



企業統治改革に向けて

—日本版コーポレートガバナンス・コード策定の視点

早稲田大学 商学大学院 教授

宮島 英昭

1. はじめに

企業統治の経済成長に対する効果への関心が高まっている。企業統治は、これまで企業行動に対するブレーキの側面として注目されることが多かったが、リーマン危機後、経済低迷の長期化とともに、企業統治を企業成長と結びつける動きが強まった。例えば、OECDも企業統治と価値創造・企業成長の関係に関するプロジェクトを立ち上げて検討を

続けている（OECD 2012）。翻って、我が国では、欧州諸国以上に企業統治改革の成長への貢献に対する期待が強い。昨年6月、企業統治の強化が「日本再興戦略」の中に位置づけられてから、成長戦略の一環として統治制度の改革が積極的に取り組まれてきた。本年6月には取締役改革を促進する会社法改正が実現した。また、2月に公表された機関投資家に投資先企業に対する責任ある対話を求める日本版スチュワードシップ・コードは、すでに実行段階に入っている。さらに、9月からは日本版コーポレートガバナンス・コード策定の検討が始まり、今後の統治構造に関する基本的な考え方を原則の形でまとめる取り組みが進められている。この小論では、日本版コードの策定を念頭に置きながら今後の日本企業の統治改革の方向について考えてみたい。

〈目次〉

1. はじめに
2. 日本企業の統治構造の特徴
3. 機関投資家の関与の促進と持合い規制
4. 取締役改革の方向
5. コーポレートガバナンス改革に向けて

■ 2. 日本企業の統治構造の特徴

まず、日本企業の統治構造の特徴を確認しておこう。第1に、必ずしも注目されていないが、日本では大企業は上場する傾向が国際的に見ても強い。例えば、1998年の売上上位500社のうち上場企業は352社（70%）を占める。それに対して、英国ですら上場企業の比重は28%にとどまり、独・仏では14%、イタリアは10%以下である（売上上位1,000社、1996年調査）（注1）。

しかも、英・米では、2000年代に入って、これまで資本主義の機関車と見られた上場企業が減少している。米国では1997年の7,888社から2010年には38%減少し、英国でも同期間に48%減少した（注2）。それに対して、日本の上場企業は、同期間に2,200社から3,500社に増加した。日本企業の「稼ぐ力」を引き上げる場合、上場企業の統治制度に注目するのは自然であり、その改革効果も大きい可能性がある。

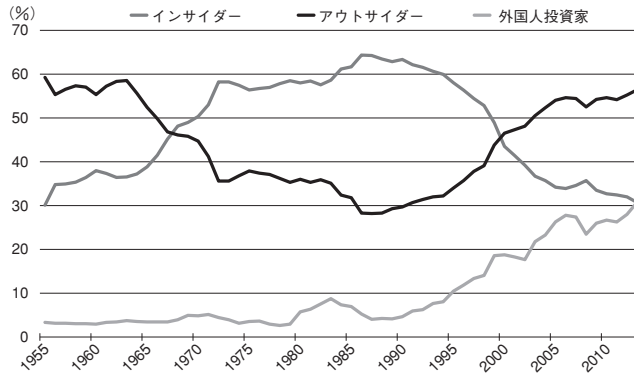
第2に、1997年の銀行危機以降、日本の上場企業の株式所有構造は大きな変化を経験した。全国証券取引所上場企業のうち、内外の機関投資家の保有比率の合計は96年の23%から2013年には48%に達し、25%以上上昇した（図1）。もっとも、日本の場合、機関投資家の保有はそれぞれの機関の保有が分散しており、そのためモニタリングのインセンティブが弱い。それに対して、事業法人・銀行・保険会社の保有比率の合計は96年の56.3%から

06年の33.9%まで急速に低下したものの、それ以降ほぼ安定し、13年現在では30.8%である。こうした日本企業の所有構造の国際的位置を確認すると、表1の通り、日本ではこのインサイダー保有がいぜん重要であることがわかる。英・米では、機関投資家を中心にアウトサイダーの比重がすでに90%を超え、事業法人・銀行の保有はわずかである。それに対して、ドイツや韓国では、事業法人・政府（地方を含む）や創業家一族・企業の保有比率が高く、インサイダー保有は50%を超える。現在の日本は、英・米と大陸欧州・韓国のちょうど中間に位置しているといえよう。

