

2021 年度

学士論文

日本のコーポレートガバナンス政策はいかにし
て CMEs 政策から LMEs 政策へ転換したか
ーコーポレートガバナンス改革の政治的要因ー

一橋大学社会学部

4118219u

望月 凜之介

指導教員 田中拓道

目次

第1章.....	3
1-1 日本のコーポレートガバナンス政策の変容	3
1-2 先行研究の整理	4
1-2-1 コーポレートガバナンスの定義	4
1-2-2 資本主義の多様性	4
1-2-3 ゴルヴィッチ、シン	5
1-2-3-a 選好	6
1-2-3-b 政治的連合	7
1-2-3-c 制度	8
1-2-3-d 少数株主保護・調整度合	8
1-2-3-e 日本の位置付け	9
1-3 なぜ「ROE8%目標」が少数株主保護なのか	9
1-4 リサーチクエスション・仮説・分析枠組み	10
第2章：経営者の選好	13
2-1 作成経緯	13
2-2 内容	14
第3章 オーナーの選好	16
3-1 作成経緯	16
3-1-1 「平成 23 年度総合調査研究」	16
3-1-2 企業報告ラボと伊藤レポートプロジェクトの発足	18
3-2 内容	19
第4章 制度・権力関係	21
4-1 『目指すべき市場経済システムに関する報告』に対する政府の反応	21
4-2 『伊藤レポート』に対する政権の対応	21
4-3 伊藤レポートが優越した「政治」的要因	22
4-3-1 制度の変化	22
4-3-2 政権の選好	23
第5章 政権の選好の変容	26
第6章 結論	30
参考文献	32

第1章

1-1 日本のコーポレートガバナンス政策の変容

これまで多くの代表的な研究の中で、日本のコーポレートガバナンスは協調主義的であるとされてきた。「資本主義の多様性論」を打ち出したピーター・ホールとデヴィッド・ソスキスは、世界の政治経済システムを「自由な市場経済 (LMEs)」と「調整された市場経済 (CMEs)」に分け、日本を後者に分類した (ホール、ソスキス 2007 : p.9)。LMEs が「株主資本主義」であるとされるのに対して、CMEs は、長期雇用慣行や労使関係の制度化によって雇用保護が強く、企業統治においても労働組合などのステークホルダー間の合意が重視される政治経済の類型であるとされた。そして日本はこの CMEs に該当するとされた。かつてはハンズマン・クラークマンによって「企業法の歴史の終わり」と主張され、あらゆる国で LMEs 的な株主資本主義に移行されると考えられた (ゴルヴィッチ、シン 2007 : p.9)。しかし、ホール、ソスキスは「制度補完性」「経路依存性」によって、LMEs と CMEs は収斂することはないと唱えた。またピーター・A. ゴルヴィッチとジェームス・シンは、労働者・経営者・オーナー (株主) の三者がどのように連携し、どの組み合わせが勝利するかによって、調整度合や少数株主保護政策が決定され、結果として株式所有が分散するか集中するかが変わってくると説いた。ゴルヴィッチ、シンは、日本のコーポレートガバナンスを「協調主義的妥協モデル」とし、労使が手を組んで外部少数株主の選好を二の次にしていると見なした。

しかし、第二次安倍政権以降、日本のコーポレートガバナンス政策は大きく変容しつつある。1つの大きな転機は、2014年8月に伊藤邦雄が座長として取りまとめた『『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～』プロジェクト最終報告書 (以下、『伊藤レポート』)』の登場である。伊藤レポートは「最低限 8%を上回る ROE を達成することに各企業はコミットすべきである。もちろん、それはあくまでも『最低限』であり、8%を上回ったら、また上回っている企業は、より高い水準を目指すべきである」 (経済産業省 2014a:6) として、外部少数株主利益の保護を求めた。後述するが、ROE とは「自己資本利益率」を意味し、外部少数株主利益と密接なかかわりを持つ。そして実際に伊藤レポートを受けて、安倍政権はスチュワードシップコードの策定やコーポレートガバナンスコードの制定といった LMEs に親和的なコーポレートガバナンス改革政策を推進していった。一方で、経営者がメンバーの多くを占める「目指すべき市場経済システムに関する専門調査会」は、「ROE に代表される財務情報は、企業の価値を費用収益・資産負債として計上される事象だけを捉えている点で限定的である」と ROE 指標を批判し、ROE に変わる新たな指標を作るべきだと提唱する『目指すべき市場経済システムに関する報告』を伊藤レポートと同時期の 2013 年 11 月に発表していた (内閣府 2013a:12)。しかし、政策に反映されたのは伊藤レポートであった。経営側が掲げる CMEs 的な政策ではなく外部株主に有利な LMEs 的な政策が採用されたのである。以上のことから、日本のコーポレート

ガバナンスは既存の研究で言われていた「協調主義的妥協モデル」から変容しているように考えられる。いったいどのような要因で変容が起きたのか明らかにしたい。

以下本章では、議論の前提に関する整理を行う。まず、第1章第2節でコーポレートガバナンスの定義、そしてコーポレートガバナンスの決定要因に関する先行研究の整理を行う。特に、本論ではゴルヴィッチ、シンによる理論に基づいて検証するため、ゴルヴィッチ、シンによる理論について重点的に説明を行う。第3節では、『伊藤レポート』に基づいた政策、特に「ROE8%目標」の設定は、ゴルヴィッチ、シンの理論でどのように位置づけられるかを検討する。そして第4節で、前述した先行研究をもとに、リサーチクエスション・仮説・分析枠組みを示す。

1-2 先行研究の整理

本節では、先行研究の整理を行う。まず本稿におけるコーポレートガバナンスの定義についてまとめ、そのあとホール、ソスキスによる資本主義の多様性論を紹介する。次に、資本主義の多様性論という類型論に対して、コーポレートガバナンス制度の変遷を説明するための理論として登場したゴルヴィッチ、シンの理論について要約する。

1-2-1 コーポレートガバナンスの定義

ゴルヴィッチ、シンは、『コーポレートガバナンスの政治経済学』の中で、企業統治を、富の創造や配分に影響を与える権力構造であると述べている。すなわち、企業のキャッシュフローに請求権を持つのは誰か、戦略や資源配分に発言権を持っているのは誰かということは権力構造によって決定づけられる（ゴルヴィッチ、シン 2007 : p.4）。

また、経営者の義務、オーナー（企業の所有者）の権利義務、株式保有者の請求内容、取締役会の権能といった取締役会の構成や義務、株式所有過程について扱った法律や規則を「企業統治法制」と定義したうえで、ゴルヴィッチ、シンは、「企業統治法制は重要であるが、通常、企業統治法制の範囲外とされる制度も重要である」として、より包括的なものを広義のコーポレートガバナンスとして見なす立場をとっている。すなわち、会計、買収、報告、支配といった企業のキャッシュフローを支配するすべての法的要素をカバーする「少数株主保護」政策（詳細は後述する）や、一企業の権力構造を形成する企業内統治ルール of 範疇外にある規則も企業統治に影響を与えるものとして、広義のコーポレートガバナンスに含める。「企業内統治ルール of 範疇外にある規則」とは、具体的には、労働市場における規則、銀行業・金融、国内外の競争、年金制度を規制するルールなどを指す（ゴルヴィッチ、シン 2007 : p.5, p.15）。本論でも、この定義に則り、広義のコーポレートガバナンスについて述べていく。

1-2-2 資本主義の多様性

先行研究の整理として、第一に、ホール、ソスキスらによる『資本主義の多様性』を取り

上げる。この研究は、単にコーポレートガバナンスのみを取り上げるのではなく、よりマクロな市場経済全体を類型化したものである。ホール、ソスキスは「企業の能力が究極的には関係のうちに存在する以上、企業は多くのコーディネーション問題に直面する。企業の成功は実質的に、広範囲のアクターと効果的に調整できる力量に依存する」（ホール、ソスキス 2007：p.7）として、なかでも①労使関係②職業訓練と教育③コーポレートガバナンス④企業間関係⑤従業員の5つの領域で企業はアクターとの関係を調整しなければならないと論じた。そして、これら5つの領域で直面するコーディネーション問題を解決する仕方を参照することで、「自由な市場経済（LMEs）」と「調整された市場（CMEs）」の2タイプの市場経済へと分類できるとした（ホール、ソスキス 2007：pp.7-9）。「自由な市場経済（LMEs）」は英米などアングロ・サクソン諸国で見られるモデルで、企業は主にヒエラルキーと競争の市場配置を通じてその活動を調整する（ホール、ソスキス 2007：p.9）。雇用保護は弱く、労働市場は流動的である。株式市場が発達し、企業は直接金融を通じて資金調達するため、企業統治は株主中心的となり、ROEの向上や短期的な株価上昇を経営目的にしやすい（ホール、ソスキス 2007：p.7）。このような制度的枠組みは、急速な製品開発を必要とするラディカル・イノベーションが重要な産業（ex.IT、バイオテクノロジー、金融など）にとって適切な能力を企業に提供する。「調整された市場経済（CMEs）」はドイツなどの西欧諸国や日本で見られるモデルで、企業がその活動を他のアクターと調整するために、非市場諸関係により大きく依存する市場経済である（ホール、ソスキス 2007：p.10）。労使関係が制度化されており、長期雇用が一般的である。賃金や労働条件の交渉において労働者の意見が反映されやすく、使用者による一方的な解雇は規制される。企業は間接金融を通じて資金調達を行い、「忍耐強い資本」として活用できる。企業統治においてもステークホルダー間の合意が重視されるため、長期的な視野に立った経営戦略をとりやすい（田中 他 2020：p.58）。このような制度的枠組みは、持続的な改善を必要とする漸進的イノベーションが重要な産業（ex.機械、耐久消費財など）に長けた能力を提供する（ホール、ソスキス 2007：p.45,49）。この2つのモデルは、制度的補完性や、制度補完性による経路依存性があるために、グローバル化への対応においても LMEs では規制緩和、CMEs では労働者の長期的な技能形成を通じて比較優位をとろうとするため、両者の分岐はより拡大していくとされた（田中拓道 他 2020：p.60）。

1-2-3 ゴルヴィッチ、シン

しかし、ホール、ソスキスによる資本主義の多様性論に対しては、アクターの影響力を無視し、一旦制度が確立されると変化しないという一種の決定論に陥っているのではないかと批判された。例えば K.セーレンは、『Varieties of Capitalism: Trajectories of Liberalization and the New Politics of Social Solidarity』のなかで、規制緩和による自由化や CMEs における二元化による自由化などといった、制度変化の要因の分析を行っている（K. Thelen 2011：pp.137-155）。この問題に対して、ゴルヴィッチ、シンは、特にコーポレートガバナンスの

