

コーポレート・ガバナンスに関する研究

大槻隆・今西宏次・田子晃
栗濱竜一郎・浦野恭平・望月恒男 著

はじめに

コーポレート・ガバナンス（企業統治）は、どうあるべきか。

高度成長期においては、企業におけるコーポレート・ガバナンスの主眼は経営の効率性よりも不正防止等に置いていた。その後、2014年2月のスチュワードシップ・コード、2015年6月のコーポレートガバナンス・コードにより、適切なコーポレート・ガバナンスと中長期的な持続的成長が促されることが期待されたが、近時、東芝、神戸製鋼、日産等多数の企業不祥事が発覚している。企業の不祥事は企業自体に多大な損害（ダメージ）を与えることになる。

そこで、コーポレート・ガバナンスのあり方について法律面、財務会計面、管理会計面、監査面など多様な側面から調査・検討する必要があると考え、2019年に共同研究を開始した。

本共同研究を実施することによって、わが国企業のコーポレート・ガバナンスの考え方について理論的な貢献ができるだけでなく、わが国の企業ひいては日本経済にも貢献することできると考えたのである。

本共同研究では、以下の点を研究する予定であった。

- ・企業のコーポレート・ガバナンスと経営の問題について、文献調査および企業などに対するインタビュー調査を通じて研究すること
- ・文献調査およびインタビュー調査を通じて、わが国企業のコーポレート・ガバナンスのあり方などを研究すること
- ・海外における企業のコーポレート・ガバナンスについても比較研究することは有益と考えられるため、経済成長が著しい東南アジアの国のひとつであるマレーシア等における企業のコーポレート・ガバナンスについて研究すること

ところが、その後コロナ禍が始まり、各研究者は大学におけるコロナ禍への対策へ忙殺され、また、企業へのインタビュー調査や海外研究などは許されない状況になってしまった。

そうした中でも共同研究を継続し、このたび遅れながらも、本共同研究の成果である本書を刊行できる運びとなった。

本書が、有効なコーポレート・ガバナンス体制の実現に少しでも貢献できることができれば、望外の喜びである。

本書の構成は次のとおりである。

第1章は、アメリカのコーポレート・ガバナンスに関する考え方、およびこの問題が論じられる以前に盛んに論じられていた会社支配論が、日本の経営学・経営実務にどのような影響を与えたのかについて考察している。アメリカのコーポレート・ガバナンスは、株主権の行使を除けば、実務的には取締役会が問題となることが多い。アメリカの取締役会は、確かに1980年代以降の株主資本主義的な考えの高まりもあり、投資家が取締役となるケースもみられるが、基本的には多様性を求める形で発展してきた。取締役会委員会についても多様な背景をもつ社外取締役を中心に構成されることになっている。日本の取締役会についても、当初は株主資本主義的な考えの影響を受け、「社外取締役は株主の代理人」と考えられていたが、アメリカでの議論・実践を受け、近年では多様性、特に女性取締役率の上昇が示されている。

第2章は、コーポレート・ガバナンス上、株主を重視する立場とすべてのステークホルダーを重視する立場とを対立軸としてとらえるのではなく、両者を包含した立場に立った上で、財務会計の視点で望ましい業績測定及び業績指標についての検討を行っている。会社の仕組みであるコーポレート・ガバナンスの検討を財務会計の視点で行うにあたっては、そもそも会社は誰のものであるかを明らかにする必要がある。そこで、具体的には、まず、各種アンケート調査の結果、経済学、法学及び経営学それぞれの観点から、会社が誰のものであるかを検討している。次に、検討した、経済学、法学及び経営学それぞれの会社観と、会社とその所有者との関係を財務会計の視点から論ずる会計主体論との概念の統一を図り、残余持分理論及び企業主体理論の2つに収斂させている。その上で、統一された、残余持分理論及び企業主体理論それぞれに基づく業績測定を検討するとともに、それぞれに基づく業績指標を検討している。更に、これらの検討結果を踏まえて、

残余持分理論及び企業主体理論の両者を充足する業績測定及び業績指標の検討を行っている。

第3章は、コーポレート・ガバナンスにおける監査の真の役割と社会的意義を明らかにしている。まず、株式会社の特徴を考察し、コーポレート・ガバナンスの基本問題を検討している。次に、株式会社観（株主所有観または社会的存在観）に基づいてコーポレート・ガバナンスの中核を明らかにしている。そのもとで、コーポレート・ガバナンスにおける監査の位置づけと必要性を検討し、コーポレート・ガバナンスにおける監査の中核を明らかにしている。そして、コーポレート・ガバナンスにおける監査の中核を踏まえ、コーポレート・ガバナンスにおける三様監査さらに監査システムを検討している。加えて、監査システムを有効に機能させるうえで必要不可欠な組織文化を検討している。

第4章は、コーポレート・ガバナンスはどうあるべきか、そのようなあるべき最良の体制を決定できるものだろうか、という疑問点から始まり、ガバナンスが不適当な事例としてエクセレント・カンパニーがその後5年で経営不振になった例や、株主が不適正な行為を行った事例、GEが衰退することとなった事例を紹介し、国によってコーポレート・ガバナンスの制度が異なること、上場会社と非上場会社（中小会社）のコーポレート・ガバナンスは異なるべきものであること、日本の歴史上もコーポレート・ガバナンスの体制が変遷していること、最近の株主導型の新ステークホルダー主義について紹介し、結論としては、コーポレート・ガバナンスのあり方・あるべき方法に単純解はなく、企業自身が考え決定していくものであり、過剰適応により悪用されることがないように常に変わり続けるしかないのではないか、と検討しているものである。

第5章は、中小企業のイノベーションに対してコーポレート・ガバナンスが果たす役割について考察している。現在、我が国の中小企業においては、イノベーションをつうじた新たな存立基盤の確保とコーポレート・ガバナンスの見直しが主要な経営課題となっている。以上の二つの課題は相互に不可分のものとして捉える必要がある。なぜならば、企業におけるコーポレート・ガバナンスのあり様が、その戦略的意思決定と戦略の実行に影響することをつうじて、当該企業のイノベーションの実現可能性に影響を与えるからである。本稿では、かかる問題意

識のもと、近年の実践にまつわる動向や議論を参考に、中小企業がイノベーションとコーポレート・ガバナンスの問題に取り組んでいく際の論点と方向性について検討している。

第6章は、近年、企業経営においてコーポレート・ガバナンスの重要性がますます高まっている。わが国においても2021年にコーポレート・ガバナンス・コードが改訂され、新たに人的資本に関する情報が追加された。企業が持続的に企業価値を向上するためには、非財務情報の中核である人的資本を適切に活用した人的資本経営が必要である。そこで、本章では、わが国のコーポレート・ガバナンス先進企業の人的資本経営について個別事例を考察する。

最後に、本共同研究は、愛知大学総合科学研究所の研究助成金（2018年～2019年度）をいただいた。ここに記して感謝申し上げます。また、（コロナ禍という大変な時期があったにもかかわらず、）本共同研究および本書に携わった皆様に敬意を表したい。

2024年1月

有効なコーポレート・ガバナンス体制の実現を願って

代表 大槻 隆

コーポレート・ガバナンスに関する研究

目 次

はじめに

- 第1章 会社支配論からコーポレート・ガバナンス論へ
アメリカの考え方が日本企業の経営や経営学に与えた影響
今 西 宏 次 1
- 第2章 コーポレート・ガバナンスと財務会計
田 子 晃 43
- 第3章 コーポレート・ガバナンスにおける監査の役割と社会的意義
栗 濱 竜一郎 83
- 第4章 コーポレート・ガバナンスに関する考察
大 槻 隆 113
- 第5章 中小企業のイノベーションとコーポレートガバナンスの機能
問題提起と論点の整理
浦 野 恭 平 139
- 第6章 わが国のコーポレート・ガバナンス先進企業の事例考察
～人的資本経営を中心として～
望 月 恒 男 171

第1章 会社支配論からコーポレート・ガバナンス論へ アメリカの考え方が日本企業の経営や経営学に与えた影響

今 西 宏 次

- ・ はじめに
- ・ 日本における会社支配論の展開
 - ・ バリー&ミーンズ『近代株式会社と私有財産』の理解および検討を中心に
- ・ 会社支配論からコーポレート・ガバナンス論へ
- ・ 指名委員会等設置会社と社外取締役
 - アメリカの考え方が日本企業の経営に与えた影響 -

・ はじめに

本稿では、バリー&ミーンズの『近代（現代）株式会社と私有財産』がわが国において、会社支配論としてどのように受容され、わが国の経営学の中で、会社支配論がコーポレート・ガバナンス論へどのように変化したのか、またアメリカのコーポレート・ガバナンスに関する考え方が日本の経営学・経営実務にどのような影響を与えたのかについて考えてみたい。

わが国においてコーポレート・ガバナンスの研究がスタートしたのは、1980年代末頃である¹。そして、研究が本格化したのは、いわゆるバブル崩壊（1990

1 今西宏次『株式会社の権力とコーポレート・ガバナンス』文真堂、2006年参照のこと。この点に関してアメリカについて見れば、トリッカーは、「1980年代の初め、コーポレート・ガバナンスは本格的な学術研究の対象ではなく、この言葉は専門的な文献では見あたらなかった。しかし、1980年代の終わりまでに一般的な言葉となった」（Tricker, B., "Editorial: Corporate Governance the new focus of interest,"

年代中頃)以降であると言える。日本のコーポレート・ガバナンス論は、まず1980年代のアメリカの研究を紹介することからスタートした。そして、その中心は、当初は証券会社系のアナリストであり、「会社支配権市場 (Market for Corporate Control)」に関する議論が中心であったといえる。

次に、経営学分野では、それ以前に会社支配論の研究を行っていた研究者がコーポレート・ガバナンス論に参入した。これは、会社支配権市場をめぐる研究が、それまで行われていた会社支配論の研究と重なる部分が多かったからである。当時大学院生であった筆者もその一人であった。ただ、筆者の場合、会社支配権市場をめぐる問題なら、従来からある会社支配 (corporate control) という概念で論じることが可能なはずなのに、なぜわざわざ新たにコーポレート・ガバナンスという概念を創出し、論じる必要があるのかが疑問であった。そのため、筆者のコーポレート・ガバナンス研究は、会社支配論とコーポレート・ガバナンス論のどこが同じで、どこが異なるのか、またなぜわざわざ新たにコーポレート・ガバナンスという概念を創出する必要があったのかが、その最初の問題意識となっている。

会社支配論は、バーリ&ミーンズの『近代(現代)株式会社と私有財産』(1932年)からスタートする。コーポレート・ガバナンス論も同様にとらえられている場合が多い。したがって、本稿では、まず第 2章で、アメリカのコーポレート・ガバナンス論が輸入される以前の日本において、アメリカの会社支配論がどのように理解されていたのかについて見てみる。第 3章では、アメリカのコーポレート・ガバナンス論がバーリ&ミーンズとどのように関連するのかをバブル崩

Corporate Governance: An International Review, Vol. 1, 1993, p. 1.) としている。アメリカで1980年代に行われた会社支配権市場をめぐる研究が日本に紹介される形で、日本のコーポレート・ガバナンス研究はスタートしたのである。

なお、筆者は、アメリカにおいて最初に本格的にコーポレート・ガバナンスについて論じた書物は、Eells, R., *The Government of Corporation*, New York, The Free Press, 1962. であると考えている。ただし、Eellsの著書を参照・引用している文献は、ほとんど見受けられない。

壊以降の日本の株式所有構造の変化を交えて見ていく。第 4 章では、アメリカのコーポレート・ガバナンス理論・思想が日本のコーポレート・ガバナンス理論と実践（ビジネス界でどのように受容されたのか）にどのような影響を与えたのかについて見ていきたい。

4. 日本における会社支配論の展開

— バリー&ミーンズ『近代株式会社と私有財産』の理解および検討を中心に —

バリー&ミーンズ『近代株式会社と私有財産』は 1932 年に出版された書物であり、今日でもコーポレート・ガバナンスを論じる際に数多く参照されている²。本書は、わが国においては、1958 年に北島忠男教授により³、また 2014 年には森泉教授により⁴、翻訳・出版されており、古典としての地位を確立しているといえる。この点については、2013 年に経営学史学会監修・三戸浩編著『バリー = ミーンズ』が出版されていることから確認することができる⁵。ただし、アメリカにおいて 1991 年に出版社を変更して再版された際に、Weidenbaum & Jensen により新たに付け加えられた「イントロダクション」において記されているように、彼らの著作は株式会社研究に関する金字塔ではあるが、「数多く引用されるものの、ほとんど読まれることのない古典⁶」であるといわれている。この点については、わが国においても同様で、引用・参照はされるが、実際に原典に当たって読まれることはあまりない文献であるといえる。

バリーは会社法学者、ミーンズは経済学者である。このため、バリー&ミーン

2 Berle, A. A., & Means, G. C., *The Modern Corporation and Private Property*, New York, The Macmillan Company, 1932.

3 北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』文雅堂銀行社、1958 年。

4 森泉訳『現代株式会社と私有財産』北海道大学出版会、2014 年。

5 経営学史学会監修・三戸浩編『バリー = ミーンズ』（経営学史叢書）文眞堂、2013 年。

6 Weidenbaum, M. & Jensen, Mark, "Introduction to the Transaction Edition", in Berle, A. A., & Means, G. C., *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers, 1991, p. ix.

ズの著作は、アメリカにおいては経営学よりも会社法や経済学部分野で取り上げられることが多い。コーポレート・ガバナンスに関する研究も同様で、取締役会やステークホルダー論に関係する部分を除けば、アメリカにおいては、経営学よりも会社法や経済学部分野で論じられている。しかし、わが国において会社支配論は、伝統的に経営学分野の研究者により多くの研究がなされてきており、パーリ&ミーンズに関する研究も同様であった。したがって、コーポレート・ガバナンスに関する研究についても、多くの経営学分野の研究者がかかわることとなったのである⁷。

本章では、パーリ&ミーンズによる会社支配論がわが国でどのように受容され、論じられたのかについて見てみたい。

1. 日本の経営学研究者による『近代株式会社と私有財産』理解

アメリカの株式会社のトップ・マネジメント組織（会社機関）を見ると、株式会社は、確かに名目的には株主民主主義の形をとっているといえる。法律モデルに従うと、まず株主が取締役を選び、取締役会が経営者を選任することになる。これは、わが国においても同様である。この場合、経営者は株主に利益をもたらす方法で会社の資産を運用し、もし経営者が腐敗したり、無能であることがわかったりすれば、株主は経営者をすぐに解任することになる。法律モデルにおいては、株式会社は所有者である株主＝資本家のために私的利益を追求するための手段であり、彼らのために利益を生み出す経済的な組織であるとする株式会社に関する伝統的な見方に基づいている。

しかし、アメリカでは、20世紀の初め頃に上場会社が問題となり始める。それ以前には存在しなかったような巨大株式会社が登場したのである。パーリ&ミーンズは世界大恐慌が発生する直前の1929年時点のアメリカ最大非金融会社200社を調査し、1932年に『近代株式会社と私有財産』を出版した。彼らは、伝統

7 なお、日本の経営学者は、コーポレート・ガバナンスに関してステークホルダー論の立場から論じている場合が多い。これに対して、日本の会社法学者・経済学者の多くは株主理論の立場からコーポレート・ガバナンスを論じている。

的な株式会社観では説明しきれないような状況が出現した、と指摘した。

同書において、彼らは、1929年当時のアメリカにおいて、会社数で見れば全体のわずか0.07%にすぎなかったが、その規模について見ると、株式会社の富の49.2%、事業用の富の38%、国富の22%がこの200社によって占められており、驚くほど株式会社の巨大化と経済力の集中が進んでいたことを示した。そして、彼らはこの200社の現状を明らかにすることにより、アメリカ経済の主要な部分が明らかになると考えたのである。

彼らの主張を要約すれば、以下の2点、すなわち 所有と支配の分離による経営者支配への移行（経営者革命論）と 株式会社の性格の私的な致富手段から準公的会社への変容（株式会社革命論）、とまとめることができる。巨大株式会社は、多くの場合、株式を証券取引所に上場している。これは、株式会社が大規模化するためには多額の資本調達が必要であり、大量の株式発行がなされるからである。そして、その過程の中で、それぞれの会社の株式所有は多数の株主の間に広範に分散することになる。その結果、株式所有に基づいて会社を支配することが困難になり（所有と支配の分離）、会社支配者が株主（所有者）から経営者に移行することになる。つまり、経営者支配が成立することになる、とするのである。

この点に関して、パーリ&ミーンズは以下のような実証研究を行っている。彼らは、主として大株主の持ち株比率に従って会社支配を次の5つのタイプに分類する。すなわち、私的所有支配（持ち株比率100~80%）、過半数所有支配（同79~50%）、少数所有支配（同49~20%）、経営者支配（同20%未満）、そして法的手段による支配（株式を過半数所有せずに、ピラミッド型持ち株会社、無議決権株、議決特権株、議決権信託等を利用して会社を支配する）である。そして、このような分類に従い、彼らは、1929年時点でアメリカの巨大株式会社（金融会社を除く）200社のうち、会社数で見れば44%、資産額で見れば58%の会社が経営者支配になっていることを明らかにしたのである。

では、この経営者支配の成立はどのような意味をもつのか。わが国の経営学分野の研究者の間では、従来、以下のように理解されていた。既に述べたように、伝統的に株式会社は、株主のために利益を追求する手段と考えられていた。しか

し、経営者支配の成立により、株式会社は「社会全体に対するサービスの提供にもっぱら志向するものと把握」され、「多くの会社利害関係者に責任をもつ経営者が支配する準公的会社 quasi-public corporation へ発展するという、いわゆる株式会社革命論 corporate revolution の主張⁸」がなされることとなったのである。

このような経営者支配論は、議会や政府機関による報告書やマルキストを中心とする所有者支配論者や金融支配論者により多くの批判にさらされてきたが、今日、わが国の経営学系の多く研究者の間では、1960年代頃のアメリカでは、一応のコンセンサスが得られていたと考えられている⁹。

そして、このような流れの中で、株式会社は、単なる経済的制度ではなく、政治的・社会的制度でもあると認識されるようになる。このような株式会社の役割の変化が、株式会社の適切なコーポレート・ガバナンスに関するアメリカ社会の反応の変化を生みだした。アメリカでは1950年代に入って、取締役会の構成員を変更することによって株式会社権力をうまく飼い慣らそうとする議論がなされることになる¹⁰。そして、キャンペーン GM などを通じて、取締役会メンバーの多様化がスタートすることになったのである¹¹。コーポレート・ガバナンスという言葉は、1980年代に入るまで、アメリカにおいてもあまり用いられることはなかったが、1980年代に入り敵対的企業買収が活発化する以前のアメリカのコー

8 正木久司『株式会社論』晃洋書房、1986年、92ページ。

9 正木『同上書』ページ。なお、この点に関しては、アメリカにおいても同様に、Stoutは、「20世紀の半ばまでに、明らかに経営者主義的な考え方 (managerialist view) が主流となった」と主張している。(Stout, L. A., "The Problem of Corporate Purpose", Issue in Governance Studies, Number 48, 2012, p. 2.)

なお、アメリカにおいて、会社支配に関する実証研究や理論が、その後どのように展開したのかについては、正木久司『株式会社支配論の展開 アメリカ編』文眞堂、1983年に詳しい。

10 Stone, C. D., Where the Law Ends: The Social Control of Corporate Behavior, Illinois, Waveland Press, Inc., 1991. (Originally published in 1975 by Harper Collins Publishers, Inc.)

11 今西『株式会社の権力とコーポレート・ガバナンス』第4章を参照のこと。

ポレート・ガバナンス論は、以上のように利害関係者との関係で論じられていたことは注意しておく必要がある。

ベルリンの壁崩壊以前のわが国において、会社支配論は、経営者支配論者対所有者支配論者（マルクス主義）という形で、数多くの論争が行われていた。マルクス主義的な所有者支配論は、実証研究により株式分散が明らかに起こっていたため、ファミリー支配は次第に主張されなくなり、その後、銀行支配論、エリート論へと変化して行くことになる¹²。『近代株式会社と私有財産』はその論争で多く取り上げられたが、バーリ・ドット論争に係るバーリの記述部分を除けば、当時の日本で取り上げられていたのは、第 編「財産の変革 - 株式会社制度下における所有権の諸属性の分離 - 」と第 編「事業の新たな方向性 - 株式会社制度が基本的な経済諸概念に与える影響 - 」である点は注意を要する¹³。

わが国の経営学においては、ベルリンの壁崩壊以降、所有者支配（マルクス主義）の主張は大きく後退することとなる。また、会社支配論に関する研究自体が徐々に行われなくなり、コーポレート・ガバナンス研究に置き換わっていったのである。

12 マルクス主義的な所有者支配論については、当初主張していたファミリーによる支配を主張することが、実証研究により困難となったため、ファミリー支配は次第に主張されなくなる。それとともにマルクス主義の立場からの実証研究はあまり行われなくなり、アメリカやイギリスの研究の紹介・検討が中心となる。1970年代以降、コッツ（David M. Kotz）の銀行支配論や、スコット（John Scott）やユシーム（Michael Useem）のエリート論がマルクス主義の立場からの会社支配論に大きな影響を与えたが、ベルリンの壁崩壊に伴うマルクス主義の後退により、その後あまり論じられなくなる。マルクス主義的な会社支配論において、1980年代最も多く論じられたのは、イギリスのスコットの研究である。スコットの書物は複数翻訳され、彼は日本の複数の大学で講演するために来日している（正木久司『株式会社支配論の展開 - アメリカ編 - 』及び正木久司編『株式会社支配論の展開 - イギリス編 - 』文眞堂、1991年参照）。

いずれにせよ、マルクス主義的な会社支配論は、資本家に代わるものとして、銀行やエリートを置くことにより、資本主義は変容していないと主張していたのである。

日本における会社支配論の論争は、マネジリアリズム（経営者支配論）対マルクス主義の構図であったが、理論的なものが中心であったといえるであろう。

2. わが国における会社支配に関する実証研究や理論の展開

わが国における会社支配に関する実証研究は、バーリ&ミーンズの共著が出版されてすぐの時期に、早くもスタートしており、当時から、彼らの研究がわが国においても大きな注目を得ていたことがうかがわれる。三戸公教授は、「バーリ＝ミーンズは、実証研究にもとづいて株式所有の分散すなわち大株主の持株比率の縮小と中・小株主の増大にもとづく所有者支配から経営者支配への移行、すなわち株式会社の大規模化は同時に私的なものから公的な性格への移行であり、静かなる革命の進行であると論じたものである¹⁴」とする。かかる点に関して、三戸浩教授は、バーリ&ミーンズ以来、「所有者支配か経営者支配かを直接的に、資本主義か否かを究極的に、論争を¹⁵」長年にわたって重ねてきたとしている。会社支配に関する実証研究は、実は、株式会社の本質 (nature of the corporation) に関する議論を含んでいたのである。

わが国最初の会社支配に関する実証研究は、西野調査 (調査時点は1933年)¹⁶ であり、次は、増地調査 (調査時点は1934年)¹⁷ である。この二つの調査は、バーリ&ミーンズの手法にほぼ従う形で行われている。西野教授は、経営者統制 (支配) 型企業が会社数では35.7%、資本額では48.3%、増地教授は、経営者支配型企業が会社数では33%、資本額では22%、としている。これらの調査では、第二次世界大戦前の財閥中心の時代においても、大企業においては多くの経営者支配型企業がみられるとしている。とはいえ、わが国では、戦前は、全体としてみれば、家族所有が中心であり、「所有に基づく支配」が優勢であったといえる。