そして、事業法人・銀行（生命保険会社）はブロック保有を維持し、投資先企業の経営にコミットしている。実際、最近の再編事例でも銀行・親会社の関与が重要な役割を演ずるケースは多い。したがって、この安定株主は、投資先企業の経営陣を短期的な株主の圧力から解放し、企業の掲げる使命の実現を可能とする一方、対象企業の経営やモニタリングに積極的に関与する点で、少なくともその一部は英・米のプライベート・エクイティと共通の機能を果たしていると見ることができる。

第3に、上場企業の株式所有構造が過去25年間で大きく多様化したことが重要である。図2には、海外機関投資家（パネル1）、内外機関投資家合計（パネル2）の（単純）平均保有比率について、時価総額ベースの規模別分布が整理されている。同図によれば、東証1部上場企業（非金融事業法人）のうち、

(図1) 株式所有構造の推移



(出所) 東京証券取引所『株式分布状況調査』より著者作成。

(注) 調査対象は、全国証券取引所上場会社（旧店頭市場を除き、マザーズ、ジャスダック、ヘラクレス等の新興市場を含む）。保有比率は、原則、市場価格ベースで計算されたものを表示。データが取得できない1969年度以前は、株数ベースで計算されたもので、保有比率の変化幅の情報を失わないように補完した。インサイダーは、都銀・地銀等、生損保、その他金融機関、事業法人等の保有比率合計。アウトサイダーは、外国人、個人、投資信託、年金信託の保有比率合計。1970年度から1985年度は、都銀・地銀等のみの保有比率が取得できないため、都銀・地銀等と信託銀行の保有比率合計に占める都銀・地銀等の保有比率が、1986年度のものと同一定であると仮定して、都銀・地銀等の保有比率を試算した。さらに、1965年度以前は、金融機関保有分の内訳も取得できないため、1966年度の内訳に基づいて、各投資主体の保有比率を試算した。

(表1) 株式所有構造の国際比較

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

(出所) 日本：東京証券取引所「株式分布状況調査」、米国：Board of Governors of the Federal Reserve System, “Financial Accounts of the United States, Historical Annual Tables 2005-2013”、英国：Office for National Statistics, “Ownership of UK Quoted Shares, 2012”、ドイツ：Deutsche Bundesbank, “Financial accounts for Germany 2008 to 2013”、韓国：Korean Exchange, “Shareholding by Investor Group” および Park, Sangin (2013) “Characterizing Korean Capitalism” より著者作成。

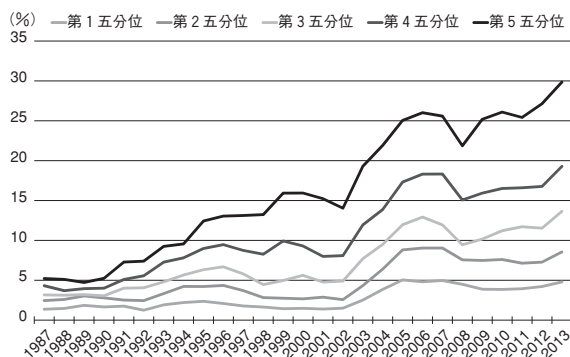
(注) 日本は上場企業の時価総額加重で1990-92年平均と2010-12年平均、米国は2011-13年平均、英国は2008, 2010, 2012年平均、ドイツ・韓国は2011-13年平均。ドイツのインサイダーは、銀行・事業法人・政府（地方を含む）。韓国のインサイダーは、機関投資家・個人に関連企業を含んでおり集計資料からは推計不可能なため、ソウル国立大学パク教授の推計（コンファレンス配布資料）を利用した。また、韓国のアウトサイダーは、100%－インサイダー＋政府・行政機関であるため、海外・国内機関投資家・個人の合計とは一致しない。

第5五分位の企業と、第1五分位の企業の格差の拡大は著しい。例えば、海外機関投資家の保有比率は、1990年まではどの分位も5%以下にとどまったが、その後、第5五分位の