多様性に着目し、国や時代によってコーポレートガバナンスのありかたが変遷するのはなぜなのか、いかなる独立変数が企業統治を変化させるのかを明らかにする理論が必要であると説いた（ゴルヴィッチ、シン 2007：p.10）。

ゴルヴィッチ、シンは、コーポレートガバナンスの形態が決まるプロセスを以下のように論じる。オーナー（株主）、経営者、労働者らの「選好」と権力的資源が政治「制度」によって仲介され、政策が作られる。政策とは、「少数株主保護」と「調整度合」からなり、各国の経済政策のパターンのことを意味する。この政策が企業統治へのパターンのインセンティブを形成する。その結果、株式保有が株主拡散モデルになるか大規模保有モデルになるかが決まる（p.38, pp.76-78）。以下の節では、それぞれの用語と具体的な内容について示す。

1-2-3-a 選好

オーナー、経営者、労働者は会社の資源についてお互いに争い、会社の収入や利益について様々な主張をする。この三者が、企業統治に関して望んでいるものが「選好」と呼ばれる。それぞれの選好はトレードオフの関係になる場合があり、その選好に応じて彼らは同盟を形成しうる。また各プレーヤー内の選好も多元的で、必ずしも各プレーヤーが一枚岩で皆が同じ方向を向いているとは限らない（p.88）。本節では、ゴルヴィッチ、シンの指摘する三者の選好についてを確認する。

労働者の選好は、良い賃金、（会社の利益を度外視することになっても）リストラに対する雇用安定性、年金を受ける権利の保護である。一方で経営者は、収入、雇用の安定、経営権の裁量を望む。オーナーは、経営者や労働者に支払うあらゆる種類のエージェンシーコストの最小化を目指す。そして会社が市場価格よりも高い配当を支払うことを要求する。これらの選好はトレードオフの関係にあるため、三者は互いに対立、もしくは連携することになる（ゴルヴィッチ、シン 2007：p.78）。

しかし、各プレーヤーは必ずしも単一の選好を持つわけではない。例えば、オーナーであっても、内部の大株主と外部の少数株主（ポートフォリオ株主）に分かれる。大株主は、資産を分散させている株主よりも1つの会社が抱えるリスクにより多くさらされる一方で、少数株主から利益を移転させることが容易である。少数株主は、リスクに見合った利益率を投資から得ることに主な関心があり、分散したポートフォリオを組むが、大株主による利益の収奪を受けるリスクを持つ。このように、同じオーナーであっても、その性質によって対立する。大株主が経営者を監視するために集中した議決権株式を所有する株式所有パターンを大規模保有モデル、株式所有が外部少数株主に分散していて金融市場や少数株主保護政策を通じて監視することになるパターンを株主拡散モデルと呼ぶ。また、労働者の中でも、雇用に関心を持つ者もいれば年金投資に関心を持つ者もいる。十分な貯蓄のない労働者は雇用に重大な関心を持つ。一方で、年金を通じてその会社や株式に多くの投資を行っている労働者は少数株主としての関心を持つようになる。経営者は、戦略の相違によって選好が異なる。安定性や予見可能性を重視して、我慢強い大株主と交渉する経営者もいれば、金融市

場を通じて分散された株主と交渉する、自主性を求める経営者もいる。高い報酬と引き換えに強い少数株主保護を認める経営者もいれば、自らの地位の安定を重視して経営支配権の維持を最優先にする経営者もいる。(pp.78-79, pp.88-89)。このように、同じカテゴリのプレーヤーであっても選好が様々であり、この選好の違いに応じて、三者のうちの誰が連携するのかは変わってくる。

1-2-3-b 政治的連合

各プレーヤーの望む選好に適した法規制や政策を実現するには、政治の場において支持を受ける必要がある。そのため彼らは様々な同盟を通じて協力したり対立したりすることになる (p.79)。この三者がどのような連携・対立をし、政治プロセスの中で勝利するかという組み合わせを示したのが表 1-1 である。

表 1-1 政治的連合とガバナンスの結果

連合の組み合わせ	勝者	政治的連合名	結果予測
①株主+経営者 vs.労働者	株主+経営者	投資家モデル	拡散
②株主+経営者 vs.労働者	労働者	労働者モデル	大規模保有
③株主 vs.経営者+労働者	株主	寡頭資本家モデル	大規模保有
④株主 vs.経営者+労働者	経営者+労働者	協調主義的妥協モデル	大規模保有
⑤株主+労働者 vs.経営者	株主+労働者	透明性モデル	拡散
⑥株主+労働者 vs.経営者	経営者	経営者主義モデル	拡散

(ゴルヴィッチ、シン p.80 より、筆者作成)

「投資家モデル」では、株主と経営者が連携し、労働者に優越する。強い少数株主保護を実現し、その結果株式所有は拡散する。一方で、株主・経営者に対して労働者が政治的に勝利した場合「労働者モデル」となり、会社の収益における労働者の配分が最大化するような統治システムを実現させる。雇用の確保、安定してよい賃金レベル、就業規則、健康保険、場合によっては取締役会における発言権を労働者は獲得する。少数株主保護は弱くなり、株式保有は集中する。「寡頭資本家モデル」ではオーナーによる直接的な支配が行われる。そのため株式保有は集中する。「協調主義的妥協モデル」では、経営者と労働者が連帯して、仕事と会社の規模、全体としての従業員の収入を守り、株主への配当を拒絶する。大株主は安定性と企業の支配について個人的利益を得るためにこれを受け入れ、少数株主は取り残される。そのため株式所有は集中する。オーナーと労働者が結びつき、経営者に勝利する場合は「透明性モデル」となる。オーナーの利害は、経営者をコントロールし株価を上げ、株式の集中を放棄して分散の利益を受けることにある。労働者の利害の1つとして、意思決定により深く参加することで雇用を守ることが挙げられる。協調主義的妥協モデルでは意思決定が不透明であるため労働者の経営参加を難しくするというデメリットもあるため、オー

ナーと連帯するという選択肢も労働者は取りうる。また、労働者も年金積立を株式に投資しているために株価向上へのインセンティブがある。少数株主保護が強くなり、株式所有は拡散する。一方で経営者がオーナー・労働者に優越した場合は「経営主義モデル」となる。この場合は、少数株主保護が弱くなり、かつ大規模株式保有も減少する。経営者にとって、大規模株主の力を削ぐだけの少数株主はいるが、少数株主たちの影響力も小さいという状況が理想なのである (pp.82-87)。

1-2-3-c 制度

ゴルヴィッチ、シンは、制度と選好は相互作用するため、コーポレートガバナンスに関する政策論争の結果に政治制度は影響を与えると論ずる。このような制度は「政策決定と執行の過程を決める一定のルール」と定義される。もし選好が一定であると仮定すれば、政治制度のルールを変更したときに異なる政治的結果をもたらすことがある (p.90)。

ゴルヴィッチ、シンは、政治制度を多数決型と全会一致型に分類する。小選挙区制に代表される多数決型の政治制度では、個人個人の小さな投票行動のインパクトが重大な結果をもたらすため、その時々によって政治的な変化が大きくなりやすい。また、有力な意見が僅差であっても多数決によって覆されるために、少しの投票行動の動きが大きな結果の変化をもたらさう。一方で、比例代表制のような全会一致型の政治制度は、多数決型と比べて、多数のプレーヤーによる連合の形成が可能であり、また多数のプレーヤーが拒否権を有するため、政治的ブレは少なく、決定の中に幅広い範囲の意見が反映される (p.90-91)。ゴルヴィッチ、シンは、全会一致型では株式所有の集中と弱い少数株主保護の傾向がみられ、多数決型では逆に株式所有の集中度は低く、強い少数株主保護の傾向がみられると定量的な相関分析を行っている (pp.94-98)。この因果関係について、ゴルヴィッチ、シンは、以下のように分析する。すなわち、全会一致型の政治制度では拒否権プレーヤーが多いので、高度に安定化した政治的枠組みの中では多くのステークホルダーは自分が投資した生産体制における特定の資産を守ろうとするインセンティブが働く。そのため、一度 CMEs が成立すると大規模保有モデルを守ろうとする。一方で、多数決型では、政治的变化が生じやすいため、企業はむしろ柔軟性を求めるようになり、LMEs 的な株主拡散モデルへと帰結する (p.99-101)。このように、制度は三者の選好を仲介し、コーポレートガバナンスのありかたを決める変数となる。

1-2-3-d 少数株主保護・調整度合

少数株主保護は「企業が資源をその他の目的に使ったり無駄にしたりするのではなく、企業が株式価値の最大化のために機能することを保障する慣行」と定義される (p.57)。ゴルヴィッチ、シンは、「どの行為が少数株主保護を構成するかについての経済理論上の決まり… (中略) …はない」として、取締役会の役割や機能という点だけでなく、より広義の企業統治行為を少数株主保護として見なす (p.57)。具体的には、採用されている会計規則、大

株主に干渉されない監査、取締役会の独立性、経営支配権規則、ストックオプションなどの経営インセンティブが挙げている（ゴルヴィッチ、シン 2007：pp.59-61）。強い少数株主保護がある場合、投資家たちは経営者に対する監視と制裁の手段があると安心できる。制度上の強力な保護構造は投資家に投資の多様化を促し、株主の分散を招く。一方で、投資家保護がない場合、投資家は経営者からのエージェンシー保護を求めて、互いに寄り合い、大規模保有を組織するとゴルヴィッチ、シンは考える（ゴルヴィッチ、シン 2007：p.66）。

また、ゴルヴィッチ、シンは、どのような条件のときに少数株主保護が強くなるか、あるいは少数株主保護が強い場合でも株式所有の分散が進んでいないケースがあるのはなぜかという点について、「資本主義の多様性」・「制度補完性」によって説明する（ゴルヴィッチ、シン 2007：p.67）。コーポレートガバナンスのパターンは、雇用保障、製品市場の競争、教育・訓練システム、価格と賃金設定のメカニズム、金融構造などの他の経済制度によって大幅に変化するものであり、このような経済の特徴を「制度補完性」とゴルヴィッチ、シンは呼ぶ（ゴルヴィッチ、シン 2007：p.67）。ホール、ソスキスの議論にのっとり、ゴルヴィッチ、シンは、経済特徴を大きく「自由市場経済（LMEs）」と「調整市場経済（CMEs）」に分類し、どちらの特徴に近いかという「調整度合」によって少数株主保護の強弱は変わると主張した（ゴルヴィッチ、シン 2007：pp.68-70）。CMEs に近い経済の特徴であることを示す調整指標は、株式所有の集中とは正の係数に、少数株主保護とは負の係数にあることを定量的な相関分析によって明らかにしている（ゴルヴィッチ、シン 2007：p.70）。