戦後になり、GHQによる財閥解体 (1945年～1952年) などの経済民主化政

13 なお、第 編と第 編は、ミーンズが中心となって執筆した部分であると考えられる。今西宏次「ミーンズと『近代株式会社と私有財産』」三戸浩編『前掲書』61ページ。

14 三戸公「最終講義 何を問い学んできたか」『中京経営研究』第10巻第1号、2000年、19ページ。

15 三戸浩「パラダイム転換と新しい会社支配論」『横浜経営研究』第X巻、第3号、1992年、17ページ。

16 西野嘉一郎『近代株式会社論』森山書店、1935年。

17 増地庸治郎『わが国に於ける株式の分散と支配』同文館、1936年。

策が行われ、激しい通貨増発が行われた。財閥解体により放出された株式の多くは、個人投資家により購入されることになる。その後、急激に低下していくものの、1949年時点で、所有者別持株比率（全上場会社）について見ると、個人の持株比率は、69.1%となり¹⁸、「所有に基づく支配」は大きく減少し、経営者支配が一気に拡大することになったのである。

わが国において、戦後行われた会社支配に関する主要な調査には以下のものがある¹⁹。ここでは、経営学分野の研究者がよく取り上げる実証研究のみを示したい。占部調査（調査時点は1954年）²⁰、広瀬調査（調査時点は1959年）²¹、三戸公・正木・晴山調査（調査時点は1936年、1956年、1966年）²²、宮崎調査（調査時点は1960年、1965年、1970年）²³、西山調査（調査時点は1970年及び1920年、1940年、1960年、1980年）²⁴、小松調査（調査時点は1979年、金融機関については1980年）²⁵、三戸浩調査（調査時点は1966年1976年及び1986年、1991年、1996年）²⁶である。金融分野の研究者の間では、近年でも日本企業の所有構造に

-
- 18 北島忠男「わが国における株式所有状況の推移について（その1）」『明大商学論叢』第66巻、5・6・7号、1984年、27ページ。ちなみに、わが国の所有者別持株比率（全上場会社）は、1959年には48.1%、1969年には41.3%、1979年には30.4%に低下している。この時期は、まだ外国人による持株が比較的少なく、低下部分の多くは、日本の法人（金融機関や事業法人）により所有されている。
- 19 この点については、勝部伸夫『コーポレート・ガバナンス論序説』文眞堂、2004年、23～67ページを参照した。
- 20 占部都美『経営者』ダイヤモンド社、1956年。
- 21 広瀬雄一『株式会社支配の構造』日本評論社、1963年。
- 22 三戸公、正木久司、晴山英夫『大企業における所有と支配』未来社、1973年。
- 23 宮崎義一『戦後日本の企業集団』日本経済新聞社、1976年。
- 24 西山忠範『現代企業の支配構造』有斐閣、1975年及び西山『脱資本主義分析』文眞堂、1983年。
- 25 小松章『企業の論理』三嶺書房、1983年。
- 26 三戸浩『日本大企業の所有構造』文眞堂、1983年。三戸浩「日本大企業の所有構造の変容」『横浜経営研究』（横浜国立大学）第14巻第1号、1992年。三戸浩・池内秀己・渡辺英二「日本的所有構造は崩壊するか？：非金融産業会社上位200社・1996年度調査」『九州産業大学経営学論集』第12巻第2号、2001年。

関する研究は散見されるが、経営学分野では、所有構造を調査し、「経営者支配か、所有者支配か」を問う研究はほとんど見受けられない²⁷。これは、経営学分野では、コーポレート・ガバナンス研究に関心が移行しているためであると考えられる。

これらの調査によると、財閥解体直後は、個人所有の段階だが、1960年代以降は、日本においても機関所有の段階に入っていたといえる。個人所有の段階では、パーリ&ミーンズが示した「株式会社の大規模化 株式所有の分散 経営者支配の成立」という命題は、わが国では「財閥解体による株式所有の分散 経営者支配の成立」という形で現れていることがわかる。

1960年代に入り、日本は高度成長期となり、株式所有の機関化が急速に進むことになる。この株式所有の機関化は、今日まで続く日本の企業体制の基本的な構造を形成したといえることができる（ただし、この基本構造については、後述するように、1990年代になり生じたバブル崩壊以降、変化が生じている）。わが国における機関所有の増大は、バブル崩壊以前は、基本的に「株式（相互）持ち合い」の増加であり、1960年代以降を調査対象としているすべての調査がほぼ同じ結果を示している。株式持ち合いは、戦後の混乱期に、安定株主を作ることで、投機グループによる「株式の買い占め」に対抗するために、その必要性が唱えられたことからスタートする。財閥解体の際に制定された「独占禁止法」により、元々は法人による株式所有は原則的に禁止されていたが、独禁法が改正され、企業による株式保有が可能となる。1965年前後に発生した証券不況時に、法人が多く株式を取得したが、その際、金融機関を中心にして、企業集団ごとにその集団に属する企業の株式が大量に引き受けられることになる。1960年代後半からは、資本自由化が進められ、外国資本の参入が可能となったが、その際、外資による乗っ取り防止をスローガンとして、安定株主工作が活発に行われたのである。そして、この法人間の株式持ち合いは、1970年代以降の時価発行公募増資の

27 金融分野の研究者は、会社は株主のものであるとの認識のもとで日本企業の所有構造を分析しているため、基本的に「経営者支配か、所有者支配か」が問題とされることはない。

表 1 日本の大企業（非金融で資産額上位 200 社）の支配的所有者の推移（1936～1996 年）

	1936 年	1956 年	1966 年	1976 年	1986 年	1991 年	1996 年
同族	69 社	15 社	19 社	22 社	20 社	11 社	22 社
単一会社	51 社	10 社	25 社	24 社	34 社	39 社	31 社
複数会社	10 社	32 社	57 社	97 社	83 社	77 社	76 社
公機関、他	2 社	0 社	4 社	7 社	4 社	2 社	5 社
なし	68 社	143 社	95 社	50 社	59 社	71 社	66 社

注) 支配的な所有者とは、その所有者の持株の合計が全体の 10% 以上の場合である
 (出所) 三戸浩「パラダイム転換と新しい会社支配論 - 昭和 61 年、平成 3 年の所有状況」
 『横浜経営研究』第 X 巻第 3 号、1992 年、18 ページ及び池内秀己「わが国における
 パーリ＝ミーンズ理論の継承」三戸浩編『パーリ＝ミーンズ』（経営学史叢書
 ）2013 年、文眞堂、171 ページに基づき、筆者作成。

際に一層進展することになる。

では、わが国における機関所有の増大は、「経営者支配」・「所有者支配」のどちらを意味すると解釈されたのであろうか。表 1 は、1936～1996 年にかけての、日本の大企業の支配的所有者の推移を示している。この時期の機関所有の増大は、「株式持ち合い＝複数会社所有」と表わされている。経済学者である宮崎による調査は、「株式持ち合い＝複数会社所有」を文字通り所有ととらえ、所有者支配の増大、経営者支配の減少と結論付ける²⁸。これに対して経営学者である三戸公・正木・晴山調査は、実態がどうかを重要視し、機関所有の下での経営者支配と結論付けるのである。日本の経営学者は実態を重視するため、多くの研究者が、機関所有下における支配形態は経営者支配であるとの結論が妥当であると考えている。

機関所有と経営者支配がどのようにつながるのか関連して、1980 年代に西山・奥村論争、奥村・三戸公論争が繰り広げられた。西山教授の論理は、「株式持ち

28 ただし、宮崎教授はいわゆる近代経済学者であるため、マルクス主義の立場から所有者支配を主張したわけではない。

合い 相殺 経営者支配」(占有に基づく支配)であり²⁹、奥村教授の論理は、「株式相互持ち合い 相互所有・相互信認 経営者支配」である³⁰。これに対して、三戸公教授は、企業が大規模化し、所有者として機関が登場し、主体となる。その中で、組織内での地位やそこで発揮される能力が支配の源泉となると主張する。つまり、財産中心社会から組織中心社会へと変化し、会社は、その地位を占有する経営者により支配されているとするのである³¹。西山教授は脱資本主義を、奥村教授は法人資本主義を、三戸公教授は財産の終焉(組織中心社会の到来)を主張していた。この3者は、「支配の源泉ないし所有と支配の論理³²」については対立していたが、3者ともに、わが国において経営者支配が進展していたと認識していたのである。

なお、株式持ち合いにより形成された企業集団において銀行が果たした役割についての議論に、メインバンクシステムがある。メインバンクシステムについては様々な側面があるが、要点を述べれば、銀行が企業集団内の企業と株式を持ち合っているだけでなく、集団内の企業に対して融資を行い、役員派遣も行っているというものである。このため、銀行はメインバンクとしてモニタリング機能を果たすことになるとされている。したがって、今日的に言えば、当時の日本のコーポレート・ガバナンスメカニズムであったということも可能である。

メインバンクという言葉は1980年代後半以降よく用いられるようになり、1990年代の初めになって経済学関連の辞典に掲載されるようになった³³。このため、1980年代の会社支配論に対しては特に影響を与えていない。メインバンクという概念は、もともとは、経済学・金融論分野の研究者により用いられていた

29 西山忠範『支配構造論』文眞堂、1980年。

30 奥村宏「法人資本主義とは何か(上)(下)」『経済評論』1983年1月号、2月号。

31 三戸公『財産の終焉』文眞堂、1983年。

32 池内秀己「わが国におけるバーリ=ミーンズ理論の継承」三戸浩編『前掲書』179ページ。

33 三上季彦「メインバンクシステムに関する一考察」『国際情報研究』創刊号、2004年、3ページ。

が、1990年代以降、経営学分野の研究者にも用いられるようになったのである³⁴。

すでに論じたように、わが国の経営学においては、ベルリンの壁崩壊以降、所有者支配（マルクス主義）の主張は大きく後退することとなる。コーポレート・ガバナンス論は、1990年代の中頃以降、大きく取り上げられるようになるが、わが国の経営学分野の研究者の間では、以上に述べたような議論展開の流れの中で、経営者支配論の延長としてとらえられているように思われる。経営学分野の研究者の間では、会社支配論に関する研究が徐々に低下し、経営者支配という認識からスタートするコーポレート・ガバナンス研究に置き換わっていったのである。

．会社支配論からコーポレート・ガバナンス論へ

1. バブル崩壊以降の日本の株式所有構造とコーポレート・ガバナンス

表2は、1980年度以降の日本の株式保有比率の推移を示している。バブル崩

表2 日本の株式保有比率の推移

(単位：%)

	1980年度	1990年度	2000年度	2010年度	2020年度
個人	27.9	20.4	19.4	20.3	16.8
政府	0.4	0.3	0.2	0.3	0.1
都銀・地銀等	19.9	15.7	10.1	4.1	2.7
信託銀行	-	9.8	17.4	18.2	22.5
保険会社	16.1	15.9	10.9	6.4	4.0
事業法人等	26.2	30.1	21.8	21.2	20.4
外国法人等	5.8	4.7	18.8	26.7	30.2
その他	3.7	3.1	1.4	2.8	3.2

(注) 1980年度の信託銀行は、都銀・地銀等に含まれる。

(出所) 東京証券取引所他「2020年度株式分布状況の調査結果について」5ページより作成。

34 日本の論文検索サイトCiNiiを利用し、「メインバンク」について検索した。ヒットした論文のほとんどは、筆者の判断では、その多くが経済学・金融分野の研究者の論文であり、経営学者の論文と考えられるものは少数であった。

壊以降、わが国の株式所有構造に大きな変化が生じていることが見てとれる。既に述べたように、戦後の日本企業は、金融機関を中心にして、企業集団ごとにその集団に属する企業の株式を大量に引き受け、相互に株式を持ち合っていることで特徴づけられていた。しかし、バブル経済が崩壊した1990年代以降、不良債権処理やBIS規制の問題もあり³⁵、「都銀・地銀」がその多くの株式を売却することになる（1980年度19.9% 2020年度2.7%）。この傾向は、保険会社についても同様である。銀行の持ち株比率の低下は、銀行が企業集団内の企業と株式を持ち合っていた比率の低下を意味し、銀行がそれまでメインバンクとして果たしてきたと考えられていたモニタリング機能が低下したことを意味する。このため、新たなモニタリング・システムが求められることになったのである。

これに対して、株式保有比率が大きく上昇しているものとして、信託銀行と外国法人等があげられる。まず、信託銀行について見てみると、1980年度は統計上「都銀・地銀等」に含まれており、それほど重要な保有主体と考えられていなかったが、1990年度9.8%、2000年度17.4%、2020年度22.5%と株式保有比率を大きく上昇させている。例えば、トヨタ自動車の2021年3月期の有価証券報告書を見ると、筆頭株主は信託銀行である日本カストディ銀行（自己株式を除く発行済株式の12.99%所有）、3位が日本マスタートラスト信託銀行（同7.83%所有）となっている。

ただし、この点に関連して注意が必要なことがある。多くの企業の有価証券報告書を見ればわかるように、この2つの信託銀行の所有株式は「信託口」と書かれており、その「背後には資金の拠出者である年金や投資信託、あるいは運用会社が存在する³⁶」ことである。したがって、これらの信託銀行は、大株主として

35 三戸浩・池内・勝部『企業論』第4版、有斐閣、2018年、125ページ。

36 三戸浩他『同上書』127ページ。例えば、パナソニックの有価証券報告書（第133期、2019年4月1日～2020年3月31日）を見ると、「日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）の所有株式数は、三菱UFJ信託銀行株式会社等が受託している信託業務に係る株式が再信託されたものなどです」（47ページ）とされている。三菱UFJ信託銀行等が受託資金にも、別に拠出者が存在していると考えられる。

統一的に議決権を行使しているわけではないことは注意を要する。

資金の拠出者として、近年、わが国において大きな地位を占めるようになった機関として、GPIF (Government Pension Investment Fund, 年金積立金管理運用独立行政法人) と日本銀行があげられる。GPIF は、日本の公的年金 (厚生年金及び国民年金) の積立金の管理・運用を担う独立行政法人である。2021 年 6 月末現在の資産規模は 193 兆円で、国内債券、外国債券、国内株式、外国株式を金額的に見て、ほぼ均一に運用している。国内株式での運用額は、約 47 兆円である。統計的には前年のものとなってしまうが、運用受託機関等別運用資産額 (2020 年度末時価総額) についてみると、GPIF による自家運用は 12.4% (7 ファンド) で、残りの部分は運用受託機関 (信託銀行や投資顧問会社, 35 社 108 ファンド) が運用している³⁷。なお、「GPIF は株式を直接保有せず、外部の運用会社を通じて投資しているため、GPIF から運用を受託する金融機関に ESG (環境・社会・会社統治...引用者) を考慮して投資するよう求めています。とくに運用機関が重大な ESG 課題だと認識する項目については、投資先企業と積極的に『建設的な対話』(エンゲージメント) を行うよう促しています³⁸」としている。

日本銀行は、包括的金融緩和の開始に伴い、2010 年 12 月より、ETF (Exchange Traded Fund, 上場投資信託) の購入を開始した³⁹。当初の購入予定額は、年間 4,500 億円であったが、年を追う毎に増大する。現在は、原則年間 6 兆円 (新型コロナウイルス対応で、当面は 12 兆円) を上限に買い入れており、日本銀行の ETF 保有額は、2021 年 3 月末時点で、時価 51 兆 5,093 億円である⁴⁰。統計資料的に若干時期がずれるが、日本銀行は ETF を累計で 2021 年 2 月までに 35 兆 7,000 億円購入しており、これまで売却したことはない。時価との差額

37 GPIF のホームページ (<https://www.gpif.go.jp/>) 及び「2021 年度第 1 四半期運用状況 (速報)」(https://www.gpif.go.jp/operation/2021_1Q_0806_jp.pdf)

38 <https://www.gpif.go.jp/investment/esg/#c>

39 原田喜美枝・沖本竜義「日本銀行による ETF 買入政策と日経平均銘柄への影響」2019 年, 3 ページ。<http://www.yu-cho-f.jp/wp-content/uploads/5harada2019.pdf>

40 「日銀の株式保有国内最大」『朝日新聞』(朝刊) 2021 年 7 月 6 日, 7 ページ。

は含み益となる⁴¹。上場投資信託を通じてではあるが、前年度まで最大だった GPIF を上回り、日本銀行が最大の国内株式保有者となったのである。

以上のように、国民の年金資産を運用する GPIF と日本銀行の資金が大量に流入したことにより、株主名簿には名前が出ず、間接保有という形ではあるが、今日の日本では「公的マネーが大株主」という状態が生じている。朝日新聞は、株券保有割合が5%以上を大株主と規定し、巨大化した公的マネー（GPIF と日本銀行の合算）について以下のように推計している。2020年3月末時点で、当時東証1部に上場していた2,166社のうち、公的マネーが大株主であったのは約1,830社であった。GPIF と日本銀行の合算を10%以上とすると約630社、20%以上は28社となり、保有額は67兆円、時価総額でみれば東証全体の12%であった。同様の調査は、2016年3月末についても行われており、公的マネーが5%以上保有する企業は、約980社であり、時価総額でみれば東証全体の8%であった⁴²。

このような状況に関連して、上田義朗教授は、「民間企業による株式持ち合いに代わって政府が『安定株主工作』に乗り出したとみなされる⁴³」と指摘している。既に述べたように、GPIF については、一応、GPIF が運用を委託する金融機関に対し投資先企業と積極的にエンゲージメントを行うよう促しているとされている。しかし、日本銀行については、間接保有する企業の経営に対し直接介入することはなく、議決権をどのように行使するかについては、資産運用会社に任せてしまっている。また、2020年時点で、日本銀行は、ETF 購入に際して EGS に関する配慮を行っていない。GPIF についても、国内株式での運用を委託して

41 井出真吾「日銀はETF買入を減らすか～「政策点検」の先を読む～」『ニッセイ基礎研レポート』2021年3月5日、1ページ。

42 『朝日新聞』（朝刊）2020年10月23日、1～2ページ。朝日新聞の調査では、2020年3月末時点で、GPIF が36兆円、日本銀行31兆円、全体で67兆円分保有していたとしている。

43 上田義朗「株式持ち合いに関する覚書」『同志社商学』第69巻第5号、2018年、148ページ。

いる主要5社が、株主総会でどの程度会社側が提案した議案に反対したかについてみると、反対比率が最も高い委託会社でも28.3%に過ぎなかった（2019年7月から約1年の調査）。このため、公的マナーは「物言わぬ株主」となり、株主としての責任があいまいになってしまうのではないかと、という懸念が指摘されることになる⁴⁴。このように、公的マナーの増大という点からみれば、日本の会社支配の構造は、経営者支配が継続していると考えられる。

次に、外国法人等について見てみると、1980年度5.8%、1990年度4.7%、2000年度18.8%、2010年度26.7%、2020年度30.2%となっており、バブル崩壊以降急激に上昇していることがわかる。バブル崩壊により、それ以前は日本の個人・銀行・保険会社・事業法人により所有されていた株式が、外国人等への所有に移行したと考えられる。外国法人等による所有が急激に増大した1990年代～2000年代は、従業員を重視し、株主利益を重視しない日本的経営を見直し、アメリカの株主重視のガバナンスを「グローバル・スタンダード」として導入すべきという主張が多くなされた時代と一致する（この議論は、今日でも多くなされている）。

確かに、外国法人による株式所有が増大し、特徴的な出来事として、いくつかの会社に対する敵対的な企業買収がなされたこともあり、その点だけを見れば、日本でも「会社は株主のもの」という印象が強まったとすることができる。実際、外国人投資家は、基本的に会社は株主のものと考えている場合が多い。しかし、近年の外国法人による日本の上場企業の株式保有比率は約30%であるが、東証の売買シェアで見ると60～70%を占めており、それに次ぐ「個人」が約20%となっている。日本の年金による売買を反映する信託銀行の売買頻度は低く、売買シェアの約3%を占めるに過ぎない⁴⁵。「日本の株式市場は、外国人投資家と個人

44 『朝日新聞』（朝刊）2020年10月23日、2ページ。及び井出真吾「日銀ETFに残された課題『ニッセイ基礎研レポート』2021年5月13日、10ページ。

45 菊地正俊『1ストラテジストが教える日本株を動かす外国人投資家の儲け方と発想法』日本実業出版社、2017年、35～36ページ。

46 同上書、37ページ。

投資家でキャッチボールしているような市場⁴⁶」とまで言われている。株式保有比率は約30%の外国法人が、売買シェア60~70%を占めている点から考えれば、売買頻度の高い外国法人が多く、会社の支配に関する関心は低いと考えられる。

また、QUICKファクトセットの調査に基づき、2017年10月末時点で大量の日本株を保有する外国法人について見てみると、1位は米ブラックロック、18兆7,100億円、2位は米バンガード・グループ、10兆5,000億円となっている。この2社は、投資対象となる会社を1社ずつ調査して投資するというスタイルではなく、インデクス型で運用している⁴⁷。そして、日本銀行により実質的に保有されている割合が高い企業の株式ほど、外国法人による保有比率も高いと言える。これは、日銀が保有している株式の株価が安定的であると、多くの外国法人が考えているからであると思われる⁴⁸。したがって、日本株を保有する外国法人は、敵対的M&Aを仕掛ける一部のファンドを除けば、会社の支配に関する関心は基本的に低いと考えられる。

以上の考察から、わが国では、基本的に、機関所有の下で経営者支配の状態が継続しており、経営者支配の状況下でコーポレート・ガバナンスが問題になっていると言えるであろう。

ただし、2014年にわが国ではいわゆる「日本版スチュワードシップ・コード」が金融庁から発表され、少しではあるが変化が生じている。「日本版スチュワードシップ・コード」は、2017年に改訂され、2020年に再改定されて現在に至っている。日本の機関投資家は、従来は、その多くが「物言わぬ株主」であったが、「スチュワードシップ・コード」制定により、その状況が変化しつつあると考えられるのである。

「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）再改定版では、原則4として「機関投資家は、投資先企業との建設的な『目的を持つ

47 「外国人投資家って、誰？ データで見る『株式会社ニッポン』の大株主」

https://moneyworld.jp/news/05_00012941_news

48 大村敬一「日銀のETF買入の功罪」（経済教室）『日本経済新聞』（朝刊）2018年2月16日、29ページ。

た対話。を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである⁴⁹」とする。また、指針 5-1「機関投資家は、すべての保有株式について議決権を行使するよう努めるべきであり、議決権の行使に当たっては、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえた上で、議案に対する賛否を判断すべきである。」指針 5-4「機関投資家は、議決権の行使結果を、少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである⁵⁰」としている。

以上のような状況を受けて、「物言う株主」として有名なアメリカ最大の公的年金基金カルパース (CalPERS) は、2017 年に、イギリスの資産運用会社 3 社と共同で日本企業のガバナンス改革に係る以下のような要請を行った。取締役会において社外取締役が占める割合を 3 分の 1 以上にするという要請である。要請に応じない会社については、株主総会で提案される取締役選任議案に対して、原則的に反対票を投じるとしていた。当時、カルパースと英資産運用会社 3 社で、合計約 4 兆円の日本株を保有していた⁵¹。

日本の代表的な株価指数である日経 225 に含まれる 225 社の取締役会について、2016 年と 2020 年を比較すると、以下ようになる。取締役の平均人数については、10.9 名 (2016 年)、10.7 名 (2020 年) とほぼ変化していないが、社外取締役の人数は、3.2 名 (2016 年)、4.3 名 (2020 年) と 1 名以上増加している。社外取締役が 3 名以上いる会社については、59.5% (2016 年)、92.9% (2020 年)、4 名以上いる会社については、30.2% (2016 年)、60.9% (2020 年) と急激に増大している⁵²。東京証券取引所が制定した「コーポレート・ガバナンス・コード」が 3 分の 1 以上の社外取締役を求めていることもあり、海外の機関投資家による集团的エンゲージメントは、一定の意味があったと考えられる。