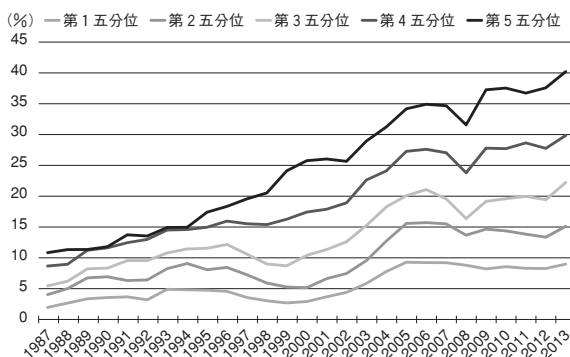
企業が25%以上の水準に上昇したのに対して、第1五分位の企業はいぜん5%以下にとどまる。アウトサイダーが支配的である英・米や、逆に上場企業が少ない大陸欧州では上

(図2) 規模別保有比率の推移

パネル1. 海外機関投資家の保有比率



パネル2. 内外機関投資家合計の保有比率



(出所) 日経NEEDS-Cgesより著者作成。

(注) 対象は東証1部上場企業(非金融事業法人)。各年度の時価総額五分位別に海外機関投資家・内外機関投資家合計の保有比率の平均値を算出。2006年度の各分位の時価総額の中央値は、第5五分位が5,615億円、第4五分位が1,317億円、第3五分位が523億円、第2五分位が273億円、第1五分位が122億円。閾値(分位点)は、第5-4五分位が2,292億円、第4-3五分位が812億円、第3-2五分位が374億円、第2-1五分位が192億である。

場企業の所有構造が同質的であるとみられるのに対して、日本の上場企業は、過去と比較しても、また、他の先進国と比較しても、大きく多様化したことが重要である。

このように、日本企業は、1990年以降、上場のメリットを享受しつつ、機関投資家の増加を受け入れ、しかも、安定的な株式所有構造を維持している。この点で、機関投資家が

支配的な一方、上場企業の減少に直面する英・米とも、また創業家・事業法人による集中度が高く、上場企業が少ない大陸欧州とも、日本企業は異なった進化を示してきた。したがって、以上の特性を持つ日本の企業統治が抱える問題も英・米や大陸欧州と大きく異なる。

大陸欧州、あるいは韓国の問題は、創業家と会社との間の利益相反問題にある。他方、

リーマン危機後の英・米の株式会社における問題は、英国のケイ報告やメイヤー教授らの指摘するように、短期志向の株主が敵対的買収を通じて、あるいは、過度のリスクテイクを強いることによって、債権者や従業員などの他のステークホルダーからレントを徴収するための機構に転じた点にある^(注3)。それに対して、日本企業の問題は、逆に外部の株主の支配力が弱く、いぜんリスクをとらない保守的な経営が蔓延し、過大な現預金保有・低い株主還元政策が支配的となっている点にある。したがって、現在、成長戦略の一環として議論されている望ましい統治構造の改革や、その具体化である日本版コーポレートガバナンス・コードの策定は、ブロックを保有する安定株主・従業員のコミットメントといった日本企業の利点を維持しつつ、特に外部株主（投資家）の利益をより強く反映させる方向で、株主とステークホルダーの利益のリバランスを図ることが追求されるべきである。しかも、このリバランスの実現には、日本企業の統治制度がこの間大きく多様化したという現実を慎重に考慮する必要がある。

■ 3. 機関投資家の関与の促進と持合い規制

スチュワードシップ・コードと議案書の早期発送

日本の企業統治の改革の鍵の一つは、外部株主のモニタリングの向上にある。本年2月

に公表され、現在、実施段階に入った日本版スチュワードシップ・コードは、機関投資家の投資対象企業との積極的な対話を通じてその実現を目指している^(注4)。同コードは、特に、①長期保有の主体である生命保険会社が投資方針の見直しを促す契機となる。また、②アセットオーナー（公的年金基金）が運用会社を選別する方針を明確化し、運用会社をモニタリングする能力の強化をもたらす。さらに、③これまで投資先企業への関与が弱かった海外機関投資家の日本企業との対話を促進することが期待される。

また、投資家のモニタリングの促進という観点から、日本版コーポレートガバナンス・コードの項目の一つとして、株主総会の集中開催をもたらす現行制度の再検討が進んでいるが、この議論も大いに歓迎される。われわれの暫定的な推計でも、株式市場で過小評価されている企業ほど議案書・招集通知を早期に発送し、投資家に精査する機会を与えようとしていることが確認されているから、制度変更を通じて早期発送を可能とすることが機関投資家の議案書の精査、実質的な議決権行使に寄与するものと考えられる。

