されている⁽¹¹⁾。

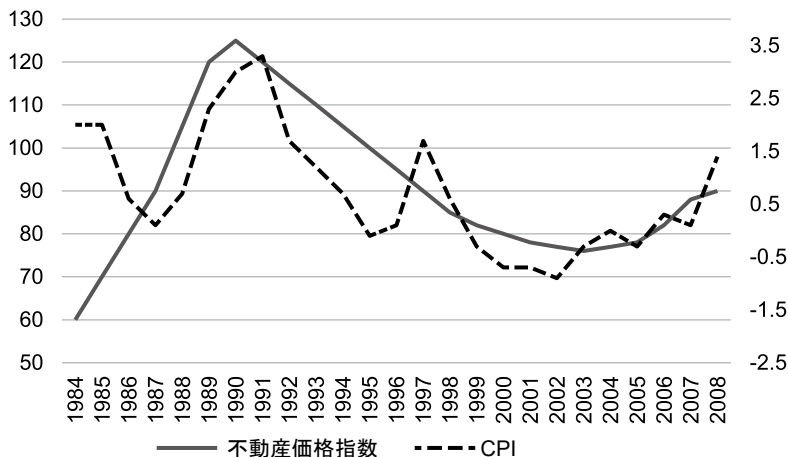
Ⅲ. 銀行危機と企業統治システムの再編成

Ⅲ.1 企業統治改革の第 1 の波

バブルの崩壊は、1997 年銀行危機を通じてピークに達した。これまで資産価格のみにとどまっていた価格低下が全ての商品に波及し、日本経済は戦後初めて深刻なデフレに直面することとなった（図 2）。この背後には、資産価格

(11) この間の事情については、星・カシャップ (2013) が的確な整理を与えている。

図2 資産価格とCPIの動向



注) 不動産価格はBIS Residential Property Price Index (2010=100), CPIは、世界銀行資料、対前年伸び率(右目盛り)。

の低下を起点とするホームメイドの要因だけでなく、中国を中心とする新興国の工業化の進展の結果、安価な中級財が世界市場に供給され、日本の製造業が強い国際競争にさらされるという経済環境の構造変化があった。

デフレの進行は、当時3つの過剰と呼ばれた過剰設備、過剰負債、過剰雇用を深刻化させた。デフレに伴う需要の縮小は稼働率の低下、資産の遊休化を招き、この遊休資産化による収益の低下が過剰負債と過剰雇用を顕在化させることとなった。この過剰負債問題は2002年にピークに達し、この年の失業率は5.4%を示した。

銀行危機後の経済停滞に対して歴代内閣が対処療法的な財政政策による支援に終始したのに対して、2001年4月に成立した小泉内閣(竹中金融担当大臣)は、不良債権問題の抜本的解決に取り組む一方、日本経済の停滞の原因を金融規制などの過度の規制に求め、「聖域なき構造改革」を推進した。その経済政策は、新自由主義的な「小さな政府」の思想に基づき、市場にできることは可

能な限り市場に任せるという方向性を明確に打ち出した。郵政民営化に代表される民営化、各分野の規制緩和、金融システム改革と不良債権処理の加速化と並んで、企業法制・市場制度改革が取り組まれ、その中心が会社法改正、会計制度の厳格化（公認会計士への責任強化）にあった。企業統治改革の第1の波とも呼ぶべきシステムの再編成が始まったのである⁽¹²⁾。

Ⅲ.2 外部ガバナンスの変容

1) 銀行危機とメインバンク関係の解体

一般に企業統治システムは、資金提供者と企業（経営者）との関係を示す外部ガバナンスと、経営者をモニターする取締役会機構、並びにその努力を動機づける報酬制度を軸とする内部ガバナンスとからなる。銀行危機から小泉内閣期に、日本の企業統治システムに発生した変化は大きかったが、それは上記両面のうち、とくに外部ガバナンスにおいて顕著であった。

まず、メインバンク関係といわれた企業・銀行関係が大きく変化することとなった。深刻な不良債権問題に直面した都市銀行は、統合による財務体質の強化が不可欠となり、その結果、10数行あった都市銀行が、最終的に3メガバンクとりそな銀行に統合された。小泉内閣の金融再生プログラムは2004年3月までに不良債権の半減を目指し、その一環として厳格な債権者区分が導入された結果、銀行の貸出姿勢がこれまでの追加融資・追い貸しを典型的とする姿勢（soft budget constraint）から、一転して厳格な審査に基づく貸出姿勢（hard budget constraint）に転換し、一部では、本来資金を供給すべき質の良いプロジェクトに対する「貸渋り」や、甚だしい場合には、「貸剥がし」が問題となった。こうしてメインバンクが顧客企業の資金調達に責任をもつという関係が変化することになった（Arikawa/Miyajima 2007, 蟻川他 2017）。

(12) この他にも、これまでの取得原価主義に基づく簿価会計から時価会計への転換や、連結会計への移行が重要な意義をもった。

また、銀行部門は、この不良債権処理のために保有株式の売却に積極化した。金融再生プログラムは、当時、総資産の15%程度を占めた銀行の株式保有を、自己資本と同水準の8%まで圧縮することを求め、大規模な保有株の売却が不可避となった⁽¹³⁾。もっとも、主要行は、このプロセスで保有銘柄を均等に圧縮したわけではない。速やかな不良債権処理に迫られた銀行部門は先ず流動化の容易な株式、つまり、規模が大きく、パフォーマンスの高い銘柄から売却し、その結果、銀行の株式保有ポートフォリオは大幅に劣化することとなった(Miyajima/Kuroki 2007, 宮島・新田 2011, 及び表2)。

最後に、銀行間の債務負担ルールが変化した。これまでのメインバンクシステムの下では、顧客企業が財務危機に陥った場合、メインバンクが協調融資に参加した他行よりも大きな負担を負うことが暗黙のうちに合意されていた。しかし、財務健全性を悪化させた主要行は、いまやあまりに多くの顧客企業が財務危機に陥ったため、この履行が不可能となり、最終的にプロラタ・ベースの債務負担方式に移行することになった。こうした救済慣行の変化は財務危機に陥った企業に対して役員を派遣し、救済のイニシアティブを取るというこれまでのメインバンクシステムの特徴的な慣行の後退にも現れている。表2によれば、上場企業の銀行派遣役員は、1990年代半ばの0.25人から2013年には、0.13人に減少した。

こうして長期関係を基礎とした企業・銀行関係は、アームスレングスな関係へと大きく変容し、リーディング企業との間ではメインバンク関係はほぼ解体したと評価できる(蟻川他 2017)。

(13) 政府(金融庁)は、この大量の株式売却が市場に与えるショックを緩和するため、2002年11月に銀行界と共同して銀行等株式買取機構を設立した(Miyajima/Kuroki 2007)。また、2001年の商法改正により金庫株(自己株式)保有を解禁したのも、持合い解消の支援の一環であった。

表2 メインバンク (MB) 関係

パネル1：株式保有比率と役員派遣

	主取引先が 5年前と同じ(%)	MB 株式 保有比率(%)	MB から 役員派遣数(人)
1990	97.0	4.19	0.25
1996	96.5	4.07	
2006	91.0	2.47	0.22
2013	90.9	2.28	0.13

パネル2：メインバンク関係と企業の属性

	メインバンク 関係	N	MB 関係の 強い企業の 割合	資産規模 (億円)	ROA	トービンの q	負債比率
1990	YES	334	87.2	333	4.7	1.81	63.4
	NO	49	12.8	140	5.6	1.97	59.7
1997	YES	333	82.6	322	2.9	1.12	60.2
	NO	70	17.4	167	4.1	1.27	55
2005	YES	170	43.7	170	3.2	1.37	52.3
	NO	219	56.3	390	6.2	1.94	47.8
2013	YES	137	39.5	163	2.8	1.09	50.2
	NO	209	30.5	502	4.1	1.33	45.7

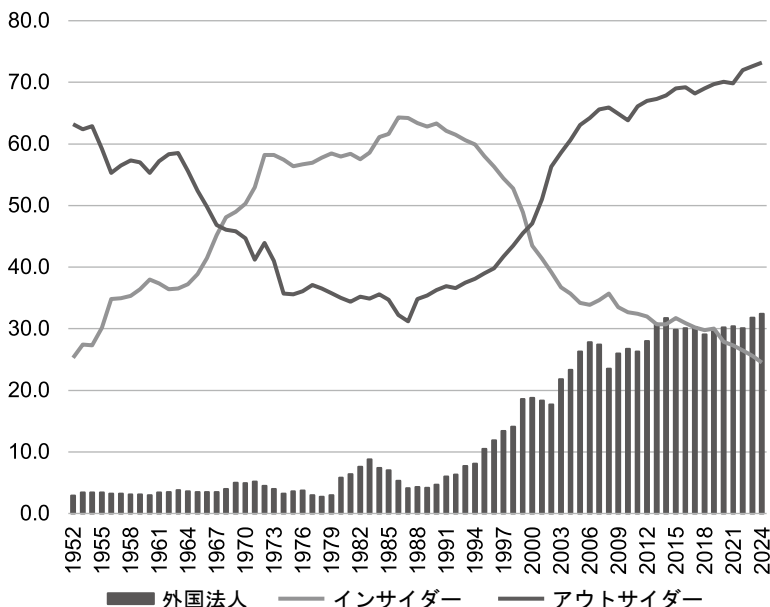
出所：蟻川・宮島・小川 (2017)。パネル1のサンプルは、東証1部上場企業のうち借入明細の継続的に判明する企業。メインバンクは、東洋経済の『会社四季報』から特定化された主取引銀行が5年前と同じケースで特定した。銀行からの派遣役員の1990、1996年は、1990-97年の派遣役員の数の平均。パネル2の「MB関係が強い」とは、MBが3%以上株式を保有するケース。

2) 株式所有構造の変化：インサイダー所有の後退

外部ガバナンスの面では、以上の企業・銀行関係と並行して、銀行、取引先等の法人（インサイダー）優位の所有構造が大きく変化した。既述の通り不良債権処理のための大規模な保有株式売却の結果、東証1部上場企業の発行株に占める銀行部門の株式保有の割合は、1990年代半ばの15～16%から2004年

には5%まで急激に低下した（図3）。個々の企業・銀行関係に即してみれば、1990年代半ば以前には、主要銀行は、多くの場合自らをメインバンクとする顧客企業の発行株を規制上限の5%まで保有し、そのため1990年のメインバンク保有比率は平均4.2%を示した。しかし、銀行危機後の保有株の売却を経て、この比率は2006年には2.5%まで低下した（表2）。並行して、かつて「物言わぬ株主」、「サイレント・パートナー」と言われた生命保険会社も、厳格となった資本規制への対応力のために株式保有を圧縮し、東証1部上場企業の時価総額に占めるその保有比率は1990年代半ばの15%から2006年には7%まで低下した。