こういった「少数株主保護」「調整度合」は公共政策によって形作られる。こうした公共政策は政治過程の中で作られるのであり、上で述べた選好、権力的資源、制度といった変数によって決められるのである（ゴルヴィッチ、シン 2007：p.73）。

1-2-3-e 日本の位置付け

ゴルヴィッチ、シンは、日本を「全会一致型の政治制度によって労使の協調が戦後の長きにわたって維持され続けた」として、「協調主義的妥協モデル」の国と述べている。弱い少数株主保護である一方で、戦後アメリカによって財閥を解体されたという歴史的背景から、大規模保有も少ない。日本の戦後政治は、議会における自由民主党連合によって長い間独占されてきたが、自民党による連立政権では、複数の拒否権を有する高度な合意に基づく制度枠組みのなかで運営されており、拒否権プレーヤーは多様である（ゴルヴィッチ、シン 2007：pp.212-213）。ゴルヴィッチ、シンは、日本においても漸進的にコーポレートガバナンス改革が進められてきてはいるが、それは主として、大衆が経営者の無能さや詐欺のような事例に対する不快感をもったことから起こったのであり、大衆の企業統治への選好が大きく変わったわけではないとしている（ゴルヴィッチ、シン 2007：p.218）。

1-3 なぜ「ROE8%目標」が少数株主保護なのか

本節では、『伊藤レポート』が掲げる「ROE8%目標」は、どのようなプレーヤーの選好を

反映した政策なのか、少数株主保護的なのか否か、CMEs 的なのか LMEs 的なのか、どのような性質の政策と言えるのか検討を行う。

「ROE（自己資本利益率、あるいは株主資本利益率、Return On Equity）」は、株主がその投資額に対してどの程度の利益を得られるかを示す指標で、「当期純利益÷自己資本」で求められる。例えば 100 万円の投資額に対して 8 万円の利益を求めるならば、ROE は 8% となる（北野 2012 : p.59)。「当期純利益÷自己資本」をさらに分解すると「売上高当期純利益率（ROS）（当期純利益÷売上高）×総資産回転率（売上高÷総資産）×財務レバレッジ（総資産÷自己資本）」となる。ROS はその企業のビジネスモデルや戦略によってどの程度稼いだかを表す指標で、事業の収益性を示す。総資産回転率は、企業が運用を任されている資産をどの程度効率的に回転させたかを表す指標である。財務レバレッジは、負債と自己資本の比率をどうするかという財務上の意思決定の結果である（伊藤 2018 : (Kindle の位置 No.107-108)）。またその中でも総資産回転率と財務レバレッジは日欧米で大きな差はないが、売上高当期純利益率は日本が欧米に大きく引き離されている（手島 2015 : p.54)。

しかし、この ROE という財務指標のみを重視する経営のありかたについては批判も見られる。手島直樹は、いたずらに高い ROE 目標を掲げ、売上高の向上ではなく、大幅増配・自社株買い・リキャップ CB のようなキャッシュフローを生まないファイナンス戦略によって ROE を向上させる手法を「ROE 逆算経営」と呼んで批判する（手島 2015 : p.28)。彼は「ROE の怖さ」の理由を 3 つ挙げている。第一に、分子（当期純利益）を大きくするのではなく安易な財務戦略で分母（自己資本）を小さくしてしまいかねないこと、第二に、ROE 指標は投資家の利害が直接反映されるため中立性に欠けること、第三に、当期純利益率改善のために売上高の成長ではなく研究開発費・設備投資額などの削減を行う短期主義的な経営を助長させかねないことである（手島 2015 : pp.32-33)。また北野一は、企業が ROE 目標を達成させて株主の取り分を増やすために従業員や取引先への分配を減らさざるを得なくなったのではないかと指摘する。以上のことから、ROE 指標のみを重視することは必ずしも企業の成長に結びつくわけではなく、むしろ既存の企業の儲けをどれだけ株主に分配するかという指標であると言える。そのため、ROE8%目標を企業に求める『伊藤レポート』は、外部少数株主の利害を重視する少数株主保護を促進する政策であり、LMEs に近い政策であるといえるだろう。

1-4 リサーチクエスチョン・仮説・分析枠組み

本節では、ここまで述べてきた先行研究の整理と、『伊藤レポート』に基づいたコーポレートガバナンス改革政策の性質について踏まえた上で、リサーチクエスチョンと仮説、分析枠組み、意義について述べる。

ゴルヴィッチ、シンによれば、「政治（選好、政治的連合、権力的資源、制度）」という独立変数によって「政策（少数株主保護、調整度合）」が変化する。そうであれば、これまで「協調主義的妥協モデル」であり CMEs であるとされてきた日本において、LMEs と親和

性の高い『伊藤レポート』に基づいたコーポレートガバナンス改革「政策」が実現されたのは、何らかの「政治」的变化を反映した結果なのではないかと推測できる。そこで、筆者は以下のリサーチクエスチョンを提示する。

協調主義的妥協モデルとされてきた日本で、『目指すべき市場経済システムに関する報告』が棄却され『伊藤レポート』が「政策」に採用された「政治」的要因は何か。

実際の日本におけるオーナー、経営者（そして労働者）の選好は何か。あるいはその三者以外にも重要な選好を持つアクターがいるのか。そして、安倍政権下において彼らの選好を仲介する政治制度はどのようなものであったか。その政治制度・政治プロセスの中における権力関係はどのようなものであり、三者のなかでどのような政治的対立・連携があるのかという「政治」に関する変数を、一次資料などを通じて定性的に明らかにし、日本でコーポレートガバナンス改革が推進された要因を突き止める。仮説は以下の通りである。

仮説①：選挙制度改革や内閣機能強化といった「制度」の変化によって、「政権の選好」が権力関係に大きく影響を持つようになった。

仮説②：「政権の選好」は、従来は経営者の選好と近いものであったが、第二次安倍政権の登場した頃から、外部少数株主の選好と親和的なものに変容した。

以上の仮説 2 つが合わさって、初めてコーポレートガバナンス政策の変容が起きたと推測できる。この 2 つの仮説を検証することで、日本の現在の市場経済のありかた、そして既存のコーポレートガバナンス論をより精緻なものに修正を図ることが可能であるという点で、本稿に意義があると考ええる。

分析方法は以下の通りである。本論では「経営者・オーナーの選好」、「制度」、そして「政権の選好」について、一次資料を参照しながら定性的に記述し、ゴルヴィッチ、シンの言うところの「政治」的要因は、日本においてどのようなものであるかを論じる。「経営者の選好」は、『目指すべき市場経済システムに関する報告』の成立過程とその内容を検討することで明らかにしたい。後述するように、『目指すべき市場経済システムに関する報告』はほとんど経営者側の人間によって作成されたものであり、彼らの利害・選好を大きく反映していると考えられるからである。「オーナーの選好」は『伊藤レポート』の成立過程とその内容を見ることで分析する。これも後述するが、『伊藤レポート』は作成過程において海外ポートフォリオ株主の意見が大きく影響を及ぼしており、外部少数株主の選好を大きく反映していると言えるからである。労働者側の選好については特別に言及しない。というのも、労働者側はコーポレートガバナンス政策における政治過程において強い拒否権や発言権を保持しているとは言い難く、その選好が反映されにくい状況にあるからである。そのため、主に経営者と株主が連携するか、あるいは対立するののかという点にフォーカスを当てる。ま

た、「制度」については、『伊藤レポート』が『目指すべき市場経済システムに関する報告』よりも優先され、コーポレートガバナンス改革政策に反映されていく政治的過程を追跡することで、どのような制度が各プレーヤーの選好を仲介しているのかを明らかにする。また、この政治的過程を検討することで、「政権の選好」が重大な役割を果たしていることも示す。最後に「政権の選好」として、政府のコーポレートガバナンス改革に対する考え方がどのように変遷したかを明らかにすることで、上で述べた2つの仮説について論証したい。

第2章：経営者の選好

本章では、コーポレートガバナンスに対して、経営者らはどのような利害・選好を主張していたのかという点を、『目指すべき市場経済システムに関する報告』の作成経緯とその内容を見ることで明らかにする。

2-1 作成経緯

本節では、『目指すべき市場経済システムに関する報告』作成の経緯を述べる。この報告書は、甘利経産相の号令のもと経済財政諮問会議の下に設けられた「目指すべき市場経済システムに関する専門調査会」によってまとめられたものである。この専門調査会設置のきっかけとなったのは、2013年3月8日の第6回経済財政諮問会議において、当時東京大学大学院経済学研究科教授だった伊藤元重議員の発言であった。伊藤は、安倍総理の掲げる「強い経済を取り戻す」というスローガンをどう経済指標に落とし込み具体的な政策とするか、これからの10年の経済回復のシナリオを提示することが必要だと述べ、それこそが財政再建を行う上でも必要だとした（内閣府 2013b：pp.3-4）。すなわち、いかに経済成長を起こし国民に経済回復を実感させ、そのもとで財政健全化を実現していくかということが主要な問題意識であった。この発言を受けて、4月18日に開かれた第8回経済財政諮問会議では「持続的成長を実現する市場経済システムの構築」について議論された。この会議には、三菱ケミカルホールディングス代表取締役社長であり、また経済同友会の副代表幹事でもあった小林喜光をはじめ、政府関係者以外では主に経営者らがメンバーを占めていた。特に小林は、専門調査会が開催される以前から「KAITEKI」という概念を掲げ、環境への負荷削減やステークホルダー満足度の向上といった要素を含むサステナビリティの指数化を目指す活動を三菱ケミカル内で進めていた（小林 2013：pp.132-135）。また、「公益資本主義」を主張しており、三菱ケミカルのアドバイザリーボードとしてその当時呼ばれていた原丈人も、第8回経済財政諮問会議に参加していた。こうした参加メンバーを踏まえると、この経済財政諮問会議では主に経営者側の選好が反映されていたと言える。