もっとも、以上の機関投資家によるモニタリングによって企業統治の改善効果をもたらされる企業が限られている点には注意を要する。時価総額別の保有比率を示した前掲図2を先の図1と比較するとわかるように、東証の時価総額加重から得られる所有構造の変化の姿が妥当するのは、時価総額の大きい企業

(表2) 規模別の株式所有構造と社外取締役比率

	機関投資家	外国機関投資家	安定株主比率	社外取締役導入企業割合	社外取締役比率
時価総額加重平均	41.0	30.9	27.6	—	22.7
単純平均	23.4	15.2	38.5	73.2	15.2
第5五分位	40.3	29.9	28.6	89.8	21.6
第4五分位	29.9	19.2	37.4	81.4	15.9
第3五分位	22.3	13.6	42.3	71.6	13.6
第2五分位	15.2	8.5	43.3	65.4	12.6
第1五分位	9.0	4.7	40.9	58.0	12.4

(出所) 日経NEEDS-Cgesより著者作成。

(注) 対象は、東証1部上場企業(非金融事業法人)。機関投資家は、外国機関投資家、年金信託、投資信託の合計で、信託銀行の保護預分(投資顧問運用分)を含まない。安定保有比率は、国内会社による保有株式のうち、①相互保有関係にある会社が保有する株式、②生損保・銀行・信金が保有する株式(除く特別勘定、信託勘定)、③公開会社が保有する金融機関株式、④公開関連会社(親会社など)が保有する株式に該当する場合の株式保有比率合計(ニッセイ基礎研がNEEDS(日経の総合経済データバンク)と東洋経済「大株主データ」から算出、判明分)、⑤役員持株比率、⑥持株会持株比率、⑦自己株式、⑧法人が保有する大口株式(3%以上、含む外国会社、除く信託銀行等)のいずれかに属する株式の比率。社外取締役比率(社外取締役数/取締役数)は、社外取締役ゼロの企業を含む全企業(各分位)の平均。

のみにとどまる。海外機関投資家の投資対象は、MSCI(Morgan Stanley Capital International) ジャパンインデックスに組み入れられた銘柄を中心に大規模な企業に限られ、その投資対象の下限は時価総額2,000億円前後といわれる。したがって、一連の措置によって対話が進展するのは、事実上、こうした時価総額の大きい企業、同図でいえば、第5五分位の企業から、せいぜい第4五分位の企業に限定される。

ブロック保有と相互持合い

他方、日本企業のコーポレートガバナンスの改善を検討する場合、これまで資本市場の圧力を防遏してきた企業間の持合いに対する規制が重要な焦点となる。

表2の通り、安定株主比率は、海外機関投資家保有比率の格差と対応して、大きな規模別格差がある。相対的に規模の小さい企業の

間では、機関投資家の保有比率が低いのと対照的に安定保有の比重が高い。リーディング企業(第5五分位)と第3五分位以下の企業では、15%程度の安定株主比率の格差がある。

また、筆者がこれまで試みたいずれの実証研究でも、安定保有の中心である銀行・生命保険会社の片持ちの合計保有比率と、企業パフォーマンスの間には、有意な負の相関がある(宮島・新田2011、宮島・保田2012)。この関係は、①持合い関係にあると経営者が外部の圧力から遮断されることによって努力水準が下がり(いわゆるエントレンチメント効果)、その結果としてパフォーマンスが低下するという側面と、②業績の低い企業の保有株式の売却を銀行・生命保険会社が他の事業関係を考慮してためらってきた、という二つの側面の結果であるとみられる。しかも、パフォーマンスの低い企業は、機関投資家の対象ともならないため、統治改革が遅れてパ

パフォーマンスの低下が継続するというある種の自己強化傾向がある。したがって、何らかの措置によって持合いの解消を促すのは、企業統治の改善にとって不可欠である。日本版コードがこの持合い規制を検討することは、特に以上の中規模企業、非MSCI組入銘柄の企業のガバナンス強化にポジティブな効果を期待できる。

しかし、ここで考慮すべき点は、事業法人のブロック保有はモニタリング効果を持つことである。われわれが試みた推計でも、また、その他の推計でも事業法人の事業法人のブロック保有は、企業パフォーマンスについては、ポジティブな影響が確認されている^(注5)。しばしば、上場子会社の仕組みが支配株主(親会社)による(子会社)少数株主の取奪として批判されることがあるが、東証1部上場企業を対象とした実証研究ではこうした見方は支持されない(宮島・新田・宍戸 2011)。そして、問題を複雑にしているのは、こうした場合にも子会社が親会社の株式を保有するケースが存在し、相互持合いの関係にあることである。