図3 株式所有構造の長期推移



（注） インサイダーは、事業法人、地銀、生損保、その他金融機関の合計、アウトサイダーは、個人、証券会社、信託銀行、外国法人の合計。

出所：東京証券取引所，株式分布調査。

これに代わって保有比率を高めたのは、海外機関投資家であった。そのシェアは1990年代7～8%から2006年には28%に達した。もっとも、この所有構造の変化も上場企業で均等に発生したわけではない。海外機関投資家には、時価総額が大きく、流動性が高く、よく知られた企業を選好するという強い投資バイアスがあり、その投資対象は、事実上モルガンスタンレー・コーポレートインデックス（MSCI Japan）の構成銘柄、約300社に限られていた（宮島・新田2011）。これらの優良企業を中心にインサイダー（銀行、生命保険）からアウトサイダー（海外機関投資家）への株主構成の急速な変化が生じたのである。

2000年代の外部ガバナンスにおけるいま一つの大きな変化は、アクティビスト・ヘッジファンド（以下、アクティビスト）の登場であった。1970年代前半に安定株主化が完成して以来、日本企業は敵対的買収やアクティビストの介入の脅威と長らく無縁であった。しかし、銀行危機以降の劇的な所有構造の変化と並行して、日本企業は戦後初めてこうした脅威に直面した。村上ファンドによる日本放送に対する買収提案、スティール・パートナーズによるブルドッグ事件に象徴されるこのアクティビストの第1の波のターゲットは、キャッシュリッチで、ガバナンス面で問題を抱える中小型企业に集中した（Hamao/Matos 2018）。また、興味深いことに、この局面では、ガバナンス構造の革新、財務政策の変更などの彼らの株主提案は、内外の伝統的な機関投資家（アクティブファンドやインデクスファンドを運用する投資顧問、信託銀行）の支持を得ることはなく、両者はこの局面では独立した関係にあった。

3）内部ガバナンス改革：経済界の激しい反発

小泉内閣期には、日本企業を特徴づけた内部昇進者から構成され、規模の大きな取締役会や業績連動度の低い報酬制度が再検討の対象となり、その改革が取り組まれた。この背景には、少数株主保護の強化を目的に、独立社外取締役の増員や株価連動報酬の導入を通じて企業統治を整備し、収益の改善を図る方

向が、1992年の英国のキャドベリーコード以来、世界的潮流となったという事情があった⁽¹⁴⁾。

第1に経営と監督の組織的分離、取締役会のダウンサイズ、社外取締役の導入が図られた。このうち、「大きな」取締役会は、意思決定の遅れやその質の低下の要因として企業経営者にも強く意識されていた。例えば、1997年のトヨタ自動車の取締役メンバーは56人を数え、ソニーも38人に達した。同様に、東芝、三菱重工の取締役総数はそれぞれ33人、40人であった。この「大きな取締役会」という特徴は、地位（職位）を従業員に対するインセンティブ付与の中心に置いた日本企業の組織的進化の論理的帰結であった。しかし、いまやこうした「大きな」取締役会が意思決定の遅れ、経営の質の低下の重要な要因と理解された。1997年のソニーの導入を皮切りに、監督と執行の組織的分離を図る目的で執行役員制が導入され、その結果、取締役会のダウンサイズも実現された。東証1部上場企業の平均取締役数は、1998年の21人から2004年には、9.5人に縮小した（後掲 図5）⁽¹⁵⁾。

もっとも、第2に、日本企業の実行役員制に、企業から独立した社外取締役を導入する試みは、経済界からの強い反発に直面した。経営者の自由裁量が制約されることを懸念する当時の経済界では、重要事項の決定にはその企業に固有の知識が不可欠であるとして、日本企業の実行役員制に米・英に倣って社外取締役を選任する必要はないというのが主流的理解であった。その結果、2002年の商法の改正によって取締役機関として従来の監査役会設置会社に加えて、委員会等設置会社（現指名委員会等設置会社）の選択が可能となったが、それを選択する企業はごく少数にとどまった。この間、上場企業の社外取締役数は、1990年の0.4人（2.1%）から2006年に1.1人（10.8%）に上昇したにとどまり、

(14) CGコードの世界的普及のプロセスについては、Fauver et al. (2017), Kim/Lu (2013) 参照。

(15) かつて取締役メンバー（いわゆる平取締役）に選任されることが従業員の昇進競争の最終的なゴールであったが、執行役員制の導入によって、執行役がこのエントリーポジションとなった。この意味で、執行役員制の導入は、日本企業を特徴付けたランクヒエラルキーと矛盾しない。

証券取引所の上場ルールで過半数の選任が義務付けられた米国，3分の1以上が標準となった英国等と比べると内部昇進者が圧倒的に優位な構造に変化はなかった。また，削減されたとはいえ，内部昇進の取締役は執行役員を兼務し，取締役会がオペレーショナルな決定を担うというマネジメント・ボードの性格に変化はなかった¹⁶⁾。

第3に，経営者と株主の利益のアライメントを図る仕組みとして1997年の商法改正を通じて，ストックオプションの導入が可能となった。米国では，1990年代に企業の競争力の回復とCEO報酬の顕著な上昇が並行して進んだことが注目を集め，日本でもストックオプションの導入が一時的にブームとなった。しかし，株価が低迷した当時の環境も加わり，実際にはその導入は極めて限定的なものにとどまった（花崎・松下2010）。その結果，日本企業の報酬水準も報酬に占める株価連動報酬の割合も殆ど変化がなかった（Kubo/Saito 2008）。

以上の通り銀行危機を背景に外部ガバナンスが大きく変化する半面で，取締役会機構の革新や社外取締役の導入，報酬制度の変更といった内部ガバナンスの変化はこの時期には乏しかった。

4）雇用システムの改革

銀行危機以降，過剰雇用に直面した日本企業は，大規模な雇用調整の必要に迫られた。しかし，その手法は，石油ショック後の雇用調整と全く同様の伝統的な手法，つまり，指名解雇は可能な限り避け，希望退職の勧奨，出向，新規学卒者の採用の抑制を通じて雇用を調整するという方法に終始した。その結果，過剰雇用の解消は遅れ，「経済白書」が全産業について調整の終了を確認

¹⁶⁾ 企業統治改革がクロスボーダー M&A に与える影響を分析した Kim/Lu（2013）は，2002 年の会社法改正が日本のコーポレートガバナンスの実態に影響を与えるのではなく，他国の企業統治改革とは同等に扱えないと評価している。

したのは、2006～7年である⁽¹⁷⁾。この雇用調整で明確となった新たな傾向は、新規卒者の採用に極度に慎重になった企業が不足する労働力を非正規雇用の増加によって補ったことである。その結果、1990年代まで20%前後で安定していた非正規雇用者の比率が2000年代を通じて15%ポイント上昇し35%を超えた⁽¹⁸⁾。企業の就業者の年齢プロファイルはこの時期に大きな歪みが生じ、正規雇用と、非正規雇用者の賃金、処遇の格差が大きな社会問題となった。

また、過剰雇用の深刻化は、従来の日本の賃金システムの再検討を促し、年功序列賃金の修正と、成果主義賃金の導入が試みられた。もっとも歴史的に職能給で編成されていた日本企業の雇用現場で、成果給を導入する試みはしばしば大きな困難に直面し、試行錯誤を伴った。ただ、共通の傾向は、年功序列カーブのフラット化が進展することになった。

5) 企業統治システムの多様化

以上のように、2000年代前半の再編成を経て、伝統的な日本企業の統治システムは、かつての同質的な構造から大きく多様化した。Jackson/Miyajima (2007) は、企業統治改革の第1の波が一段落した2004年を対象に、クラスター分析という手法で分析を試み、日本企業の統治システムが多様化し、伝統的な日本企業(J-firms)に加えて、ハイブリッドな企業統治システムをもつ企業群が出現したと主張した。

このハイブリッドな企業群は、規模が大きく、海外売上比率の高い、それゆえ海外機関投資家の投資対象となったリーディング企業からなり、関係ベースの雇用システムを維持しながら、市場ベースの外部ガバナンスと部分的に市場

(17) 経済白書 2007 年版。なお、同 2005 年版は、2004～2005 年に製造業において過剰雇用がほぼ消失したことを指摘している。また、この点、労働政策・研修機構 (2023) pp.139-149 を参照。

(18) 他方、Kambayashi/Kato (2017) は、2000 年代から 2010 年代前半にも勤続年数 10 年以上の従業員の労働移動は安定しており、内部労働市場が引き続き実質的に機能していることを報告している。

ベースの内部ガバナンスという異なったモードが結合している点に特徴があった。他方、その反面、2000年代初頭には殆どの日本企業では、いぜん関係ベースの外部、内部のガバナンスと組織構造が維持されており、その意味で伝統的な日本企業としての特徴を維持している企業が企業数においては多く存在していた⁽¹⁹⁾。

III. 3 保守的企業行動への転換

1) 株式所有構造の影響

では、以上の銀行危機以降の企業統治システムの変容は、企業行動にどのような影響を与えたのか。

2000年代初頭の企業統治システムの進化は、内部ガバナンスに比べて外部ガバナンスにおいて顕著であったから、焦点の一つは、海外機関投資家の保有比率の増加の効果である。この点に関して、内外の機関投資家の株式保有比率が企業価値や企業業績と正の相関を示すことが多くの研究によって明らかにされている⁽²⁰⁾。もっとも、この結果は、単に相関を示すのみで、海外機関投資家が新たな経営の規律付けのメカニズムとして企業経営に正の影響を与えたことを意味しない。むしろ、海外機関投資家が急速に増加したこの局面では、海外機関投資家が業績の良い企業を選別して投資した点を反映した側面が強い。また、仮にそうした規律付け効果があったとしても、国際分散投資の一環として日本株の保有を増加させたアクティブ・ファンドは、投資対象にコミットする例は少なかったから、この時期の経営の規律のメカニズムは退出（exit）を中心とした経路と考えてよい。

(19) この伝統的日本企業は、①相互持合い比率の高い経営者企業、②創業者一族が支配する「ファミリー企業」、③親会社が支配株主である「上場子会社」から構成されている。これらは時価総額が比較的小さく、企業年齢が高い。詳細は、Jackson/Miyajima (2007), p.36 を参照。

(20) Miyajima/Kuroki (2007), 宮島・保田・小川 (2017)。後者は、固定効果モデル、及び 2SLS 等を利用して、逆の因果関係のコントロールを試みている。