49 スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「『責任ある機関投資家』の諸原則」2020 年 3 月 24 日 (再改定版) (2014 年 2 月 26 日策定、2017 年 5 月 29 日改訂)、10 ページ。

50 同上原則、17 ページ。

51 「米英投資家が共同歩調」『日本経済新聞』(朝刊) 2017 年 6 月 9 日 1 ページ。

52 Spencer Stuart, 2020 Japan Spencer Stuart Board Index, 2020, pp. 9-11.

2. 株式会社の目的とコーポレート・ガバナンス論

『近代株式会社と私有財産』の結論部分において示された次の3つの可能性

M. C. ジェンセンが、「今日の世界的なコーポレート・ガバナンス論争の中心は、株式会社の基本目的に関して顕著な意見の不一致が存在しているところにある⁵³」とするように、上場会社の目的は何かを考えることは、重要である。既に述べたように、コーポレート・ガバナンス論は、会社支配論同様にパーリ&ミーンズの『近代株式会社と私有財産』（1932年）からスタートするとされているが、会社の目的は何かに関する議論の始まりは、パーリとドットの論争にあると考えられる。パーリとドットは、今日的に見てもきわめて重要な問題を議論していた。それは、会社のために資本を提供して、そのリスクを負担する人々が、資本は提供していないが会社活動から影響を受け、会社活動に制約を求めるような人々に対して便宜を図るように要求されねばならないか、という問題である。この論争は、『ハーバード・ロー・レビュー』誌上において1931年～32年になされたが、その際のパーリの1931年の論文「信託された権力としての株式会社権力」は、『近代株式会社と私有財産』の第 編第7章にほぼそのままの形で所収されている。同書はパーリとミーンズによる共著ではあるが、Lee & Samuelsは、『近代株式会社と私有財産』の各部分がパーリとミーンズのどちらにより書かれたかという点について、フランクリン・D・ルーズベルト図書館で発見されたミーンズ

53 Jensen, M. C., "Value Maximisation, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function," in J. Andriof, et al., eds., *Unfolding Stakeholder Thinking*, Sheffield, Greenleaf Publishing Ltd, 2002, p. 65. ただし、ジェンセンは、結論的に言えば、株主理論の立場に立つ。これは、利害関係者理論がどの利害関係者が最も重要とするかなどあいまいな点が多いからである。ジェンセンは、目的行動は一価目的関数 (single valued objective function) である必要があるとする。200年にわたる経済学や金融論の研究では、外部性や独占が存在せず、全ての商品価格が存在している場合、それぞれの企業がその時価総額を極大化させた時に社会的繁栄が最大化されるとしている。ジェンセンは、時価総額という一価目的関数に基づいている株主理論を採用すべきだと考えているのである (ibid. pp. 67-68.)。

の博士論文の理論的分析部分⁵⁴を含めた利用可能な資料から、以下のものであるとしている。すなわち、第 編 (Book) の ~ 章はミーンズ単独で書かれ、第 編と第 編はバーリ単独で書かれた。第 編の 章と第 編全体は、バーリとミーンズ共同で執筆されている、というものである⁵⁵。

ここでは、まず、バーリとドットの論争について見たうえで、ミーンズが加わった『近代株式会社と私有財産』の結論部分にあたる第 編を見ることで、バーリ、ドット、ミーンズの議論が、今日のコーポレート・ガバナンス論にどのようにつながっているのかについて見てみたい。

近代株式会社に関するバーリの研究プロジェクトは、会社法学者としてのバーリが観察した巨大株式会社で生じている「所有と経営の分離」が、法学的・経済学的にみてどのような意味をもつのかについて研究することを目的にスタートし

54 ミーンズが最初に博士論文を提出した際に含まれていた「理論的な分析」の部分は、論文審査委員会により全面改定の指示がなされたため、引き下げられた。ミーンズの博士論文は、『近代株式会社と私有財産』に掲載されている統計関係の分析の部分のみで認められている。この点に関して、ミーンズは、「私が示した理論的含意は、今日、広く受け入れられている。このような拒絶が起こったのは、私の理論的な分析の質に原因があるのではなく、世間に認められたパラダイムに影響を与えることは困難であるという特徴に起因していると私は以前から考えている」としている (Means, G. C., "The Veblen-Commons Award," *Journal of Economic Issues*, Vol. 9, 1975, p. 153.)。詳しくは、今西「G・C・ミーンズと『近代株式会社と私有財産』」三戸浩編『バーリ = ミーンズ』文真堂、2013年を参照されたい。

55 Lee, F. S. & Samuels, W. J., eds., *The Heterodox Economics of Gardiner C. Means: a Collection*, New York, M.E. Sharpe, 1992, pp. xxx-xxxii. 1990年代に、精力的にミーンズ研究を行ったリー (F. S. Lee) は、同書のほとんど全ての経済的な議論についてミーンズが寄与しており、「1932年以前、バーリは経済的議論それ自体に、全く無関心であった」とする。そして、バーリがミーンズに第 編の草稿を書かせ、バーリ独特のスタイルでそれを検討して書き直したということも大いにあり得る、としている (Lee, F. S., *Post Keynesian Price Theory*, Cambridge, Cambridge University Press, 1998, p. 22.)。

た⁵⁶。したがって、会社の支配という問題・概念は、ミーンズがこの研究プロジェクトに参加し、ミーンズが担当した統計的な調査が進んでいく中で、ミーンズがもたらした考えであることを認識しておく必要がある⁵⁷。

パーリとドット論争の際のパーリの主張は、今日的に見れば「エージェンシー」理論の研究者の主張と同様のものとも言える。パーリが『近代株式会社と私有財産』執筆の際、当初、想定していたのは「所有と経営」の分離である。これに対して、ミーンズが主張したのは、「所有と支配」の分離であった。パーリは、当初は、所有と経営の分離が生じている状況下において、取締役会は当該会社株主の利益のためだけに会社を経営する義務を負うとする株主信託モデルを主張していたのである。したがって、株主以外の利害関係者に対する経営者の関心は、当該会社株主の利害関係がそれによって増大される場合にのみ適切であると考えられることになる。パーリは、株主が非株主（すなわち利害関係者）の利害を考慮することに賛成する場合にのみ、利害関係者の利害を考慮してもよいという立場を

56 Eichner, A. S., "Portrait Gardiner C. Means," Challenge, January-February 1980, p. 57.

57 ミーンズは、パーリの指示に従い研究プロジェクトを進め、実証研究を進めていく中で、所有と経営の分離では経済学的な意味での重要性を十分説明できず、また彼の实証研究が十分生かされないと考えるようになる。このため、ミーンズは、所有と経営の観点から考察するのではなく、所有 (ownership)、経営 (management)、支配 (control) という3つの概念を用いる方が有益であるとしてパーリを説得した (Lee, Post Keynesian Price Theory, p. 21.)。

ミーンズは、Means, G. C., "The Separation of Ownership and Control in American Industry," Quarterly Journal of Economics, Vol. 46, No. 1, 1931. において、上記の3つの概念を区別した論文を執筆している。しかし、パーリの1932年の論文 ("For Whom Corporate Manager are Trustees", Harvard law Review, Vol. 45, 1932.) では、経営者権力を依然として株主から信託されたものとしているため、1932年の論文執筆時点でパーリが3つの概念に区別することに十分納得していたのかわか不明である。しかし、同じ1932年に出版された『近代株式会社と私有財産』の第4編第4章「株式会社の新概念」などの共同執筆部分での記述から、パーリは、ミーンズの考えからかなりの影響を受けたことは確かである。

とっていたと考えられるのである。

今日、バーリ&ミーンズの『近代株式会社と私有財産』(1932年)は、しばしばコーポレート・ガバナンス論の古典、それも株主第一位のグランドファーザーとして取り上げられるが、これは、バーリとドット論争でのバーリの主張を同書に転載した部分、すなわち会社権力は株主の利益のために用いられることで信託権力たり得るとする「株主信託モデル」の部分のみを参照しているのである。株主第一位の立場からは、基本的に株主の利害を明確に反映したコーポレート・ガバナンスのメカニズム形成が目指されることになる。そして、これを実際の経営に適用すれば、株主のために利益を最大化するという目的に従った管理が目指されることになるのである。

これに対して、ドッドは、株式会社の社会的責任に関するバーリの見解を受け入れなかった。ドッドは株主を不在所有者 (absentee owners) であると理解し、株主の利害関係は、株主以外の会社構成員や社会全体の利害関係に従っていると考えたのである。ドッドは所有者を2つのカテゴリーに分類した。すなわち、当該会社に対して資本を投資した人びと、及び 当該会社に対して資本を投資していないが、利害関係をもっている人びとである。彼は、当時 GE 社の経営者で、ビジネス・リーダーのひとりであったヤングの言葉を引用して、経営者の責任は、当該会社の株主、従業員、顧客、および一般社会のために経営することであると主張した。つまり、彼は、上場会社の目的には株主のために金儲けをするだけでなく、従業員の仕事の保障、顧客のために質の高い製品を提供すること、社会貢献が含まれると考え、「株式会社は、利潤追求機能だけでなく社会奉仕機能もあわせもった経済的制度である」、「ビジネスが法により認められ、奨励されているのは、ビジネスがその所有者のための利潤の源泉であるというよりも、第一にビジネスがコミュニティの役に立つからである。したがってそこでは、無制限の私的利益は適切なサービスとは相容れないものであるように思われる」と主張したのである⁵⁸。ドッドのこのような見方は、後に managerialism や managerialist

58 Dodd, E. M. (1932) "For Whom Are Corporate Managers Trustees?", Harvard Law Review, Vol. 45. p. 1149. なお、第二次世界大戦後、Berle と Dodd の主張が入れ替

view, managerial capitalism と呼ばれることになる。したがって、ドッドこそが managerialism の祖であると言うことが出来るのである。

次に、ミーンズが加わった『近代株式会社と私有財産』の結論部分にあたる第編を見てみる。パーリ&ミーンズは、同書の結論部分 編第4章「株式会社の新概念」において、所有と支配が分離された株式会社の経営者がその権力を誰の利益のために用いなければならないのかについて問題を提起し、次の3つの可能性を示している。財産の伝統的な理論に基づき、消極的な財産の所有者たる証券所有者（株主）の受託者として行動する可能性、会社の支配者たる経営者が自らの利益のために会社を運営する可能性、そして経営者が社会全体の利益のために仕える可能性、である。この部分は、彼らが、「会社は誰のものか、また誰のために経営するべきか」という問題提起をしたということもできるであろう。

パーリが単独で執筆した第編第7章「信託された権力としての株式会社権力」の部分の分析に従えば、本書の結論は、財産の伝統的な理論に基づき、株主の受託者として行動すべきとするエージェンシー理論の考え方の方向で進展すべきだということになるのかもしれない。しかし、パーリ&ミーンズは、株式会社制度が存続し続けるためには の方向に進展し、経営者が純粋に中立的なテクノクラシーに発展することが必要不可欠であるとしたのである。

所有と支配の分離に伴う経営者支配の正当性の問題や、株式会社が巨大化し、強大な影響力を社会に与えるようになったことを重視する研究者は、多様な利害関係者の利害を含むガバナンスメカニズムの構築を目指すことになる。これを実際の経営に適用すれば、利潤追求以外にも多様な経営目的をもつことが可能となり、企業は積極的に社会的責任を果たすことが求められることになる。したがって、 の方向は、株主だけではなくさまざまな利害関係者を含むコーポレート・ガバナンスメカニズムの形成を主張する利害関係者論者のそれと軌を一にするものであると言える。この部分を『近代株式会社と私有財産』の結論であるところとらえれば、同書は利害関係者論の古典と考えることも可能である。

わっている点は興味深いですが、ここで指摘のみにとどめておく。

以上をまとめると、『近代株式会社と私有財産』の結論部分の はエージェンシー理論に、 は managerialism に対応しているといえるであろう。そして、 については、1980年代以降のコーポレート・ガバナンス論のスタート時の議論に対応していると考えられる。これは、経営者が敵対的企業買収に対抗して、自己の地位を保全するために様々な方策を考案したことから、経営者が自らの利益のために会社を運営したと言えるためである。

では、パーリ&ミーンズが考えた3つの可能性は、その後、どのように展開していったのであろうか。彼らの予言は、あたったのであろうか。managerialism の考え方は、日米において、1980年頃までは上場会社の経営者の哲学として一般に受け入れられていたと考えられる。

Stout (2013) は、不完全なシステムを含んではいるものの、「経営者資本主義は、好結果を生みだしていたように思われる⁵⁹」とする。これは、アメリカ企業が長年にわたって、世界経済を支配し、消費者には革新的な製品を供給してきた。また、従業員の仕事を確保し、法人税を払い続けてきたからである。加えて、株主の側から見ても目覚ましい成果が出ており、S&P 500に投資した株主は、1933~1976年についてみると、1973~1974年にかけての有名な株価低迷期が含まれているにもかかわらず、インフレ調整済みで年平均7.5%の収益を得ていた。これに対して、同じ数字を有名な Jensen & Meckling (1976) の論文が発表された1976年から2010年（つまり、株主第一位の考えが受け入れられてきた時代）について見ると6.5%に低下していたのである⁶⁰。

また、今日の経営者は、業績と報酬を結びつけることにより合法的に金持ちになることが認められているが、managerialism の考え方が受け入れられていた時代の大部分においては、州法・連邦法ともに上場会社の経営者が自らの直接的な金融上の利益のために会社権力を使用することを認めていなかった。この時代の経営者は、今日の経営者のように成果主義の呪縛にとらわれていなかった点は、

59 Stout, L. A., "On the Rise of Shareholder Primacy, Signs of Its Fall, and the Return of Managerialism", *Seattle University Law Review*, Vol. 36, 2013, p. 1171.

60 Ibid., p. 1171.

注意を要するであろう。

しかし、1970年代以降、状況が変化することになる。Jensen & Meckling が1976年に「企業の理論」を発表し、エージェンシー問題が注目されるようになる。上場会社の株式所有が分散したために株主の行動が受動的になっていることに関して、エージェンシー理論の研究者は、バーリ&ミーンズが示した3つの可能性の「会社の支配者たる経営者が自らの利益のために会社を運営する可能性」の方向に株式会社は進展してしまっていると考えたのである。すなわち、Jensen等は、専門経営者が自己利益を追求したり、経営努力を怠ったりして、株主利益を軽視・無視することに繋がるため、「所有と経営・支配の分離」が上場会社の重大な弱点であると考えられることになる。このため、株主（プリンシパル）が経営者（エージェント）の行動を監視し、規律付けることが求められる。1980年代以降、このようなエージェンシー問題をめぐる問題が盛んに研究され、株主主権・株主第一位に基づくコーポレート・ガバナンス研究がなされることになったのである。

そして、1980年代のアメリカに起こった現実には、株主主権・株主第一位に基づくコーポレート・ガバナンス研究を後押しすることになる。1980年代になり、LBO（被買収会社の資産を担保に資金調達し、その資金を利用して買収する手法）が盛んに利用されるようになる。その際、ジャンク・ボンド（利払い・償還に関する危険は大きい）、その代わり利回りが大きい格付けの低い社債）もあわせて利用され、LBOを利用した敵対的企業買収の増加・大型化によってコーポレート・ガバナンスに対する関心が高まることになった。つまり、会社支配権市場を巡る議論を中心に、「株主対経営者」の問題が論じられることになったのである。ここでは、敵対的企業買収は無能な経営者を排除し、優秀な経営者が企業経営を行っていれば、株主が本来得られるはずであった利益を彼らに与える自由市場の装置であると考えられた。株式市場を通じて企業経営（経営者行動）を有効に監視し、規制できると考えられたのである。経営者は、敵対的企業買収に対抗し、自身の地位や利益を守るためにさまざまな手法を考案し、利用することになる。このため、どのようにすれば有効に株主による企業経営（経営者行動）のチェックが行えるようになるのか、また、株主の願望と経営者の行動をいかにし

て一致させるかが問題とされたのである。

アメリカの研究者（特に経済学・法学）の間では、今日でも株主主権・株主第一位の考え方が中心的な地位を占めているといえることができるであろう。この点に関しては、わが国の経済学・法学の研究者についても同様のことがいえる。

とはいえ、法制度面から見ると、わが国ではあまり知られていないが、アメリカでは1980年代の初め頃（最初は1983年のペンシルベニア州）～1990年代の初めにかけて、30の州で、経営者が会社の意思決定を行う際に、株主の利害に加えて、株主以外の利害関係者の考慮も認める法律、いわゆる会社構成員法・利害関係者法（constituency statute）が制定されている⁶¹。したがって、managerialismの考え方が根強く残っているといえる⁶²。

以上のように1980年代以降、株主第一位の理論が中心的な地位を占めるようになり、上場会社の行動を変化させた。この理論に基づけば、企業業績は大幅に改善し、投資家の利益も著しく増加させると仮定されている。では、実際にはどうであったのであろうか。Stoutは、「事実に基づく結果は、期待を裏切るものである⁶³」とする。表3は、1980年～2001年にかけてCEOに支払われた報酬の中央値を示している。この表からわかるように、株式をベースにした報酬（equity-based pay）は、1980年～84年まではゼロであったが、2001年には66%に達している。CEO報酬の中央値は、約7倍になっているのに対し、平均的な一般従業員の報酬は約15%しか上昇していない（インフレ調整済み）。CEO報酬と同程度（もしくはそれ以上）報酬が上昇したグループは、芸能界のスーパースター、プロスポーツ選手のみである⁶⁴。株主第一位の考え方やエージェンシー理

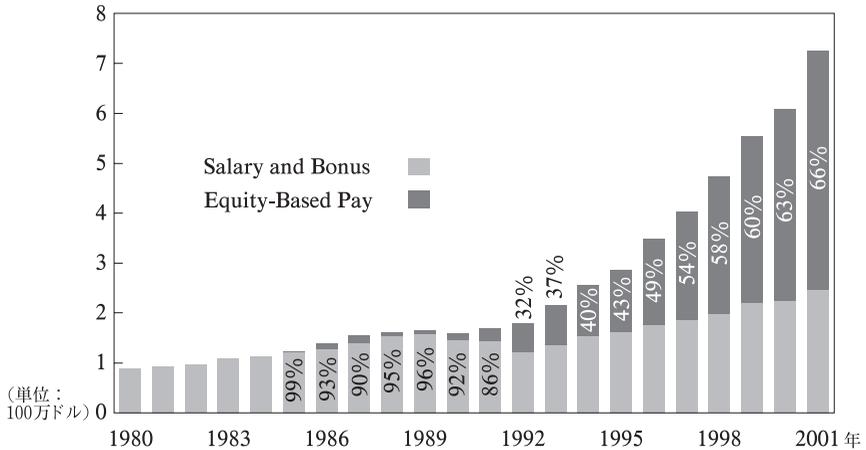
61 今西『株式会社の権力とコーポレート・ガバナンス』第7章を参照のこと。

62 アメリカでは、このように法制度上、managerialismの考え方が大きく影響を与えているが、筆者は、アメリカの会社法を参考にして2006年以降改正された日本の会社法では、managerialismの考え方が反映されていないのではないかと考えている。

63 Stout, op. cit., p. 1178.

64 Hall, B. J., "Six Challenges in Designing Equity-Based Pay," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 15, 2003, pp. 23-24.

表3 CEOに支払われた報酬の中央値



(出所) B. J. Hall, "Six Challenges in Designing Equity-Based Pay," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 15, 2003, p. 23.

論は、経営者に対しては有利な結果をもたらしているのである。

このため、Stout は、株主第一位の考え方は、何人かの CEO やヘッジファンドのマネージャーを裕福にはしたが、「それが利益を与えるはずであった分散株主に対しては、ほとんどもしくは全く効果が無かったように思われる⁶⁵」とする。これは、既に述べた S&P 500 に投資した株主の収益率の比較（ただし、経営者の株式に基づく収入の割合は上昇している）、この30年間、株式に投資するよりも社債に投資した方が、パフォーマンスが良かったこと（それ以前の120年間は逆）、上場会社数が減少しており、新興企業が新規株式公開を避けていること、高株価を継続しなければならぬという圧力のため、長期の収益性を害するような戦略を採らざるを得ないこと等が理由として挙げられている。

Stout の主張⁶⁶は、筆者が、2015年に開催された日本経営学会第89回大会で統一論題報告を行った際や、2018年の経営哲学学会第35回大会においてコメン

65 Stout, op. cit., p. 1178.

テーターを務めた際に取り上げたこともあり、経営学分野の研究者にはかなり理解されるようになっている。したがって、この意味でも、経営学分野においては managerialism の立場からのコーポレート・ガバナンス研究が多くを占めていると考えられる。

・ 指名委員会等設置会社と社外取締役

- アメリカの考え方が日本企業の経営に与えた影響 -

以上、本稿では、バーリ&ミーンズの『近代株式会社と私有財産』を軸として、アメリカの会社支配論やコーポレート・ガバナンスに関する考え方が日本の経営学にどのような影響を与えたて来たのかのかについてみてきた。以下では、このような議論が、日本の企業経営や実務にどのような影響を与えたのかについて考え、むすびとしたい。ここで、問題となるのは、わが国において「会社（企業）は誰のものか」に関する考えがどのように変化したのか、また、取締役会の構成がどのように変化したかである。

まず「会社（企業）は誰のものか」についてであるが、ここでは、経営学の標準的なテキストとして、おそらくこれまで学生だけでなく、ビジネスマンにも最も多く読まれてきたと考えられる伊丹敬之・加護野忠男著『ゼミナール経営学入門』（日本経済新聞社）における記述の変化を基に見ていきたい。同書は、第1版が1989年、第2版が1993年、第3版が2003年に出版されており、同書の第3版は、内容をそのままに、装丁とレイアウトを変更して、2022年に新装版が出版されている。新装版に添付されていた帯には、「累計30万部突破の最強テキスト

66 Stout の所論については、すでに引用した文献の他に、以下の文献を参照した。"On the Nature of Corporations", University of Illinois Law Review, Vol. 9, No. 2, 2004.; "The Problem of Corporate Purpose", Issues in Governance Studies, No. 48, 2012.; The Shareholder Value Myth, Berrett-Koehler Publishers, Inc., 2012. なお、Blair との共同論文 "A Team Production Theory of Corporate Law", Virginia Law Review, Vol. 85, 1999. は法律分野で有名な論文で、数多く参照されている。

なお、Stout 教授は2018年に惜しくも60歳で亡くなられたが、コーネル・ロー・スクールの会社法・ビジネス法の卓越教授 (distinguished professor) であった。

ト」と記されており、長らく標準的な経営学の教科書と考えられてきたものであると言える。同書は、多くのビジネスマンにも読まれ、支持された教科書であると考えられる。その意味でここでは、同書の1~3版の記述の変化をみることで、アメリカにおけるコーポレート・ガバナンスに関する研究が、日本の経営にどのような影響を与えたのか見ていきたい。

伊丹教授・加護野教授は、同書の第1版（1989年）において、「企業は誰のものか」という節を立て、約4ページにわたってこの問題について論じられている。両教授は、当時の日本の大企業の株式所有状況について、すでに筆者が本稿の第3章で論じた状況と同様の認識を持たれており、「企業同士がお互いの株を持ち合っている比率が非常に高」といわれる。そして、株式持ち合いは、安定株主工作と企業間の友好関係を示す意味があり、「株主としての権利（利益配分請求権や経営者の選任権）を行使する意思のうすい株式保有」であるとする。取締役については、本来は株主の代表であるはずだが、実際にはそのほとんどが当該会社の従業員から選任されており、その人選は現行の経営者により行われている。「企業は誰のものか」に関して、第1版においては、「企業は株主のものだとは思われておらず、じつは企業にコミットして長期に働いている人々のものだ」と、常識的に思われている」と結論付けられている⁶⁷。第1版では、コーポレート・ガバナンスに関するアメリカの議論は未だ認識されておらず、従来通りの日本の議論が展開されていたといえる。

