

## コーポレート・ガバナンス改革の忘れ物

一橋大学大学院 国際企業戦略研究科 准教授  
(企業報告ラボ 企画委員会 座長)

野間 幹晴



コーポレート・ガバナンスをめぐる制度改革が続いている。2014年2月に「『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〉」が公表された。これによって、機関投資家は「目的を持った対話」を通じて企業価値向上や持続的成長を促すことで、受益者の中長期的な投資リターンを拡大することが期待される。

2014年6月には、社外取締役の選任を促すことを通じてコーポレート・ガバナンスの強化を目指す改正会社法が成立した。改正会社法では、社外取締役を選任することの義務化は見送られたものの、選任しない企業には株主総会で理由を説明することを義務づけている。社外取締役の選任に「Comply or Explain」ルールが導入されたのである。

一連の改革が進む中で、日本のコーポレート・ガバナンスには2つの課題がある。

1つは、株式持ち合いである。2000年代になってから株式持ち合いは解消されつつあるものの、依然として株式持ち合いが行われている。株式持ち合いは「もの言わぬ株主」であるため、日本版スチュワードシップ・コードを形骸化させてしまう恐れがある。

ドイツでは株式持ち合いの解消によってM&Aが活発になり、持ち合い解消がドイツ企業の競争力回復の原動力となった。2000年7月、シュレーダー首相が推進した税制改革法が成立し、2002年1月からドイツで企業が1年以上保有する株式の売却益が非課税化された。これにより、銀行や保険会社などの金融機関を中心に保有株式が売却され、持ち合いが解消されていった。持ち合い株式の売却を通じて株主構成が変化したことはいうまでもない。さらに、持ち合い株式の売却資金は、事業投資や自社株買いに使われた。この結果、ドイツ企業のROEは大きく上昇した。

株式持ち合いは資本効率の低下をもたらすだけでなく、日本企業の低い利益率・成長性を容認する1つの要因となり、さらには業界再編を通じた国際競争力向上の妨げとなっている。

いま1つは、少数株主の保護である。親子上場の賛否をめぐってさまざまな議論があるが、ガバナンスの観点からの1つの陥穽は、子会社の支配株主である親会社が信認義務（fiduciary duty）を負っていない点である。各国で信認義務は異なるものの、アメリカやイギリス、フランス、ドイツでは支配株主は信認義務を負っている。一方、わが国では信認義務をめぐる議論は本格化していない。

株式持ち合いの解消と少数株主の保護がガバナンス改革の要諦である。これらの改革により、日本市場に対する評価が高まり、日本経済の回復・成長につながるであろう。