株式所有構造の変化のインパクトに関するもう一つの焦点は、2000年代に登場したアクティビストの役割である。Hamao/Matos (2018) 以来の一連の研究によってこのアクティビストの第1の波では、①株主提案が承認されたという意味でその成功確率が国際的に見て著しく低かったこと (Becht et al. 2017)、また、その機能については、②5%以上の大量買い付けが明らかとなった時点の市場の反応はポジティブであること、しかし、③長期のパフォーマンスに対する効果は、負であることが明らかとなっている。アクティビストの介入は直接に経営効率の改善には結びついていない (鈴木 2025)。

さらに、アクティビストにとどまらず、機関投資家、特に、国際分散投資を中心とする海外機関投資家の時間的視野は近視眼的であり、そのためR&Dや、リスクの高い大型投資に対して負に影響した可能性が考えられる。しかし、2000年代に関する推計はそうした結果を示していない。むしろ、われわれの実証研究では、R&D投資と海外機関投資比率の間には正の相関がある⁽²¹⁾。この推計も因果関係を十分に測定できていないが、少なくとも「機関投資家が長期投資を犠牲とする機能」を果たしたとは言えない。実際、海外機関投資家にとってR&Dの減少は「悪い知らせ」と捉えられていた。2000年代に海外機関投資家の急激な増加が、近視眼的な経営を促進したという見方はあたらぬ⁽²²⁾。

以上のように、海外機関投資家は、徐々に経営の規律のメカニズムとしての重要性を高めた。しかし、ここで改めて注意すべき点は、そうした規律付けが機能し始めたのは、MSCI Japan 構成銘柄であるリーディング企業に限られていたことである。その反面で、中・小型株を構成する企業は、所有構造の変化が遅れていた。流動性が低く、銀行依存度の高い伝統的日本企業では、銀行の株式保有はいぜん維持されていた。また、銀行危機以降、事業法人間の持合い

(21) 蟻川他 (2011)。また、田中 (2018) は、大型投資が外国人保有の増加に正に感応していると報告している。

(22) 宮島英昭「企業統治—重み増す機関投資家：業績、外国人比率と連動性」日本経済新聞「経済教室」2011年9月26日。

は殆ど変化せず、東証1部上場企業の保有主体別分布における事業法人の保有比率は、20%程度で安定し、事業法人間の持合いはいぜん強固であった(図3)。

2000年代、ガバナンスが企業行動に悪影響を与えた経路は、上記の外部ガバナンスの変化の遅れた企業を中心に、安定保有、株式相互持合いが、保守的な企業行動の基盤となったとみられることである。Miyajima/Kuroki (2007)は、1995～2000年代初頭を計測期間として、安定株主比率、銀行持株比率とROA、トービン q との間の負の相関を報告している。また、宮島・齋藤(2023)は、企業統治改革の前夜の2012年について、相互持合い比率と、ROA、トービンとの間の q との間の負の相関を報告している。さらに、Ikeda et al. (2018)は、因果関係をより明確にする方向で研究を拡充し、安定株主、相互持合い比率が高く、経営者が資本市場の規律から隔離されている企業ほど、投資率、R&D投資比率、その変化率が小さいことを発見して、経営者は「Quiet Life (安逸な生活)」を享受し、リスクの高い投資(大型投資)や事業再編などの“困難な意思決定”を回避するという実証結果を示した。

2) 中核従業員の雇用保障と投資の低迷

企業統治システムが2000年代の投資の低迷に寄与したとみられる第2の経路は、中核従業員の雇用保障を最優先する仕組みが、投資の低迷の条件となったことである。既述の通り経営者が従業員集団から選任される点で従業員集団の影響力が強いという企業統治の特性は、深刻な過剰雇用に直面した2000年代初頭の局面でも大きな変化を示さず、そのことは、伝統的な雇用調整方法を選択したことに現われていた。希望退職の勧奨や出向の利用と新規採用の抑制を中心とするこの雇用調整は、従業員の平均年齢を引き上げ、相対的に高賃金の従業員の割合を引き上げることを通じて平均賃金の上昇に繋がった。過剰雇用自体は、既述の通り2005年前後に解消されたと報告されているが、その後も、この平均賃金の上昇効果が、収益の悪化を介して、投資の低迷をもたらしたと

みられる。梅田他（2017）は、1998～2013年の対象とする推計で、従業員の高齢化が、人件費を増加させ、利益（したがってトービンの q ）を押し下げ、投資を抑制しているという結果を報告している⁽²³⁾。高度成長期と逆のメカニズムが作用したのである。しかも、この伝統的な雇用調整の継続のインパクトは、単に収益率の低下を介して投資を制約したばかりではない。急速に比重を上昇させた非正規雇用者の所得の低迷を介して、総需要面からも投資を制約する面もあった（河野 2025）。

3）メインバンク制の解体と負債の圧縮

企業統治システムが、投資を圧縮した第3の経路は、メインバンクシステムなどのリスクシェアリングの仕組みが後退したために、財務面から投資を抑制するメカニズムが作用したことである。メインバンクシステムの解体は、「いざという時」（財務危機時）に、メインバンクの救済が期待できなくなったことを意味した⁽²⁴⁾。このリスクシェアリングの仕組みの後退がデフレの進行と相まって、経営者の意識する「最適な」負債水準を引き下げたと見られる。過剰債務が基本的に解決した2005年以降も、企業が負債の圧縮（deleveraging）を継続させた一因もここにあった。その結果、設備投資は、自己資金（内部資金）の範囲で行い、負債に依存した設備投資を回避するという行動が一般化した⁽²⁵⁾。

この点は、投資を説明する十分統計量であるトービンの q に内部資金を加えた投資関数の推計によって明らかにされている。中村（2017）は、過剰債務

(23) 梅田他（2017）は、さらにトービンの q を介しない直接的経路（組織の中間レベルでの意思決定の保守化や、高齢従業員比率の高まりによる企業活力の低下）を指摘している。

(24) 銀行危機後の株価の急落の結果、持合い（政策保有株）の評価益（含み益）が減少したことも、リスクシェアリングのメカニズムの後退に付け加えてよい。

(25) 企業部門の過剰債務と表裏の関係にある銀行部門の不良債権問題が峠を越えたのは、2003年度末（04年3月）である。また日本銀行は、バブル崩壊後の「金融循環の停滞」が2005年前後に解消したと分析している（Bank of Japan 2005, 日本銀行 2025）。

問題が峠を越えた 2004 ～ 2008 年度には、資金（貯蓄）過剰（ $I > S$ ）の状況になったにもかかわらず、投資が内部資金に大きく感応する事実を見出し、これを「無借金状態を維持するために投資を抑制する『疑似資金制約』の行動」と呼んだ。そして、その動機として、経営者の保身と予備的貯蓄が強いとの見方を示した。また、世界金融危機後には、疑似資金制約の特徴は弱まったものの、過去の経営危機の経験が予備的貯蓄の動機を高め投資を抑制する経路が存在したと指摘している⁽²⁶⁾。

IV. 4. 企業統治（CG）改革の第 2 局面：アベノミクス下の改革

IV. 1 低収益と保守的行動

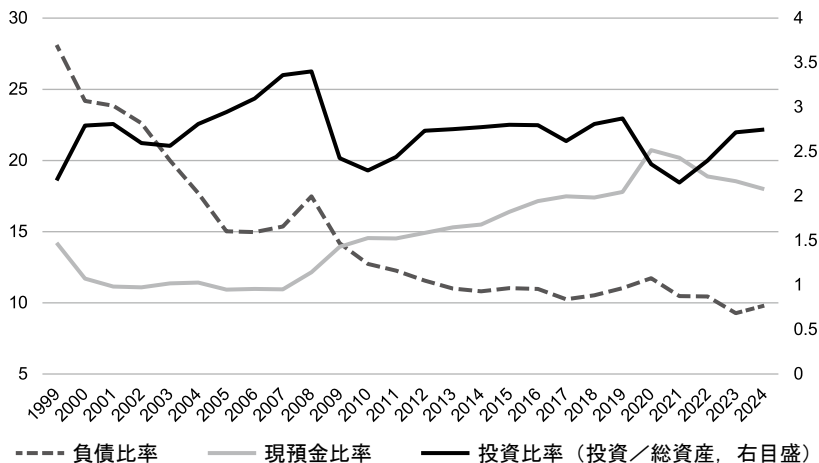
世界金融危機は、証券化商品への投資が少なかった金融機関の打撃が軽微であったにもかかわらず、米国を起点とする世界需要の急速な減少を介して、日本経済に打撃を与えた。2004 ～ 07 年に回復していた景気は急速に悪化し、09 年以降の円高がその回復を制約した⁽²⁷⁾。さらに、2011 年には、東日本大震災のショックが加わった。こうした事態の進展が日本の長期停滞を決定づけ、「失われた 20 年」が問題視されることになった。

日本経済が再び強いデフレ圧力に直面する中で、2012 年末に成立した安倍内閣は、量的緩和、機動的な財政政策、成長戦略を 3 つの柱とする政策ミックスを打ち出し、この第 3 の矢である成長戦略の一環として企業統治（CG）改革が取り組まれることとなった。この成長戦略が、意図的に解決しようとしたのは、世界金融危機後に顕著となった企業の低い資本効率と保守的な財務政策

(26) 需要の蒸発ともいわれた急激な輸出の減少が発生した、世界金融危機後には電気機械を中心として、輸出比率の高い一部の企業は深刻な財務危機に直面した。結果的には、投資を抑制して負債を圧縮した企業が世界金融危機の中で生き残り、世界シェアの拡大に向けて積極的に投資した企業が蹉跌した（シャープ、パナソニック）という事実は、投資、財務面の保守的行動を強めたといわれる。

(27) この急速な円高は、米国の金利引き下げによる日米金利差の縮小、安全通貨としての円への回帰、さらに直接投資先の海外現地法人から本社への資金還流によって発生した。

図4 投資比率と負債比率・現預金比率



(注) サンプルは、東証1部上場企業。各比率は中央値の推移。いずれの値も総資産で除した値である。

であった。2010～12年の日本上場企業のROEは5～6%台にとどまり、15%以上を維持した米国や、10%を超えた欧州に比べて著しく低かった。また、世界金融危機後、投資が低迷する中、負債の圧縮と現預金の積み増しが並行して進展した。こうした低ROEと保守的、リスク回避的な経営姿勢が改革の対象となったのである（図4）。

