

特集

「稼ぐ力」を強化するコーポレートガバナンス

1 新たな段階に入った企業統治改革

―稼ぐ力向上に向けたガバナンスの課題―

早稲田大学商学大学院教授

宮島英昭

2025年4月30日、経済産

業省は「『稼ぐ力』を強化する取締役会5原則」(以下、「5原則」ともいう)、「『稼ぐ力』の強化に向けたコーポレートガバナンスガイドランス」(以下、「ガイドランス」ともいう)を策定、公表した。本稿では、このガイドランスの背景、特徴、要点について検討する。なお、筆者は、ガイドランスを策定した「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会に参加する機会を得たが、本稿の意見に関する部分は、筆者の個人的見解である。

一 背景

1 企業統治改革の背景と課題

後世の歴史家は、2023年が企業統治(コーポレートガバナンス、以下、「CG」ともいう)の歴史の節目の年と評価するかもしれない。東京証券取引所上場部の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」の要請(東証のPB R1倍割れ企業に対する改善要請)(同年3月31日)、事業再組織化や企業成長の促進に対して海外事業法人やバイアウトファンドの活用を求めた経済産業省の「対日M&A活用に関する事例集」海外資本を活用して、企業変革・経営改善・飛躍的成長につなげた日本企業のケーススタディ(同年4月19日)、買取提案に対して真摯な検討を求めた経済産業省の「企業買収に

おける行動指針―企業価値の向上と株主利益の確保に向けて―(同年8月31日)などが公表された(注1)。これらはいずれも資本市場のメカニズムの強化を通じて企業の資本効率の改善を求めた点で共通する。この背後には、安倍内閣下で構想された成長戦略としての企業統治改革が、社外取締役の増加、指名・報酬委員会の設置、業績連動報酬制度の導入などの制度面の改革を急速に進展させたものの、企業行動の変化という点ではいまだ道半ばにとどまり、企業が事業ポートフォリオの最適化やクロスボーダーM&Aを含む成長戦略を十分に描き切れていないという事情があった。実際、我々の研究によれば、

改革後にR&DやM&A等を含めた実体的な投資が一段と上昇したといった変化は確認できなかった。また、期待されたレバレッジの上昇や内部留保・現金保有の縮小は起こらず、逆にレバレッジの低下は継続し、現金保有も依然、増加傾向にある(注2)。

そもそもスチュワードシップ・コードとCGコードを両輪とする企業統治改革は、議決権行使や株主の対話(voice)と売却(exit)という機関投資家の関与にその実効性の多くを負っている。他方、機関投資家、特に海外機関投資家の投資対象の選択には、規模が大きく、よく知られている企業を好する強い投資バイアスがあ

「稼ぐ力」を強化するコーポレートガバナンス

2 金融機関に求められる

稼ぐ力を高めるためのガバナンス

あおぞら銀行 弁護士

稲田 博志

鳥飼総合法律事務所 弁護士

久保田 真悟

はじめに

コーポレートガバナンス・コードが導入されて10年が経過した。この間、上場企業各社でガバナンス改革が進められたものの、「稼ぐ力と株価」が低迷する状況を脱することのできていない企業が少なくない。とりわけ、上場金融機関にはこの傾向が顕著にみられる。これまで、金融機関のガバナンスについては、預金者保護のための規制対応に焦点が当てられることが多かったが、上場企業として存続・発展していくためには、稼ぐ力の強化に向けた経営改革を後押しする仕組みとしてのガバナンスも強化していかなければならない。

本稿では、昨今の資本市場改革の動向や金融機関が抱える経営課題を概観しつつ、金融機関が稼ぐ力を高めていくうえで欠かせないガバナンス改革の要点を解説する。

一 進む資本市場改革と株主アクティビズム

まずは、この10年における資本市場改革の流れを簡単に振り返りたい。

失われた20年からの脱却を目的に、安倍内閣のもとで作られた「経済財政運営と改革の基本方針」（骨太の方針）の中で、経済再生の進展と中長期の発展に向けた重点課題の一つとしてコーポレートガバナンスの向上