今後、持合い規制の方法は、日本版コード策定の一つの焦点となり、持合い維持の理由のより厳格な説明、さらに進めば、浮動株比率規制(東証上場ルール)などの具体的措置が論議されることとなろう。上記の事実は、こうした具体的な規制方法の検討にあたって、経営権の相互保障のみを目的とする持合いと、実体的な取引・監督関係に基づく事業法人によるブロック保有を慎重に区別する必

要があることを示唆する。この点の十分な考慮を欠き、過度な規制、拙速な規制を進めれば、企業の自由な所有構造の選択の機会を損なうという副作用を生む可能性もある。この点を慎重に考慮した適切な制度設計を試みるのが今後の重要な課題となろう。

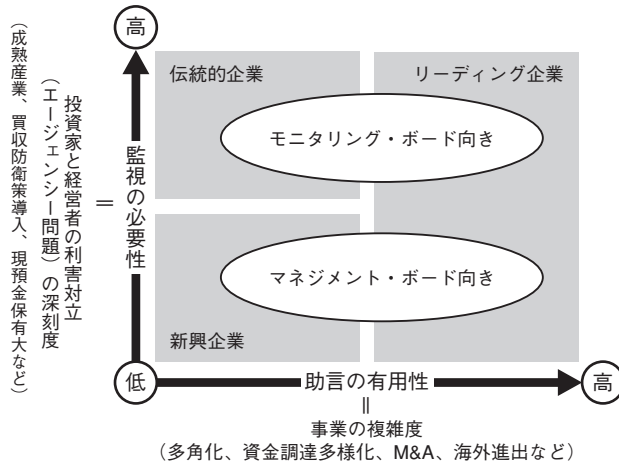
■ 4. 取締役改革の方向

マネジメント・ボードVSモニタリング・ボード

日本版コーポレートガバナンス・コードのもう一つの焦点は、取締役会のベストプラクティスの設計である。本年6月に成立した改正会社法では、いわゆるコンプライ・オア・エクスプレインの原則を導入し、独立社外取締役の選任について、選任しない場合には「相当の理由の説明」を求めた。このように独立性の高い機関の設置を促進することによって、いぜん内部者の利害が優位な日本企業の統治上の問題の解決を図ることが期待されている。

これまで、日本企業の取締役会は、経営上の意思決定をその機能の中心としたマネジメント・ボードと特徴づけられる構造をとっており、この点は、1990年代末から監督と執行の組織的分離を謳った執行役員制が急速に普及した後も実は大きく変化していない。したがって、この構造を維持したまま、少数の独立取締役を選任しただけで根本的な変化が生ずるとみることは非現実的である。必要なことは、従来のマネジメント・ボードから経営

(図3) 企業の特性と取締役会の役割



の監督に特化したモニタリング・ボードと呼ぶべき仕組みに改革することである。取締役会のベストプラクティスを考える場合、この点についての周到な考慮が必要であろう。

もともと、これまでも強調してきたように日本の企業がすべてモニタリングリング・ボードに移行する必要はない。社外取締役に期待されている機能は、経営執行陣に対するアドバイスとモニタリングにある。また、この独立的な第三者によるモニタリングは、単に少数株主だけでなく、従業員などのステークホルダーの利益を保護することが期待される。この役割は、従業員の企業へのコミットを競争力の源泉に置く日本企業では特に重要である。

一般に、社外取締役導入の合理性は、図3に要約した通りアドバイスを必要とする事業の複雑性（図の横軸方向）や、モニタリングを必要とする企業のエージェンシー問題の深刻度（縦軸方向）に依存する。事業ポートフ

ォリオの多角化・グループ化が進むなど事業の複雑性の高い企業は外部のアドバイスの有用性は高い。他方、内部成長を中心とする企業（新興企業）ではモニタリングの必要性は低く、ここでは、現行のマネジメント・ボードで十分かもしれない。しかし、事業が成熟し、現預金の保有が多いか、買収防衛策を導入している企業（伝統的企業）ではモニタリングの必要性は高い。また、潜在的に従業員などのステークホルダーと外部投資家の利害対立が深刻な企業、つまり、人的資本の重要性が高く、外部資金への依存度が大きく、M&Aを通じた成長が合理的であるような企業群では、特にモニタリング・ボードへの移行の合理性が高いといえよう。