IV.2. CG改革の第2の波：株主権の強化による成長の促進

CG改革への積極的な取り組みは、2013年6月に公表された「日本再興戦略」の中で提示され、翌2014年に導入されたスチュワードシップコードと、（以下JSTコード）と翌2015年のコーポレートガバナンスコード（以下、CGコード）に具体化された。その基本的な構想は、JSTコードを通じて、機関投資家の経営への関与を推奨し、他方、CGコードを通じて、経営の透明性、株主重視の取締役機構、リスクテイクを促す報酬制度を創出する点にあった。しかも、CG

改革は単に狭い意味の企業統治の改革を求めただけではない。CG コードは、企業の持続的成長の促進を明記して、地球的課題の解決に対する企業の取り組みを促進する姿勢を明確にした。こうした姿勢は、安倍内閣がその改革を推進した GPIF が 2015 年 PRI に署名し、その委託機関の ESG 投資に関わる関与を促進した点に示されている。その意味で、世界的には一周遅れで本格的に着手された企業統治改革は、資本効率の引き上げという課題と、地球的課題の解決という世界的に共通の課題の二重の課題を追求した点に大きな特徴があった。

1) 所有構造の静かな変化

この両コードによる企業統治システムの変化は大きい。しかも両コードは 3 年毎に改訂されたから変化は連続的であった。外部ガバナンス（所有構造）の面では、第 1 に、CG コードによる情報開示の水準の上昇やガバナンスの整備、JST コードによる機関投資家のエンゲージメントの勧奨の結果、海外機関投資家の投資対象が中・小型企業にも拡大した。既述の通り 2000 年代の海外機関投資の投資対象は規模が大きく、流動性が高く、よく知られた企業に対して限定されるという投資バイアスがあったが、安倍内閣下の一連の改革は日本市場の透明性を高め、非対称情報を緩和して、海外機関投資家（とくにアクティブ・ファンド）の投資対象を中小型企業に拡大した（宮島・齋藤・篠 2026）。

第 2 に、JST コードの導入は伝統的機関投資家（信託銀行・投資顧問）のより厳格な議決権行使と投資対象への積極的な関与、エンゲージメントを促すこととなった。これには、GPIF（年金積立金管理運用行政法人）が委託機関選定の基準として投資対象に対するエンゲージメントを重視する新たな政策をとったことも重要であった。2018 年には、エンゲージメントを進める委託機関には追加報酬を支払うという戦略を採用し、これが、パッシブファンドのエンゲージメントの拡大の契機となった（Becht et al. 2023）。

第 3 に、アクティビスト・ヘッジ・ファンドの活動が再び活発化した。世界

金融危機後にいったん日本市場から退出したアクティビストは、CG改革の進展とともに徐々に拡大し、この動向は2018年から加速した。2024年には、アクティビストが5%以上を保有する企業は188社に達し、これは同年の全上場企業の約5%にあたる（鈴木2025）。この閾値以下のブロック保有を含めればアクティビストがブロックを保持する企業の割合はさらに上昇する。いまやアクティビストの関与は、日本の上場企業にとって日常的な事態となった。

このアクティビストの活動の第2波では、公開行動による劇場型の関与が支配的であった第1波とは異なって、より穏健で協力的なアプローチを採用し、公の場での対立よりも私的な関与を優先するファンドが増加した（Becht et al. 2021）。また、主に中小型企业がターゲットとなった第1波とは異なり、第2波は大型株（本稿のハイブリッド型企业）もその標的となった。この変化は、機関投資家に個々の議案ベースの議決権行使結果の開示を義務付けたJSTコードの2017年の改訂によって支えられた。

以上がアウトサイダー株主に生じた変化であるとすれば、CG改革はインサイダー株主の構成にも大きな変化をもたらした。CGコードは、企業に政策保有株の保有理由の開示を求めることによって、第1の波では、もっぱら事業法人と銀行間にとどまった持合いの解消を、事業法人間に拡大することとなった（宮島・齋藤2023）。ただ、この事業法人の株式売却は単線的に進展したわけではない。売却と並行して事業法人の新規の購入も進展していた。そのため2015年以降も事業法人の保有比率の変化は小さい⁽²⁸⁾。

その際、とくに、注目されるのは、政策保有株の売却資金を自社株買いに利用し、その自社株を金庫株として留保し、適当なタイミングで第三者割当増資に充てるという経路である。もっとも、この第三者割当は、既存の株主を買い手とする場合もあり、この持合いの復活とも見られるケースに対する株式市場

(28) 事業法人保有の東証1部上場企業の時価総額に占める割合は、図3では、インサイダーに含まれているが、その割合は2000年代初頭から20%程度で安定している。

の反応はゼロ、または負であった。しかし、市場による規律が上昇する中、徐々に新たな戦略的投資家（事業法人）への第三者割当増資の比重が増加した。これらは、戦略的提携や合併事業などを動機に実施され、その場合には市場の反応は有意に正であった。こうしてエントレンチメントに帰結する相互持合いから、戦略的提携を目的とするブロック保有への変化が徐々に進展したのである⁽²⁹⁾。

2) 取締役改革：マネジメントボードからモニタリングボードへ

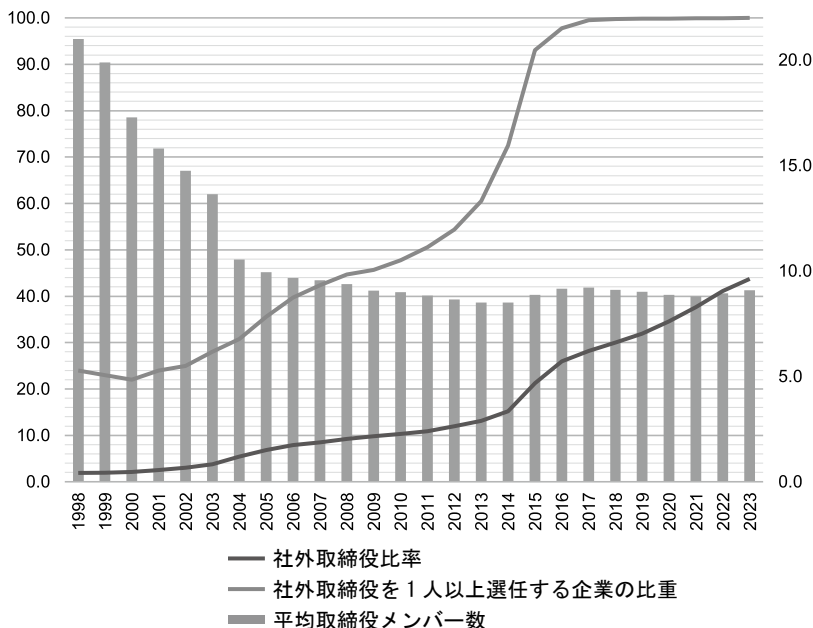
2000年代には経済界の反発のために実質的な変化に乏しかった日本企業の内部ガバナンスは、安倍内閣下のCG改革を通じて画期的に変化した。CGコードは、独立社外取締役（以下、社外取締役）を2人以上選任することを事実上義務付け、その結果、社外取締役を選任する企業数は図5に示すように改革の境に急増した。さらに3分の1以上の社外取締役の選任をベスト・プラクティスとして推奨した2018年のCGコード改訂を境にそれを満たす取締役会が標準となり、近年では社外取締役が過半数を占める取締役会すら例外ではなくなった。取締役会がもっぱら内部昇進者から構成されるという事態は、もはや日本企業の実態ではない。

このCGコードを契機とする取締役改革の意義は大きい。第1に、これまで取締役改革に消極的であった伝統的日本企業の実態を大きく変化した。この改革がなければ、外部からの変革の圧力の乏しい伝統的日本企業が、複数の社外取締役を選任し、重要事項の決定について社外の監視が入るといった事態は発生しなかった。

しかも、第2にCG改革は、日本のリーディング企業の実態の変容に与えた。2000年代初頭から外部ガバナンスの変容が進んだハ

(29) 以上、詳しくは、Franks et al. (2023) 参照。

図5 取締役会規模、構成の長期変化



(注) 本図表は、東京証券取引所市場第1部（現プライム市場）に上場している企業の取締役会の構成を示す。社外取締役比率、社外取締役を1人以上選任する企業の比重は、左軸。平均取締役メンバー数は右軸。金融セクター企業はサンプルから除外。

出所：日経 NEEDS-Cges.

イブリッド企業の間には、既述の通り早期に指名委員会等設置会社に移行した企業と並んで、マネジメントボードに強い選好を示す企業群があった。例えば、トヨタ自動車は重要事項の決定にあたる取締役会のメンバーには「現場の知識」が必要である点を強調して、社外取締役の選任に消極的であった⁽³⁰⁾。こうした姿勢は、ファナック、キヤノンなど製造業の高い競争力をもつ企業でも共有されていた。しかし、CGコード導入はこうした企業群に対して従来の政

(30) 例えば、井上（2004）参照。

策の再検討を促すこととなった。トヨタはCGコード導入の直前の2013年6月に初めて社外取締役を3名選任した（宮島・齋藤 2020）。また、2015年6月のCGコードの導入や会社法の改定に伴い、取締役会機関の新たな選択肢として監査等委員会設置会社の選択が可能となり、急速に普及した。

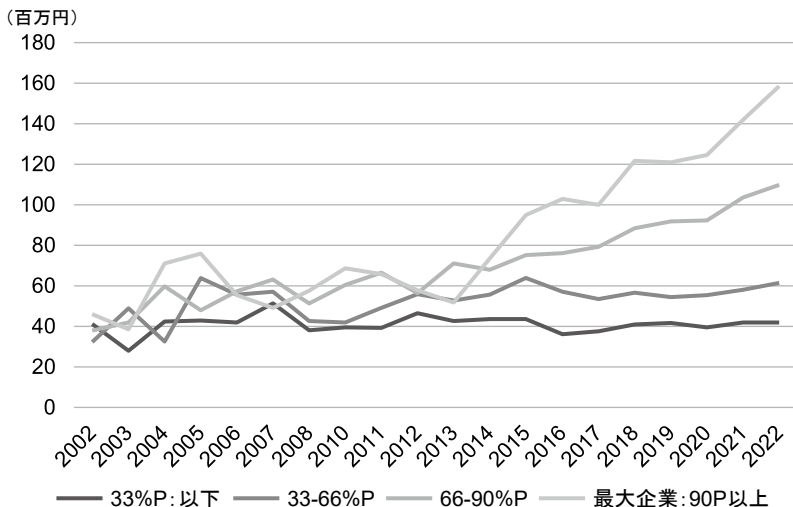
3）株価連動報酬の拡大

2015年に導入のCGコードは、CEO報酬の水準と、その構成（固定および業績連動報酬の割合等）に関する政策の明確な設定を企業に推奨することによって、日本企業の報酬制度にも大きな変化をもたらした。2016年の税制改正を通じてCEO報酬として譲渡制限付き株式の交付が可能となり、その利用が急速に拡大した。また、2018年の改訂CGコードでは、機関設計の如何を問わず過半数の社外取締役からなる任意の報酬委員会を設立することが推奨され、以降、指名・報酬委員会が急速に普及した。さらに、2021年の改訂では、企業は株式報酬の割合を開示することが義務付けられ、これが株式報酬制度の採用、拡大の大きな契機となった（宮島・齋藤他 2026）。