が明記されたのは2014年のことである。これを受けて、ROEの改善を求めたことで知られる「伊藤レポート」（経済産業省「『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（2014年8月）や東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」（2015年）（以下、「CGコード」という）が公表され、上場企業に対して、稼ぐ力の向上やこれを促進するためのコーポレートガバナンスの充実が求められるようになった。

その後、2度にわたるCGコードの改訂や、経済産業省「コーポレート・ガバナンス・

システムに関する実務指針（CGSガイドライン）」をはじめとする関連ガイドラインの整備が行われ、取締役経営陣の行動変容と、それに伴うベストプラクティスの向上・定着を促す取り組みが続けられてきた結果、社外取締役の普及や任意の指名・報酬委員会の設置などの取組みが普及するに至っている。

こうした動きのなかで、外形的には、上場企業各社で企業価値の向上に向けたガバナンス改革が進んでいったものの、肝心の稼ぐ力や市場株価は低迷を続け、これまで、CGコードや関連ガイドラインを通じて間接的に企業価値や株価を高める経営を後押しするというソフトな方

「稼ぐ力」を強化するコーポレートガバナンス

3 国内銀行におけるPBRと

コーポレートガバナンスの関連性

フォーティエンスコンサルティング株式会社

福永 智・富樫 滉平
諸杉 聡恵・神宮 蓮

はじめに

国内銀行のPBR（株価純資産倍率）は依然として多くが1倍未満にとどまっている。同程度のROE（自己資本利益率）でもPBRに差が生じており、この「評価の差」は収益力だけでは説明できず、投資家による戦略・ガバナンス・IR評価が影響している可能性がある。本稿では、経済産業省の『稼ぐ力』の強化に向けたコーポレートガバナンスガイドランス（以下、「ガイドランス」という）（2025年4月30日）を手掛かりに、地方銀行を中心に国内銀行（計59行・メガバンク3行、りそなHD、住信SBIネット銀行、楽

天銀行、地方銀行（注1）の公開情報を調査し（注2）、PBRとガバナンスの関係を整理するとともに、今後の方向性を考察する。なお、本稿では、以下、前掲の国内銀行を「銀行」と称する。

一 銀行のPBR・ROEの現状と評価格差の背景

1 銀行におけるPBR・ROEの現状整理

近年、銀行のPBR（2025年6月末時点、以降も同様）は依然として1倍未満が多数を占め、地方銀行では0.3〜0.6倍の水準が目立つ。一方、メガバンク3行は収益構造の改善

や海外展開、経営効率化を背景に1倍前後まで回復している。さらに、ネット専業銀行は低コスト構造やIT基盤を活用した商品投入が評価され、1倍を大きく上回っている（図表1）。これは投資家が将来の成長性や利益拡大の持続性に期待を寄せ、市場評価に反映されているといえる。

PBRとROEの関係を見ると、概ねROEが高いほどPBRも高いが、同水準のROEでも銀行ごとに差がみられる（図表2）。こうした格差は収益性だけでは説明できず、投資家からの評価が背景にあると考えられる。

2 同水準のROEでもPBRに差が生じる背景

同水準のROEの銀行でも、PBRに差がみられる事例は少なくない。こうした違いは財務諸表や短期業績だけでは説明できず、投資家は銀行の将来像や経営の確実性を重視している。具体的には、中期ビジョンや成長戦略の説得力と実効性、取締役会の独立性や多様性といったガバナンスの質、さらにはIR活動が投資家評価を左右し、その結果が市場のPBR格差に表れている。

これらの差異を生む要素の多くは、「稼ぐ力」を持続的に企業価値へ転換するためのガバナ

2025年通常国会成立の 金融関係法の概要(上)

2025年1月24日召集の第217回通常国会は、同年6月22日に会期が終了し、各種法律の制定、改正がなされた。金融業務に関連する法律についても、その改正等がなされたが、本誌面では、本号および次号の2回にわたり、主な法律をとりあげ、その概略を報告する(本号は古澤陽介が担当し、次号は川村英二が担当)。なお、誌面の関係上、詳細な内容は各法律を直接参照されたい。

