

世界のコーポレートガバナンス改革の 教訓と日本の課題

形式重視のガバナンス改革は 失敗した

コーポレートガバナンス・コード(CGコード)とスチュワードシップ・コード(SSコード)の発祥は、英国である。1992年に、CGコードの原型が作られた。2008年のリーマンショック時に、金融機関の経営が悪化し、英国政府はこれらを公的資金で救済した。2010年に、CGコード失敗の反省から、SSコードを制定した。

英国企業の成長率は相対的に低く、時価総額上位企業の社歴は100年以上の古い会社

米国はガバナンス改革失敗に学んだ

米国の取締役会に占める独立取締役の構成比は、1980年37%、1990年60%、2000年67%と上昇した(Jeffrey N. Gordon)。しかし、2001年のエンロン事件、2008年のリーマンショックと、世界を揺るがす経済事件が発生した。経営破綻時に、エンロンは取締役数14人のうち独立取締役が12人(全体の86%)、リーマン・ブラザーズは11人中10人(同91%)であった。このように、米国でも「社外取締役増」いいガバナンス」ではないことが証明された。

2001年以降、こうした事件を踏まえ、会社法や証券開示規則が修正され、機関投資家による経営監視が強化された。また、2002年のサーベンス・オクスリー法、2010年のドッド・フランク法など厳格な資本市場法制が整備された。

2010年代以降、機関投資家主導のガバナンス改革が成功した。例えば、アクティビストの活躍が企業経営に規律をもたらした。米国では政府主導のCGコードではなく、民間がガバナンス改革の主役である。「民間主導」ということは、実務的であり、ビジネスとして持続性があることを意味する。2度の危機が発生した2000年代に米国株(S

が多い。過去10年間の株価指数上昇率は、英国が73・0%と、米国235・8%、日本192・5%を大きく下回る。パイクレイズのロンドン銀行間取引金利(LIBOR)不正操作事件やHSBC銀行の脱税ほう助事件など金融分野を中心に、企業不祥事も数多い。このように、英国では形式重視のガバナンス改革は失敗した。

2014年に日本版SSコード、2015年にCGコードが、政府主導で導入された。これらにより、指名委員会が普及し、社外取締役の数が増えたが、これを根拠に「日本企業のガバナンスは良くなった」と主張する人

&P500)は24・1%下落した。しかし、2010年代は189・7%上昇、2020年代は96・2%上昇(2026年2月末)し、株価純資産倍率(PBR)は4倍を超えた。

経営トップの力量が ガバナンスを決める

2025年の米国の取締役会の平均人数は10・7人、独立取締役9・2人である(全体の86%にあたる)。社業の知識に乏しい社外取締役の構成比が高まると、必然的に、取締役会全体の業務知識や専門性は低下する。そこで、実質的に経営を担うのが、最高経営責任者(CEO)を中心とする経営執行会議(CXO体制)である。これらは、社外からの採用を積極的に行うため、一般にその業界や担当に関して専門性は高い。

近年、日本でも社外取締役構成比が高まっているが、過度な社外取締役依存は弊害がある。日本企業の多くは年功序列、終身雇用制であり、CXOは内部登用中心であるため、専門家集団になりづらい。その結果、経営会議体の業務知識や専門性は国際的な比較では十分でない恐れがある。

社外独立取締役が機能しづらい理由の一つは、厳しく監視する動機に乏しいことがある。取締役は独立性が高い方が良いといわれるが、

一橋大学大学院フイニテック研究フォーラム代表
ストラテジー・アドバイザーズ社長

藤田 勉
ふじた つとむ



がいる。

しかし、筆者には、日本企業のガバナンスが劣化したようにみえる。自己資本利益率(ROE)の2026年予想は米国18・6%、日本9・4%、株価純資産倍率(PBR)は米国4・6倍、日本1・8倍と大差がついた。人工知能、半導体など世界最先端の分野で、世界で通用する日本企業はほとんどない。さらに、モーターメーカー、電力会社、メディアなどで企業不祥事が頻発している。このように、日本でも形式重視のガバナンス改革が失敗したことは明らかである。

社外取締役主導で有力企業の社長を解任した例はほとんどない。1982年に、三越の岡田茂社長(後に特別背任で逮捕)解任を主導したのが非常勤取締役の三井銀行の小山五郎会長であった。利害関係があるからこそ、小山氏は三越のために岡田氏を解任したのである。指名委員会の効用も限界がある。社外取締役中心で社長を選ぶと、経営力とは関係なく、プレゼンテーションのうまい人が選ばれる確率が高まる。何度面接をしたところで、一緒に仕事をしてみないとその人の本当の能力はわからない。

一流のオーケストラであれば、どの演奏者も一流の演奏者である。しかし、演奏者を活かすかどうかは、指揮者にかかっている。一流の演奏家を100人集めても、指揮者が三流であれば、いい音楽にはならない。取締役会もそれと同様である。優れた社外取締役を多く含む取締役会であっても、機能するか否かはCEO次第である。つまり、経営トップが各社外取締役の良さを見極めてそれを引き出し、全体としていい音楽を奏でるべく指揮できるかということである。

結論として、形式を整えることではなく、優れたリーダーの育成こそがガバナンス改革の要諦である。

(注2)出所：スベンサー・スチュアート

(注1)出所：FactSet Market Indices、2026年2月末データ