以上のCGコード導入とその後の改定を背景として、それまで変化が乏しかったCEOの報酬水準が段階的に上昇した（図6）。企業価値（時価総額＋負債）上位10%に属する企業の報酬は、改革前の6000万円から2022年には1.6億円に上昇した。また、この上位企業の総報酬に占める業績連動報酬の割合は、譲渡制限付き株式の利用を可能とした2016年の規制緩和によって促進され、2022年には30%前後に上昇した。

注目すべき点は、第1に、図6が示すようにCG改革以降のCEO報酬の上昇は、企業価値が66パーセントイルを超える企業群でのみ観察され、それ未満の企業では大きな変化がないことである。CG改革後の報酬制度の変化は企業規模が大きく、海外売上や機関投資家比率の高いハイブリッド企業によって先導され、伝統的日本企業の報酬制度の変化はいぜん小さかった⁽³¹⁾。

図6 経営者報酬の推移



(注) 本図は、デロイトトーマツ社が三井住友信託銀行と共同で実施した役員報酬サーベイに基づく。企業数は、2002年の19社から2022年には1218社まで大きな変動があり、2014年以前は100社以下にとどまる。サンプル企業を企業価値（負債＋時価総額）に基づいて4つのグループに分類した。1) p33は、企業の価値が毎年企業価値のサンプルの33パーセンタイルよりも低いこと、2) p33-p66は、33～66%の範囲であること、3) p66は66パーセンタイルよりも高いこと、4) p90は90パーセンタイルよりも高いことを示す。

出所：宮島・齋藤他（2026）

しかし、第2に、この上昇にもかかわらず、リーディング企業のCEOの報酬水準は米国や欧州の同業他社に比べていぜん控えめであった。2023年の日本の最大規模企業群のCEO報酬の中央値、1.6億円は、S&P500企業の米国（14.8億円）やドイツ（6.3億円）を大きく下回っている。ペイレシオ（CEO報酬／従業員平均賃金）は、この最大規模企業群の間でも30倍程度と推定され、米国の248倍、英国の119倍に比べると、いぜんとして著しく低い水準にある⁽³²⁾。

(32) 詳しくは、宮島・齋藤他（2026）参照。同論文では、デロイト トーマツ コンサルティングと三井住友信託銀行が実施した役員報酬調査のデータを使用して、日本の役員報酬の長期動向と2014年以降の決定要因を分析している。

また、株式報酬の割合は30%に増加したが、米国やヨーロッパよりも低い。CEOの報酬改革は、経営執行陣の報酬改革と並行して徐々に進められており、正規従業員の中からトーナメントを通じて選任された内部昇進の経営者報酬は、正規従業員の賃金との平衡を維持するという観点から一定の限界が画されていたと評価できよう。

4) 小括

以上のように、CGコードとJSTコードを両輪とする企業統治改革は、日本企業のCGを大きく変えることとなった。改革は、2000年代から進展した資本市場からの規律を拡大する一方、これまで改革の遅れていた取締役会によるモニターを強化し、株式報酬による動機づけの利用を促した点で画期的な変化が生じた。もっとも、社外取締役の急速な普及と並行して、取締役会から執行役員への実質的な意思決定権限の委譲と執行体制の強化が進んだことは注目されるべきである。また、この間経営執行陣が内部昇進者から構成され、CEOが内部昇進者からなる候補者プールから選任されるという特徴に変化はなかった⁽³²⁾。こうした変化は、また報酬水準の引き上げ、株式報酬の利用が、正規雇用者賃金との平衡の考慮から上限を画されているという事態とも整合的である。つまり、機構面の社外取締役の増加、監査等委員会設置会社の普及や、報酬面の株式報酬の拡大という大きな変化にもかかわらず、地位、昇進が長期的なインセンティブ提供の鍵となるAoki(1988)のランクヒエラルキーという特徴は大きく変化していない。その意味で、この時期のCG改革は、内部ガバナンスにおいて画期的な変化をもたらしたとはいえ、本質的に、内部者が経営権を維持するというインサイダーコントロールという特徴を維持したのである。

(32) ベイレシオは、Edmans et al. (2017) による。日本のCEO報酬の例外な低さについては、Pan/Zhou (2018) 参照。

(33) 宮島・齋藤(2020)、宮島・内田他(2026)参照。

IV.3 企業行動の変化

では、安倍内閣下の企業統治改革とその結果生じた企業統治システムの変化は、企業行動やパフォーマンスにどのような変化をもたらしたのか。この点を解明するために、われわれは、2010年から2018年について、東証1部上場企業を対象に、企業行動、パフォーマンスを被説明変数とする以下のモデルを推計した（宮島・齋藤 2020）。

$$\text{Policy} = F(\text{Control}, \text{Inds}, \text{CGR}, \text{FOR}, \text{CGR} \times \text{FOR}) \quad (1)$$

ここで、被説明変数である Policy は、企業パフォーマンスと経営政策変数であり、総資本営業利益率（ROA）、自己資本利益率（ROE）、設備投資（CAPX）、R&D、自社株買い、配当、現預金、負債比率である。説明変数のうち、Control は、パフォーマンスと経営政策の選択に影響を与える標準的な変数（規模、トービンの q 、負債比率）であり、Inds は、産業に固有の変化をコントロールする変数（産業別売上高成長率）である。また、分析には固定効果モデルを用いて、企業に固有の効果をコントロールした。それに、①企業統治改革の効果を識別するダミー変数、CGR（2015年以降1とするダミー変数）、②海外機関投資家保有比率、および①と②の交差項を加えた。改革の効果を、CGR ダミーの係数で識別し、改革が海外機関投資家の規律付け効果を引き上げたか否かを、CGR $\times$ FOR の係数で識別するというのが基本的な考え方である。

第1に、計測期間中、上場企業の業績は改善したものの、CG改革自体が収益性の向上に直接的な効果をもたらしたという明確な証拠はない。また、推計結果は、期間を通じて機関投資家所有比率がROEやROAと正の相関があることを示しているが、この関係が改革後に有意に強まったという結果も確認できない。ROEを分解（デュボン分解）すると、総資産回転率（売上高／総資産）やレバレッジ（負債／自己資本）に改革前後に大きな変化はなかった。この結

果は、CG 改革後に、政策的に期待された企業の事業再編成や、資本構成の変化（負債の利用）が進展したわけではないことを意味する。

第 2 に、アベノミクスの政策的期待にもかかわらず、改革は投資の増加に繋がらなかった。投資を決定する基礎的な要因（トービンの q やキャッシュフロー）をコントロールすると、改革後、CAPX, R&D が有意に増加したという結果は得られない。また、計測期間を通じて海外機関投資家の株式保有と設備投資の間には正の相関が確認されるが、改革後にこの関係が有意に強まったわけではない。

しかし、第 3 に、CG 改革は収益の分配に明確な影響を与えていた。われわれの試算によると、配当支払額と自社株買いの合計を自己資本で除した株主還元比率は、改革後にそれ以前の水準から 0.7% ポイント、3 割以上上昇した。また、計測期間を通じて還元比率に有意な正の影響を与えていた海外機関投資家の効果は、CG 改革後さらに強まった。

同様の結果は、CG 改革によって促進された政策保有株の売却に関する分析からも確認できる。宮島・齋藤（2023）は、2011 ～ 2019 年について企業の経営政策変数を、売却収入に回帰する以下のモデルを固定効果モデルで推計した。

$$\text{Policy} = F(\text{Proceeds}, \text{Control}, \text{YD}) \quad (2)$$

ここで、Proceeds は、政策保有株の売却を示す変数であり、売却収入を総資産で標準化した値を利用した³⁴⁾。他の説明変数は、(1)と同じであり、年度ダミー（YD）が追加されている。その結果、政策保有株の売却に伴う収入が、ROE の上昇や設備投資や R&D の増大をもたらしたという証拠は殆ど見られなかった。それに対して、株主への利益還元、つまり、自社株買い、あるいは、株主総還元（自社株買い + 配当）は、売却収入額に有意に正に感応していた。

³⁴⁾ 他に、売却銘柄数に変えた推計、1 期、2 期前の売却収入を加えた推計、売却規模を考慮した推計を試みたが、結果に変わりはない。

要するに、アベノミクスはマクロ経済環境の改善を通じて、企業の収益性の改善を促したが、その成長戦略の一環である企業統治改革は、従来のトレンドを超えて設備投資やR&Dを促進したわけではない。その代わりに、企業はこの増加した収益を利用してもっぱら株主への分配を拡大した。また、政策的な期待にもかかわらず、負債の利用は進まず、現預金の水準は徐々に増加した。

では、以上の結果はいかに解釈されるべきか。しばしば、CG改革によって株主によるガバナンスが過度に強化され、長期投資、賃金を犠牲にして、配当、自社株の増加のみが進んだと指摘される。この見方は正しいであろうか。

一般に、投資や賃金決定と、利益金処分は別の要因によって決定されるから、配当や自社株買いが増加していることと、投資が低迷し、賃金上昇が停滞していることとの間に直接の因果関係はない⁽³⁵⁾。自社株買いが、成長企業の豊富な投資機会をもつ成長企業に発生しているとか、あるいはストックオプションを有利に利用するために濫用されているという事態がシステムティックに観察されれば、深刻な経済厚生上の問題が発生しているといえる⁽³⁶⁾。しかし、自社株買いが投資機会の乏しい成熟企業を中心に進展しているのであれば、むしろ効率面ではプラスである。投資機会の乏しい企業の余剰資金が、自社株買いや、配当を通じて株主にいったん還流し、それが国内の期待収益のより高い投資対象に向かえば、国民経済的には効率性の上昇要因である。ただ、問題にはそれが証券投資や、クロスボーダー M&A の形で海外に投資されて、国内の企業に再投資されないことであろう。もっとも、この経路は株主のガバナンスの強弱とは関係がない。

では、なぜCG改革の進展にもかかわらず、投資（CAPX、R&D）が増加せず、負債の利用、現預金の積み増しが継続しているのか。その理由の一つは、これまで見た日本企業のハイブリッドな企業統治システムへの進化そのものに