次に1993年に出版された第2版について見ていく。すでに述べたようにコーポレート・ガバナンスという言葉がわが国において用いられ始めたのが1990年代に入ってからなので、経営学の教科書においてコーポレート・ガバナンスが論じられたのは、同書の第2版が最初といっても過言ではないであろう。第2版では、企業ガバナンスという言葉で様々な企業形態（個人企業、合名会社、合資会社）のガバナンスを論じ、最も発展した会社制度である株式会社のガバナンスを中心に論じている。

67 伊丹敬之・加護野忠男『ゼミナール経営学入門』1版、日本経済新聞社、1989年、479~480ページ。

「企業ガバナンスとは、統治あるいは支配と訳される⁶⁸」とされており、わが国では伝統的に経営学の分野で論じられてきた会社支配論との関連で、コーポレート・ガバナンスが理解されていることが見て取れる。パーリ&ミーンズによる1932年の「所有と支配の分離」に関する研究を取り上げたくうえで⁶⁹、その後、LBO等により会社支配権市場が活発化したため、アメリカにおいては、経営者は株主の意向を無視できなくなり、「1960年代後半以降、所有と支配の分離に関する議論は影をひそめ……企業の目的は株主の利益を最大化することであるという主張が支配的になってきた……経営者革命に代わって、株主反革命が起こった⁷⁰」としている。

伊丹教授等は、アメリカ型企業ガバナンスの特徴として、「会社の主権者は株主であると考えられており、取締役会が株主の意向に沿って、経営者を選ぶ⁷¹」ことなどを挙げており、メリットとして、法律の規定とガバナンスの運用が一致しており、制度的に透明度が高いこと、企業の内外から経営者を選任することから、優秀な人材の登用が可能であり、内部者だけでは不可能な抜本的な企業改革が可能になること、景気の変化に対して雇用調整が容易に行えること、等が挙げられている。そして、アメリカ型企業ガバナンスの問題点としては、頻繁に株式を売買する株主により株価が形成されることから、このような株主に対応するため、経営者は短期志向の経営に陥りやすいこと、敵対的な企業買収の高まりにより経営者の地位が不安定化し、経営者は、オプションとしてその企業を「退出」するという選択肢を確保することになり、結果的に、経営者の当該会社に対する掛かり合いが低下してしまうこと、過度に株主重視、株価重視が行

68 伊丹敬之・加護野忠男『ゼミナール経営学入門』2版、日本経済新聞社、1993年、184ページ。

69 『同上書』200ページ。

70 『同上書』204ページ。ただし、実際には、アメリカにおいて、所有と支配に関する議論は、1970～80年代においても行われていた。例えば、Blumberg, P. I., *The Megacorporation in American Society*, New Jersey, 1975. や Herman, E. S., *Corporate Control, Corporate Power*, Cambridge Univ. Press, 1981. 等がある。

71 『同上書』204ページ。

われるため、容易にレイオフが行われてしまうことになり、経営者と従業員の関係が敵対的なものとなって企業内の一体感が喪失してしまうこと、が挙げられている。

以上のようなアメリカの企業ガバナンスに加えて日本型、ドイツ型の企業ガバナンスについても解説されている。第2版は、1993年に出版され、わが国においてコーポレート・ガバナンスが問題にされ始めたばかりのころに書かれたものであるため、基本的に日米独の企業ガバナンスシステムの比較にとどまっており、それ以上の点は特に論じられていないと言えるだろう。

最後に2003年に出版された、第3版について見てみたい。すでに述べたように、第3版は、内容をそのままに2022年に新装版が出版されているため、筆者らの考えは、今日でも基本的に変化していないと考えられる。

伊丹教授等は、第3版の最終章（第21章）のタイトルを「コーポレートガバナンス」とされている。最終章としてコーポレート・ガバナンスの問題を取り上げる所以として、「コーポレートガバナンスは、社会的存在としての企業の健康維持のためにどうしても必要な制度あるいは慣行である。……企業の中で経営者が果たしている『人々の間の分配の決定者』としての役割の重大さを考えれば、経営者へのチェックとしてのコーポレートガバナンスの議論なくしては、経営の議論は完結しない⁷²⁾」とされるのである。

31ページにわたる本文を短くまとめることは困難だが、伊丹教授等は、コーポレート・ガバナンス論は、会社の市民権者を誰にするかの選択（主権論）の問題とどのようなメカニズムがあれば経営者を有効にチェックできるのかの問題があるとす。まず については、主権者は「その企業から逃げない資源をコミットしている」者であるとする。「逃げない資本をリスクを負って提供している株主と、その企業に長期的にコミットしている経営者⁷³⁾」やコア従業員だけが、市民権者の資格をもっているとされる。したがって、顧客、取引先、銀行（債権

72 伊丹敬之・加護野忠男『ゼミナール経営学入門』3版、日本経済新聞社、2003年、550ページ。

73 『同上書』554ページ。

者)、地域社会などのステークホルダーは、企業の主権者、市民権者としてふさわしいとは考えられていない。

次に については、 で特定された主権者は総数としてかなりの数になるため、間接参加のメカニズムを考える必要があるとする。そして、間接参加メカニズムのポイントは、このメカニズムが「『一時的な不健康』からの回復のためのメカニズムであるという点である⁷⁴⁾」とする。既存のコーポレート・ガバナンスメカニズムに関する議論は、株主主権を前提に論じられている場合が多い。アメリカ企業は株主主権であり、アメリカ企業のコーポレート・ガバナンスメカニズムは、株主主権に適應する形で作り上げられている。これに対し、日本企業で働く人々は、本音としては従業員主権（正確には、従業員がメインで、株主はサブ）であると考えている。このため、伊丹教授等は、「従業員主権を機能させるためのチェックメカニズムが十分に用意されていない」、「経営者のチェックメカニズムが空洞化し、……機能不全がみられる⁷⁵⁾」とするのである。

伊丹教授等は、日本企業のコーポレート・ガバナンスモデルの本質は、「建前は株主主権で、本音は従業員主権⁷⁶⁾」とされる。伊丹教授等も述べているように、わが国ではアメリカの経済成長と議論を受けて、日本企業においても、建前である株主主権に適應したガバナンスメカニズムを形成しようとする議論が多くなされている。これに対し、伊丹教授等は、本音である従業員主権に即したコーポレート・ガバナンスメカニズムの設計に関する議論が必要と主張されている（ただし、従業員主権のメカニズムに関しては、具体的には議論されていない）。

以上、伊丹敬之・加護野忠男著『ゼミナール経営学入門』（1版～3版）を見てきたが、日本の経営学では会社支配論や日本的経営に関する研究が長年にわたってなされてきたこともあり、単純にアメリカのコーポレート・ガバナンス論をうのみにするのではなく、日本型経営の利点について評価した内容になっているように思われる。

74 『同上書』561ページ。

75 『同上書』566ページ。

76 『同上書』573ページ。

2006年に施行されたわが国の会社法が、アメリカのコーポレート・ガバナンス論、特に株主理論的な考えを取り入れて制定されており、株式会社を基本的に経済的な制度ととらえているのに対し、伊丹教授等は、株式会社がもつ社会的な制度としての側面も視野に入れた議論を展開しておられ、実際に多くの日本企業を調査してこられた経営学者としての視点に基づき議論を展開しておられるといえる⁷⁷。

なお、すでに述べたように同書の第3版（2003年版）は、2022年に内容をそのまま再版されたが、これは、ビジネスラウンドテーブル（BRT）の企業の目的に関する考え方が方向転換したこととも関係しているのではないかと推察される。BRTは、1978年以降、定期的に企業の目的やコーポレート・ガバナンスに関するステートメントを公表しているが、1997以降、「会社は主として株主に仕えるために存在する」とする株主第一位の原則（principles of shareholder primacy）を承認していた。しかし、2019年8月19日に公表された「会社の目的に関するステートメント」では、会社は株主に仕えるだけでなく、顧客、従業員、供給業者、事業活動を行っているコミュニティなどのステークホルダーにも仕えるとしている。「ステークホルダーはそれぞれ必要不可欠なものである。自分の会社、コミュニティ、国の将来的な成功のために、すべてのステークホルダーに対し価値の供給を約束する⁷⁸」としている。このステートメントはわが国でも

77 この点に関連して、コーポレート・ガバナンスに関する日本の実務家の講演で、25年程度前の私個人の記憶だが、きわめて印象深いものがあるので、ここに記しておきたい。時期は、1995年頃の「日本コーポレート・ガバナンスフォーラム」において行われた宮内義彦氏の講演である。宮内氏当時、オリックスの代表取締役社長兼グループCEOであり、2001年には総合規制改革会議議長になられ、規制緩和や派遣社員の自由化を進められることとなる。宮内氏の講演の後、日本の経営、特に終身雇用は今後どのようなようになるのかという質問が出た。宮内氏の答えは、今後日本型の雇用は、鉛筆になるというものであった。企業で中心的な役割を果たす「芯」の部分占める社員は正規社員として終身雇用が続けられるが、木の部分となる社員については、いつでも削ることができる非正規社員に置き換えられていくということであった。筆者は当時、大学に就職して間もないころで、大きな衝撃を受けたことを覚えている。

多く報道され、株主理論重視の議論に大きな影響を与えたと考えられる。

最後に、アメリカにおけるコーポレート・ガバナンスに関する議論が、日本企業の実際のガバナンスメカニズムを考える際に、最も影響を与えたと考えられる部分である、指名委員会等設置会社と社外取締役について見ていきたい。

2003年4月施行の改正商法により、指名委員会等設置会社（当時の名称は、委員会等設置会社）の選択的導入や社外取締役の採用がなされることになる。指名委員会等設置会社や社外取締役は、株主理論重視のアメリカにおいて発展した制度であるため、それ以前に行われた商法改正も含めて、全体的に見れば株主価値を最大化するような会社政策を取り易くするような改正が目立っていると考えられていた⁷⁹。しかし、指名委員会等設置会社や社外取締役は、アメリカにおいて単に「株主価値を最大化するような会社政策を取り易くするよう」にするものとして設置され、発展してきたと言えるのであろうか。

指名委員会等設置会社と社外取締役 [(outside director) 本来は社外よりも外部取締役と翻訳する方が適切であると考えられる] は、取締役会の問題とまとめることができる。ここでは、アメリカの取締役会に関して、歴史的な視点を加えて考察してみたい。

コーポレート・ガバナンスは、法律上・理論上、取締役会によって左右される。しかし、1970年当時、取締役会は、実際問題として、監視や勧告を行う役割をほとんど果たしていなかった。トップ・マネジメントによって、ほとんどの会社の権力が保持されている状態であった。しかし、1970年代以降、取締役会を改

78 Business Roundtable, "Statement on the Purpose of a Corporation", https://system.businessroundtable.org/app/uploads/sites/5/2023/02/WSJ_BRT_POC_Ad.pdf (2023年8月25日閲覧。)「ビジネスラウンドテーブルと『企業の目的に関する声明』について意見交換 - ワシントン・リポート <68>」『週刊経団連タイムス』2019年12月5日, No. 3434 (available https://www.keidanren.or.jp/journal/times/2019/1205_11.html) も参照のこと。

79 今村肇・子刈米清広・滝澤弘和「企業システム(1) — ITC革命, 企業統治, 雇用戦略 —」植草益編『社会経済システムとその変革: 改革の方向を問う』NTT出版, 2002年, 267-268ページ。

革し、会社の統治主体として機能させようとする動きが出る。このような改革は、取締役会のメンバー構成をどうするか（構成員の多様化問題）、取締役会の構造（どのような取締役会委員会を設置するか）、そして取締役会による監視活動と役割をどうするか（権限の範囲、会合の回数、取締役がその活動のために振り向けている時間が十分であるかどうか、経営者が取締役のために準備する情報が十分であるかどうか等）、のような方向に向けられていた⁸⁰。

多くの経済学者は、今日でも、会社を単に経済的な制度としてしか認識していないが、1970年代においても、多くの経営学者や法学分野の一部の研究者は、経済的制度であると同様に、政治的・社会的制度でもあると認識するようになっていた。会社の役割に関するこのような認識の変化が、アメリカ社会の会社の適切なガバナンスに関する反応の変化を促すことになる。すでに述べたように「株式会社権力をどのように飼い慣らすのか」という問題に関心が向けられることになり、1950年代以降、社外取締役を利用して取締役会の構成員を変更し、株式会社権力をうまく飼い慣らそうとする議論がなされてきたのである⁸¹。

1970年代のアメリカでは、内部から会社を統制することを目的とする数多くの提案がなされた。この提案が焦点を当てていたものは、社外取締役の構成比率を高めること、監査委員会の設立、取締役会に「公益代表」取締役 ("public" director) を加えること（公益代表取締役は、通常、社外取締役の形をとる）であった。

取締役会に公益代表取締役を加えるという方法は、1970年にA.ゴールドバー

80 Sturdivant, F. D., *Business and Society*, 3rd ed., Homewood, Richard D. Irwin, Inc., 1985, p. 313.

81 例えば、会社法学者のC. D.ストーンは、public director, 特に governmental director を取締役会に入れることで、株式会社に公益を認識させようとする提案をしていた (Stone, op. cit., 1975.)。なお、public director を含む multi-interest board of directors の問題を最初に強く主張したのは、1950年代初めのブキャナン (S. Buchanan) である (Buchanan, S., *Essay on Politics*, New York, Philosophical Library, 1953, pp. 140-192.)。詳しくは、今西『株式会社の権力とコーポレート・ガバナンス』第3章、第4章を参照のこと。

グが社会的責任を遂行させるために TWA 社の取締役会に加わったときに一般化したといわれている⁸²。そして、1970 年代になされた当時、世界最大の自動車会社であったゼネラル・モーターズ社に責任をもたせる運動、通称「キャンペーン GM」などを通じて、取締役会メンバーの多様化がスタートすることになったのである。その結果、Korn/Ferry International の調査（主として Fortune 1000 を調査対象としている）によると、女性取締役が 1 人以上いる会社は、1973 年時点の 11% から 1981 年 39%、1988 年 53%、2001 年 78%、2007 年 85% と著しく増大している。同様に、少数民族の取締役も一貫して増大しており、少数民族の取締役が 1 人以上いる会社も、1973 年時点の 9% から 1981 年 18%、1988 年 31%、2001 年 68%、2007 年 78% となっている。なお、その間の平均的な取締役会における内部取締役と社外取締役の構成比率を見てみると、1975 年時点では 5 人対 8 人（社外取締役 62%）、1990 年時点では 3 人対 10 人（同 77%）、1996 年～2001 年では 2 人対 9 人（82%）、2007 年 2 人対 8 人（80%）となっている⁸³。

Korn/Ferry の調査が 2007 年で途切れており利用できないため、調査対象は異なるが、S&P 500 を対象とした Spencer Stuart による 2022 年の調査によると、S&P 500 のすべての取締役のほぼ 3 分の 1（32%）が女性であり、2012 年の 17% から大きく上昇している。S&P 500 すべての会社で少なくとも女性取締役が 1 人おり、2 人以上が 98%、3 人以上が 81% となっている。新しく取締役に選出された人の 72% が歴史的にあまり代表を出せなかったグループ（underrepresented group）出身で、そこには、女性、人種的なマイノリティ、LGBTQ+ コミュニティのメンバーが含まれている。新しく独立取締役（社外取締役）となった人の 46% が女性であり、20% は女性であると同時に人種的なマイノリティでもある⁸⁴。企業のダイバーシティを推進するため、カリフォルニア州が 2021 年末

82 T. M. Jones & L. D. Goldberg, "Governing the Large Corporation," *Academy of Management Review*, Vol. 7, No.4, 1982, p. 603.

83 Korn/Ferry Institute, 34th Annual Board of Directors Study, 2007, pp. 6-10. および今西『株式会社の権力とコーポレート・ガバナンス』259 ページ。

までに、少なくとも1名の人種的マイノリティやLGBTQなどの性的マイノリティ取締役の採用を上場企業に義務づける法案を通過させたこともあり⁸⁵、アメリカでは取締役会の多様化がさらに進んだと考えられる。

アメリカの取締役会は、確かに1980年代以降の株主資本主義的な考えの高まりもあり、近年、投資家が取締役となるケースもみられるが、基本的に多様性を求める形で発展してきた。取締役会委員会についても多様な背景をもつ社外取締役が中心に構成されることになっている。

では、以上のようなアメリカの実践を受けて、わが国の取締役会はどのような影響を受けたのであろうか。第一に挙げられるのは、すでに述べたように2003年4月施行の改正商法により可能となった、指名委員会等設置会社（当時の名称は、委員会等設置会社）の選択的導入と社外取締役の採用である。委員会等設置会社とは、従来の監査役会を廃止し、業務執行を行う執行役とそれを監視する取締役会を分離して設置し、取締役会の中に社外取締役が過半数以上となる指名委員会、監査委員会、報酬委員会を設置する会社である。取締役会は、各委員会を通じて監督を強化することになる。

わが国において、委員会等設置会社方式を最初に、また最も本格的に導入したのはソニーであると思われる。ソニーは、2003年6月20日に委員会等設置会社に移行している。2003年12月末現在で委員会等設置会社に移行した会社は44社であった。その後、監査役会社への再移行した会社や非上場となった会社もあり、現時点でも指名委員会等設置会社はそれほど増加しておらず、2022年12月末現在で85社に過ぎない⁸⁶。

ソニーは、日本企業として初めて委員会等設置会社となった会社であるため、

84 Spencer Stuart, 2022 Spencer Stuart Board Index, 2022, pp. 6-7.

85 「米カリフォルニア州が上場企業役員に人種的マイノリティやLGBTQを採用することを義務化しました」2020年10月2日
(https://www.outjapan.co.jp/pride_japan/news/2020/10/3.html)

86 JACD（日本取締役協会）「指名委員会等設置会社リスト（上場企業）」
https://www.jacd.jp/news/opinion/jacd_iinkai.pdf なお、東京証券取引所上場企業

同社について若干ではあるが見てみたい。筆者はかつて、同社の取締役会について分析したことがあったが、2005年6月22日時点で、12名の取締役のうち8名が社外取締役であり、3分の2が社外取締役となっており、社外取締役に女性、外国人、元政府役人ともに1名ずつ就任していた。ここで注目されるのは、女性の社外取締役として、当時、Korn/Ferry International (株) 日本担当代表取締役社長・米国本社取締役橘・フクシマ・咲江氏が就任していたという点である⁸⁷。Korn/Ferry International は長年にわたり、米国を中心とした世界中の企業の取締役会について調査・研究を行っている会社である。同社の調査・研究が、ソニーの委員会等設置会社移行に活かされていると思われる。

以上のようなソニーのコーポレート・ガバナンスに関する考え方は、今日においても継続しているといえる。Sony Corporate Report 2023 に示されているように、2023年7月31日時点で、10名の取締役のうち8名が社外取締役であり、社外取締役のうち4名が女性、外国籍が4名となっている。女性かつ外国籍が1名いるため、取締役10名のうち7名がソニーの多様性を示すことになっている。加えて、社外取締役の経歴・専門性は、グローバル・ビジネスが専門の大学教員1名、公認会計士1名、ソニーが行っている関連業界の経験（ヘルスケア、IT、通信、金融、エンタテインメント等）となっており、「ソニーグループの企業価値向上を目指した経営を推進するという目的に照らして適任と考えられる候補者を選定しています⁸⁸」としている。ソニーは、アメリカのコーポレート・ガバナンスに関する考え方から学び、収益性と社会性を同時追及するコーポレート・ガバナンスメカニズムの実現を目指していると考えられる。

次に、多様性、特に女性取締役について見る。これは、東京証券取引所の「コーポレート・ガバナンス・コード」（2018年）に取締役会におけるジェンダーの多様性が明記されたことにより、女性取締役がいない場合、機関投資家が株主総会

指名委員会等設置会社リストによると、2023年8月1日現在で91社となっている
(<https://www.jacd.jp/news/iinkaisecchi2.pdf>)。

87 今西『株式会社への権力とコーポレート・ガバナンス』267～269ページ。

88 Sony Corporate Report 2023（統合報告書）、60ページ。

で反対票を投じるケースが増えたからである⁸⁹。

アジア・太平洋地域 10 か国の取締役会について調査した Korn/Ferry によると、日本企業（上位 100 社）の取締役会で女性が占める割合は、2012 年 2%、2013 年 3.1% に過ぎなかった。ただし、同時期に男性のみの取締役会は、11% 減少している⁹⁰。

上記のように「コーポレート・ガバナンス・コード」に取締役会におけるジェンダーの多様性が明記されたことにより、近年、わが国の女性取締役率は上昇している。OECD の調査によると、わが国最大規模上場会社の取締役会に占める女性の割合は、2016 年 4.8%、2018 年 6.4%、2020 年 10.7%、2022 年 15.5% となっている⁹¹。

日本政府は、毎年 6 月を目途に女性の活躍・男女共同参画の取り組みを進めるために女性版骨太の方針（女性活躍・男女共同参画の重点方針）を決定している。2023 年の方針では、東証プライム市場に上場する約 1800 社に関して、「2025 年を目途に、女性役員を 1 名以上選任するよう努める。2030 年までに、女性役員の比率を 30% 以上とすることを目指す」と明記している⁹²。プライム市場に上場している企業のうち、女性役員がいない会社は、2021 年度 18.9%、2022 年度

89 「株主総会 2023 問われた統治」『日本経済新聞』2023 年 7 月 21 日、朝刊。

90 Korn/Ferry, *Diversity Matters*, 2015, p. 26. ただし、調査対象となった会社は不明だが、Shinohara & Alcantara は、「女性管理職の比率は、2006 年の 2.3% から 2020 年には 7.25% に上昇し、女性トップ・マネジメントの比率は、2007 年の 0.52% から、2020 年には 3.85% に上昇した」としている (Shinohara, Y. & Alcantara, L. L., "The transition of diversity and inclusion policies and corporate behavior in Japan," in Alcantara, L. & Shinohara, Y., eds., *Diversity and Inclusion in Japan: Issues in Business and Higher Education*, Routledge, 2023, p.26.)。

91 OECD. Stat, "Female share of seats on boards of the largest publicly listed companies", available <https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=54753> (2023 年 9 月 1 日閲覧)

92 すべての女性が輝く社会づくり本部・男女共同参画推進本部「女性活躍・男女共同参画の重点方針 2023（女性版骨太の方針 2023）」2023 年 6 月 13 日、2 ページ。

10.9%となっている。2022年度についてより詳しく見ると、女性役員30%以上を満たしている会社は3.7%、20~30%未満が18%、10~20%未満が23.4%となっている⁹³。内閣府のアンケート調査によると、ESG投資の高まりにより、7割近くの機関投資家が女性管理職比率や女性役員比率等の女性活躍情報を投資判断に利用しているという。多くの機関投資家は、女性活躍情報は非財務情報ではあるが、長期的に見てその企業の将来の業績に影響があると考えているのである⁹⁴。JPモルガン証券が行ったTOPIX（東証株価指数）50と女性役員比率が高い50社の株価の変化を比較は、興味深い。「2020年3月とともに急落した後、女性活躍銘柄の株価の戻りはTOPIXを大きく上回った⁹⁵」のである。

OECDの調査に再び目を向けると、G7各国の最大規模上場会社の取締役会に占める女性の割合は、2022年時点で、カナダ36.5%、フランス45.2%、ドイツ37.2%、イタリア42.6%、イギリス40.9%、アメリカ31.3%となっている⁹⁶。日本の女性役員比率は15.5%で、G7各国と比較して低水準のままである。日本は近年、急激に女性役員比率を高めたこともあり、企業でのマネジメント経験がある人材が十分であるとは言えない。今後、女性管理職比率をさらに高め、人材育成を進めていく必要があろう。