議論のなかでは「米国型の株主資本主義でも、中国型の国家資本主義でもない新しいルールを日本が主導して作り、途上国への民間企業進出を促進できる制度を作ることが肝要」、「会社は6つの構成要素（従業員、顧客、仕入先、株主、地域社会、地球）からなっているので、会社経営者はバランスに配慮した価値、利益の追求と配分を行うべきである。アメリカでは、株主利益だけを最大最短で追求する主張がまかり通っているが、こんな主張が世界中で標準となれば、ますます貧富の差がひどくなるであろう」、「ROEに代わる3つの指標、会社の持続可能性、分配の公平性、事業の改良改善性といったもので、企業価値をはかり、これに対応した株価がつくようなメカニズムはできないものであろうか」という発言がなされた（内閣府 2013c：p.4）。これらの発言は、まさにアメリカに代表されるLMEsを批判し、日本的なCMEsをより推進していくべきだという主旨であるといえる。また「日本の

経営者は、ROE に対して切迫感がなく、テクノロジー開発で効率が悪かろうがやって、公益性を ROE が低いことの言い訳にしているのではないか」という疑問に対しては「会社の従業員や地域サービスやお客様のためにしっかりと投資をしたものが株価に反映しないのはおかしいと思っている良く考えている経営者もたくさんいる。こういう人たちの悩みを解決してあげることが経営者に任せておいてはできないので、やはり国のレベルで新しい制度を作ることは非常に重要」であるとした（内閣府 2013c : pp.6-7）。これらの議論を受けて、経済財政諮問会議の下に「目指すべき市場経済システムのあり方を検討する専門調査会」が設置された。専門調査会の会長は小林が務めた。一方で、投資家やコーポレートガバナンス産業従事者（監査法人など）は、専門調査会のメンバーの中にも、また調査にあたってのヒアリング先の相手の中にも、1 人もいなかった。以上のことから、『目指すべき市場経済システムに関する報告』は主に経営者らによって作成され、経営者側の選好を代表しているものであること、ステークホルダー重視を掲げ、労働者らに対して協調的な態度であること、その一方で、ROE を重視して株主への分配を増やすことに対して経営者側は否定的であったということが言えるだろう。

2-2 内容

小林喜光、原丈人を中心としてまとめられた『目指すべき市場経済システムに関する報告』は、どのような問題意識のもと作成されたか。報告書の「はじめに」を引用して示す。

日本及び世界が様々な変化や制約に直面する中、持続的成長を実現するためには、経済社会の持続可能性を担保できる市場経済システムをつくっていくことが求められている。諸外国においても、リーマンショックを契機に目指すべき市場経済システムの在り方が模索されている。／短期的な「投機」に走るのではなく、中長期的な「投資」を重んじることを通じて持続的成長を実現する市場経済システムの在り方を明らかにし、日本から世界に発信していくため（中略）議論を行ってきた（内閣府 2013a : p.1）。

この引用部からも分かるように、2008 年の金融危機への反省から生まれた世界的な潮流の影響を多分に受けていることが示唆されている。

この報告書が発表された当時、株価に密接に結びついた報酬体系による過度なリスクテイクや近視眼的な株主による圧力といった点が、欧米で問題視されるようになっており、その反省としてコーポレートガバナンス改革や企業による情報開示、特に非財務情報の開示に関する取り組みが世界的に行われるようになっていた（宮島 2017 : p.8）。例えば 2010 年には金融危機の再発防止を目的とした金融規制改革法（ドッド・フランク法）がアメリカで成立し、またイギリスでも 2009 年のウォーカーレビューでは機関投資家の近視眼的な収益志向（短期主義）が問題視され、2012 年のケイ・レビューではイギリスの資本市場の短期主義化が指摘された（阿部 2020 : p.105）。このような、いわば、行き過ぎた LMEs

を是正しようとする当時の潮流を反映して、この報告書が作成されていることが示唆されている。実際、報告書では「我々が目指すべきは、実体を伴わない短期的な利益のみを志向する『マネー・ゲーム』に偏りすぎることなく、従来の日本の経験を再構築して、継続的に価値創造が行われる『実体経済（real economy）主導』の持続可能な経済社会のシステムである」（内閣府 2013a : 18）と「目指すべき市場経済システム」を定義しており、持続的な成長を実現するために必要である安定的な中長期的資本を確保するために、資本市場・投資家・企業それぞれの短期主義の是正に主眼が置かれた。また「株主、従業員、顧客、取引先、地域住民等の多様なステークホルダーを重視することで企業の総体的価値を高めてきた」（内閣府 2013a : p.12）と報告書の中で指摘し、企業統治において多様なステークホルダー調整重視の必要性を訴えた。ROE については「投資家において非財務情報を含む幅広い指標の有用性についての認識が高まれば、ROE に代表される企業の短期的な収益力を示す指標に過度に注目した市場取引やそれによりもたらされる近視眼的な企業行動の見直しに結びつく」（内閣府 2013a : p.13）、「ROE 等の財務指標に代わるものとして、企業の持続性（安心・安全・人材の定着率）、分配の公正性（多様なステークホルダーに対する）、企業の改良・改善性（イノベーション）といった指標を取り込むべき」（内閣府 2013a : p.14）と述べられ、ROE は短期主義的な行動をもたらすものと見做された。そして企業と投資家をはじめとするステークホルダーが非財務情報の開示などのコミュニケーションを適切に取れるような体制作りが必要であると指摘した（内閣府 2013a : p.15）。

以上のことから、世界的な短期主義への反省を背景に、ステークホルダー間の調整といった CMEs で重視される非財務情報を、企業価値に反映させるべきだということが、『目指すべき市場経済システムに関する報告』における主な主張といえるだろう。そして、少数株主保護的な ROE 重視経営を強く批判しており、株主への分配を増やすことには否定的である。むしろ、株主側に経営者側の選好を強く押し付けるものとなっている。すなわち、経営者側の選好は少数株主保護的でなく、CMEs 寄りの「政策」と言える。

第3章 オーナーの選好

本章では、コーポレートガバナンスに対して、外部少数株主・ポートフォリオ株主はどのような選好をもっていたかを、『伊藤レポート』の作成経緯とその内容を見ることで、定性的に示す。また、『目指すべき市場経済システムに関する報告』と『伊藤レポート』の相違点について、改めて整理する。

3-1 作成経緯

3-1-1 「平成 23 年度総合調査研究」

伊藤レポートプロジェクトが始まった直接の契機は、民主党政権時代の 2012 年 3 月に発表された「平成 23 年度総合調査研究（持続的な企業価値創造に資する非財務情報開示のあり方に関する調査）」で非財務情報の開示の重要性が説かれたことによる。この調査は経済産業省経済産業政策局企業会計室があらた監査法人に委託して行われた調査研究である。この研究はどのような問題意識のもとなされたか、以下に引用する。

企業収益力の継続的な低下、今後の少子高齢化を前提とすると、国内の年金基金・公的年金等だけでは、日本株を買い続けられない可能性が高く、適切なリスクマネーを呼び込む必要性が高まろうとしているように見える。こうした情勢の下、企業価値の維持・向上を適切に開示することを通じて、国内外のリスクマネーを呼び込み、日本の資本市場の魅力を高めることが急務となりつつある。また、大震災を踏まえ、企業経営者が、持続的な企業価値創造を支える経営の仕組みを実現し、情報開示を行うことが不可欠である。持続的な企業価値向上の道筋を適切に示すことで、日本の産業競争力を高め、資本市場としての魅力を国内外の投資家等に再確認してもらうことが重要となっている。…（中略）…本調査研究では、今後、どのようなメリット・実利を目指し日本企業がどのような行動・開示を行っていくかを明らかにすることをテーマとした。具体的には、日本企業の本源的価値を高め、それを適切に伝え、さらにそれが企業価値の向上につながるような好循環を生むための取組みを 企業や投資家等の実務家との会合・ヒアリング・各種調査資料等をもとに検討した。本報告書では、企業、投資家、政府を中心に、経営上・実務上のインセンティブ・メリットを特に意識して、非財務情報の開示に関して期待されるアクションを提言するとともに、実務的な示唆を提示した（経済産業省 2012:p.1）。

「リスクマネー」とは、高いリターンを得るため回収不能になるリスクを負う投資資金のことを指し、主にヘッジファンドなどの運用資金を意味する。すなわち 2011 年の東日本大震災を経てなお日本は有望な資本市場であるということを非財務情報の開示など「対話」を通じて、資産運用会社といった海外投資家に伝え、日本市場に投資してもらい、日本株の価値

を向上させていくべきであると主張されていると言えよう。

またこの報告書では、「狭義の企業価値」と「広義の企業価値」という概念を提示している。狭義の企業価値とは「企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値（の総額）」（＝株主価値）を指し、広義の企業価値は「企業の社会的責任を反映した、より精緻な『企業の本源的価値』」と定義される（経済産業省 2012:p.3）。この調査報告書では、この2つがどのような関係にあるのか、財務情報と非財務情報を統合した上で、投資家だけでなく従業員・顧客・取引先に対しても「対話」を実施することが重要であるとしており、CMEs 的なステークホルダーとの調整を推奨していると言えよう（経済産業省 2012 : p.4）。実際に、ステークホルダーを重視する『目指すべき市場経済システムに関する報告』においても、「広義の企業価値」のことを「企業の総体的価値」と呼んで、これを「株主、従業員、顧客、取引先、地域住民等の多様なステークホルダーを重視する」（内閣府 2013a : p.8）ことで向上するものという認識を示し、以下のように述べている（内閣府 2013a : pp.8-9）。

多様なステークホルダーの利害を調整しながら社会に貢献し、社会的に共有できる価値を創造していくことができれば、企業の総体的価値を高めていくことができる。（中略）企業の総体的価値を高めることは、金銭的価値である時価総額を増大させ、株主価値の最大化をもたらすことにつながる。多様なステークホルダー調整重視の企業統治は、結果として中長期的資金の供給を担う投資家や資金の根源的な供給者である家計に裨益する（内閣府 2013a : pp.8-9）

すなわち『目指すべき市場経済システムに関する報告』では、広義の企業価値の向上を目指すことによって初めて狭義の企業価値向上も実現できると理屈付けがなされていると言えよう。こうした「広義の企業価値」を重視する姿勢が、「平成 23 年度総合調査研究」にも表れているのである。