(35) 山田（2023）は、そもそも人件費と株主還元の間に関連がないことを確認している。

(36) Almeida et al. (2016), Lazonick (2014) 参照。

求めることができる。既述の通り 2000 年代の企業統治システムの変化が保守的な行動をもたらした理由は、①メインバンク制の解体による新たな経営の規律のメカニズムの形成の遅れ、②リスクシェアリングのメカニズムの後退による経営者が「最適」と考える負債水準の低下と現預金保有水準の上昇、③インサイダーコントロールの維持による中核従業員の雇用重視の経営政策があった。

CG 改革を経て、①の海外機関投資家の影響力は上昇したものの、その拡大の範囲は限定的であった。②はリスクそのものの引き下げ（負債の圧縮）が進展したものの、デフレの継続というマクロ環境の下でその影響を相殺できる代替的なメカニズムが形成されたわけではない。しかも、何よりも、内部ガバナンスの改革にもかかわらず、③のインサイダーの影響力が強い構造は維持されていた。その結果、経営者は、株主の利害をより強く考慮し始める一方、雇用の維持を優先する姿勢を維持した³⁷⁾。従って、雇用の急激な増加に繋がる国内投資の拡大に逡巡する傾向は残った。経営者は正規従業員の雇用調整が困難なため、期待収益が上がっても投資を増やさず、増やす場合もデフォルトリスクの上昇に繋がる負債の利用に逡巡した。また、「安全弁」として内部留保を厚くする傾向からは脱却できていない。こうした関係が 2019 年までの推計結果に表れているとみることができる。

V. 展望：近年の収益改善をいかに理解するか

V.1 デフレからインフレへの「転換」

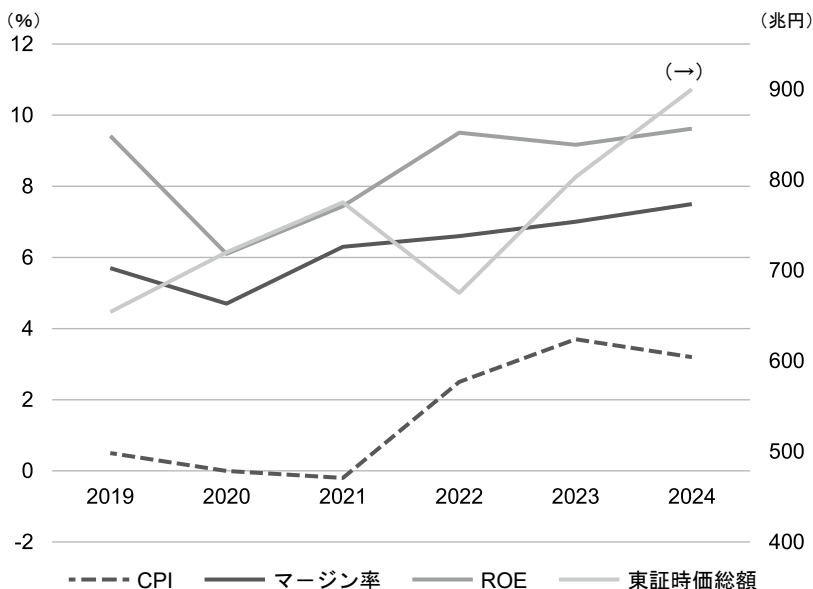
2020 年に安倍内閣が退陣した後も、株主重視の企業統治改革は継続した。菅内閣（20 年 9 月～21 年 10 月）は、2050 年ネットゼロを宣言し、企業の ESG 投資を促進する方向を強化した。岸田内閣（21 年 10 月～24 年 10 月）は、「新しい資本主義」、「分配と成長の好循環」を提唱して、分配・人的資本投資

³⁷⁾ 一般に従業員がコーポレートガバナンスに強い影響力を持つ場合、企業は積極的な成長戦略よりも雇用の安定を優先する傾向があることはよく知られている（例えば、Faleye et al. 2006 など）。

を強調したが、資本市場の規律を強化して資本効率の向上と社会課題の解決を図るという基本的な枠組みは維持された。

一方、物価の基調は、コロナ禍が収束した2022年後半から徐々に上昇に転じ始めた。資源価格の上昇、コロナ禍の間の待機需要の顕在化に加えて、米国金利引き上げによる大幅な円安が国内物価を引き上げた（図7）。構造的にも人口動態の変化に伴う世界的な労働力不足と、地政学的なリスクの上昇によるサプライチェーンの寸断といった1980～2010年代とは異なる供給制約が物価の上昇要因となった³⁸⁾。時代は、30年ぶりにインフレ期待が支配的な状況に転

図7 2020年代のマクロ指標



(注) 財務省『法人事業統計』，東証資料，内閣府資料。マージン率は、経常利益／売上高。

38) 河野（2025）。先駆的にこの世界的な人口動態の転換（労働力の縮小・高齢化）が、過去40年の労働供給の増加とグローバル化に支えられた低インフレ・低金利時代の終焉を予見したもののとして Goodhart（2020）が著名である。

じ、そうした背景の中で図7の通り企業収益の拡大、株価の上昇が継続している。では、2022年から始まる日本企業の収益の回復の要因は、企業統治改革の効果に求めることができるのか。最終節ではこの問題を検討しておこう。

V.2 企業収益の回復は企業統治改革の効果なのか

2025年に入って実務家、特に市場関係者の間では、近年の企業収益（ROE）の改善、株価・時価総額の上昇に対して、安倍内閣以来の企業統治改革がようやく効果を現し始めたという見方が広がっているが、こうした見方は、少なくとも部分的には妥当するというのが筆者の判断である。今後、厳密な検討が必要であるが、その理由を指摘しておけば、本稿でハイブリッド型と呼んだ企業群では、この10年を経て、内部統治システムの改革がほぼ終了し、その成果が現れつつある。2015年のCGコードの導入以降、環境、社会的問題の浮上に対応した自社の目的の再定義、取締役改革によるモニタリングボードへの移行、強い経営執行組織の創出、サクセッションプランの整備、経営執行陣、上級管理者を含む株式報酬の導入などの一連の改革が進み、これらが意思決定の質の向上と、株主の利害とのアライメントを進めた。この間、改革に取り組んだ先進企業では、機関設計の形は異なるものの、均しく取締役会から経営執行陣への権限委譲を進め、マイクロマネジメントを取締役会の職務から可能な限り除く一方、CxO制を導入して執行能力の強化を図った⁽³⁹⁾。

もっとも、上記は、印象論的な観察にとどまる。そこで現時点でわかる範囲でより実証的な成果に即していえば、次の点が指摘できる。第1に、外形的な変化として大きかった社外取締役の導入が一般的にROE/ROAの向上に繋がったわけではない。これは、事実上の全ての企業がコードのベストプラクティスに従って社外取締役を増員したため、社外取締役のモニターの強化や、

(39) こうした変化はかつて一般的であった常務、専務取締役という兼任職位が、専務、常務執行役という執行に特化した職位に代わりつつある点に象徴的に現れている（宮島・内田他2026）。

アドバイスの提供の不要な企業にも導入されたためと理解することができる⁽⁴⁰⁾。しかし、外国人持株比率が低く、資本市場の規律づけが弱い企業群、あるいは、経営者持株比率の高い、ファミリー企業など創業者一族が経営者として強いコントロール力を持っている企業群では、社外取締役の増員による業績改善効果が大きかった⁽⁴¹⁾。社外取締役は、モニターの必要性の高い企業群で徐々に経営の規律の役割を高めていると見てよい。

また、第2に、社外取締役の選任が政策保有株の売却の促進を介して企業行動に直接の影響を与え始めた。CGコードは、取締役会における政策保有株の合理性の定期的な確認を求めたから、社外取締役の比率が高ければ政策保有株の見直しが進む。しかも、興味深いことに、こうした関係は売却側企業の取締役会だけでなく、被保有（売却の対象）企業でも妥当した。収益性の低い資産（企業）への資金の固定化を意味する政策保有株の売却は、資産圧縮と、その売却収入による自社株買いを通じた自己資本の減少を介して資本効率（ROE）の上昇が期待される。もっとも、この関係はメカニカルな関係であるにもかかわらず、2021年までの推計では明確には確認できなかった（宮島・齋藤2023）。しかし、日経225構成銘柄をサンプルとした2019～2024年に関する試算では、ROEが売却収入に有意に正に感応していることが確認される⁽⁴²⁾。この事実は、政策保有株の売却がようやくシステムティックにROEの向上に繋がったという見方と整合的である。同じ日経225を対象とする推計は、政策保有株の売却規模が自己資本の1.5%以上のケース（全体の15%程度）では、R&D投資の増大に繋がることを報告している。この結果は、政策保有株の売

(40) 2015年のCG改革を外生的ショックとしたDID分析でも、パフォーマンスの向上効果は得られていない（Morikawa 2020, 宮島・齋藤 2020）。

(41) 宮島・齋藤（2020）によれば、外国人投資家の保有比率が10%低くなると、社外取締役を2名増員した際の3期後のROAの改善効果は0.6%ポイント高くなり、経営者持株比率が10%高くなると、ROEの改善効果が1.7%ポイント高かった。

(42) 田邊伶、空本慎也、畑崎一颯、寺田颯一郎「政策保有株の売却は企業価値の向上に寄与したのか？：売却収入使途からのアプローチ」2025年度宮島ゼミ卒業論文。

却がようやく R&D 投資の増加に向かった可能性を示唆している⁽⁴³⁾。

最後に、外部ガバナンスの変化、とくに機関投資家の関与の上昇が日本企業の行動を徐々に変え始めた点についても幾つかの証拠がある。まず、企業統治改革が、非対称情報を緩和して海外機関投資家の投資対象を中・小型株まで拡大したことはすでに述べたが、こうした関係がCGコードの改訂を画期としながら段階的に拡大した。海外機関投資家は、一般に独立社外取締役の不在や低い情報開示を投資不適格の要件としていた。しかし、コード導入後、こうした企業のガバナンスが整備され、投資のユニバースに入る中小型企业が増加した。これらを対象に、主としてアクティビスト・ファンドが、潜在的な成長可能性を備えるか、あるいは、事業再組織化によって企業価値の上昇に余地がある企業に対して選択的な投資を開始した。この場合には、機関投資家が相対的に大きなステークをもつため、後述のプライベートエクイティ（以下 PE）と同様のハンズオンを含めた関与を通じて企業価値の上昇に積極的に関与するケースもあった。

また、アクティビスト・ファンドが多様化し、友好的なファンドによる経営介入が企業価値の向上に寄与するケースが増加している。例えば、2017年に、協調型エンゲージメントを特徴とする米国のファンド、バリューアクト（ValueAct）がかつて粉飾決算問題で揺れたオリンパスの5%超の株式を取得した。同ファンドは取締役会との対話を重視して、経営改革を推進した。ファンドからの社外取締役の選任を含む経営陣の刷新を起点に、事業ポートフォリオの最適化が進み、財務パフォーマンスが改善した⁽⁴⁴⁾。