最後に、本稿第 章との関連で、SBI証券の北野一氏の主張を取り上げておきたい⁹⁷。北野氏は、わが国における外国人投資家の持ち株比率の上昇がわが国の企業経営に与えた影響として、外国人投資家が日本企業に対して米企業と同様に7%の株主資本コストを要求していることをあげられている。日米の金利格差は

93 「女性役員3割以上」68社、『日本経済新聞』2023年8月5日、朝刊。三菱UFJ信託銀行の調査によると主要388社の97.4%に女性取締役が存在するとされている（「株主総会2023 問われた統治」『日本経済新聞』2023年7月21日、朝刊）ため、大規模な企業であればあるほど女性取締役を採用していると考えられる。

94 内閣府「機関投資家が評価する企業の女性活躍推進と情報開示」available https://www.gender.go.jp/policy/mieruka/company/pdf/30esg_research_01.pdf

95 「『おじさん企業』投資家はNO」『日本経済新聞』2023年7月11日、朝刊。

96 OECD. Stat, op. cit.

97 「News モーニングサテライト」テレ東BIZ, 2023年8月15日。

常時3%程度あるが、米企業と異なり、日本企業が7%の利益を上げることが可能な投資案件は少なく、そのため日本企業による投資が困難になり、どうしても内部留保が多くなってしまふことになる。このことが日本の経済成長を抑制することにつながっている、という主張である。ここではこの紹介のみにとどめたいが、日本企業のガバナンスを考えるうえで興味深い主張であるので、今後の検討課題としたいと考えている。

第2章 コーポレート・ガバナンスと財務会計

田 子 晃

1 はじめに

株式会社東京証券取引所（以下「東証」という）が、我が国におけるコーポレート・ガバナンスに対する共通認識の基盤を提供するために、2004年3月に公表した、『上場会社コーポレート・ガバナンス原則』によると、コーポレート・ガバナンスとは、企業統治と訳され、一般に企業活動を律する枠組みのことを意味する（東証 2004, 5）。また、これを受け、2015年3月に公表された、上場企業がコーポレート・ガバナンスを実現するために参照すべき原則をまとめた、『コーポレートガバナンス・コード原案』では、コーポレート・ガバナンスを、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組みを意味する（コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議 2015, 1）と定義づけ¹、コーポレート・ガバナンスを、ステークホルダーとの関係から捉え直している。

一方、世界に目を向けてみると、OECD 理事会が 2015 年 7 月に採択した、『G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則』によると、コーポレート・ガバナンスは、会社経営者、取締役会、株主及びその他のステークホルダー間の一連の関係に関するものであるとともに、会社の目標を設定し、その目標の達成手段や業績の監視手段を決定する仕組みを提供するものであるとされており（OECD 2015, 9）、東証におけるコーポレート・ガバナンスの定義と同様、ステークホル

1 その後、コーポレートガバナンス・コードは 2018 年及び 2021 年に改定されているが、当該定義は 2015 年 3 月に公表されたコーポレートガバナンス・コード原案のままである。

ダーとの関係性を重視した定義となっている。

この様に、コーポレート・ガバナンスは、会社の活動を律する「枠組み」であるため、これを会社のステークホルダーとの関係で捉えるのが一般的である。しかし、会社の業務執行は経営者の広大な権限に委ねられ、実行されるが、その権限は究極的には、資本の出し手であり、通常は最終的なリスクの負担者である株主の信任に基づくものであるため、資本市場の視点から見ると特に中核的なものは、株主と経営者との関係であるとされる（東証 2004, 5）。従って、会社とステークホルダーとの関係の中で特に株主との関係が重要視されているのも事実である。歴史的に見ても、アメリカのリーディング企業の CEO 団体である Business Roundtable（以下“BR”という）は、1978年から定期的にコーポレート・ガバナンス原則を公表しており、1997年以降は、企業が主に株主のために存在するとする株主第一主義を標榜してきた。このことは、少なくともアメリカにおいては、経営者がコーポレート・ガバナンスを株主との関係で捉えてきたことの証左であろう。

しかし、こうしたアメリカ型の資本主義に基づく企業経営は、企業の社会的責任の高まりを受けた今日的な企業経営にはそぐわなくなってきた。実際、BRは、株主第一主義を修正し、株主だけではなく、顧客、従業員、サプライヤー、コミュニティー等すべてのステークホルダーに価値をもたらすことを約束する宣言を2019年8月に公表している（BR 2019）。

この様に、株主第一主義を唱えるアメリカにおいても、すべてのステークホルダーを意識した経営を行う必要があるとの立場を取るようになってきているが、BRの当該宣言は、長らくアメリカの資本主義経済を支えてきたミルトン・フリードマン流の株主資本主義の終焉を意味するものなのであろうか。『上場会社コーポレート・ガバナンス原則』によると、会社が持続的に競争力を維持・向上させ、利潤の追求を通じてその価値を向上させることは株主に共通する主要な関心事であるが、それらはあらゆるステークホルダーの会社に対する資源提供の結果である（東証 2004, 9）。また、上場会社のコーポレート・ガバナンスには、企業とステークホルダーの円滑な関係の構築を通じて企業価値や雇用の創造、さらに健全な企業経営の維持を促すことが期待されているため、株主以外のステークホルダー

との間で、良き協力と適切な緊張に基づく円滑な関係を構築することは、企業の長期的な利益に合致することになる（東証 2004, 9）。従って、行き過ぎた株主至上主義は、コーポレート・ガバナンス上問題を引き起こすが、すべてのステークホルダーとの関係を踏まえた上で、資本市場において中核的な立場である株主との関係を重視する考え方は、必ずしもコーポレート・ガバナンス上問題を引き起こすものではないであろう。

そこで、本章においては、コーポレート・ガバナンス上、株主を重視する立場とすべてのステークホルダーを重視する立場とを対立軸としてとらえるのではなく、両者を包含した立場に立った上で、望ましい業績測定及び業績指標についての検討を財務会計の視点から行うものとする。

本章の構成は次のとおりである。会社の仕組みであるコーポレート・ガバナンスの検討を財務会計の視点から行うにあつては、そもそも会社は誰のものであるかを明らかにする必要がある。そこで、まず、2において、各種アンケート調査の結果、及び、経済学・法学・経営学それぞれの観点から会社が誰のものであるかを検討する。次に、3においては、2において検討された、経済学・法学・経営学それぞれの会社観と、会社とその所有者との関係を財務会計の視点から論ずる会計主体論との概念の統一を図り、残余持分理論及び企業主体理論の2つに収斂させる。その上で、4においては、3で統一された、残余持分理論及び企業主体理論それぞれに基づく業績測定を検討し、また、5においては、残余持分理論及び企業主体理論それぞれに基づく業績指標を検討する。更に、6においては、残余持分理論及び企業主体理論の両方を充足する業績測定及び業績指標を検討する。最後に、7において結論を述べる。

2 会社は誰のものか

財務会計の視点からコーポレート・ガバナンスの検討を行うにあつては、まず、そもそも会社は誰のものであるかを検討する必要がある。そこで、会社は誰のものであるかを、各種アンケートの調査結果、経済学・法学・経営学それぞれの観点から検討する。

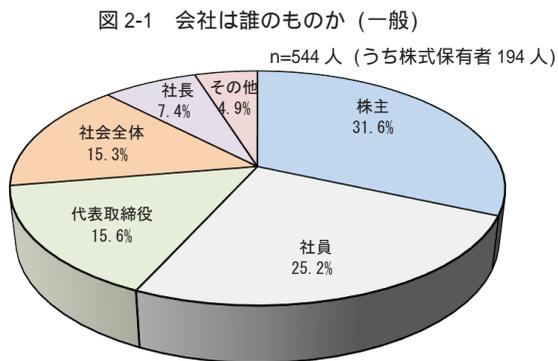
2.1 アンケート調査

アンケート調査の結果に関しては、対象を一般、上場企業、経営者及び国際比較に分けて検討するものとする。

2.1.1 一般

株式会社インテージとヤフー株式会社は、2005年に共同で会社は誰のものであるかについてのアンケート調査を行っている（株式会社インテージ・ヤフー株式会社 2005）。その結果が図 2-1 である。当該アンケート調査の対象者の属性には、株主が約 36%含まれている。これがアンケート結果に影響したかどうかは不明であるが、最も多い回答は株主であり、以下、社員、経営者（代表取締役＋社長）と続いている。

当該結果から、一般的には、会社は資金の拠出者である株主、会社を動かす従業員及び経営者を含むすべてのステークホルダーのものであると考えられているとみなすことができるであろう。



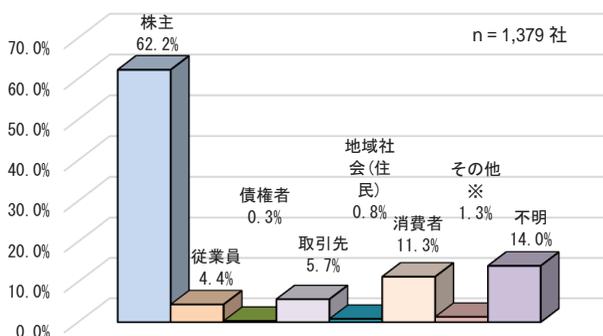
出所：株式会社インテージ・ヤフー株式会社（2005）をもとに筆者作成

2.1.2 上場企業

次に、会社自身が自らを誰のものであると考えているかについて検討する。東証は、2005年に東証に上場する内国会社にコーポレート・ガバナンスに関する

アンケート調査を行い、その結果を『コーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査結果』として公表している（東証 2005）。当該調査においては、「会社は誰のものか」を直接的に問うてはいないが、「最も重視するステークホルダー」は誰であるかを問うている。従って、当該質問がこれに相当する問であると考えることができる。その結果が図 2-2 であるが、多くの企業が株主を最も重視すると答えている。この結果は、資本市場における昨今の株主利益重視の流れと合致する。

図 2-2 最も重視するステークホルダー（上場企業）



主な内容：監督官庁，証券市場における投資家（個人投資家，機関投資家），社会，地球環境，国際社会

（注）合計が 100% となるように差を「不明」とした。

出所：東証（2005）（別添）P9 をもとに筆者作成

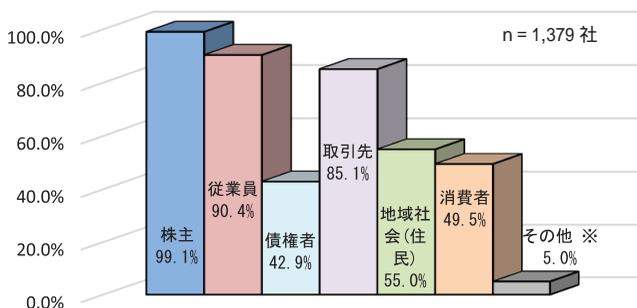
上記結果を裏付ける研究として、田中（2006）の研究がある。田中は、独立行政法人産業経済研究所が 2005 年に実施したアンケート調査に基づき、会社を株主のものとする株主主権と従業員のものとする従業員主権のどちらの考え方が優勢であるかの検討を 10 年前にどの様に考えていたかの回答との比較をもとに研究している²。その結果、10 年間で従業員主権的な考えから株主主権的な考え

2 アンケート調査は、「会社は誰のものか」という直接的な問とそれに関連する 8 つの問の合計 9 つで構成されている。回答は 1 点から 7 点の 7 点尺度で行うが、最も株主主

方にシフトしている傾向があると結論付けている（田中 2006, 1）。

もっとも、前述した東証の調査において、重視するステークホルダーについて複数回答可で回答を求めた結果が図 2-3 であるが、これを見ると、最も多い回答は株主であったが、従業員、取引先であると答えた回答も 80% 以上ある。また、地域社会（住民）、消費者、債権者と答えた回答も相当程度ある。田中（2006）の研究においても、従業員の役割を重視する姿勢は、従業員派企業のみならず株主派企業においてもある程度保持されており、10 年間で従業員主権的な考えから株主主権的な考え方にシフトしている傾向があるとしても、当該傾向は、もともと会社に明確な影響を及ぼす株主がいるケースが相対的に多く、そうした事情がまさに株主派の態度をとらせているとしている（田中 2006, 1）。

図 2-3 重視するステークホルダー（上場企業）



主な内容：監督官庁、証券市場における投資家（個人投資家、機関投資家）、社会、地球環境、国際社会

（注）複数回答

出所：東証（2005）（別添）P9 をもとに筆者作成

従って、以上のことを総合して考えると、会社は一義的には自身のことを株主

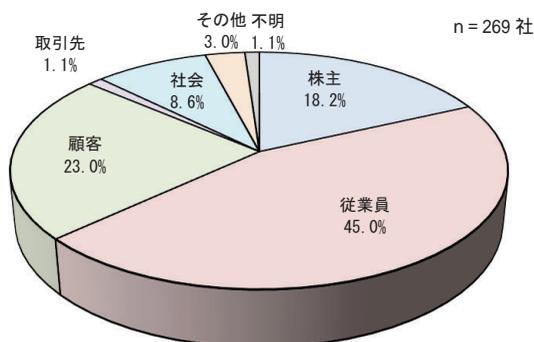
権的な考えが 1、最も従業員主権的な考えが 7 となるように構成されている。田中は当該 9 つの問の回答の平均値を総合主観、1~3.5 を株主派、3.5 超~4.5 未満を中間派、4.5 以上を従業員派と定義付けた上で、10 年前にどの様に考えていたかの点数と現在の点数とを比較し、株主派と従業員派のどちらが優勢であるかの検討を行っている。

のものであると考えているが、他のすべてのステークホルダーのためにも存在していると考えているとみなすことができるであろう。

2.1.3 経営者

一方、会社内部の構成員である経営者は会社を誰のものと考えているのであろうか。日本能率協会グループ広報委員会は、2012年1月～6月までに選任された上場企業の新任取締役に対して、直面する経営課題に対する認識や意識等を明らかにするためのアンケート調査を行い、その結果を『「第15回新任役員の素顔に関する調査」結果報告書』として公表している（日本能率協会グループ広報委員会2012）。当該調査においても、「会社は誰のものか」を直接的に問うてはいないが、「最重視する利益層」は誰であるかを問うており、当該質問がこれに相当する問であろう。その結果が図2-4である。最も多い回答は従業員であり、以下、顧客、株主と続いている。2001年から2.1.1及び2.1.2のアンケート調査が実施された2005年までの回答順位は毎年同じであり、最も多い回答は全体の4割程度を占める株主であり、次が3割程度の従業員、その次が2割程度の顧客と続いていた。しかし、2006年以降は、最も多い回答が逆転し、2012年と同様、従業員が4割～5割程度で最も多く、次が2割～3割の株主、2割程度の顧客となっている

図2-4 最重視する利益層（新任取締役）



出所：日本能率協会グループ広報委員会（2012）P19 をもとに筆者作成

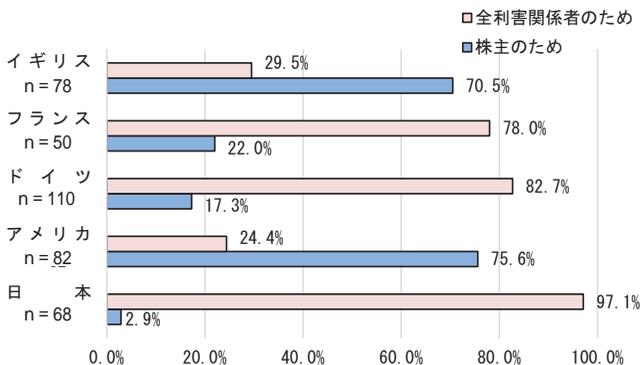
(日本能率協会グループ広報委員会 2012, 20)。資本市場における株主利益重視の流れ及び前述した田中(2006)の考察とは整合しないとも考えられるが、当該調査が新任取締役に対するアンケート調査であり、彼らが顔の見えない株主よりも、自分の部下として今後の経営に重要な役割を果たす従業員、及び、会社の業績向上に重要な役割を果たす顧客を重視したと考えることができるであろう。

従って、これらのことを総合して考えると、経営者は株主だけではなく、従業員、顧客等のステークホルダーのために会社が存在していると考えているとみなすことができるであろう。

2.1.4 国際比較

2.1.1, 2.1.2, 2.1.3 いずれのアンケート調査においても、調査結果が、すべてのステークホルダーのために会社が存在していることを示すものであると結論付けたが、当該結論は、会社が誰のものであるかに関して、日本と他国との国際比較を行うことでより明確となる。図 2-5 は、吉森(1994)が行ったアンケート調査の結果であるが、アメリカ及びイギリスにおいては、大多数の会社が株主のために存在すると考えているのに対して、ドイツ、フランス及び日本においては、全利害関係者のために存在していると考えていることがわかる。特に日本におい

図 2-5 会社は誰のために存在するか (国際比較)



出所：吉森(1994) P97 をもとに筆者作成

ては、ほとんどが会社はすべてのステークホルダーのために存在すると考えていることがわかる。

この様に、日本におけるアンケート調査では、一般、上場企業、経営者全てにおいて、会社はすべてのステークホルダーのために存在すると考えていることが判明した。そこで、次に、経済学・法学・経営学それぞれの観点から会社はだれのものであるかについて検討する。

2.2 経済学

「会社は誰のものか」という問は、会社を誰かの所有物とみる考え方であるが、まず、この考え方に基づく経済学上の会社観を以下、広田（2012, 1-33）に基づき概観する。

経済学において、コーポレート・ガバナンス分析の枠組みとして利用されているのが、会社を様々な経済主体と契約を締結する契約の束（Nexus of Contracts）ととらえる契約の束アプローチである。契約の束アプローチによると、第三者に契約の内容を立証できる完備契約（complete contract）を会社との間で締結していない不完備契約（incomplete contract）者が会社の残余請求権者となり、当該不完備契約者の利益の最大化を図るのが会社の目的であるとされる。経済学における伝統的な会社観に基づくと、企業を取り巻く利害関係者のうち、従業員は、契約で決められた労働時間を提供し、対価として契約で定められた賃金を受け取る。また、顧客は、契約で定められた商品を受け取り、対価として契約で定められた代金を支払い、取引先は、契約で定められた材料等を提供し、対価として契約で定められた代金を受け取る。従って、これらの利害関係者と会社との契約は完備契約であり、会社の利害関係者のうち、株主だけが唯一の残余請求権者となる。これは株主主権型モデルと呼ばれるものであり、このモデルにおいては、企業所有者は資本を拠出する株主であり、株主の利益の最大化が企業の使命であると考えられている。そして、当該株主主権型モデルを更に発展させたものが、エージェンシー理論である。エージェンシー理論は、所有と経営の分離した大企業において、株主（プリンシパル）が異なる利害を有する経営者（エージェント）に自らの期待に沿った経営を行ってもらうためには、株主による経営

者の行動を監視し、規律づけることが重要であるとするものである³。

しかし、消費者が高品質・高レベルで感性に訴えかける製品・サービスを求める状況下においては、株主だけが唯一の残余請求権者になる株主主権型モデルではなく、すべての利害関係者が残余請求権者となるステークホルダー型モデルが提唱される。従業員が企業に提供するのは単純な労働時間ではなく、高品質・高レベルな商品を生み出す知識やスキル、感性等であり、従業員が企業から受け取りたいものは、給料だけではなく、雇用の保障や自己実現、働きがい等である。これらはいずれも第三者に客観的な数値等で立証可能な内容ではない。従って、会社と従業員との間の契約は株主主権型モデルが前提としている完備契約ではなく、不完備契約となる。同様に、顧客が企業から受け取りたいものは、高品質な商品や商品の信頼性、充実したアフターサービス等の必ずしも数値化できないも

表 2-1 株主主権型モデルとステークホルダー型モデルの比較

	古典的資本主義の企業 (株主主権型モデル)	現代の先進国の企業 (ステークホルダー型モデル)
株 主	提供：資金 受取：配当 (現在と将来)	提供：資金 受取：配当 (現在と将来)
従業員	提供：単純労働 (時間) 受取：賃金	提供：知恵, やる気, エネルギー 受取：給料, 雇用保障, 社会的関係, 自己実現, 働きがい, 働きやすさ
顧 客	提供：代金 受取：商品	提供：代金 受取：高品質, 商品の信頼性, 充実したアフターサービス
取引先	提供：商品・部品・材料 受取：代金	提供：企業のニーズにあった部品, 材料等 受取：取引の継続の保障
地 域 社 会		受取：雇用の継続, 地域の発展, 環境への配慮

(注) 斜体は、第三者に立証不可能で契約が不完備になるものを表している。

出所：広田 (2012) P18

3 エージェンシー理論及び Wallace のステークワードシップ (モニタリング) 仮説については、田子 (2014) 参照。

のである。取引先が提供するものも、必ずしも数値化できない企業のニーズに合った部品や材料であり、企業から受け取りたいものも取引の継続の保障等必ずしも数値化できないものである。地域社会についても、企業から数値化できない雇用の継続や地域の発展、環境への配慮等を求める。従って、現代の複雑化した企業を経済学的に捉えるには、従来型の株主主権型モデルではなく、会社はすべての利害関係者ために存在すると考えるステークホルダー型モデルがより適切であることになる。表 2-1 は株主主権型モデルとステークホルダー型モデルそれぞれの会社の利害関係者との契約関係を広田（2012, 18）に基づきまとめたものである。

以上、広田（2012, 1-33）に基づき経済学の観点から会社が誰のものであるかについて考察した。その結果、従来型の株主主権型モデルも存在するが、現代の複雑化した企業に関しては、会社はすべての利害関係者ために存在すると考えるステークホルダー型モデルがより適切であるとの結論を得た。

2.3 法学

次に、法学上の会社観を以下、落合（2016, 47-58）に基づき概観する。

法学上、「会社はだれのものか」という問題は、経営者がどのステークホルダーの利益を優先するかに関する法規範の問題であるが、原則として株主利益を最優先すべきであるとする立場（株主利益最大化原則論）と、株主以外のステークホルダーの利益も等しく考慮すべきであるとする立場（ステークホルダー論）が対立している。

このうち、株主利益最大化原則論は、その根拠を株主が残余請求権者⁴であることに求める。株主は会社があげた利益から債権者等の取り分を控除した剰余利益についてのみ取り分を有するため、当該剰余部分をできるだけ多くしたいとのインセンティブが働くが、当該剰余部分の最大化は、株主以外のステークホルダーの利益を満足させた後の剰余部分の最大化を意味するから、株主にとってプラスであるのみならず、株主以外のステークホルダーにとってもプラスとなる。従っ

4 落合（2016, 53）は、剰余権者という用語を用いているが、ここでは、一般的な残余請求権者という用語を用いている。

て、株主利益最大化原則を、様々なステークホルダー間の利害調整に関する経営者の行動規範とすることが、利益獲得を目指して会社と取引をする様々なステークホルダー全体にとっても最も望ましい選択となると考える⁵。

一方、ステークホルダー論は、会社のステークホルダーは株主以外にも存在するのでそれらのステークホルダーの利益も考慮した経営決定をすべきであるとするものである。しかし、会社法はステークホルダー間の利益が対立した場合の明確な法的行動指針を示してはならず、このことが明確にされないままでは、かえって経営者の恣意性を助長するおそれがある。落合（2016, 49）は、この点が、法規範としてのステークホルダー論の最大の欠陥であると指摘している。

以上、落合（2016, 47-58）に基づき法学の観点から会社が誰のものであるかについて考察した。その結果、株主以外のステークホルダーの利益も考慮した経営決定をすべきとするステークホルダー論も存在するが、落合（2016, 49）によると、法学上は、株主利益最大化原則が経営者の行動規範として望ましいとの結論を得た。