また ROE について、この報告書では「自社の本源的価値のあり方を検討した上で、資本コストを意識して、その価値向上を追求する姿勢を示す（企業価値創造企業であることを積極的に説明する）ことが重要である。多くの日本企業にとって、ROE の向上が重要である」（経済産業省 2012 : p.113）と明確に述べており、本源的価値＝「広義の企業価値」を目指すことを前提としつつも「狭義の企業価値」にも目配りすることが必要だと指摘している。ただし実際に何%の ROE を目指すかといった具体的な数字は提示されていない点と、そもそも資本市場の短期主義化についてはこの時点では触れられていない点に留意する必要がある。またこの報告書の提言のなかで、有意義な開示を検討していくために企業と投資家がより良く意見交換する場としてイギリスに設置された「Financial Reporting Lab（財務報告に関する実験場）」の例を取り上げ、日本でも同様の機関を創設すべきと主張された（経済産業省 2012 : p.7）。これもいわば「ステークホルダーとの調整」を求める

ものであり、「広義の企業価値」の重要性を海外投資家に理解してもらうことを目的としていると考えられる。

以上のことから、日本企業の株価の維持向上のために海外投資家からリスクマネー供給が必要であるという問題意識があったこと、そしてその一方で、「広義の企業価値」という考え方に代表されるように、ステークホルダーとの調整のような CMEs 的な経済慣行も「平成 23 年度総合調査研究」公表時点では重視されていたことが指摘できる。

3-1-2 企業報告ラボと伊藤レポートプロジェクトの発足

「平成 23 年度総合調査研究」を受けて日本版 Financial Reporting Lab である「企業報告ラボ (Corporate Reporting Lab)」が 2012 年 7 月に設立された。「企業報告研究会 (Corporate Reporting Lab) 設立趣意書」では、問題意識として、グローバル市場獲得を実現するための成長資金 (リスクマネー) の供給が不可欠であることと、そのためにも企業と投資家等ステークホルダーのさらなるコミュニケーションが必要である旨が述べられている (経済産業省 企業活力研究所 2012 : p.1)。また「企業報告ラボ プログレス・レポート 2012-2013」においても、ラボ設立目的として「(1)企業と投資家が集い、それぞれの認識の違いを理解し、共通の理解や言葉を探ることで、より建設的な対話を促すこと。(2)日本市場に関心を持つ海外投資家を含む、内外の関係者とのネットワークを構築するとともに、日本からのメッセージを発信すること」(経済産業省 2013 : p. 6) が挙げられており、海外投資家からのリスクマネーの確保とそのために投資家との対話を進めることを主目的として運営されていることが示されている。

そして 2013 年 7 月「企業報告ラボ」内に伊藤レポートプロジェクトが立ち上げられた。その背景については、「中長期的視点での経営や資本市場のあり方、財務情報だけでなく企業価値の評価、株主だけでなく環境・社会・雇用も含むステイクホルダー経営など日本企業が本来志向する経営のあり方が、世界的な喫緊の課題ステイクホルダーいること」を踏まえ、「海外の機関投資家を含む世界の関係者に対し、我が国の資本市場における企業や投資家の状況について、積極的な情報・意見発信や対話を行うことが非常に重要」になっていると「企業報告ラボ プログレス・レポート 2013-2014」のなかで記述されている (経済産業省 2014b : p.10)。また「特に、欧州を中心に世界的に提起されている企業の長期的なパフォーマンスを高めるための資本市場や投資家の役割、短期志向のインセンティブ構造の歪み等の問題について、日本の文脈ではどのようにとらえ、国際的な議論をどのように行っていくべきかということも念頭に検討を進めていくこととした」

(経済産業省 2014b : p.11) とともに述べられており、いわば CMEs に則った、ステークホルダー重視の姿勢のもとで議論が行われたことが示されている。以上の点から、伊藤レポートプロジェクトは、LMEs 的な短期主義の是正という問題意識があり、ステークホルダーを重視することを求める一方で、同時に海外からのリスクマネーをいかに日本に投資してもらうかという狙いも意識された上で発足されたと言える。

3-2 内容

伊藤レポートプロジェクトは2013年7月にスタートし、2014年4月に中間論点整理、2014年8月5日に最終報告書、いわゆる伊藤レポートが公表された。

このプロジェクトは、2012年にイギリスの資本市場の短期主義化を指摘したケイ・レビューを日本で検証することを目的に行われたと『伊藤レポート』中で示されており、こうした海外の潮流に影響を受けていることが以下のように明記されている。

国際的にも、金融危機の反省から、企業と投資家が短期志向（ショートターミズム）から脱却し、長期的な企業価値創造に向けた対話や情報開示を進めるための方策が模索されている。（中略）日本における企業と投資家の対話の課題は何か。（中略）企業の持続的成長に寄与するような質の高い対話を実践するには何が必要か、企業と投資家の中長期的な視点からのコミュニケーションを促進するための開示等の枠組みに問題はないか、本プロジェクトではこうした論点を検証する（経済産業省 2014a: pp.3-4）。

伊藤レポートでは、日本における短期主義傾向に関して「日本における短期志向の理由としては、長期にわたって株価上昇期待が薄い状態が続いた中、短期の投資機会を追求することが経済合理性に合致していた面が強い。長期投資を促すには、長期的に企業の収益が高まり、株価上昇への期待が高まることが重要である」（経済産業省 2014a p.15）と述べられ、株価上昇への期待の低さこそが日本における短期主義の原因とされた。そしてこの問題の克服方法について、「企業価値を生み出すための大原則は、中期的に資本コストを上回るROEを上げ続けることである。なぜなら、それが企業価値の持続的成長につながる」（経済産業省 2014a: p.6）と述べ、株主の利益を拡大させるような経営をとる重要性を説いた。『伊藤レポート』では、狭義の企業価値を向上させることによって、初めて広義の企業価値も満たすことが可能になると考えられ、「短期的な観点からROE等を捉えるのではなく、中長期的なROEの向上が企業価値向上に向けた原資となり、それが様々なステークホルダー価値を高め、長期的な株主価値に結びつくという『企業価値経営』を実現することが肝要である」（経済産業省 2014a: p.39）と記述された。

特にROEについて、8%という具体的な数値目標が置かれた点がこれまでの類似のレポートと比較して一線を画すものとなっている。この8%という数字の根拠について、伊藤邦雄は以下のように述べている。

調査の結果、海外の機関投資家が日本企業に対して想定する資本コストは平均7.2%であることが判明した。企業価値の創造は資本コストを上回るROEをあげることが条件なので、7.3%としても良かったが、印象になかなか刻まれないとの判断から、これを最低限上回る、切りの良い整数を採った。さらに日本企業のエビデンスを調べてみると、

PBR（株価純資産倍率）との関係で 8%は分水嶺であることが判明した。8%を超えれば PBR が 1 倍を超え、8%を下回れば 1 倍を下回る。このことから ROE 8%とした（伊藤 2016 : pp.44-45）。

この記述から、海外投資家の選好の影響を大きく受けて『伊藤レポート』が作成されたことが窺える。実際、伊藤レポートプロジェクトは、そもそも企業と投資家とが対話する場である企業報告ラボからスタートしたこともあり、学者や企業だけでなく、証券会社、投資信託会社、監査法人、さらには海外の有力機関投資家等で構成する A コーポレートガバナンス A（アジア・コーポレート・ガバナンス協会）など海外投資家とも意見交換しながら進められた（経済産業省 2014b : p.15,18）。このように外部ポートフォリオ株主やコーポレートガバナンスに関わる業界の利害が多分に反映されていると考えられる。

また、非財務情報の開示・ステークホルダーとのコミュニケーションについては「企業と投資家が中長期的な視点から対話を深め、企業価値を高めるためには、非財務情報も含む中長期的な情報開示が必要である。その際、投資家側は本当に知りたい中長期的な非財務情報とは何かを企業に伝え、企業側は企業戦略やリスク情報、ガバナンス等 ESG 情報を資本コストや投資収益率等の財務経営指標と関連づけて伝える」（経済産業省 2014a : p.20）べきだと伊藤レポートの中で述べられており、ポートフォリオ株主側の選好に企業はより強く応えていくべきという姿勢を見せている。

以上のことから、伊藤レポートは、短期主義への反省という出発点は『目指すべき市場経済システムに関する報告』と同じであるものの、海外からのリスクマネーの供給を受けたいという別の目的意識もあったために、海外ポートフォリオ株主が作成過程に参加することとなり、彼らの選好が強く反映されることとなった。そのため、ROE の向上といった、より株主の利益を重視した経営を行うべきだという LMEs に親和的な、少数株主保護的な「政策」を強く求める主張となった。また、『目指すべき市場経済システムに関する報告』と『伊藤レポート』の主張を比較すると、やはり経営者側とポートフォリオ株主の選好は相反するものであり、経営者と株主は選好を巡って対立していたと言える。

第4章 制度・権力関係

同時期に登場した『目指すべき市場経済システムに関する報告』と『伊藤レポート』がどのように政策に取り入れられたか、その政治過程を追跡することで、「政策」を決定する「制度」がどのようなものなのか、そして政治プロセスにおけるオーナー、経営者の「権力関係」はどのようなになっているかを明らかにする。第1節では、『目指すべき市場経済システムに関する報告』に対する政府の態度はどのようなものであったかを示す。第2節で、『伊藤レポート』が登場してからの政府の態度の変容を示す。第3節では、政府の態度が変わったのはなぜかという点について、「制度」「権力関係」の側面から考察する。

4-1 『目指すべき市場経済システムに関する報告』に対する政府の反応

経済財政諮問会議の下に「目指すべき市場経済システムのあり方を検討する専門調査会」の設置がなされた時点では、安倍首相自身も「骨太の方針」の中に専門調査会の議論を盛り込む考えを示した（ロイター 2013.4.18）。実際に、2013年の「骨太の方針」が発表された段階で、調査会は最終報告を出していなかったものの、中間報告の内容をもとに「目指すべき経済社会の姿」という項目が設けられ、国際的なルール作りをリードしていくことが目標として掲げられた（内閣府 2013d: pp7-8）。また2013年に発表された「日本再興戦略 -JAPAN is BACK」においても「コーポレートガバナンスの強化」という項目に「我が国の市場経済システムに関する経済財政諮問会議の議論も踏まえながら」という一文が追加された（首相官邸 2013: p.28）。これは、スチュワードシップ・コードの導入をはじめとするコーポレートガバナンス改革を産業競争力会議が強く求めていたのに対して、原文人らの掲げる公益資本主義的要素は外せないという意思表示でもあった。また「日本再興戦略」の中でスチュワードシップ・コードという用語の使用は避けられた（森本 2020: p.2）。以上のことから、少なくとも2013年6月までは『目指すべき市場経済システムに関する報告』で見られる公益資本主義の考え方を政権も強く尊重しており、LMEsと親和的な政策とは距離を置いていたと言える。