さらに企業統治改革の進展と並行して、KKR、ベイン、EQTなどのプライ

(43) 但し、この推計でも、国内投資の増加に繋がっていない。

(44) 「オリンパス経営戦略を発表」https://www.olympus.co.jp/news/2025/nr02931.html?utm_source=copilot.com。他にも、ValueActは、任天堂には、資本効率、IPの活用などの経営の助言者として関与し、リクルートには、グローバル戦略、M&A戦略の高度化を提言する戦略的パートナー（リクルート）として行動した。

ベート・エクイティ（以下、PE）が日本市場における活動を拡大し、事業再編における新たなプレイヤーとして定着した。日立製作所の大規模事業再編（2015～2022）におけるKKRの関与、バインキャピタルの主導した東芝メモリ（現キオクシア）買収（2018年）など、上場子会社の再編成を中心に大型事例が増加し、国内企業をターゲットとするM&Aのうち40%が、海外企業PEが買い手となっている。

V.3. 展望

仮に以上の観察が正しいとして、近年の企業統治改革に死角はないのか。最後に、日本の企業統治システムの今後の改革の方向を展望しておく。

第1に、いぜん残された課題は伝統的日本企業の改革をいかに進めるかである。その際、CG改革の実効性は機関投資家の退出の圧力やエンゲージメントに多くを負っている点を認識する必要がある。2節で述べた通り銀行危機後、優良企業で企業・銀行間の持合いの解消、機関投資家の保有比率の上昇が進んだ。機関投資家の保有比率がいったん上昇すれば、退出や発言を通じて企業統治改革を進める圧力が加わり、改革が進展すれば機関投資家の保有がさらに増加する。それに対して、株主安定化が強固な企業では、機関投資家の投資対象とならず、そのため外部からの圧力が乏しい。その結果、改革やESGへの取り組みが進まず、またこうした改革の遅れのために投資対象とならないという低い企業統治の均衡に陥ることとなる。既述の通り海外機関投資家の投資対象はCG改革以降拡大しているものの、投資は選択的であり、対象となるのは競争優位をもつ企業に限られるから、外部市場の規律から隔離されたままの企業もいぜん多い。このため今後の伝統的日本企業の進化は、これに代わる規制の有効性に依存する。

この点で、東証による市場区分の再編と上場ルールの厳格化（22年4月）、PBR1倍割れ企業に対する改善要請（23年3月）、経済産業省による敵対的買

収への過剰防衛の抑制を狙った「企業買収に関するガイドライン」(23年8月)の設定や海外企業ファンドによるM&Aの活性化の推進などの施策はCG改革に新たな段階を画するものといえる。バリューアクトの創業者、ジェフリー・アップベンが指摘するようにいまや「政府はもっとも強力なアクティビスト」の役割を演じ始めた⁽⁴⁵⁾。政府・東証のこれらの措置は、機関投資家の影響力が相対的に弱いために低い企業統治の均衡に陥った伝統的日本企業に対して外部から市場規律を課す新たな試みと評価できる。金融庁は、2025年10月にコーポレートガバナンス・コード(統治指針)の改訂に向けた議論を開始し、上場企業が保有する多額の「現預金」の使途や目的を明確に開示するよう求め、この点は今回のCGコードの改訂に具体化された⁽⁴⁶⁾。適切な改革方向であり、今後もハード・ソフト両面の適切な導入と運用を通じて、低い企業統治の均衡に陥った企業に圧力を加えていくことが重要である。

第2に、日本のリーディング企業については、これまで進化してきたハイブリッドな構造をさらにファインチューニングしていくことが重要であろう。2010年代後半からこれまでもステークホルダーを重視していた日本のリーディング企業では、地球的課題への対応が不可欠となるという新たな環境の下で自社の存在意義の再定義を通じてパーパス経営への転換を進める動きが進み、これを事業ポートフォリオの選択などの企業経営に軸を据え始めた。こうした課題解決型企業への進化は、地球的問題の解決や、社会的包摂に繋がる投資拡大の条件となる。

この方向をさらに推進するためには、地球的問題の解決や、社会的包摂に繋がる投資のアイデアは経営陣によって生み出されるのであるから、経営者に十分な裁量を確保することが不可欠である。その必要条件の一つは、内部ガバナ

(45) Jeffrey Ubben, "Japan's corporate governance reforms attract global activist investors" *Financial Times*, June 5th, 2023.

(46) 現預金の保有目的の明示、余剰資金の定義と水準の説明、余剰資金の活用方針(投資・M&A・株主還元)の開示、資本コストを上回る投資計画の提示などとして具体化している。

ンスの面では、取締役会がパーパス経営の実現をモニターの基準として明確化し、また、決定権限の経営執行陣への移譲を進めることである。経営執行陣は、現場の知恵を活用し、当事者意識を引き出すために大胆に分権化を進める一方、CxO制などの導入を通じて執行能力を高める必要がある。

他方、外部ガバナンスの面では、経営者の裁量を支える所有構造の設計が重要である。そのためには、世界のリーディング企業がそうであるように、資金供給を担うリターンの最大化を目的とする株主と並んで、企業のパーパスにコミットする株主の存在が不可欠である。教科書的には、株式所有構造は、資本市場が決めるもので、経営者が決めるものではないとされる。しかし、株主の一部が企業の目的にコミットしていない以上、長期株主の存在は、経営者の裁量を維持するために不可欠である。本稿がハイブリッド型と呼んだ日本のリーディング企業ではすでに、発行株の60%以上が内外機関投資家に保有されている。しかも、日本では、法的には、株主の多数決で決定する事項が多いという意味で法的に株主の権限が強く、またアクティビストに対する規制が弱すぎる。そのため、アクティビストの濫用的な介入や、企業価値の上昇の経路が曖昧な買収提案が散発的に問題となり始めた⁽⁴⁷⁾。さらに、機関投資家の形式的な議決権行使（厳格な数値基準）が企業経営者の裁量を奪っている側面もある。例えば、事前型買収防衛策の導入には、いかなる場合も原則的に反対票が投ぜられる。また、環境問題の解決を目的とする財団に向けた有利発行などの試みは、合理的な理由があっても希薄化等の基準に抵触するとして多くは形式的に反対される。これまで述べたように、われわれは2000年代以降の展開の中で、平均的にいえば株主の弱すぎるガバナンスが問題であっても、強すぎるガバナンスが非効率を生み出したという事実はないと判断している。しかし、いまやわが国でも株主による「強すぎる」ガバナンスの弊害が、一部の企業で現実化

(47) 例えば、近年では、実現しなかったが、セブン・アイに対するカナダ企業クシュタールの買収提案の事例もそうした側面がある。

しているという認識が重要である。

では、事業法人間の株式相互持合いが歴史的役割を終えた今、企業経営や企業の目的にコミットする長期株主の候補とはいったい誰か。

海外でも経営に長期的にコミットする株主は、米国の創業者起業家や、機関投資家、あるいは大陸欧州の家族、産業財団など多様な形をとり、その選択は、種類株の発行、ブロックトレード、第三者割当等によって制度的に保障されている⁽⁴⁸⁾。

それに対して日本企業におけるブロック株主の候補としては、経営者、従業員と並んで、事業法人の可能性が慎重に検討される必要がある。既述の通り相互に少額ずつを保有する相互持合いは、エンタレチメントの温床であり、また、ブロック保有であっても資本効率の観点からもはや合理性を失ったケースも多い。しかし、企業がその事業展開の中で、シナジーの期待できる戦略的提携を目的としてパートナー企業の株式を保有することは、企業価値の創出の面でも、少数株主から委託されたモニターという点でも、積極的な機能を果たす可能性がある（Franks et al. 2023, 宮島 2026）。また、年金基金も、生命保険会社とともにパーパス経営を支える長期株主の有力な候補である。GPIFをはじめとする年金基金が、グローバルな課題への長期的な取組を支援するユニバーサル・アセット・オーナーとして台頭し始めた。パーパス経営の実現には、それにコミットする株主が不可欠である。資本市場がその実現を保障しない以上、経営者が適切な所有構造を選択することに躊躇する必要はない。

最後に、日本の企業統治システムの進化の方向として重要なのは、中核従業員の雇用保障とランクヒエラルキーを中核とする組織構造の革新・ファインチューニングであろう。これまで追跡してきたように、ハイブリッドな仕組みには、ある種のインサイダーコントロールが組み込まれている。確かに、長期

(48) この点、詳しくは、Mayer (2024) 参照。

雇用自体は、人的資本、企業の特種な知識の蓄積（熟練技能の蓄積、暗黙知の共有、プロセス改善）の点で合理性がある。しかし、長期雇用の維持は、国内の雇用の増大を伴う投資に対して抑制的なバイアスをもち、この投資の抑制は、需要面からも、生産性の上昇の面からもマクロ的に悪影響を伴う⁽⁴⁹⁾。過去30年間の経験が示す通り組織構造の進化は、外部環境の変化に対する企業内部者の対応によって生ずるため、現在の関係ベースの雇用システムから市場ベースのシステムへの移行が内生的に起こる可能性は低く、進化は漸進的なプロセスを取らざるをえないが、この組織構造の革新が日本企業の今後の最大の課題の一つであろう。早期選抜の実施（遅い選抜の改善）、ジョブ型雇用の拡大、非正規から正規従業員への転換ルートの導入、株式報酬の導入や従業員持ち株制度の拡大などが、現在提案されている。この解法を、自社の実態に即した形で見出した企業にこそ将来にわたる成長のチャンスが開け、そうした企業の比重が増大することが、日本経済の持続的成長に繋がると考えられる。

謝辞

本稿は、2026年1月31日に早稲田大学商学部で行われた筆者の最終講義を基に作成された。本稿作成にあたっては生形香織、飯野佳亮氏の援助を受けた。記して感謝申し上げる。なお、本研究は、独立行政法人日本学術振興会の科研費（24H00149）の助成を得たものである。

参考文献

- Aghion, P. and P. Howitt (2006), "Appropriate Growth Policy: A Unifying Framework", *Journal of the European Economic Association*, 4(2-3): 269-314.
- Almeida, H., Fos, V. and Kronlund, M. (2016), "The real effect of share repurchases", *Journal of Financial Economics*, 119(1): 168-185.
- Aoki M. (1988), *Information, Incentives and Bargaining in the Japanese Economy*, Cambridge Univer-