2.4 経営学

最後に、経営学上の会社観を以下、加護野・吉村（2012, 15-18）に基づき概観する。経営学上の会社観は、会社用具観と呼ばれるが、これをまとめたのが表2-2である。経営学上、会社用具観は、会社を単一の利害関係者のものであるとする一元的用具観と複数の利害関係者のものであるとする多元的用具観にわかれ、更に、一元的用具観は、株主用具観、従業員用具観及び経営者用具観にわかれる。また、この用具観において最も支配的で、法制度上当然とされるのが、会社は株主のものであるとする株主用具観であるとされ、株主用具観に基づくと、その目的は株主利益の最大化となる。

5 但し、株主利益最大化原則は、あらゆる場面で株主利益を優先すべきである画一的・硬直的な規範ではなく例外がありうる趣旨であるとする（落合2016, 49）。これに対して、江頭（2017, 25）は、利害調整としての株主の利益最大化は理想の原則ではなく、次善の策に過ぎないと述べている。

一方、会社を、それ自体存在価値を持つ社会的制度であるとみなす考え方を会社制度観と呼ぶが、これは、会社は誰のものでもないとする考え方であり、加護野・吉村（2012, 17）によると、この考え方を、会社を多様な利害関係者のものであると考える多元的用具観の考え方に収斂させることができるとされる。また、会社制度観に基づくと、会社の目的は、会社自体の存続と成長となるが、個々の投資家は短期的な利益に左右されるとしても、集合としての投資家全体から見れば、株式を長期保有するのであるから、結局は会社の長期的な成長が投資家全体の利益につながる。従って、株主の長期的な利益を考えた場合には、会社用具観の中で支配的な用具観である株主用具観と会社制度観、或いは、多元的用具観との間には対立はないとされる（加護野・吉村，2012, 17-18）。

従って、加護野・吉村（2012, 15-18）に基づくと、経営学上、支配的な考え方は株主用具観であるが、会社制度観、或いは、多元的用具観が経営学上の基本的な会社観とされる⁶。

表 2-2 会社観

基本的な会社観	会社は誰のものか	会社の目的
会社用具観	< 一元的用具観 > 株主用具観	株主のもの 利益の最大化：企業価値の最大化
	< 一元的用具観 > 従業員用具観	従業員のもの 従業員所得の最大化
	< 一元的用具観 > 経営者用具観	経営者のも 企業成長：規模の最大化 自由裁量利益の最大化 経営者所得の最大化
	< 多元的用具観 > 多様な利害関係者のもの 交渉による目的の形成	
会社制度観	会社は公器：誰のものでもない	会社の存続と成長

出所：加護野・砂川・吉村（2012）P18

6 会社制度観と多元的用具観は本質的には異なる考え方であるが、前述した様に実質的

3 コーポレート・ガバナンスと会計主体論

会計学において「会社は誰のものか」という問は、会社とその所有者との関係を論ずる会計主体論につながる。会計学上、様々な会計主体論が存在するが、Wolk, et al. (2013, 159-165) によると、主なものとして資本主理論、企業主体理論、残余持分理論、ファンド理論及びコマングダー理論の5つが存在する。ここでは、Wolk et al. (2013, 159-163) に基づいて資本主理論、企業主体理論、残余持分理論の主要な3つの理論を取りあげる。

3.1 資本主理論

資本主理論は、会社とその所有者は実質的に同一であると仮定する考え方であり、従って、会社の資産は所有者である資本主に帰属し、負債は資本主の債務となり、その差額である所有者持分は資本主に帰属する (Wolk et al. (2013, 159-160))。Wolk et al. (2013, 160) によると、資本主理論に基づく貸借対照表等式は、以下のようになる。

$$\text{資産} - \text{負債} = \text{所有者持分}$$

資本主理論は、会社とその所有者が実質的に同一であると仮定するため、会計学上、所有と経営が一致している小規模な企業には合致する。しかし、所有と経営の分離した現代の大規模な企業には整合しないという問題点を有する。

3.2 企業主体理論

企業主体理論は、会社自体の存在を積極的に認める考え方であり、この考え方によると、会社の資産は企業自体に帰属し、資金の拠出者は、負債保有者であれ、株式保有者であれ、会社が保有する資産に対する請求権者とみなされる (Wolk et al. (2013, 160-161))。Wolk et al. (2013, 161) によると、企業主体理論に

には同じ考え方に収斂させることができるため、以後両者を同一のものとし、会社制度観と呼ぶこととする。

基づく貸借対照表等式は、以下のようになる。

$$\text{資産} = (\text{負債を含む}) \text{持分}$$

企業主体理論は、所有者とは別に会社自体の存在を認めるため、所有と経営が一致している小規模な企業のみならず、所有と経営の分離した現代の大規模な企業にも適合する。

3.3 残余持分理論

Wolk et al. (2013, 162) によると、残余持分理論は、資本主理論と企業主体理論双方を変形したものであり、その基礎的前提は、キャッシュ・フロー予測に必要な情報等の意思決定に有用な情報を残余持分権者に提供することであるとされる。資産は会社自身が保有するが、それは信託型の取り決めで保有されるものであり、経営者の目的は他のすべての請求権が充足された後の残余持分価値の最大化であるとされる (Wolk et al. 2013, 162)。Wolk et al. (2008, 162) によると、残余持分理論に基づく貸借対照表等式は、以下のようになる。

$$\text{資産} - (\text{負債及び優先株を含む}) \text{特定の持分} = \text{残余持分}$$

残余持分理論は、会社自体の資産保有を認めるため、企業主体理論と同様、所有と経営の分離した現代の大規模な企業にも適合する。

3.4 経営学・法学・経営学との概念の統一

2.2 から 2.4 において経済学・法学・経営学それぞれの会社観を検討したが、ここでは、これらの会社観と会計主体論との概念の統一を検討する。但し、会計主体論のうち、資本主理論は、企業とその所有者である株主を実質的に同一であると仮定するため、所有と経営の分離した現代の大規模な企業には整合しないという問題を有する。従って、資本主理論は検討から除外し、企業主体理論と残余持分理論について検討するものとする。

まず、企業主体理論であるが、これは企業自体の存在を積極的に認める考え方であるため、法学におけるステークホルダー論及び経営学における会社制度観と

整合する。会計学上も、所有と経営の分離した現代の大規模な企業を合理的に説明し得る。

次に、残余持分理論であるが、これは意思決定に有用な情報を残余持分権者に提供することを基礎的前提としていることから、契約の束アプローチに基づいて残余請求権者が誰であるかによってモデルを構築する経済学の両モデル、すなわち、株主主権型モデル及びステークホルダー型モデルと整合する。同様に、その根拠を株主が残余持分権者であることに求める法学の株主利益最大化原則論とも整合する。更に、残余持分理論において、残余持分権者を株主と捉えれば、経営学における株主用具観とも整合する。

以上の検討により、法学のステークホルダー論及び経営学の会社制度観が企業主体理論と整合し、経済学の株主主権型モデル及びステークホルダー型モデル、法学の株主利益最大化原則論、経営学の株主用具観が残余持分理論と整合することになる。本章においては、単純化のため、残余持分理論における残余持分権者を株主と捉え、残余持分理論を会社は株主のものであるとする考え方を収斂したモデルとし、企業主体理論を会社はすべてのステークホルダーのものであるとする考え方を収斂したモデルであるとして論を進めることとする⁷。

4 会計主体論と業績測定

3において、会計学における会計主体論と経済学・法学・経営学の会社観との概念の統一を図った。その結果、経済学・法学・経営学の会社観は会計学における残余持分理論及び企業主体理論に収斂された。そこで、4においては、残余持分理論と企業主体理論それぞれの考え方に基づいた業績測定について検討する。なお、財務諸表の構成及び名称等は、各会計主体論の違いや論者によって異なるが、検討課題が企業の業績測定であるため、ここでは損益計算書のみを取りあげ、他の財務諸表については取りあげない。同様に、測定原則の違いや、包括利益の

7 経済学のステークホルダー型モデルは、残余請求権者が誰であるかに基づいて構築されたモデルであるため、検討に当たっては、残余持分理論に包含されるものとしている。従って、その考え方は企業主体理論的なものであるが、単純化に当たっては当該理論には含まれないものとした。

取り扱い⁸については立ち入らない。

4.1 残余持分理論

残余持分理論においては、残余持分権者の残余持分の計算が重要となる。従って、残余持分権者である普通株主⁹との取引を除いた残余持分を変動させる取引

表 4-1 残余持分理論と会計処理

ステークホルダー	発生項目 (注 1)	会計処理 (注 2)
普通株主	支払配当	利益処分
優先株主	支払配当	費用
債権者	支払利息等	費用
投資先	受取配当・持分法損益	収益
債務者	受取利息等	収益
顧客	売上高 (注 3)	収益
サプライヤー	売上原価 (注 3)・営業費用	費用
経営者	役員報酬・賞与	
従業員	給与・賞与	
国・地方公共団体	税金	
コミュニティー	営業費用	

(注 1) 単なる交換取引は除いている。また、すべての取引を網羅しているわけではない。

(注 2) 例えば、持分法損益の様に、発生項目によっては、損益が逆に発生する項目も存在するが、重要なことは、その項目が損益取引であるか否かであるため、収益又は費用のどちらかの記載としている。

(注 3) 売上高・売上原価には営業活動によるその他の収益・原価が含まれるものとする。

-
- 8 包括利益の詳細については、田子 (2014) 参照。
- 9 ここでは、普通株主のみを残余持分権者としている。優先株式等の種類株式の会計処理は、日本においては、法的形式を重視し、すべて資本として会計処理されるが、IFRS 及び米国会計基準においては、経済的実態を重視し、資本又は負債として処理される。従って、種類株式が資本となった場合には、普通株主以外も残余持分権者となる可能性があるが、単純化のため、以降、普通株主のみを残余持分権者とする。

図 4-1 残余持分理論による損益計算書と対応するステークホルダー

損益計算書		対応するステークホルダー
売上高	× × ×	(顧客)
売上原価	× × ×	(サプライヤー)
売上総利益	× × ×	
営業費用	× × ×	
役員報酬・賞与	× × ×	(経営者)
従業員給与・報酬	× × ×	(従業員)
その他の費用	× × ×	(サプライヤー)・(コミュニティー)
営業利益	× × ×	
持分法損益	× × ×	(投資先)
金融収益	× × ×	(債務者) (投資先)
金融費用	× × ×	
支払利息	× × ×	(債権者)
支払配当金	× × ×	(優先株主)
税引前当期純利益	× × ×	
法人税等	× × ×	(国・地方公共団体)
当期純利益	× × ×	(普通株主) 支払配当

(注) ここでいう営業利益は企業の主たる事業活動によって得られた利益のことを指す。

が企業の業績を示す取引，すなわち，損益取引とされる。このため，残余持分から支払われる，残余持分権者である普通株主への配当は，企業の業績測定後の持分の分配とされる。この様に，普通株主への支払配当は，利益処分項目とされるが，普通株主との取引を除いたそれ以外の項目については，収益又は費用項目となる。当該会計処理をステークホルダー毎に表にしたのが表 4-1 である。また，具体的な損益計算書のイメージと各表示項目に対応するステークホルダーを図にしたのが図 4-1 である。図 4-1 の損益計算書のボトムラインである当期純利益は，残余持分権者である普通株主に帰属し，普通株主に対する配当金の支払原資となる。

4.2 企業主体理論

企業主体理論は、企業自体の存在を認める考え方である。従って、普通株主への配当支払も含めたすべてのステークホルダーとの取引¹⁰が企業の業績を示す取引、すなわち、損益取引となる¹¹。当該会計処理をステークホルダー毎に表にし

表 4-2 企業主体理論と会計処理

ステークホルダー	発生項目 (注 1)	会計処理 (注 2)
普通株主	支払配当	費用
優先株主	支払配当	費用
債権者	支払利息等	費用
投資先	受取配当・持分法損益	収益
債務者	受取利息等	収益
顧客	売上高 (注 3)	収益
サプライヤー	売上原価 (注 3)・営業費用	費用
経営者	役員報酬・賞与	
従業員	給与・賞与	
国・地方公共団体	税金	
コミュニティー	営業費用	

(注 1) 単なる交換取引は除いている。また、すべての取引を網羅しているわけではない。

(注 2) 例えば、持分法損益の様に、発生項目によっては、損益が逆に発生する項目も存在するが、重要なことは、その項目が損益取引であるか否かであるため、収益又は費用のどちらかの記載としている。

(注 3) 売上高・売上原価には営業活動によるその他の収益・原価が含まれるものとする。

10 単なる交換取引や拠出・払戻取引等は除く。

11 企業主体理論には様々な考え方が存在する。会社を、付加価値を生み出す社会的公器と考えた場合、会社との取引全てをステークホルダーに対する配分取引と考えることもできる。その場合、損益取引が存在しなくなるため、損益計算書は作成されない。しかし、ここでは、企業の業績をどのように表すかを論じているため、そのような考え方は採用しない。また、企業主体理論の代表的な論者である Payton (1922, 267-

図 4-2 企業主体理論による損益計算書と対応するステークホルダー

損益計算書		対応するステークホルダー
売上高	× × ×	(顧客)
売上原価	× × ×	(サプライヤー)
売上総利益	× × ×	
営業費用	× × ×	
役員報酬・賞与	× × ×	(経営者)
従業員給与・報酬	× × ×	(従業員)
その他の費用	× × ×	(サプライヤー)・(コミュニティー)
営業利益	× × ×	
持分法損益	× × ×	(投資先)
金融収益	× × ×	(債務者) (投資先)
金融費用	× × ×	
支払利息	× × ×	(債権者)
支払配当金	× × ×	(普通株主)・(優先株主)
税引前当期純利益	× × ×	
法人税等	× × ×	(国・地方公共団体)
当期純利益	× × ×	(企業自体)

(注) ここでいう営業利益は企業の主たる事業活動によって得られた利益のことを指す。

たのが表 4-2 である。また、具体的な損益計算書のイメージと各表示項目に対応するステークホルダーを図にしたのが図 4-2 である。残余持分理論と異なるのは、普通株主との取引である支払配当が損益取引とみなされることである。また、図 4-2 の損益計算書のボトムラインである当期純利益は、企業自体に帰属する。

5 会計主体論と業績指標

4 では、各会計主体論に基づく企業の業績測定のうち、損益計算書の表示方法

268) は、資金提供者としての同質に着目し、支払配当、支払利息を利益処分項目と捉えている。しかし、同様に、会社との取引をステークホルダーに対する配分取引と捉える立場は採用しないため、この考え方は採用しない。

を検討したが、関係するステークホルダーは、その意思決定を行う基礎となる業績指標に基づいて意思決定を行う。従って、5においては、各会計主体論それぞれの考え方に基づく業績指標について検討する。

5.1 残余持分理論

残余持分理論において、残余持分権者である普通株主は、一般的には投資からもたらされる利益である配当及び株価の上昇であるキャピタルゲインを求めて投資を行う。従って、普通株主の意思決定に影響を及ぼす指標は、配当及び株価の変動に関する指標であることになる。具体的にはそれらを投資額で除した株主総利回り (Total Shareholders Return : 以下 TSR) がこれに当たる。そこで、以下では、TSR を配当とキャピタルゲインそれぞれの要素に分解した配当利回り及び株価変動率について Mckinsey & Company et al. (2015, 54-61) を基にして検討する¹²。

5.1.1 配当利回り

配当利回りは、配当額を D、投資時点の株価を P とすると、以下の様に表すことができる。

$$\text{配当利回り} = \frac{D}{P} \quad \dots\dots\dots \text{式}$$

配当は、フリー・キャッシュ・フロー FCF に一定の配当性向 dr を乗じた金額が支払われるとし、税引後営業利益 NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)¹³、現金支出を伴わない営業費用 NCE 及び事業用資産投下額 IN が毎期定額発生すると仮定すると、FCF 及び D は、それぞれ以下の様に表すことができる。

12 配当利回り及び株価変動率の更なる経済変数への分解については、Mckinsey & Company et al. (2015, 54-61) 参照。

13 税引後営業利益は、一般的には EBIT 或いは EBITA に $(1 - \text{実効税率})$ を乗じたものである。また、営業利益 = 事業利益とする。

$$\text{FCF} = \text{NOPAT} + \text{NCE} - \text{IN} \quad \dots\dots\dots \text{式}$$

$$D = dr (\text{NOPAT} + \text{NCE} - \text{IN}) \quad \dots\dots\dots \text{式}$$

ここで、単純化のために NOPAT + NCE を NOPAT' とし、NOPAT' に投資比率 ir を乗じた金額を事業用資産に投下することによって、フリー・キャッシュ・フローである NOPAT' - IN が一定の割合 g で成長すると仮定する。また、 g は投下された資本に対する利益率である、投下資本利益率 ROIC (Return On Investment Capital) に投資比率 ir を乗じた比率だけ成長するものとする。

$$ir = \frac{\text{IN}}{\text{NOPAT}'} \quad \dots\dots\dots \text{式}$$

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPAT}'}{\text{IN}} \quad \dots\dots\dots \text{式}$$

$$g = \text{ROIC} \times ir \quad \dots\dots\dots \text{式}$$

であるから、式は、以下の様に表すことができる。

$$D = dr \cdot \text{NOPAT}' \left(1 - \frac{g}{\text{ROIC}} \right) \quad \dots\dots\dots \text{式}$$

P は一株当たり利益 EPS に株価収益率 PER (Price Earnings Ratio) を乗じたものであるが、 $\text{EPS} = \text{NOPAT}'$ で一定であるとする、最終的に式は、以下のようになる。

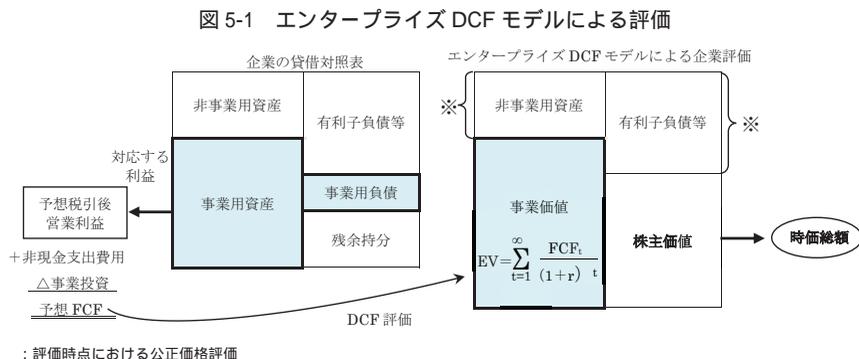
$$\text{配当利回り} = \frac{dr \left(1 - \frac{g}{\text{ROIC}} \right)}{\text{PER}} \quad \dots\dots\dots \text{式}$$

$1/\text{PER}$ は、益回りと呼ばれるもので、株価に対して見込まれる利益の金額である。株価 P は投資時点の金額であり、ここでは、 $\text{EPS} = \text{NOPAT}'$ であり、かつ、NOPAT' は一定であるから、益回りは一定である。また、 dr 及び g は一定であるから、配当利回りは ROIC が大きければ大きいほど大きくなる。従って、残余持分権者である普通株主の意思決定に影響を及ぼす業績指標として考慮すべ

き指標は、ROIC となる。

5.1.2 株価変動率

株価は、理論的には企業価値評価に基づいて形成されると考えられるが、企業価値評価の最も理論的な枠組みとされているエンタープライズ DCF モデルに基づくと、事業用資産（- 事業用負債）から生みだされる予想税引後営業利益に非現金支出費用を加え、事業投資によるキャッシュ・フローを控除して算定される将来のフリー・キャッシュ・フローにもとづき事業価値が測定される。そして、当該事業価値に非事業用資産の価値を加えて企業全体の価値が測定され、そこから有利子負債等が控除されて株主価値が算定される。この株主価値が、株価に発行済株式総数を乗じて算定される時価総額に対応する価値である。当該関係を図にしたものが図 5-1 である。



ここで、5.1.1 と同様、税引後営業利益を NOPAT、現金支出を伴わない営業費用 NCE 及び事業用資産投下額 IN が每期定額発生すると仮定すると、フリー・キャッシュ・フローを一定の割引率 r で割り引くことによって計算される事業価値 EV は、以下の様に表すことができる。

$$EV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NOPAT + NCE - IN}{(1+r)^t} \quad \dots\dots\dots \text{式}$$

5.1.1 と同様、NOPAT+NCE を NOPAT' とし、NOPAT' に投資比率 ir を乗じた金額を事業用資産に投下することによって、フリー・キャッシュ・フローである NOPAT' - IN が一定の割合 g で成長すると仮定する。また、 g は投下された資本に対する利益率である ROIC に投資比率 ir を乗じた比率だけ成長するものとする、式は以下の様に表すことができる。

$$EV = \frac{NOPAT' \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{r - g} \quad \dots\dots\dots \text{式}$$

上記事業価値に非事業用資産（金融投資）の価値 NOA を加えることによって企業価値 CV を求め、そこから有利子負債等の価値 DV を控除することによって株主価値 SV を算定すると、SV は 式の様に表すことができる。

$$SV = \frac{NOPAT' \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{r - g} + NOA - DV \quad \dots\dots\dots \text{式}$$

株主価値 SV のうち、非事業用資産 NOA 及び有利子負債等 DV は評価時点での公正な評価額によって決定されるから、株主価値 SV は、将来のフリー・キャッシュ・フローから生み出される事業価値 EV の大きさに依存することになる。NOPAT'、 r 及び g は一定であるから、結局、株主価値 SV は ROIC が大きければ大きいほど大きくなる。

ここで、理論上の株主価値と株価が等しいと仮定すると、普通株主の意思決定に影響を及ぼす指標である株価変動率は、株主価値の変動率になる。従って、残余持分権者である普通株主の意思決定に影響を及ぼす業績指標として考慮すべき指標は、ROIC となる。

この様に、配当利回り及び株価変動率どちらにおいても、考慮すべき業績指標は、ROIC となるが、いわゆる伊藤レポートと呼ばれている、経済産業省の『「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）最終報告書』（以下、「伊藤レポート」）において、投資家が最重要視する指標であるとされている自己資本利益率 ROE（Return On Equity）（伊藤レポート 2014，40）と当該 ROIC との関係はどのような関係に

あるのであろうか。

自己資本を NAV，当期純利益を E とすると，

$$ROE = \frac{E}{NAV} \quad \dots\dots\dots \text{式}$$

となる。持分法損益及び金融収益・費用の税引後の純額を OE とし，
E = NOPAT + OE すると，式は以下の様に表すことができる。

$$\begin{aligned} ROE &= \frac{NOPAT + OE}{IN} \times \frac{IN}{NAV} \\ &= \frac{NOPAT}{IN} \times \frac{IN}{NAV} + \frac{OE}{NAV} \\ &= ROIC \times \frac{IN}{NAV} + \frac{OE}{NAV} \quad \dots\dots\dots \text{式} \end{aligned}$$

投下資本 = 総資産とし，右辺第二項が一定であるとすると，ROE は，ROIC に財務レバレッジを乗じたものとなる。従って，ROIC が大きければ大きいほど ROE は大きくなる。実際，『伊藤レポート』においても，ROE 等を現場に落とし込む際には，ROIC 等を活用することが有用であると述べている（伊藤レポート 2014，14）。従って，『伊藤レポート』において，投資家が最重要視する指標であるとされている ROE に関しても，ROIC は重要な指業績標となる。

5.2 企業主体理論

企業主体理論は，企業自体の存在を認める考え方であり，普通株主への配当支払も含んだすべてのステークホルダーとの取引が損益取引とされる。このうち，普通株主への配当支払を除くステークホルダーとの取引は，契約等により金額が確定している¹⁴。従って，ステークホルダーのうち，顧客等企業に収益をもたらすステークホルダー以外の，企業から支払を受けるステークホルダーにとつての