4-2 『伊藤レポート』に対する政権の対応

しかし政権のこのような態度も、『伊藤レポート』の登場以後、変容していく。2013年時点での「日本再興戦略 -JAPAN is BACK」にはROEという用語は一切含まれていなかったが、翌年の「『日本再興戦略』改訂 2014 -未来への挑戦-」では、「グローバル水準のROEの達成等を一つの目安に、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を強化していくこと」（首相官邸 2014: p.4）が目標として掲げられた。一方で2013年の「日本再興戦略」で記された「目指すべき経済社会の姿」の項目は削除され、『目指すべき市場経済システムに関する報告』の内容は反映されなかった。こうして『目指すべき市場経済システムに関する報告』が政策に盛り込まれず、伊藤レポートによ

る ROE 目標が前面に押し出されることになった。こういった政権側の方針について「目指すべき市場経済システムに関する専門調査会」の会長であった小林喜光は、2014 年 8 月 5 日の日本記者クラブでの会見で「当然、ROE を上げるべく努めているが、そればかりじゃないだろうと常に考えている」（朝日新聞 2014.8.31 朝刊）と苦言を呈すこととなり、『目指すべき市場経済システムに関する報告』の影響力の低さが改めて露呈することとなった。「政策」は『目指すべき市場経済システムに関する報告』中心のものから、『伊藤レポート』中心へと変わっていったのである。

4-3 伊藤レポートが優越した「政治」的要因

なぜ『目指すべき市場経済システムに関する報告』よりも『伊藤レポート』の内容の方が政権から重視され、「政策」に反映されるに至ったのか。その「政治」的要因について論ずる。

4-3-1 制度の変化

『伊藤レポート』が力を持った要因としては、まず政治「制度」の変化が挙げられる。すなわち、選挙制度改革と行政改革による内閣機能強化を通じて、政治過程がトップダウンに改められた結果、拒否権プレーヤーが減少し、「政権の選好」が強く反映されるようになったのである。以下で選挙制度改革・内閣機能強化の概要を説明し、それがどのような政治的帰結を生んだか述べる。

選挙制度改革については以下の通りである。もともと日本では戦後長らく衆議院選挙では中選挙区制がとられていた。中選挙区制は、1つの選挙区から得票数が多い順に 2~6 人程度の当選者が出る仕組みである。この 1つの選挙区の中に自民党候補が複数人出馬することになるため、自民党候補者同士で争い合うことになり、政党間競争が政党内競争になってしまう。同じ政党であるため、政策の差異は小さく、地元有権者や支持団体向けにどのようなサービスを行うかで競い合うことになる。その結果、政治資金需要の増大や特定の政治家と地域の業界との癒着が生じ、政治腐敗を招きやすいとされた（待鳥 2020 : pp.53-55）。この中選挙区制から小選挙区制中心の選挙制度に改めることで、同じ政党の候補者が棲み分けを図り、政策を基軸とした政党間競争による選挙になることが期待された。また、政党助成制度を通じて、政治資金の流れを政党中心に改めることで、地域へのサービス合戦に政治資金が使われることもなくなるだろうと期待された（待鳥 2020 : p.55）。そうした考えから、1994 年の政治改革四法が成立することとなり、衆議院での小選挙区比例代表並立制と政党助成制度の導入が行われた（待鳥 2020 : pp.52-53）。以上の変化は、ゴルヴィッチ、シンのいうところの多数決型の制度への移行であると言えよう。

内閣機能強化については次の通りである。激変する社会環境に対する応答能力を高めるため、トップダウンによる現状変革的な政策を可能とするような改革も進められた。具体的には、分担管理原則に代わる各省官僚への指揮監督系統の確立、トップダウンの政策立

案を行うだけの能力の確保の実現が図られた。分担管理原則とは、各大臣が所轄省庁の業務を管理するというもので、この原則のために、首相が重視する政策についても、その課題を扱う省庁の大臣を通じてしか指揮監督ができず、首相がリーダーシップを発揮する上で足かせとなっていた。また、政策立案も、自民党の政調部会を起点とするボトムアップで行われた。例えば、農業に関する新しい政策を打ち出す場合にも、自民党の農林部会でまず検討され、そこで族議員と農林水産省の官僚が協力しながら法案の原型が作られる。その後、政調審議会や総務会というベテラン議員の多い組織での承認を得て、ようやく与党としての承認が下りる、というやり方がとられていた。そのため、拒否権プレーヤーが多くステークホルダー間の調整はしやすいが、現状変革型の思い切った政策は実現しにくいという問題があった。そこで 2001 年に内閣府・特命担当大臣ポストが創設され、首相が指示を与えた特命事項について内閣府の官僚が政策立案を進めることになった。また、内閣官房についても、政策の企画立案や総合調整を行うことを内閣法に明記して、官房長官（もしくは実質的に首相）の意向を受けたトップダウンの政策立案が図られた。また、官邸での政策立案を支えるために、小泉政権下での経済財政諮問会議の活用などが行われるようになったのである（待鳥 2020 : pp.56-59）。

この 2 つの政治制度の変化の帰結として、集権化が進行し、首相の権限が大幅に強化されることとなった。これまで党執行部の世話にならずに個人後援会に依存する形で選挙を行っていた議員たちも、小選挙区制中心になって当選のために党公認が不可欠になり、また政党助成制度の導入によって政治資金の流れが変わったことで、党執行部に多くを依存するようになった。その結果、党執行部の意向に従わない議員を冷遇し、場合によっては公認候補を外すといった制裁が可能になり、大政党所属議員は党首や幹事長といった執行部の意向に従わざるを得なくなった。そのため政策立案過程も、政調部会からのボトムアップから官邸主導のトップダウンに移行した（待鳥 2020 : pp.55-57,p.121）。

以上に述べた政治「制度」の改革により、首相・政権として関心が強い事柄に関して、経済財政諮問会議といった拒否権プレーヤーの少ない政治プロセスを通じて政策立案をするようになった。いわば「政権の選好」を強く政策に反映させることが可能になったのである。

4-3-2 政権の選好

それでは、安倍政権における「選好」はどのようなものであったか。安倍政権の選好・問題意識として、『目指すべき市場経済システムに関する報告』と『伊藤レポート』両者で掲げられた「短期主義の是正」は、少なくとも優先順位は相当に低かったことは、経済財政諮問会議における議論の展開からも伺える。例えば、2014 年に開かれた平成 26 年第 2 回経済財政諮問会議において、『目指すべき市場経済システムに関する報告』に関して小林喜光は以下のように述べている。

昨年、経済財政諮問会議で、総理から「瑞穂の国の資本主義」と、このあり方を探る「目指すべき市場経済システムに関する専門調査会」を担当させていただいた。そのときから新しい成長の実現に向けたイノベーションを可能にするための中長期の成長資金あるいは投資資金の話を取り上げてきた…（中略）…本日はこうした中長期の投資資金を供給するシステムを強化する方法について、特にイノベーションの促進と地域の活性化という観点を中心にお話をさせていただく。…（中略）…、企業による多様な総合的価値情報の発信と投資家あるいは市場との非常に良いコミュニケーションを通じた評価方法の普及（を実行すべきだと考えている）。これは投資家に対する企業の自律的なコミュニケーション能力を全体として高めていくという取組でもございます。（内閣府 2014a : p.12）（括弧内引用者）

この発言自体は、公益資本主義的な広義の企業価値を投資家にアピールすることが主張されているが、2008 年の金融危機の反省による短期主義の是正というよりは、日本でイノベーションを起こすために必要な中長期の投資の確保という文脈に変わっている。また、第 5 回経済財政諮問会議（第 3 回経済財政諮問会議・産業競争力会議合同会議）では、産業競争力会議側から「日本の企業の ROE の低さ、収益性の低さというのは、大変問題である。そのために、ある会社は 1,000 社の子会社を持っていたと聞く。1,000 社の中で選択と集中を行い、得意分野・成長分野に集中していけば、収益は大幅に上がり、競争力も上がる。機関投資家がスチュワードシップコードを用いて、物を言う株主をやる。こういう中で、中長期的に ROE を上げていく。…（中略…） 中長期に ROE の圧力を高め、ROE の向上、運動的に是非やっていっていただきたい。こういうものをしばし官の主導で作れるようにしていただきたいと思う」（内閣府 2014b : p.9）という少数株主保護を支持する発言がなされたが、これも『伊藤レポート』の本来の問題意識である「短期主義の是正」という理念は消え、問題意識は日本企業の収益性に移っていることを示す。そして安倍首相自身、この会議の中で「持続的な成長を実現するためには、生産性の抜本的な向上が不可欠である。その鍵は、起業の活発化や産業の新陳代謝、イノベーションの創出、それを支えるリスクマネーの供給である」（内閣府 2014b : p.14）と発言しており、「短期主義の是正」や「広義の企業価値と狭義の企業価値の結びつき」といった CMEs 的なテーマよりも、「（海外からの）リスクマネー供給」という海外ポートフォリオ株主を優先することの方に力点を置いている。このように、安倍政権の選好によって、金融危機への反省から短期主義を是正するという考え方からイノベーションや収益性向上という文脈で中長期の投資が議論されるようになった結果、『目指すべき市場経済システムに関する報告』の提言の多くは削ぎ落されることとなった。一方で、海外投資家からの投資を得ることを追求した伊藤レポートの内容は、多く政策に反映されることとなったのである。

このような、「海外投資家からのリスクマネー供給」という安倍政権の選好は、安倍首相自身の活動からも言えるだろう。例えば 2013 年 8 月 29 日の日本経済新聞の記事では、6