(49) またこの雇用システムの維持は、正規・非正規の所得格差の拡大を固定化して、消費面からもマクロ的な悪影響をもつ一方、社会的分断の主要な要因でもある。この点は、河野（2022, 2025）が一貫して強調している。

- sity Press. 永易浩一訳『日本経済の制度分析：情報・インセンティブ・交渉ゲーム』筑摩書房.
- Aoki M. (1994), "The Contingent Governance of Teams: An Analysis of Institutional Complementarity", *International Economic Review*, 35: 657-676.
- Arikawa, Y. and H. Miyajima (2007), "Relationship Banking in Post-Bubble Japan: Coexistence of Soft- and Hard-Budget Constraints", in M. Aoki, G. Jackson and H. Miyajima (eds.), *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford University Press.
- Bank of Japan (2005), *The Improvement in Corporate earnings and Its Implications for the Japanese Economy*, https://www.boj.or.jp/en/research/brp/ron_2005/data/ron0511a.pdf.
- Becht, M., J. Franks, J. Grant, and H. Wagner (2017), "The Returns to Hedge Fund Activism: An International Study", *Review of Financial Studies*, 30: 2933-2971.
- Becht, M., J. Franks, H. Miyajima and K. Suzuki (2021), "Outsourcing Active Ownership in Japan", *RIETI Discussion Paper Series* 21-E051.
- Becht, M., J. Franks, H. Miyajima and I. Suzuki (2023), "Does Paying Passive Managers to Engage Improve ESG Performance?", *ECGI Finance Working Paper* N° 922/2023.
- Caballero, R., T. Hoshi and A. Kashyap (2008), "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan", *American Economic Review*, 98: 1943-77.
- Edmans, A., X. Gabaix and D. Jenter (2017), "Executive compensation: a survey of theory and evidence" in: Hermalin, B.E., Weisbach, M.S. (Eds.), *Handbook of the Economics of Corporate Governance*, Elsevier, Amsterdam, 383-539.
- Faleye, O., Mehrotra, V. and Morck, R. (2006), "When Labor Has a Voice in Corporate Governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(3): 489-510.
- Fauver, L., Hung, M., Li, X. and Taboada, A. (2017), "Board reforms and firm value: Worldwide evidence", *Journal of Financial Economics*, 125(1): 120-142.
- Franks, J., C. Mayer and H. Miyajima (2014), "The ownership of Japanese corporations in the 20th century", *Review of Financial Studies*, 27: 2580-2625.
- Franks, J., C. Mayer, H. Miyajima and R. Ogawa (2023), "Managing Ownership by Management", *RIETI Discussion Paper* 23-E-022
- Goodhart, C. (2020), *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*, Palgrave Macmillan.
- Hamao, Y. and P. Matos (2018), "U.S.-Style Investor Activism in Japan: The First Ten Years", *Journal of the Japanese and International Economies*, 48: 29-54.
- Hayashi, F. and E. Prescott (2002), "The 1990s in Japan: A Lost Decade", *Review of Economic Dynamics*, 5(1): 206-235.
- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Sharstein (1991), "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japan", *Quarterly Journal of Economics*, 106: 33-60.
- Ikeda, N., K. Inoue and S. Watanabe (2018), "Enjoying the quiet life: Corporate decision-making by entrenched managers", *Journal of the Japanese and International Economies*, 47: 55-69.
- Jackson, G. and H. Miyajima (2007), "Introduction: The Diversity and Change of Corporate Governance in Japan", in M. Aoki, G. Jackson and H. Miyajima (eds.), *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford University Press.
- Kambayashi, R. and T. Kato (2017), "Long-Term Employment and Job Security over the Past 25 Years: A Comparative Study of Japan and the United States", *ILR Review*, 70: 359-94.
- Kim, E., and Lu, Y. (2013). Corporate governance reforms around the world and cross-border acqui-

- sitions, *Journal of Corporate Finance*, 22(1): 236- 253.
- Kubo and Saito (2008), "The Relationship Between Financial Incentives for Company Presidents and Firm Performance in Japan", *Japanese Economic Review*, 59: 401-418.
- Lazonick, W. (2014) "Profits without prosperity", *Harvard Business Review*, September, 47-55.
- Mayer, C. (2024), *Capitalism and Crisis*, Oxford University Press, 宮島英昭監訳『資本主義再興』日経BP社, 2024年.
- Miyajima, H. and F. Kuroki (2007), "The Unwinding of Cross-Shareholding in Japan: Causes, Effects, and Implications" in M. Aoki, G. Jackson and H. Miyajima (eds.), *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford University Press.
- 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*, 56: 74-101.
- OECD (2010), *Economic Policy Reforms 2010: Going for Growth*.
- Pan, L. and X. Zhou (2018), "CEO compensation in Japan: Why so different from the United States?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 53(5): 2261-2292.
- Sheard, P. (1989), "The main bank system and corporate monitoring and control in Japan", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 11(3): 399-422.
- アトキンソン、デービッド (2020)『日本企業の勝算：人口減少時代の最強経営』東洋経済新報社.
- 蟻川靖浩・河西卓弥・宮島英昭 (2011)「R&D 投資と資金調達・所有構造」宮島英昭編著『日本の企業統治』東洋経済新報社, pp.341-366.
- 蟻川靖浩、宮島英昭、小川亮 (2017)「メガバンク成立後の企業・銀行関係」, 宮島英昭編『企業統治と成長戦略』東洋経済新報社.
- 伊丹敬之 (1995)「戦後日本のトップ・マネジメント」, 森川英正・米倉誠一郎編『日本経営史 5 高度成長を超えて』, 岩波書店.
- 伊丹敬之 (2000)『日本型コーポレートガバナンス—従業員主権企業の論理と改革』日本経済新聞社.
- 井上輝一 (2004)「トヨタ自動車のコーポレートガバナンスに関する一考察」『ファイナンシャル・レビュー』第 68 巻, pp.194-202.
- 梅田政徳・川本琢磨・坂巻哲朗・堀雅博 (2017)「企業内部の高齢化が設備投資に与える影響：日本企業の財務パネルデータを用いた分析」『経済分析』196 号, pp.135-157.
- 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.
- 河野龍太郎 (2022)『成長の臨界：「飽和資本主義」はどこに向かうのか』慶応義塾大学出版会.
- 川北英隆 (1995)『日本型株式市場の構造変化：金融システムの再編成とガバナンス』
- 河野龍太郎 (2025)『日本経済の死角：収奪のシステムを解き明かす』ちくま新書.
- 鈴木一功 (2025)「アクティビスト・ファンドの現状と学術研究からみた投資先企業の株価、業績への影響」『証券アナリストジャーナル』2025 年 3 月, pp.28-37.
- 田中賢治 (2019)「堅調な企業収益と低調な設備投資のバズル」, 内閣府経済社会総合研究所『経済分析』第 200 号 2019 年, pp.63-100
- 寺西重郎 (1993)「メインバンクシステム」, 岡崎哲二・奥野正寛『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社.
- 中村純一 (2017)「日本企業の設備投資はなぜ低迷したままなのか：長期停滞論の観点からの再検討」内閣府経済社会総合研究所『経済分析』第 193 号, pp.53-82.
- 中村純一・福田慎一 (2013)「問題企業の復活：『失われた 20 年』の再検証」, 花崎正晴・大瀧雅之・隋清遠編『金融システムと金融規制の経済分析』勤草書房.
- 日本銀行 (2025)『金融政策の多角的レビュー』, https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2024/

k241219b.pdf

- 野口悠紀雄（1995）『1940年体制：さらば「戦時経済」』東洋経済新報社。
- 野口悠紀雄（2024）『戦後日本経済史』東洋経済新報社。
- 橋本寿朗（1984）『大恐慌期の日本資本主義』東京大学出版会。
- 橋本寿朗編（1996）『日本企業システムの戦後史』東京大学出版会。
- 橋本寿朗・長谷川信・宮島英昭・齋藤直（2019）『現代日本経済 第4版』有斐閣。
- 花崎正晴・松下佳菜子（2010）「ストック・オプションと企業パフォーマンス：オプション価格評価額に基づく実証分析」『経済経営研究』30巻4号，2010年。
- 福田真一・中村純一・星岳雄・アニル・カシャップ（2013）『何が日本の経済成長を止めたのか：再生への処方箋』日本経済新聞社。
- 宮島英昭（1998）「戦後日本企業における状態依存的ガバナンスの進化と変容：Logitモデルによる経営者交代分析からのアプローチ」『経済研究』49-2，pp.97-112。
- 宮島英昭（2004）『産業政策と企業統治の経済史』有斐閣。
- 宮島英昭（2026）「株式所有構造の進化を探る」『読売クオーターリー』2026春号，pp.150-164。
- 宮島英昭・蟻川靖浩（1999）「金融自由化と企業の負債選択」『ファイナンシャル・レビュー』第49号，pp.133-166。
- 宮島英昭・青木英孝（2002）「日本企業における自律的ガバナンスの可能性：経営者選任の分析，伊藤秀史編『日本企業 変革期の選択：ガバナンス、戦略、イノベーション』東洋経済新報社，pp.71-106。
- 宮島英昭・新田敬佑（2011）「株式所有構造の多様性とその帰結」宮島英昭編『日本の企業統治』東洋経済新報社，pp.105-149。
- 宮島英昭・保田隆明・小川亮（2017）「海外機関投資家の企業統治における役割とその帰結」宮島英昭編『企業統治と成長戦略』東洋経済新報社。
- 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』2224，2226～27，2230～33，2235～36号（（1）～最終回）。
- 宮島英昭・齋藤卓爾（2023）「企業統治改革と政策保有株の売却：その決定要因と経済的帰結」RIETI Policy Discussion Paper Series 23-P-005。
- 宮島英昭・齋藤卓爾・今野靖秀・辻一真（2026）「RIETI—日本企業のCEO報酬決定：個別データを用いた実証研究CEO報酬とその決定要因」RIETI Discussion Paper 26-J-012。
- 宮島英昭・内田交謹・浅井優・大森光（2026）「サクセッション・プランの実証分析」RIETI Discussion Paper 26-J-015。
- 宮島英昭・齋藤卓爾・篠潤之介（2026）「企業統治改革と海外機関投資家の役割」mimeo，早稲田大学。
- 労働政策・研修機構（2023）「10. 過剰雇用の推計」『ユースフル労働統計2023—労働統計加工指標集—』（https://www.jil.go.jp/kokunai/statistics/kako/2023/documents/useful2023_10_p139-149.pdf）
- 山田和郎（2023）「人件費と株主還元」『証券アナリストジャーナル』第61号，pp.64-71。
- 吉川洋著（2012）『日本経済の長期停滞』日本経済新聞出版社。