14 コミュニティーへの支払である寄付金等のコストは，契約で確定しているわけではないが，企業の活動規模に応じてある程度決定されるものであるため，ここでは金額が確定しているものとしている。

短期的な課題は、確定した金額の回収となる。

一方、普通株主にとっての短期的な課題は、前述した TSR に関して自ら設定した目標値の達成であるが、当該 TSR を分解した構成要素である配当利回り及び株価変動率のうち、企業との直接取引に係るのは配当利回りである。当該配当利回りに影響を及ぼす配当額は、企業の配当政策によって決定されるが、企業は一定の配当性向を定めて支払を行うのが一般的である。

従って、普通株主への配当支払も含めたすべてのステークホルダーと企業との取引は、金額が確定しているとみなすことができるであろう。これを前提にすると、企業主体理論に基づいて意思決定を行う場合に基礎となる業績指標は、売上等の収益によって確定額としての費用がカバーされている比率、すなわち、売上高純利益率であろう。

しかし、実際は、当該指標をこれらのステークホルダーの業績指標として利用することは困難である。なぜなら、売上高純利益率が高い場合には、すべてのステークホルダーへの支払残余としての当期純利益が大きいということを意味するが、支払を受けるステークホルダーの立場からすれば、当初の契約額等が低すぎたと考えることもできるため、売上高純利益率が高いことが必ずしも支払を受けるステークホルダーの短期的な利益につながるわけではない。逆に、売上高純利益率が低い場合、例えば、マイナスの場合には、支払を受けるステークホルダーの立場からすれば、企業から十分な支払を受けたことを意味するが、この状態が継続した場合には、企業の長期的な存続が危ぶまれることになる。

企業主体理論は、会社を付加価値を生み出す社会的公器であると考え、会社が継続的に成長することがすべてのステークホルダーの利益につながると考える。従って、この考えに合致する業績指標は、ステークホルダーの利益と企業の長期的な存続の両者を充足する指標ということになる。企業が長期的に成長するためには、投下した資本以上の付加価値を生み出すことが必要であるが、企業主体理論に基づくと、企業の資金調達方法の違い自体は問題ではなく、企業自体の価値を高めることが重要となる。エンタープライズ DCF モデルによると、企業の価値は、事業価値に非事業用資産の価値を加えて算定される。このうち、非事業用資産は企業の主たる事業から生みだされたキャッシュ・フローの余剰であるため、

企業の長期的な成長のためには、将来のフリー・キャッシュ・フローに基づいて算定される事業価値がより重要となる。企業の事業価値は前述した式で表されるが、NOPATは、当初の投資額 IN_0 に ROIC を乗じたものであるため、Mckinsey & Company et al. (2015, 775-779) に基づくと、以下の様に表すことができる¹⁵。

$$\begin{aligned}
 EV &= \frac{IN_0 \cdot ROIC \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{r - g} \\
 &= IN_0 \frac{ROIC - g}{r - g} \\
 &= IN_0 \frac{ROIC - r + r - g}{r - g} \\
 &= IN_0 + \frac{ROIC - r}{r - g} \quad \dots\dots\dots \text{式}
 \end{aligned}$$

式の右边第一項が当初の投資額、第二項がそれによってもたらされた付加価値を表しているが、債権者及び株主以外への支払はNOPATに反映されており、債権者及び株主への支払は r 、すなわち、債権者と株主の両者のコストを考慮した加重平均資本コスト (Weighted Average Cost of Capital, 以下 WACC) に反映されている。また、付加価値がプラスとなれば、企業は長期的に成長することができると考えられる。従って、式は、ステークホルダーの利益と企業の長期的な成長の両者を充足する算式ということになる。ここで、一般的に $r > g$ であるから、付加価値がプラスになり企業が長期的に成長するためには、 $ROIC > r$ 、すなわち、ROIC が資本コストを上回る必要がある。この様に、ROIC が式における重要な業績指標、すなわち、ステークホルダーの利益と企業の長期的な成長の両者を充足する指標ということになる。

15 詳細な算式の展開については、Mckinsey & Company et al. (2015, 775-779) 参照。

以上、残余持分理論及び企業主体理論に基づく業績指標について検討を行った。その結果、いずれの場合においても、ROIC がそれぞれの理論に基づいて意思決定を行う場合の業績指標と考えられた。式は 式の事業価値を変形したものであり、残余持分理論においてももちろん当てはまるものである。従って、ROIC が残余持分権者である普通株主にとっての業績評価指標ということだけではなく、残余持分理論においても、企業の長期的な成長のためには、資本コストを意識し、ROIC が資本コストを上回る投資を行う必要があるということになる。

6 コーポレート・ガバナンスと業績

4 では各会計主体論に基づく企業の業績測定を損益計算書の表示方法を中心に検討し、5 では各会計主体論に基づく業績指標について検討した。そこで、6 においては、両会計主体論を統合した業績測定及び業績指標について検討する。但し、1 で述べた様に、企業の社会的責任の高まりを受けて、株主だけではなく、すべてのステークホルダーを意識した経営を行う必要があることから、検討に当たっては、すべてのステークホルダーとの関係を重視する企業主体理論をベースとし、資本市場において中核的な立場である株主との関係も考慮して、残余持分理論も考慮するものとする。

6.1 業績測定

まず、業績測定についてであるが、企業主体理論と残余持分理論の損益計算書の主要な違いは、前述した様に2つある。一つ目は、普通株主に対する支払配当が、企業主体理論においては、コストとして損益計算書に計上されるのに対して、残余持分理論においては、利益処分項目とされ、損益計算書に計上されない点である。もう一つは、ボトムラインの当期純利益が企業自体に帰属するか、或いは、株主に帰属するかの違いである。このうち、後者の利益の帰属主体については、両理論の考え方の根幹をなすものであり、考え方が異なる以上、統合することは困難である。従って、当該利益の帰属主体については、本検討からは除外するものとする。

ベースとなる企業主体理論に基づく、普通株主に対する支払配当がコストと

して損益計算書に計上され、企業から支払を受けるすべてのステークホルダーに対するコストを収益から控除したボトムラインの当期純利益が計算される。この場合、普通株主の立場で考えると、支払配当をコストとして計上すること自体に問題はないであろう。なぜなら、前述した様に、普通株主の主要な関心が TSR であるとすると、配当利回りに関しては配当額がいくらになるかが主要な関心事であり、配当額が損益計算書に計上されるのか株主資本等変動計算書に計上されるのかは問題とはならないからである。また、株価変動率に関しても、理論上の株価を算定する基礎となる事業価値が、税引後営業利益から算出されるフリー・キャッシュ・フローに基づいて算定されるため、損益計算書上、支払配当が営業利益の下の区分でコストとして計上されても当該株価算定には影響しないであろう。

企業側も普通株主に対する支払配当額を、配当政策に基づき、每期一定の配当性向、或いは、自己株式の取得も含めた総還元性向によって計算するのが一般的であり¹⁶、これは、企業が株主に対する配当を当期のコストとして認識していることに他ならない。制度上、剰余金の配当は株主総会の決議を経る必要があるが（会社法第 454 条第 1 項）¹⁷、当該配当は、貸借対照表の剰余金の額をベースとした分配可能額の範囲内で実施される（会社法第 461 条第 2 項）。従って、現行制度を踏襲した場合、損益計算書に計上される支払配当の金額は、当該分配可能額を基に計算されることになる。この場合、株主への弁済に優先する債権者を保護するために、株主への配当実施の基準となる当該規定を残置してもよいが、企業とすべてのステークホルダーとの関係を重視する立場に立つのであれば、企業からみればコストである株主に対する支払配当は、他のステークホルダーに対する

16 日本においては、配当性向や総還元性向に基づく配当よりも、一株当たりの金額をベースにして配当額を決定することが一般的であると考えられるが、每期一定の金額が算定されるという意味では同じと考えることができる。従って、これらのケースも配当性向や総還元性向に基づく配当に含めるものとする。

17 但し、取締役会決議によって剰余金の配当を実施することもできる（会社法第 459 条、第 454 条第 5 項）。

支払と同様、分配可能額の制限を撤廃したうえで、コストとして損益計算書に計上¹⁸しても、問題はないであろう¹⁹。

もっとも、現行の損益計算書と同じである残余持分理論に基づく損益計算書によっても、すべてのステークホルダーとの関係を考慮した業績測定は可能である。なぜなら、企業主体理論との違いは、普通株主に対する支払配当が利益処分項目

18 この場合、税務上も支払配当を損金算入すれば、二重課税の問題は生じないので、受取配当金の益金不算入制度（法人税法第23条）は必要なくなるであろう。

19 債権者保護のために資本維持原則に基づいて会社財産を維持し、資本の残余である剰余金を基に配当すべきであるとする考え方もある。しかし、現行の会社法においては、債権者保護手続は必要であるものの、資本金を取り崩して配当することも可能であることや、債務超過等資本に相当する額の会社財産が維持されていない場合に、会社の存続可能性等も含めた規制がかけられていないこと等を考えると、資本維持原則は存在しないと考えることができる。実際、立法担当者も現行の会社法には資本維持原則を含む伝統的な意味での資本充実・維持原則は存在しないとの考え方を示している（郡谷・岩崎 2005 a。なお、現行会社法に資本充実・維持原則が存在するとする考え方として江頭（2019, 37-38）参照）。現実的にはそのようなケースはないであろうが、分配可能額相当額の全額を株主に配当として支払うことによって、翌期に企業に支払資力がなくなった場合には、債権者への支払が行われないことになること等を考えると、単年度における株主の支払が債権者への支払に劣後するという程度の意味しかない現行の分配可能額の規定が必ずしも債権者の保護につながるとも限らない。契約に基づく債権者等への支払は、通常、契約に基づかない株主に対する配当等に優先するのであるから、あえて分配可能額に関する制度を維持しなくても問題はないであろう。概念上は、債務超過や配当性向が100%を超える場合に問題となる可能性があるが、資金繰りに窮する債務超過の場合に、あえて株主に配当を行う可能性はないと考えられる。それでも規制する必要があるのであれば、単なる計算上の係数に過ぎない資本金等を基にした複雑な分配可能額の規定ではなく、特定の場合には、「分配を行えない」と規定すれば足りるのである。また、支払配当を損益計算書にコストとして計上する場合、配当性向が100%を超える場合には、当期純利益が赤字となるが、これが株主への分配を原因とするものであれば、そのことが損益計算書において明示されることから、企業とステークホルダーとの関係を重視する立場に立つ場合、株主への支払配当を損益計算書にコストとして計上することは寧ろ望ましいと言える。

とされ、損益計算書にコストとして計上されない点のみであるからである。従って、すべてのステークホルダーとの取引が損益計算書に明示される訳ではないが、損益計算書に表示される普通株主以外との取引と、株主資本等変動計算書に表示される普通株主に対する配当の支払とを統合すれば、すべてのステークホルダーとの関係を考慮した業績測定を行っていると考えられるからである。

6.2 業績指標

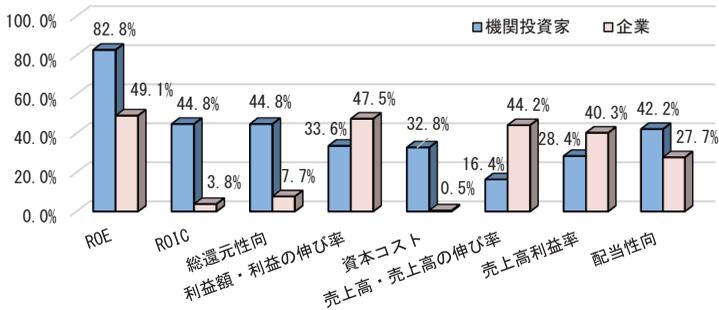
次に業績指標についてであるが、企業主体理論においても残余持分理論においても、ROIC が意思決定を行う場合の重要な業績指標であり、企業の長期的な成長をもたらすためには、資本コストを上回る ROIC の達成が必要と考えられた。

これに関して、実際の企業は、どのような業績指標を採用しており、資本市場において中核的な立場である株主は、どのような業績指標を重視しているのだろうか。

一般社団法人生命保険協会（以下、「生保協会」）は、毎年、企業及び機関投資家に対してアンケート調査を実施しており、その結果である『株式価値向上に向けた取り組みについて』において、企業が中期経営計画で公表している指標及び機関投資家が経営目標として重視すべき指標を公表している。2017 年度の調査結果において、企業が挙げている指標の上位 5 項目は、ROE、利益額・利益の伸び率、売上高・売上高の伸び率、売上高利益率、及び配当性向である（生保協会 2018、21）。また、機関投資家が挙げている指標の上位 5 項目は、ROE、ROIC、総還元性向、配当性向、及び利益額・利益の伸び率である（生保協会 2018、21）。これらをグラフにしたのが図 6-1 であり、両者の差をグラフにしたのが図 6-2 である。

図 6-1 を見ると、機関投資家が挙げている指標のうち、利益額・利益の伸び率は、前述した理論上の株価を算出する際に用いた NOPAT 及び成長率に該当するものであるから、ROIC に関連する指標であるとみなすことができる。従って、機関投資家が重視している指標は、投資効率に関する指標である ROE 及び ROIC と、分配に関する指標である総還元性向及び配当性向と考えることができる。当該アンケート調査は、複数回答可であるが、5.1 における残余持分理論の

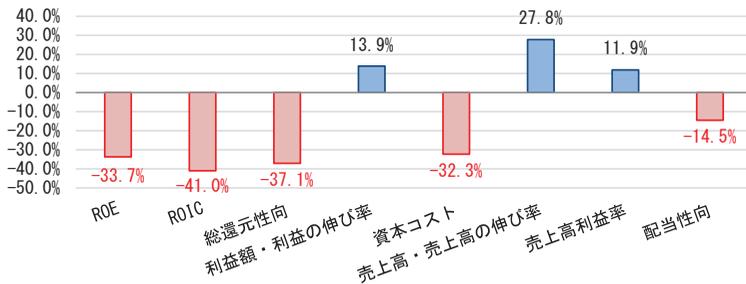
図 6-1 企業が公表している指標と機関投資家が重視する指標



(注) 複数回答可

出所：生保協会 (2018) P21 をもとに筆者作成

図 6-2 企業と機関投資家とのギャップ



出所：生保協会 (2018) P21 をもとに筆者作成

結論である ROIC が業績指標の最上位に位置しているわけではない。しかし、5.1 における結論は、配当利回り及び株価変動率という指標を分析した結果、ROIC が配当利回り及び株価変動率のバリュー・ドライバーになるというものであり、ROIC 以外の指標を意思決定の指標として用いるべきではないと言っている訳ではない。例えば、機関投資家が挙げている総還元性向には、配当性向が含まれているが、これを配当利回りに相当するものと考えれば、ROIC がバリュー・ドライバーとなる。また、機関投資家が最も高い回答をしている ROE は、ROIC に財務レバレッジを乗じたものであるが、財務レバレッジは、配当の

支払や自己株式取得等株主への還元策によって変動するから、広い意味での配当利回りに関連すると考えることができるであろう。従って、ROE のバリュー・ドライバーも ROIC であるとみなすことができることになる。この様に機関投資家が重視している指標はいずれも ROIC に関連していると考えられるであろう。

一方、企業が中期経営計画で公表している指標のうち、機関投資家と異なる売上高・売上高の伸び率、売上高利益率は、前述した理論上の株価を算出する際に用いた成長率及び NOPAT 算定の基礎となる指標である。従って、これらも ROIC に関連する指標であるとみなすことができるであろう。そして、企業が公表する指標と機関投資家が重視する指標とのギャップの大きいものが、企業の業績指標としての課題であると考えられるが、図 6-2 を見れば明らかな様に、ギャップが最も大きいのは、ROIC である。『伊藤レポート』の公表により、中期経営計画で公表している指標として ROE を挙げている企業が増加したと考えられるが、図 6-1 において、資本コストを中期経営計画で公表している指標として挙げている企業が 0.5% しか存在しないことも考え合わせると、企業が資本コストを意識し、ROIC に基づく経営を行っているとは言い難い。この点が、今後の企業経営において克服すべき課題であろう²⁰。

7 おわりに

本章は、財務会計の視点から、コーポレート・ガバナンス上、望ましい業績測定及び業績指標についての検討を行ったものである。会社の仕組みであるコーポレート・ガバナンスの検討を行うにあっては、そもそも会社が誰のものであるかを明らかにする必要があった。

そこで、まず、2 において、各種アンケート調査の結果、及び、経済学・法学・経営学それぞれの立場から会社が誰のものであるかを検討した。

その結果、各種アンケート調査のうち、一般に対するアンケート調査では、会

20 実際の企業経営への ROIC の活用方法等については、KPMG FAS, あずさ監査法人 (2017) 参照。

社は資金の拠出者である株主、会社を動かす従業員及び経営者を含むすべてのステークホルダーのものであると考えられていた。また、上場企業に対するアンケート調査では、会社は一義的には自身のことを株主のものであると考えているが、他のすべてのステークホルダーのためにも存在していると考えていた。更に、経営者に対するアンケート調査では、経営者は株主だけではなく、従業員、顧客等のステークホルダーのために会社が存在していると考えていた。最後に、国際比較では、アメリカ及びイギリスにおいては、大多数の会社が株主のために存在すると考えているのに対して、ドイツ、フランス及び日本においては、全利害関係者のために存在していると考えていた。

経済学上の会社観については、広田（2012，1-33）に基づきを概観した。経済学においては、契約の束アプローチがコーポレート・ガバナンス分析の枠組みとして利用されているが、当該アプローチによると、完備契約を会社との間で締結していない不完備契約者が会社の残余請求権者となり、当該不完備契約者の利益の最大化を図るのが会社の目的であるとされる。伝統的な経済学の会社観によると、従業員、顧客、取引先等は完備契約者であり、ここから、企業を取り巻く利害関係者のうち、株主が唯一の残余請求権者であるとする株主主権型モデルが導き出される。当該モデルにおいては、資本を拠出する株主が企業所有者であり、株主の利益の最大化が企業の使命であるとされる。そして、当該株主主権型モデルを発展させたものが、エージェンシー理論である。一方、消費者が高品質・高レベルで感性に訴えかける製品・サービスを求める状況下においては、従業員、顧客、取引先等と会社との間の契約は、株主主権型モデルが前提としている完備契約ではなく、不完備契約となる。従って、広田（2012，19）によると、現代の複雑化した企業を経済学的に捉えるには、従来型の株主主権型モデルではなく、会社はすべての利害関係者ために存在するとするステークホルダー型モデルがより適切であることになる。

法学上の会社観については、落合（2016，47-58）に基づき概観した。法学上、「会社はだれのものか」という問題は、経営者がどのステークホルダーの利益を優先するかに関する法規範の問題であり、原則として株主利益を最優先すべきであるとする立場（株主利益最大化原則論）と、株主以外のステークホルダーの利

益も等しく考慮すべきであるとする立場（ステークホルダー論）が対立している。このうち、株主利益最大化原則論は、株主が、会社利益から債権者等の取り分を控除した剰余利益についてのみ取り分を有する残余請求権者であることから、株主利益を最優先すべきであるとするものである。当該剰余部分の最大化は、株主にとってプラスであるのみならず、株主以外のステークホルダーにとってもプラスとなるため、様々なステークホルダー間の利害調整に関する経営者の行動規範として株主利益最大化原則をその内容とすることが様々なステークホルダー全体にとっても最も望ましい選択となると考えられる。これに対して、ステークホルダー論は、株主以外のステークホルダーの利益も考慮した経営決定をすべきであるとするものであるが、落合（2016、49）によると、会社法はステークホルダー間の利益が対立した場合に明確な法的行動指針を示してはいないが、この点が明確にされないことが、法規範としてのステークホルダー論の最大の欠陥であると指摘している。

経営学上の会社観については、加護野・吉村（2012、15-18）に基づき概観した。経営学上の会社観は、会社用具観と呼ばれるが、会社用具観は、会社を単一の利害関係者のものであるとする一元的用具観と複数の利害関係者のものであるとする多元的用具観に分かれる。一元的用具観は、株主用具観、従業員用具観及び経営者用具観に分かれ、この用具観において最も支配的で、法制度上当然とされるのが、会社は株主のものであり、株主利益の最大化を目的とする株主用具観である。一方、会社を、それ自体存在価値を持つ社会的制度であるとみなす考え方を会社制度観と呼ぶが、これは、会社を複数の利害関係者のものとする多元的用具観の中で、会社を多様な利害関係者のものとする会社用具観の考え方を収斂させたものであると考えることができる。会社制度観に基づく、会社の目的は、会社自体の存続と成長であるが、集合としての投資家全体から見れば、結局は会社の長期的な成長が投資家全体の利益につながる。従って、会社用具観の中で支配的な用具観である株主用具観の考え方とこの考え方を整合させることができる。加護野・吉村（2012、18）によると、経営学上の会社観の基本的な考え方は、会社制度観、或いは、多元的用具観であるとされる。

次に、3において、財務会計の視点から会社とその所有者との関係を論ずる会

計主体論について、Wolk et al. (2013, 159-163) に基づいて概観した上で、2で概観した、経済学・法学・経営学の会社観との概念の統一を図った。その結果、経済学の株主主権型モデル及びステークホルダー型モデル、法学の株主利益最大化原則論、経営学の株主用具観が残余持分理論と整合し、法学におけるステークホルダー論及び経営学における会計制度観が企業主体理論と整合すると考えられた。但し、本章においては、単純化のため、残余持分理論が会社は株主のものであるとする考え方を収斂したものであるとし、企業主体理論が会社はすべてのステークホルダーのものであるとする考え方を収斂したものであるとして論を進めることとした。

これを受けて、4においては、3で経済学・法学・経営学と統合した、残余持分理論及び企業主体理論に基づく業績測定を主に損益計算書の観点から検討した。その結果、残余持分理論の損益計算書と企業主体理論の損益計算書との違いは、企業主体理論が、普通株主との取引である支払配当を損益取引として取り扱うこと、及び、損益計算書のボトムラインである当期純利益を企業自体に帰属すると考える点であることであった。

更に、5においては、残余持分理論及び企業主体理論それぞれに基づく業績指標を検討した。残余持分理論においては、残余持分権者である普通株主は、配当及び株価の変動に関するTSRに関心があると考えられるため、TSRを配当利回り及び株価変動率に分解してそれぞれについて検討を行った。その結果、配当利回り及び株価変動率いずれについても、企業が考慮すべき業績指標はROICであると考えられた。また、企業主体理論においても、ステークホルダーの利益と企業の長期的な成長の両者を充足する指標は、ROICであると考えられた。そして、この場合には、資本コストを意識し、ROICが資本コストを上回る投資を行うことが必要であった。

最後に、6において、残余持分理論及び企業主体理論両方を充足する業績測定及び業績指標を検討した。その結果、業績測定に関しては、企業主体理論に基づく損益計算書を適用すべきであると考えられた。但し、残余持分理論に基づく損益計算書でもすべてのステークホルダーとの関係を考慮した業績測定が可能であると考えられた。また、業績指標に関しては、5で検討した様に、両者を充足す