月のロンドン、7月のシンガポールに続いて9月にウォール街で「アベノミクス」について講演する予定が報じられ、日本への積極的な投資を呼びかけて、経済成長の底上げにつながる狙いがあるとされた（日本経済新聞 2013.8.29 朝刊）。また同年9月18日には、安倍首相は「明らかに今の日本は買いだ」というメッセージを外資系機関投資家へ宣伝したとも報じられた（日本経済新聞 2013.9.18 朝刊）。しかしその一方で、海外投資家側は日本株に対して厳しい目を向けてきた。例えば、米運用大手フランクリン・テンプレトンのアラン・チュアは、2013年6月のインタビューの中で「日本企業も変化を求められる。収益性を持続的に改善させること、株主重視を徹底し、資本効率を国際水準並みに改善することが重要。政府が後押しすることは可能だが、マインドセットを変えるべきは企業自身だ。余剰資金を非効率にため込んでいるため自己資本利益率（ROE）は主要国の中で最低水準にある。企業再編は緩慢で、企業間で事業が重複し、供給が過剰になっている業界は多い。余剰資金を債券運用などに回すくらいだったら株主に還元すべきだ」と主張している（近藤明日香 2013：p.47）。以上のことから、ROEを軽視して海外の投資家に日本株を宣伝することは出来なかったと考えられ、必然的に、伊藤レポートの内容の多くが政策に反映されることになったと推測できる。「海外からのリスクマネー供給」という安倍政権の選好が強く影響したために、経営側の選好よりも海外株主の選好が、政策に反映されることになったと言えるだろう。

第5章 政権の選好の変容

前章で述べたように、安倍政権は海外投資家を重視するという選好を持っていた。なぜこれまで「協調主義的妥協モデル」のCMEsであるとされてきたにもかかわらず、経営側の選好ではなくポートフォリオ株主の選好を優先するに至ったか、これまでの政権における選好の変化を検討する。本章では、まず90年代から00年代のコーポレートガバナンス改革の実情、そして金融庁を通じて出されたコーポレートガバナンスに対する政府の考え方を確認する。そこでは、安倍政権以前は経営者側の選好が重視されてきたことと、その一方で国民の金融資産を直接投資に回すことの重要性も認識されていたことを確認する。次に、第二次安倍政権下になって、なぜ経営者側の選好ではなく海外投資家の選好が優先されるようになったかを論ずる。そこでは、海外投資家の比率向上に伴い、コーポレートガバナンスの対象者が国民から海外ポートフォリオ株主に変わっていったことを示す。

1997年の銀行危機から、メインバンク制をはじめとする日本型企业統治制度の有効性に疑義が呈され、コーポレートガバナンス改革がなされるようになった。しかし、伊藤レポート登場以前は、もっぱら経営者側の選好を反映する内容であった。コーポレートガバナンス改革は大きく「モニタリング向上改革」と「柔軟性向上改革」の2つに分けられる。前者は、金融のグローバル化に対応して、投資家保護の立場から経営に対するチェック機能を強めるもので、外部少数株主保護を目的とする。後者は、生産性のグローバル化に対応して、経営者の立場から企業経営の柔軟性を高めるもので、主として経営者の利益となる（杉之原 2008:p.91-102）。前者の改革として、2002年委米国型のモニタリングボードをモデルとした委員会等設置会社の選択的導入などが行われたが、実際に委員会等設置会社に移行する企業は限られ、改革の効果は限定的であった。後者の改革としては、2000年の会社分割制度の導入、2001年の自社株買い金庫株の原則解禁などが行われた。また2001年には企業の判断で株主代表訴訟における取締役の損害賠償責任の軽減が可能となる制度の見直しが行われた。また1997年に実現したストックオプション導入は、インサイダー取引など株主の利益に反する恐れがあると考えられていたにもかかわらず、そうした事態を防ぐ措置が十分に講じられないまま、法務省の反対を押し切って議員立法がなされた。これは財界から自民党に対して強い要請があったからであり、その意味でストックオプション導入も、モニタリング向上というよりは経営者の利益を優先するためのものであったと言えよう（杉之原 2008:p.91-102；宮島編 2017:pp.1-45）。以上のように、90年代から00年代までのコーポレートガバナンス改革で実効性の高いものは、経団連の要請に対して自民党が応えて実現した「柔軟性向上改革」であり、経営者の利益に適うものであった。そのような意味で、第二次安倍政権以前のコーポレートガバナンス改革は、必ずしも少数株主保護を促進したとは言い難い。

一方で、ROE目標設定をはじめとしたコーポレートガバナンス改革も、この頃から金融庁を中心に唱えられるようになる。2001年6月第一次小泉内閣による「今後の経済財政運

営及び経済社会の構造改革に関する基本方針（骨太の方針）」を受けて、同年 8 月に金融庁がとりまとめた「証券市場の構造改革プログラム」では「貯蓄から投資への転換」という主張がなされている。「証券市場の構造改革プログラム」によれば、まず証券市場の現状を「① 1,400 兆円に上る個人金融資産に占める株式の割合は低水準であり、②個人金融資産の過半が預貯金に吸収されているため、我が国産業は全般的に負債に比べ過少資本の状況にある」と分析し、この現状分析を踏まえて「①個人投資家が、来るべき高齢化社会にも備え、リスクとリターンを自主的に選択し、個人金融資産のより効率的な運用を図ることが重要。②個人投資家を含む幅広い投資家が参加する裾野の広い厚みのある証券市場を形成し、企業等の資金調達手段を多様化することにより、ベンチャー企業を含む成長企業等に対するリスクキャピタルの供給を促進することも重要。③我が国経済の『構造改革』を促進するためにも、個人投資家自らが市場に参加し、市場メカニズムを通じて、効率性の低い部門から効率性や社会的ニーズの高い成長部門へと資金を移動させることが必要不可欠」と証券市場の構造改革の必要性を訴えた（金融庁 2001：pp.1-9）。そして「個人投資家の証券市場への信頼向上のためのインフラ整備」の一環として、「発行企業の株主重視の経営姿勢の確立」が必要であるとされ、「発行企業の決算短信等における ROE（株主資本利益率）等の目標設定及びその向上に向けた具体的な施策の公表」「発行企業の決算短信等におけるコーポレート・ガバナンスの充実に関する施策の公表の強化」といった具体的な施策が必要であると主張した（金融庁 2001：pp.1-9）。

2007 年の第一次安倍政権下では、金融庁は「金融・資本市場競争力強化プラン」（以下「市場強化プラン」）を公表した。「市場強化プラン」の前文では、金融・資本市場の競争力を強化すべき 3 つの理由として「①少子高齢化が進展する中で、我が国経済が今後も持続的に成長するためには、我が国金融・資本市場において、家計部門の金融資産に適切な投資機会を提供するとともに、内外の企業等に成長資金の供給を適切に行っていくことが求められている。②国際的な市場間競争が一層激化する中、我が国金融・資本市場が内外の利用者のニーズに応え、その役割を十分に果たしていくためには、我が国市場の競争力を強化し、その魅力を向上させていくことが喫緊の課題となっている。③魅力ある市場の実現により、我が国の金融サービス業が、高い付加価値を生み出し、経済の持続的成長に貢献していくことも期待される」と述べており、「証券市場の構造改革プログラム」と同様の趣旨の指摘を行っている（金融庁 2007：pp.1-17）。この金融庁の主張は、自民党から民主党へと政権交代しても変わることはなかった。

2010 年の菅直人政権の「新成長戦略～「元気な日本」復活のシナリオ～」を受けて金融庁が発表した「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン（最終版）」の前文でも、「①少子高齢化が進展し、経済の低成長が続く中、家計部門に適切な投資機会を提供し、企業等に多様な資金調達手段を提供することを通じて、金融がこれまで以上に実体経済をしっかりと支えることが求められている。②我が国は、1,400 兆円を超える家計部門の金融資産、高度な人材・技術、安定した司法制度等を有し、成長著しいアジア経済圏に

隣接している。こうした好条件を活かし、我が国の金融業が成長産業として発展し、付加価値を高めることが求められている。」と述べている（金融庁 2010：pp.1-17）。

ここまでの議論を整理すると以下のようなになる。1990 年代から 2000 年代までのコーポレートガバナンス改革は、主として経団連など経営者側が強く要請した政策がより実効性を持った。その結果、外部少数株主保護よりはむしろ経営者に有利な改革であったと言える。しかしその一方で、間接金融から直接金融への転換など LMEs 的な施策というものが、小泉政権以降、金融庁を中心に主張されるようになっていった。

しかし留意すべき点として、金融庁は主として、少子高齢化対策として「(国民の) 家計部門」を投資に回すことを推進したことが挙げられる。老後 2000 万円問題に代表されるように、少子高齢化問題に対して年金だけでは対応しきれない点について、2000 年代初頭から既に問題視されていたと言えよう。しかし金融庁の主張もむなしく、家計の金融資産は預金から株式投資へと移ることはなかった。「家計部門」の資産を貯蓄から投資へ転換させるようコーポレートガバナンス改革を行うべきとする金融庁の主張は実現されなかった。一方で、図 1 からわかるように、外国人投資家・海外機関投資家による株式保有比率が 90 年代以降大きく上昇することとなった。

図 1 主要投資部門別株式保有比率の推移



(出典：<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=68617?pno=2&site=nli>)

この結果、第二次安倍政権下では、家計部門を投資に回すという考え方から外国人投資家からいかにリスクマネーの供給を受けるかにコーポレートガバナンス改革の目的が変容する。第 3 章でも取り上げた『平成 23 年度総合調査研究』で「企業収益力の継続的な低下、今後の少子高齢化を前提とすると、国内の年金基金・公的年金等だけでは、日本株を買い続けられない可能性が高く、適切なリスクマネーを呼び込む必要性が高まろうとしているように見える。こうした情勢の下、企業価値の維持・向上を適切に開示することを通じて、国内外のリスクマネーを呼び込み、日本の資本市場の魅力を高めることが急務となりつつある。」と記述されたように、「資本市場の魅力を高める」目的とその対象が、これまで金融庁が述べてきた内容から変質することになった。金融庁がこれまで少子高齢化対策として国民の家計部門を投資に回すことを主張していたのに対して、『平成 23 年度総合調査研究』

では、日本株の買い支えのために海外からもリスクマネーを呼び込むことが必要と述べるようになったのである。

これまで少子高齢化への対応策として国民の金融資産を「間接金融から直接金融へ」という LMEs 的な政策が主張されてきた。しかし海外ポートフォリオ株主の割合が増加するにつれて、その文脈が少子高齢化対策から株価対策として、そして対象が国民から海外投資家へと移っていった。そして安倍政権もその主張に乗っかる形で『伊藤レポート』のような少数株主保護政策を実施するようになるのである。