リーディング企業のベストプラクティスの焦点

望ましい取締役会構造は、以上のように、

事業構成や企業戦略、また所有構造に応じて最適な構成を考える必要がある。

先のMSCI組入銘柄である時価総額の大きいリーディング企業では、2002年の会社法改正以降、独立社外取締役の導入は徐々に進展しており、すでにほぼすべての企業で最低1人の選任は終えている。例えば、昨年(2013)年6月末時点で、時価総額上位200社のうち、社外取締役を1人も選任していない企業は24社まで減少していたが、今年6月末までに、このうち17社は1名以上を選任したため、未導入の企業は7社となっている。前掲表2でも、第5五分位の企業では90%がすでに社外取締役を選任していることがわかる。

この意味で、日本のリーディング企業では、1人以上の社外取締役を選任するという限りではすでに問題は解決しており、また、監査委員会設置会社に移行する理由も必ずしも大きくない。リーディング企業における今後の課題は、第1に、社外取締役の選任と並行して、新たにモニタリング・ボードの側面を強めるか、従来のマネジメント・ボードを維持するかを戦略的に選択することであろう。そして、モニタリング・ボードを選択する場合のポイントは、社長の指名に社外取締役がどこまで関与するかである。内部者からの社長の選任は、長期雇用下での昇進競争のゴールという意味で、従業員に人的投資のインセンティブを付与するメカニズムとして日本の企業システムに深く埋め込まれており、その急激な変更は決して容易ではない。しかし、モ

ニタリング・ボードへの移行は、社長の選任に社外取締役が実質的に関与して始めて実現されるから、今後は、企業が委員会設置会社に移行して指名委員会を組織するといった選択肢ばかりでなく、指名に関する諮問委員会を設置するなどの中間的な仕組みを考慮しながら、その条件を満たしていく必要がある。

第2に、マネジメント・ボードに当面とどまることを選択した場合にも、複数の社外取締役の選任を前提として、取締役会の多様性をどの程度実現するかがリーディング企業にとって重要な課題となろう。この多様性は、自社の事業特性と外部環境、事業上のポジショニングに応じて、外国人・女性取締役の選任などを組み合わせる必要がある。私見によれば、海外売上高比率が50%を超える企業では、外国人取締役の選任は不可欠であるように思われる。

中規模の企業／新興企業（企業家型企業）

以上のリーディング企業に対して、海外機関投資家からの圧力が乏しい企業では、社外取締役の未導入企業がいぜん目立ち、リーディング企業とは次元の異なる課題に直面している。前掲表2によれば、社外取締役導入企業は、第3五分位の企業群で70%強、第1五分位の企業群では50%台にとどまる。既述の通り、理論的にはすべての企業が社外取締役を導入する必要はない。また、実務的にも法学者・法務関係者の意見では、例えば、新興企業が事業特性や自社の直面する利益相反の程度か

ら社外取締役を置かない理由を説明すれば選任しないことも可能という(注6)。もっとも、この場合には、監督は取締役会の本質的な機能であるから、重要事項の判断には現場の知識が不可欠である点について挙証が必要であろう。

しかも、図3の通り東証1・2部に上場している多くの成熟企業では、財務政策、資本政策、事業再組織化、あるいは、買収に関連して、監督の観点から社外取締役の演じる潜在的役割は大きい。これらの企業は、統治構造の改革によって組織効率や資源配分効率の向上などの直接的効果が最も期待できる企業群といってもよい。また、起業家に率いられる新興企業であっても、経営者の暴走回避にコミットする上で社外取締役を選任する意義は大きく、また社外取締役のアドバイスが企業価値の向上をもたらす可能性は高い(注7)。ここでは、新たに選任する社外取締役の役割に主として何を期待するのか、また、適当な人材をどこに求めるかなど、今後、企業側で選択すべき点は多い。こうした企業群では、以上の実務上の問題に対処する上で、経過的に監査等委員会を利用することも一つの解決方法であるかもしれない。

■ 5. コーポレートガバナンス改革に向けて

会社法改正にしても、東証の上場規則にしても、これまですべての企業に義務付けるといふ強行性を前提として構想されてきた。し

かし、企業成長の促進につながる統治制度には、すべての企業に当てはまるワン・サイズ・フィッツ・オールの仕組みはないから、ベストプラクティスを提示し、それに従わない場合は理由を説明するというコンプライ・オー・エクスプレインは、企業の選択の自由を保障する点で強行法規より望ましい。