一 譲渡担保契約及び所有権留保契約に関する法律並びに所有権留保契約の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律

1 改正内容

「譲渡担保契約及び所有権留保契約に関する法律」および「譲渡担保契約及び所有権留保契約に関する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律」が成立し、公布日(2025年6月6日)から2年6カ月以内の政令で定める日から施行される(以下、一において、単に条文を示す場合、譲渡担保契約及び

所有権留保契約に関する法律の条文を指す)。

既存の法定の担保権では、例えば質権では質権者に占有が移転し、債務者(質権設定者)が引き続き使用収益することができないため(民法344条・345条・352条)、在庫や設備に担保権を設定するには不適當で、構成部分の変動する多数の財産をまとめて担保権を設定するための規定も不十分である。そのため、譲渡担保、所有権留保が、実務上、民法に規定のない手法として利用され、発展してきたが、そのルールの形

成は判例に委ねられ、明文の規定が存在しないことや、判例もなくルールが不明確な論点も残されていることから、ルールの明文化・明確化が必要であった。また、実務界から、現状のルールの改善を求める指摘もあり、ルールの合理化が必要であった。そこで、譲渡担保契約および所有権留保契約の効力、実行方法、倒産手続における取扱い等について、判例法理をもとに、明文化・明確化するとともに、一部の規律を合理化する新たな法律が制定されている。



河野・川村・曾我法律事務所 弁護士
川村 英二 古澤 陽介

譲渡制限特約付債権の譲渡と中小企業金融(下)

経済法令研究会講師

高橋 恒夫



九 将来債権の譲渡

1 将来債権譲渡の有効性・特定性・移転時期

(1) 将来債権譲渡の有効性と改正法

将来債権の譲渡性について、最判平成11・1・29民集53巻1号151頁は、次のように判示して、その有効性を認めている。すなわち、「将来発生すべき債権を目的とする債権譲渡契約にあつては、契約当事者は、譲渡の目的とされる債権の発生の基礎を成す事情をしんしゃくし、右事情の下における債権発生の可能性の程度を考慮した上、右

債権が見込みどおり発生しなかつた場合に譲受人に生ずる不利益については譲渡人の契約上の責任の追及により清算することとして、契約を締結するものと見るべきであるから、右契約の締結時において右債権発生の可能性が低かつたことは、右契約の効力を当然に左右するものではないと解するのが相当である」。

「もつとも、…(略)…将来の一定期間内に発生すべき債権を目的とする債権譲渡契約について、右期間の長さ等の契約内容が譲渡人の営業活動等に対して社会通念に照らし相当とされる範囲を著しく逸脱する制限を加え、又は他の債権者に不当な

不利益を与えるものであると見られるなどの特段の事情の認められる場合には、右契約は公序良俗に反するなどとして、その効力の全部又は一部が否定されることがあるものというべきである」と判示した。

この点、改正法では、「債権の譲渡は、その意思表示の時に債権が現に発生していることを要しない」と定め(民法466条の6第1項)、将来債権の譲渡が可能である旨を明記するとともに、「債権が譲渡された場合において、その意思表示の時に債権が現に発生していないときは、譲受人は、発生した債権を当然に取得する」としている(同条2項)。ただし、将来債権

の特定性や債権移転時期等については解釈に委ねられることになった。

(2) 将来債権の特定性と譲渡担保法

将来債権を有効に譲渡するためには、譲渡の対象債権の特定が必要であるが、前掲最判平成11・1・29は、目的債権の特定性について、譲渡される債権の当事者、その発生原因、譲渡に係る額、将来の一定期間の始期と終期などにより特定されるべきものとしている。また、最判平成12・4・21民集54巻4号1562頁は、「集合」債権譲渡の予約にあつては、予約完結時において譲渡の目的となるべき債権を譲渡人が有する他の債権