第6章 結論

本稿では、これまで日本は CMEs・協調主義的妥協モデルの代表国とされてきたにも関わらず、なぜ第二次安倍政権下では CMEs に則した主張がなされた『目指すべき市場経済システムに関する報告』が棄却され、LMEs 的な少数株主保護を掲げる『伊藤レポート』が政策に強く反映されるようになったか論じてきた。第1章では先行研究の整理、なかでもゴルヴィッチ、シンの議論を概説した。そこで、選好・権力関係・制度という「政治」に関わる独立変数が、少数株主保護・調整度合という「政策」を決定し、それによって株式所有モデルが拡散モデルになるか大規模保有になるか「結果」が変わるという理論であったことを示した。そのため、以下の章では、第二次安倍政権下ではどのような「政治」変数が、『伊藤レポート』の優越という「政策」をもたらしたのかを検証した。第2章では『目指すべき市場経済システムに関する報告』が、その成立過程から経営者の選好を強く反映していること、そしてその内容は従来から言われてきた CMEs 的な労使協調を志向し、株主への分配を増やすことに否定的であったことを示した。第3章では『伊藤レポート』がその成立過程から海外株主の選好を強く反映していること、そしてその内容が ROE の向上といった少数株主保護を強く求めるものだったことを示し、経営者と株主の選好がお互いに対立していることを示した。第4章では、政治プロセスの中で『伊藤レポート』が『目指すべき市場経済システムに関する報告』に政策的に優越していった政治過程を検証し、またその「政治」的要因について分析を行った。政治的要因としては、海外ポートフォリオ株主の方が経営者よりも「権力資源」という点で優れていたこと。そして選挙制度改革・内閣機能強化によって集権化が進み首相の権力が大幅に増し、「政治制度」が全会一致型から多数決型に、政治プロセスがボトムアップからトップダウンに変容したこと。そして、その政治制度の変化に伴い拒否権プレーヤーが減少し、政権の意向・選好が強く「政策」に反映されるようになったことを示した。第5章では、従来の政権の選好は、経営者側のものに寄っていたにもかかわらず、安倍政権の選好は海外投資家側に寄っていたのかを検証した。それによると、少子高齢化への対応として国民の金融資産を直接投資に回すという理念が、海外投資家の比率上昇を受けて変容し、海外投資家からのリスクマネー供給を通じた株価上昇を目指すという理念に安倍政権下で変化したからだということを示した。以上のことから、「仮説①：選挙制度改革や内閣機能強化といった『制度』の変化によって、『政権の選好』が権力関係に大きく影響を持つようになった」と「仮説②：『政権の選好』は、従来は経営者の選好と近いものであったが、安倍政権の登場した頃から、外部少数株主の選好と親和的なものに変容した」の2つの政治的要因によって、コーポレートガバナンス政策の方向性が大きく変容したことが示された。

本稿の不十分な点としては、コーポレートガバナンス改革に対する労働者側の選好や対応について考慮しきれていない点が挙げられる。本稿では経営者と株主の選好の対立に焦点を当てているため、労働者側の選好や動きについての検証までには至っていない。そのた

め、労働者が経営者、株主に対して協調しているのか対立しているのかという点について明らかに出来ておらず、ゴルヴィッチ、シンの言う協調主義的妥協モデルから日本が別のモデルへ転換したのか、もし転換したとすればどのモデルかといった点にまで議論を深められていない。ゴルヴィッチ、シンのモデルにおける日本の位置付けの再検討については、さらなる研究が必要である。

参考文献

- Thelen, Kathleen (2011) “*Varieties of Capitalism: Trajectories of Liberalization and the New Politics of Social Solidarity*,” *Annual Review of Political Science*, Vol. 15:137-159
- 阿部健人 (2020) 「価値評価実践としての ROE：伊藤レポートを中心として」『日本情報経営学会誌』40 巻 1-2 号 pp. 102-113
- 伊藤邦雄 (2016) 「コーポレートガバナンス改革と会計の役割」『商学論究』63 巻 3 号 pp.35-51
- 伊藤邦雄 (2018) 『『伊藤レポート』の真意とは (インタビュー) DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー論文』ダイヤモンド社
- 江川雅子 (2008) 『株主を重視しない経営 株式市場の歪みが生み出した日本型ガバナンス』日本経済新聞出版
- 軽部謙介 (2018) 『官僚たちのアベノミクス—異形の経済政策はいかに作られたか』岩波新書
- 神林龍 (2017) 『正規の世界・非正規の世界』慶應義塾大学出版
- 北野一 (2012) 『デフレの真犯人 脱 ROE 革命で甦る日本』講談社
- 木下武男 (2021) 『労働組合とは何か』岩波新書
- 金融庁 (2001) 『証券市場の構造改革プログラム ～個人投資家が主役の証券市場の構築に向けて～個人投資家が主役の証券市場の構築に向けて～個人投資家が主役の証券市場の構築に向けて～個人投資家が主役の証券市場の構築に向けて～』
- 金融庁 (2007) 『金融・資本市場競争力強化プラン』
- 金融庁 (2010) 『金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン (最終版)』
- 一般財団法人アジア太平洋研究所 (2018) 『目指すべき企業経営のあり方研究報告書～世界の潮流を牽引する企業統治のあり方～』(<https://www.apir.or.jp/research/1223/> アクセス日：2021 年 12 月 31 日)
- 久米郁夫 (2005) 『労働政治 戦後政治の中の労働組合』中公新書
- 経済産業省 (2012) 『平成 23 年度総合調査研究持続的な企業価値創造に資する非財務情報開示のあり方に関する調査報告書』
- 経済産業省 企業活力研究所 (2012) 『企業報告研究会 (Corporate Reporting Lab) 設立趣意書』
- 経済産業省 (2013) 『企業報告ラボ プロGRESS・レポート 2012-2013』
- 経済産業省 (2014a) 『「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～」プロジェクト (伊藤レポート)』
- 経済産業省 (2014b) 『企業報告ラボ プロGRESS・レポート 2013-2014』
- 経済産業省 日本 I R 協議会 (2013) 『企業報告ラボ「持続的な企業価値の創造のための IR/コミュニケーション戦略に関する実態調査」アンケート調査集計結果について』

- 玄田有史編著（2017）『人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか』慶應義塾大学出版
- 伍賀一道（2014）『「非正規大国」日本の雇用と労働』新日本出版
- 小林喜光（2013）「経営新潮流 三菱ケミカルホールディングス 小林喜光の経営教室 最終回 感性の論理 モノサシは自分で作る」『日経ビジネス』 2013/07/29 号 pp.132-135
- 近藤明日香（2013）「乱調の日本株、海外投資家の見方——フランクリン・テンプルトン、アラン・チュア氏。」『日経ヴェリタス』 2013/06/09 号 p.47
- 「みずほ証券×一橋大学 ファイナンス用語集」（https://glossary.mizuho-sc.com/category/show/66?page=1&site_domain=default&sort=sort_access&sort_order=desc アクセス日：2021 年 1 月 14 日）
- ゴードン、アンドルー（2012）『日本労使関係史 1853-2010』岩波書店
- 斎藤隆志（2013）「労働分配率の決定要因に関する実証分析」『社会文化研究所』 71 巻 31-54pp
（https://kiu.repo.nii.ac.jp/?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_detail&item_id=429&item_no=1&page_id=25&block_id=33）
- 首相官邸（2013）『日本再興戦略 -JAPAN is BACK』
- 首相官邸（2014）『「日本再興戦略」改訂 2014 -未来への挑戦-』
- 首相官邸（2015）『「日本再興戦略」改訂 2015—未来への投資・生産性革命—』
- 杉之原真子（2008）『二つのグローバル化と企業統治改革 一九九三年から二〇〇二年の商法改正の分析』国際政治 153 号 pp. 91-105
- 竹中治堅（2017）『二つの政権交代：政策は変わったのか』勁草書房
- 田中拓道、近藤正基、矢内勇生、上川龍之進(2020)『政治経済学』有斐閣
- 手島直樹（2015）『ROE が奪う競争力』日本経済新聞出版社
- 内閣府（2013a）『目指すべき市場経済システムに関する報告』
- 内閣府（2013b）『平成 25 年第 6 回経済財政諮問会議議事要旨』
- 内閣府（2013c）『平成 25 年第 8 回経済財政諮問会議議事要旨』
- 内閣府（2013d）『経済財政運営と改革の基本方針 ～脱デフレ・経済再生～』
- 内閣府（2014a）『経済財政諮問会議（平成 26 年第 2 回）議事録』
- 内閣府（2014b）『経済財政諮問会議（平成 26 年第 5 回）経済財政諮問会議・産業競争力会議合同会議（第 3 回）議事録』
- ニッセイ基礎研究所 森下千鶴（2021）『2020 年度株式分布状況調査～バブル経済崩壊以降の主要投資部門別株式保有比率の変化とその要因～』（<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=68617?pno=2&site=nli> アクセス日：2022 年 1 月 14 日）
- 橋本寿朗 他（2019）『現代日本経済 第 4 版』有斐閣
- ホール、ピーター、デヴィット・ソスキス（2007）『資本主義の多様性 比較優位の制度的

- 基礎』ナカニシヤ出版
- ゴルヴィッチ、ピーター・A、ジェームス・シン（2007）『コーポレートガバナンスの政治経済学』中央経済社
- 藤井一哉（2014）『東京市場の機能強化に向けた取組 ― 金融商品取引法制定後の改革の経緯と課題 ―』立法と調査（参議院事務局企画調整室編集・発行）No.356 pp.97-111
- 待鳥聡史（2020）『政治改革再考 変貌を遂げた国家の軌跡』新潮選書
- 宮島英昭編著（2017）『企業統治と成長戦略』東洋経済新報社
- 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』経済産業研究所 ポリシーディスカッションペーパー
(<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/pdp/19p026.pdf> アクセス日：2022 年 1 月 14 日)
- 宮本光晴（2014）『日本の企業統治と雇用制度のゆくえーハイブリッド組織の可能性』ナカニシヤ出版
- 森健太郎（2018）『日本・韓国・ドイツの企業統治システムの比較政治経済学ーコーポレート・ガバナンスの「国際的波及」による部分的収斂説と各国のガバナンス・モデルの再編・多様性維持に関する比較事例分析ー』(<https://www.soc.hit-u.ac.jp/~takujit/course-of-faculty/dissertation/2018/2018mori.pdf>)
- 森本学（2020）『スチュワードシップ・コードの導入決定の経緯について』(https://www.jsri.or.jp/publish/record/pdf/072_comment.pdf アクセス日：2022 年 1 月 14 日)
- 山内麻里（2013）『雇用システムの多様化と国際的収斂』慶応義塾大学出版