しかし、日本企業は上場する傾向が強く、しかも、近年の多様化は著しい。今後の日本版コーポレートガバナンス・コードの検討では、持合いに関する規制や、取締役会構成(人数や独立性の定義)にどの程度踏み込むかが重要な論点となろうが、私見では、第1に、原則のみを提示して、細部を詳細に規定しないことが適当のように思われる。例えば、既述の通り持合いの規制は重要な効果が期待できるが、過度に規制すれば、すでにアウトサイダー株主が60%を超えた企業に対して副作用が発生する可能性もある。同様に、すべての日本企業がモニタリング・ボードの方向に変えることが望ましいという想定に立って、社外取締役の人数や独立性の要件を過度に厳密に規定することにも慎重であるべきであろう。こうした規制が行き過ぎると、企業が規制忌避して非上場化するケースが増加する可能性もある。

第2に、多様化の進展した日本企業に対して、こうした副作用を回避しながら、改革を進める手法としては、すべての上場企業を対象にベストプラクティスを提示することではなく、規模・海外売上高比率等で対象企業を

大きく区分する方法があろう。例えば、通貨危機（1997年）後、IMFの強い圧力の下で進められた韓国の会社法制改革では、資産規模2兆ウォンを基準として、義務付けられる社外取締役に差を設定している。今後、日本版コードの策定にあたっては、日本企業の統治制度が多様化しているという実体を十分に考慮した制度設計、ベストプラクティスの構想が進むことを期待したい。

〔参考文献〕

- ・Franks, J., C. Mayer, P. Volpin and H. Wagner, 2012, The Life Cycle of Family Ownership : International Evidence, *Review of Financial Studies* 25(6), 1675-1712.
- ・Mayer, C., 2013, *Firm Commitment : Why the corporation is failing us and how to restore trust in it*, Oxford University Press. (宮島英昭監訳、清水真人・河西卓弥訳『ファーム・コミットメント：信頼できる株式会社をつくる』NTT出版、2014年)。
- ・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, 79-124.
- ・OECD, 2012, *Corporate Governance, Value Creation and Growth : The Bridge between Finance and Enterprise*, OECD.
- ・Yafeh, Y. and O. Yosha, 2003, Large Shareholders and Banks : Who Monitors and How?, *Economic Journal* 113, 128-146.
- ・宮島英昭・新田敬祐 (2011) 「株式所有構造の多様化とその帰結：株式持ち合いの解消・「復活」と海外投資家の役割」宮島英昭編『日本の企業統治：その再設計と

競争力の回復に向けて』東洋経済新報社、105-149頁。

- ・宮島英昭・新田敬祐・宍戸善一 (2011) 「親子上場の経済分析：利益相反問題は本当に深刻なのか」宮島英昭編『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社、289-337頁。
- ・宮島英昭・保田隆明 (2012) 「変貌する日本企業の所有構造をいかに理解するか—内外機関投資家の銘柄選択の分析を中心として—」金融庁金融研究センター ディスカッションペーパー DP2011-11 (<http://www.fsa.go.jp/frtc/seika/23.html>)。

(注1) Franks, Mayer, Volpin and Wagner (2012) による。なお、日本については、帝国データバンクの資料をもとに著者が推計したもので、2011年の同比率は持ち株会社化を反映してやや低下したものの54%である。

(注2) The Economist (May 19th 2012)。

(注3) THE KAY REVIEW OF UK EQUITY MARKETS AND LONG-TERM DECISION MAKING (2012)、Mayer (2013)。

(注4) 日本版ステュワードシップ・コードの詳細については以下を参照されたい。(<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/>)

(注5) Miyajima and Kuroki (2007), Yafeh and Yosha (2003) など。

(注6) 「座談会 企業統治制度改革のゆくえ」『旬刊商事法務』2014年10月5・15日合併号、10月25日号。

(注7) これまで日本企業で社外取締役が演じてきた役割に関しては、コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会が「社外役員等に関するガイドライン」とともに公表した報告書「社外役員を含む非業務執行役員の役割・サポート体制等に関する中間とりまとめ」(2014年6月30日、<http://www.meti.go.jp/press/2014/06/20140630002/20140630002.html>) が実務的に有効である。