る業績指標は、ROICであり、資本コストを上回るROICの達成が企業の長期的な成長をもたらすと考えられた。更に、実際の企業がどのような業績指標を中期経営計画で公表しており、また、資本市場において中核的な立場である株主のうち、機関投資家がどのような業績指標を重視しているのかを生保協会（2018，21）のアンケート調査の結果をもとに確認した。その結果、機関投資家が重視している指標の上位は、投資効率に関する指標であるROE及びROIC、分配に関する総還元性向及び配当性向、並びに利益額・利益の伸び率であった。これらはいずれもROICに関連する指標であると考えられることから、機関投資家が挙げている指標に共通する指標は、ROICであると考えられた。従って、ROICが、機関投資家が挙げているそれ以外の指標にとっても重要であると考えられた。一方、企業が中期経営計画で公表している指標の上位は、ROE、利益額・利益の伸び率、売上高・売上高の伸び率、売上高利益率、及び配当性向であり、機関投資家と同様、企業が挙げている重要な業績指標もすべてROICに関連するものであると考えられた。また、企業が公表する指標と機関投資家が重視する指標とのギャップの大きいものが、企業の業績指標としての課題であると考えられることから、これを算出した。その結果、ギャップが最も大きいのは、ROICであった。当該結果に資本コストを業績指標として挙げている企業がほとんど存在しないことを合わせて考えると、現状、企業が資本コストを意識し、ROICに基づく経営を行っているとは言い難いと考えられる。この点が、今後の企業経営において克服すべき課題として挙げられた。

『伊藤レポート』の公表以降、ROEを重視する企業も増加傾向にある。当該ROEは、ROICに財務レバレッジを乗じたものであるが、財務レバレッジは、配当の支払や自己株式取得等の株主への還元策によって変動する。このため、仮にROICが低くても、財務政策により株主還元を積極的に行い、財務レバレッジを高めればROEは高くなることになる。このような企業経営は、企業を取り巻く様々なステークホルダーのうち、資金拠出者であり、最終的なリスク・テイカーである株主のみを優遇する企業経営である。しかし、企業は、企業を取り巻く様々なステークホルダーの資源提供の結果、長期的な成長を成し遂げることができるのであるから、企業経営を行うに当たっては、あらゆるステークホルダーの利益

を考慮した経営が求められるはずである。そのためには、資金の調達サイドを重視した ROE に基づく経営を行うよりも、寧ろ、受託した資金の運用サイドを重視し、ROIC に基づく経営を行うことが必要となるであろう。仮に会社を株主のものと考え、様々なステークホルダーのうち、株主を最も重視する経営を行うとしても、ROIC を高め、他のステークホルダーを意識した経営を行えば、ROE も高くなるのであるから、ROIC を高めることが、株主の利益にも合致するであろう。従って、全体としての ROE の値に着目するのではなく、ROE を ROIC と財務レバレッジに分解し、ROIC を高めることによって ROE を高める経営が必要である。そして、その場合には、それぞれの企業が資本コストを算定し、資本コストを上回る ROIC を達成する必要があることは言うまでもない。

投下した資金から得られる利益が調達した資金のコストを上回って初めて、企業が長期的に成長できるということは、ファイナンスの観点からすれば至極当然の話である。資本コストを上回る ROIC を達成するということは、このことを企業経営上実践することに他ならない。企業の経営者は、今一度当該原点に立ち返り企業経営を行う必要がある。

参考文献

- Business Roundtable. 2019. Statement on the Purpose of a Corporation
- Mckinsey & Company, Koller, T., Goedhart, M. and Wessels, D. 2015. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 6/E John Wiley & Sons, Inc. (マッキンゼー・コーポレート・ファイナンス・グループ訳 (2016) 『企業価値評価 第6版【上】【下】 バリュエーションの理論と実践』ダイヤモンド社)
- OECD. 2015. G20/OECD Principles of Corporate Governance (OECD. 2016. 『G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則』 OECD publishing)
- Payton, W. A. 1922. Accounting Theory, The Ronald Press Company
- Wolk, H. I., Dodd, J. L., Rozycki, J. J. 2013. Accounting Theory: Conceptual Issues in a Political and Economic Environment, 8/E Sage publication Inc. (長谷川哲嘉・中野貴之・盛岡浩一・菅野浩勢・松本安司・平賀正剛 7/E 訳 (2013) 『アメリカ会計学 - 理論, 制度, 実証 - 』 同友館)
- 石嶋芳臣. 2004. 「「コーポレート・ガバナンス構造と企業諸理論」～株主利益最大化とステークホルダー・アプローチの可能性」 北海学園大学経営論集 2 (1)

- 一般社団法人生命保険協会．2018．「平成 29 年度生命保険協会調査 株式価値向上に向けた取り組みについて」
- 上野清貴編著．2015．『会計学説の系譜と理論構築』同文館出版
- 江頭憲治郎．2019．『株式会社法 第 7 版』有斐閣
- 江頭憲治郎編．2020．『会社法コンメンタール 1 - 総則・設立 (1)』商事法務
- 大杉謙一．2013．「コーポレート・ガバナンスと日本経済：モニタリング・モデル，金融危機，日本的経営」金融研究 32 (4)
- 大雄智．2018．「持分会計論の新展開」横浜経営研究 38 (3・4)
- 大塚章男．2011．「コーポレート・ガバナンスにおける今日の課題 - 権限集中と利益調整原理 - 」筑波ロー・ジャーナル 10
- 落合誠一．2016．『会社法要説 第 2 版』有斐閣
- 海道ノブチカ・風間信隆編著．2009．『コーポレート・ガバナンスと経営学 - グローバリゼーション化の変化と多様性 - 』ミネルヴァ書房
- 加護野忠男・砂川伸幸・吉村典久．2012．『コーポレート・ガバナンスの経営学 - 会社統治の新しいパラダイム』有斐閣
- 勝部信夫．2016．「株式会社の歴史・理論・課題」日本経営学会経営学論集 86
- 株式会社インテージ・ヤフー株式会社．2005．「インテージ，Yahoo! Japan 共同調査 会社は誰のものか!？」
- 株式会社東京証券取引所．2004．「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」
- 株式会社東京証券取引所．2005．「コーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査結果」
- 株式会社東京証券取引所．2009．「上場会社コーポレート・ガバナンス原則 (2009 年 12 月 22 日改訂版)」
- 株式会社東京証券取引所．2018．「コーポレートガバナンス・コード」
- 株式会社東京証券取引所．2021．「コーポレートガバナンス・コード」
- 神田秀樹・小野傑・石田晋也編．2011．『コーポレート・ガバナンスの展望』
- 北川哲雄編著．2015．『ステュワードシップとコーポレートガバナンス 2 つのコードが変える日本の企業・経済・社会』東洋経済新報社
- 桑原正行．2005．「簿記会計史研究における資本主義理論の意義 - 会計実体理論と比較しながら - 」国民経済雑誌 192 (1)
- KPMG FAS・あずさ監査法人編．2017．『ROIC 経営』
- コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議．2015．「コーポレートガバナンス・コード原案」
- 郡谷大輔・岩崎友彦．2005 a．「会社法における債権者保護 (上)」旬刊商事法務 NO. 1746
- 郡谷大輔・岩崎友彦．2005 b．「会社法における債権者保護 (下)」旬刊商事法務 NO. 1747

- 酒井治郎. 2013. 『会計学の基本問題 - 会計観の株主（資本主）中心から企業本位への変遷 - 』
文理閣
- 佐久間信夫編著. 2007. 『コーポレート・ガバナンスの国際比較』 税務経理協会
- 佐久間信夫編著. 2017. 『コーポレート・ガバナンス改革の国際比較 - 多様化するステーク
ホルダーへの対応』 ミネルヴァ書房
- 穴戸善一. 2008 『動機付けの仕組みとしての企業：インセンティブ・システムの法制度論』
有斐閣
- 持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会. 2014. 「「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）
最終報告書」
- 持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会. 2017. 「伊藤レポート 2.0 持
続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会報告書」
- 高橋史郎. 2018. 「株主持分と主体持分：主体持分コスト計測への試み」 成蹊大学経済学部
論集 49（2）
- 田子晃. 2014. 『包括利益とリサイクリング』 創成社
- 田中一弘. 2006. 「株主主権と従業員主権 - 日本の上場企業にみるジレンマ - 」 RIETI Dis-
cussion Paper Series 06-J-035. 独立行政法人経済産業研究所
- 中林真幸・石黒真吾編. 2020. 『比較制度分析・入門』 有斐閣
- 日本能率協会グループ広報委員会. 2012. 「「第 15 回新任役員の素顔に関する調査」結果報
告書」
- 広田真一. 2012. 『株主主権を超えて』 東洋経済新報社
- 藤田勉. 2016. 『コーポレートガバナンス改革時代の ROE 戦略 - 効用と限界 - 』 中央経済
社
- 三浦隆之. 2008. 「株主はもはや企業の所有者ではない!? - アグリエッタ = ルベリュの所説
を中心にして - 」 福岡大学商学論叢 52（3・4）
- 村田英治. 2006. 「残余持分説と現代会計」 福島大学商学論集 75（1）
- 柳川範之. 2006. 『法と企業行動の経済分析』 日本経済新聞出版社
- 吉森賢. 1994. 「ドイツにおける会社統治制度 - その現状と展望 - 」 横浜経営研究 15（3）
- 吉森賢. 1998. 「企業はだれのものか - 企業概念の日米欧比較」 横浜経営研究 19（1）

第3章 コーポレート・ガバナンスにおける 監査の役割と社会的意義

栗 濱 竜一郎

1 はじめに

所有と経営の分離を前提とする株式会社の出現とともにコーポレート・ガバナンスの問題も出現した（加護野・砂川・吉村，2010）。一方，コーポレート・ガバナンスという用語は，1990年代まであまり使われることはなかった（Blair, 1995）。

近年，コーポレート・ガバナンスは，法制度をはじめ，CSR（企業の社会的責任），ESG（環境・社会・ガバナンス），コーポレートガバナンス・コードなどの様々な場面で議論されている。それに伴い，コーポレート・ガバナンスの基本要件とされる監査に関する様々な議論がされている。たとえば，コーポレート・ガバナンスにおける監査役等監査の機能やそのあり方・会計監査人監査の機能やそのあり方・内部監査の機能やそのあり方，またこれら三様監査の連携のあり方などが議論されている。

このようにコーポレート・ガバナンスおよび監査に関して様々な議論がされているが，そもそもコーポレート・ガバナンスの基本問題は何か。コーポレート・ガバナンスの中核は何か。そもそもなぜコーポレート・ガバナンスにおいて監査は必要とされているのか。コーポレート・ガバナンスにおける監査の中核は何か。コーポレート・ガバナンスにおける監査の真の役割は何か。三様監査はなぜ連携する必要があるのか。さらに，コーポレート・ガバナンスにおける監査の社会的意義は何か。

これらの疑問の内容は自明のこととして取り扱われているかもしれないが，果たして十分な理論的な考察が行われ，十分な理論的な説明がされているのである

うか。自明なことを改めて理論的に考察し、社会に対して理論的に説明することは、われわれの理解をさらに深め、新たな知見などを得るうえで重要なことである。このことは、コーポレート・ガバナンスにおける監査研究においても当てはまることである。

そこで本章では、コーポレート・ガバナンスにおける監査の真の役割と社会的意義を明らかにしていく。そのために、まず、株式会社の特徴を考察し、コーポレート・ガバナンスの基本問題を検討する。次に、株式会社観（株主所有観または社会的存在観）に基づいてコーポレート・ガバナンスの中核を明らかにする。そのもとで、コーポレート・ガバナンスにおける監査の位置づけと必要性を検討し、コーポレート・ガバナンスにおける監査の中核を明らかにする。そして、コーポレート・ガバナンスにおける監査の中核を踏まえ、コーポレート・ガバナンスにおける三様監査さらに監査システムを検討する。加えて、監査システムを有効に機能させるうえで必要不可欠な組織文化を検討する。

2 株式会社とコーポレート・ガバナンス

2.1 法人と株式会社

社会における活動は、組織を中心に行われている。組織とは、共通の目的・使命などを有し、組織内の人々が協働して成果を果たすことを通じて、社会に貢献する集団である。もちろん、個人でも成果をあげ社会に貢献することはできるが、多くの場合、われわれは組織を通じて成果をあげ社会に貢献しており、個人よりも組織のほうが社会に対して大きな影響力を持っている¹。

様々な組織のうち株式会社は、資本市場と同様に、資本主義の中核を担っている。株式会社は、そもそも営利法人であり、法人としての特徴を有している。法人である株式会社が不安定になれば社会も不安定になるため、株式会社をいかに安定させるかが重要な課題となる。

1 組織は、われわれ限定合理的な個人が集まって形成されるものであるため、個人の限定合理性を克服することができる（Simon, 1997）。

そこで、法人に関する議論を通して、株式会社の特徴を考察していく²。

われわれ社会には、法律上、二種類のヒトが存在している。それは、自然人と法人である。われわれ自然人は、生まれながらにしてヒトとして生きる権利を持っている。社会において、自然人は、ヒトとして扱われ、モノとして扱われてはならない存在である。一方、法人は、本来ヒトではないが、法律上ヒトとして扱われるモノである。

法人ではない組織は単なるヒトの集まりであるため、ヒトである共同経営者が共同で外部と契約を結び、共同で組織の資産などを所有する必要がある。法人ではない組織は、組織として外部と契約を結ぶことができず、組織として組織の資産などを所有することはできない。それゆえ、法人ではない組織において契約および所有などの関係は非常に複雑となり、もし1人の共同経営者が離脱すれば、再び契約などを結び直す必要が生じる。つまり、法人ではない組織は、不安定な存在である。

このような法人ではない組織が抱えている問題を解決するために、上述した法人という制度が導入された。法人であれば、組織として外部と契約を結び、組織として組織の資産などを所有することができる。つまり、自然人と異なる法人は、モノであると同時にヒトであるという二面性を有しているのである。

法人である株式会社も、法律上ヒトとして扱われることによって、株式会社として外部と契約を結び、株式会社として会社の資産などを所有することができる。株式会社は、株主が株式会社をモノとして所有すると同時に、株式会社が法律上のヒト（法人）として会社の資産（物的資産および組織特人的資産）を所有するという二重構造を持っている（Iwai, 1999；岩井, 2002, 2003）。

このように、モノである株式会社がヒトと同様の権利を持つことができるのは、われわれ社会が株式会社の存在を認めているからである。株式会社は、自らの目的・使命などを果たし社会に貢献することによって、社会において存続することができる（Drucker, 1974）。社会からの承認と社会的責任・社会への貢献は、密

2 法人に関する議論は、Iwai（1999）および岩井（2002, 2003）に負っている。

接な関係にある。まさに、株式会社は、社会からその存在が認められているという意味で、社会的存在である。

このモノである株式会社がヒトとして振る舞うことができるためには、株式会社のために株式会社に代わって意思決定や行動などをする主体（代表者）が必要となる。株式会社に代わって経営を行いその責任を負う主体、それが経営者（代表機関）である。株式会社は、代表者である経営者がいなければヒトとして振る舞うことができない存在である。それゆえ、株式会社が社会から信頼され持続的に成長・発展できるかどうかは、経営者が健全かつ適切に経営を行うかどうかにかかっている。

2.2 経営とコーポレート・ガバナンス

経営とは、組織を有効に機能させ、経営目的を達成することに関わるものである。経営には、次の3つの課題がある（Drucker, 1974）³。

組織特有の目的および使命を果たすこと

共通の目的や使命を明確に定め、そのもとで具体的な目標を設定する必要がある。共通の目的や使命を果たすために、何をすべき・どうすべきかを考え、それを株式会社のメンバーに浸透させる必要がある。

仕事を生産的なものにし、組織メンバーに成果をあげさせること

分業と調整は組織の基礎であり、この分業と調整を組み合わせる仕事を生産的にする必要がある。また、協働システムに基づいて、株式会社のメンバーを生かすことができる組織づくりをする必要がある。

社会に与える影響および社会的責任に対処すること

株式会社は、社会からその存在が認められている社会的存在であることを認識する必要がある。社会に貢献し社会的責任を果たすことによって、株式会社が社会から信頼され持続的に成長・発展することができることを理解する必要がある。

3 経営に関する議論は、Drucker (1974) に負っている。

また、経営には、組織における既存・既知のものに対する管理活動と組織のさらなる成長・発展のための創造的活動が含まれる。経営者は、管理活動と創造的活動の両活動を適切に行わなければならない。そして、経営者は、経営を健全かつ適切に行うために、短期的な視点だけでなく、中長期的な視点も持つ必要がある。

このように、株式会社が社会から信頼され持続的に成長・発展するためには、いかに経営者が健全かつ適切に経営を行うかが肝となる。もし経営者が自己利益や組織防衛（組織の立場の擁護）などを追求した場合、株式会社は不健全かつ不適切に経営され不安定になり、社会に大きな損害を与えることになる。それゆえ、経営者は、社会的存在である株式会社を健全かつ適切に経営するように社会から強く求められているのである。

そこで、経営者に株式会社を健全かつ適切に経営させるためには、経営者の仕事をいかにチェックコントロールするかが重要な問題となる。まさに、この問題がコーポレート・ガバナンスの基本問題である。このコーポレート・ガバナンスの基本問題への対処として、基本的に、次の2つの方法がある（Kurihama, 2007a, 2007b；栗濱, 2011）。

経営者を規律づけて、健全かつ適切に経営させる方法（以下、「経営者の規律づけ」という）

経営者を動機づけて、健全かつ適切に経営させる方法（以下、「経営者の動機づけ」という）

経営者の規律づけと動機づけの仕組みは、株式会社の経営の有効性、効率性、健全性を確保するために必要である。この経営者の規律づけと動機づけの仕組みが、コーポレート・ガバナンスである。

ただし、コーポレート・ガバナンスにおいて、経営者の規律づけなくして、経営者の動機づけはないと考えられる。なぜなら、いくら経営者の動機づけ（業績連動報酬、株価連動報酬、およびストックオプションなど）を行ったとしても、経営者の規律づけができずに不健全かつ不適切な経営が行われたならば、株式会社は不安定になり、社会に大きな損害を与えることになるからである。株式会社が健全かつ適切に経営されその安定性が確保されるためには、また株式会社が社会

から信頼されるためには、まずもって経営者の規律づけが必要不可欠である。つまり、コーポレート・ガバナンスにおいて、経営者の規律づけは必要条件であり、経営者の動機づけは十分条件と捉えることができる。

そのもとで、コーポレート・ガバナンスとは、「株式会社が社会から信頼され持続的に成長・発展できるように、経営者に株式会社を健全かつ適切に経営させる仕組み」である⁴。端的に言えば、コーポレート・ガバナンスとは、「株式会社を健全かつ適切に経営させる仕組み」である。コーポレート・ガバナンスは経営の上位概念であり、経営はコーポレート・ガバナンスの下位概念であると理解できる⁵。

より重要なことは、上述のコーポレート・ガバナンスの基本問題に対処するために、コーポレート・ガバナンスの中核を理解することである。

2.3 コーポレート・ガバナンスの中核 - 株主所有観と社会的存在観 - ⁶

ここでは、株式会社観によってコーポレート・ガバナンスの理論的見方・考え方は異なるため、株式会社観に基づいてコーポレート・ガバナンスの中核を検討していく。

この株式会社観とは、株式会社をどのように捉えるか、すなわち株式会社に対

- 4 コーポレート・ガバナンスという用語には様々な定義が存在している。たとえば、わが国では、経済同友会（2003）、加護野・砂川・吉村（2010）、東京証券取引所（2015、2021）などがある。
- 5 コーポレート・ガバナンスは、経営目的そのものの決定などに関わるものである（加護野・砂川・吉村、2010）。また、コーポレート・ガバナンスは、その中に全社的リスクマネジメントを含み、さらにその中に内部統制を含むものである（COSO, 2013b）。
- 6 ここでの議論は、Kurihama（2007a, 2007b）および栗濱（2011, 2017）に負っている。また、株式会社観およびコーポレート・ガバナンスに関する議論は、たとえば、Friedman（1962, 1970）、Drucker（1974）、Jensen and Meckling（1976）、Fama（1980）、Freeman and Reed（1983）、Freeman（1984）、Boatright（1994）、Donaldson and Preston（1995）、Clarkson（1998）、Iwai（1999）、岩井（2002, 2003）、加護野・砂川・吉村（2010）なども参照のこと。

する見方である。株式会社観は、大きく2つに分類できる。1つは、株式会社は株主のものであるという見方（株主所有観）である。もう1つは、株式会社は社会的存在であるという見方（社会的存在観）である。

2.3.1 株主所有観とコーポレート・ガバナンス

契約の束である株式会社の所有者は株主であり、株式会社は株主の道具である。これが、株式会社は株主のものであるという見方（以下、「株主所有観」という）である⁷。

株主所有観において、所有と経営の分離を前提に、所有者である株主が株式会社の代理人（エージェント）である経営者に経営を任せるという契約関係が生じる。この契約関係がエージェンシー関係である。エージェンシー関係において、株主と経営者は、ともに合理的経済人であり、自己利益と自己責任を前提とする自由かつ対等な関係にある。このエージェンシー関係のもとで、株主のエージェントである経営者は、株主の利益を最大化する仕事を行うように株主から強く求められる。この株主の利益の最大化は、株式会社の価値の向上に繋がり、結果的に社会全体を豊かにするという、いわゆるトリクルダウン効果の考え方が内在している。それゆえ、社会と株式会社の関係は株主と経営者の関係に還元され、経営者の社会的責任は株主の利益を最大化することである。

しかしながら、エージェンシー関係において、合理的経済人同士である株主と経営者との利害は異なっており、その両者の間には情報の非対称性が存在するため、経営者が株主の利益よりも自己利益を追求することがある。株主と経営者のエージェンシー関係には、利害の対立に伴うコスト、すなわちエージェンシー・コストが必然的に発生する。

そこで、経営者の仕事をいかにチェックしコントロールするかが重要な問題となる。このコーポレート・ガバナンスの基本問題への対処として、経営者の仕

7 株主所有観の見方では、株式会社は、個人企業と同じとみなされ、法人ではない組織として取り扱われることになる。それゆえ、株主所有観に基づく株式会社は、上述2.1の法人の特徴を踏まえて議論することができないのである。

事をモニタリングする方法、経営者にインセンティブを与える方法の2つが考えられている。

では、エージェンシー理論上、株主は経営者をコントロールすることができるかと想定されているため、経営者が株主の利益を最大化する仕事を行っているということをいかに株主に信用してもらうかという問題に転化する。たとえば、経営者は、自らの仕事をチェックさせるために監視役を選任したり、株主の利益を最大化する仕事を行っているという保証 (bonding) を自ら提供したりして、株主に信頼してもらうのである。

では、経営者にインセンティブを与え株主の利益を最大化させる契約をいかに設計するかが問題となる。たとえば、このインセンティブの方法として、業績連動報酬、株価連動報酬、およびストックオプションなどがある。とりわけ、株価連動報酬やストックオプションには、経営者を株主化させ、自発的に経営者に株主の利益を最大化させるという考え方が内在している。この業績連動報酬、株価連動報酬、およびストックオプションを用いた経営者のコントロールが、株主所有観に基づくコーポレート・ガバナンスの基本問題への対処の中心となる。

以上のことから、株主所有観においてコーポレート・ガバナンスの基本問題は、自己利益を追求する株主と経営者のエージェンシー関係から生ずる問題であり、株主と経営者のそれぞれの自己責任に基づいて対処されるべきものである。この自己利益と自己責任こそが、株主所有観におけるコーポレート・ガバナンスの中核である。そのもとで、株主所有観に基づくコーポレート・ガバナンスの議論においては、株主は経営者を規律づけることができるため、経営者をいかに動機づけるかが主流となる。

2.3.2 社会的存在観とコーポレート・ガバナンス

株式会社は、社会からその存在が認められている社会的存在である。これが、株式会社は社会的存在であるという見方（以下、「社会的存在観」という）である。

社会的存在観において、株式会社は二重構造を有しているので、モノとしての株式会社を所有する株主との関係だけではなく、会社の資産を所有するヒトとし

ての株式会社と関係する株主以外のステークホルダーとも必然的に関係を持つことになる。つまり、この見方では、株式会社は、株主を含むステークホルダーと関係を持っているのである。

ステークホルダーの範囲には狭義と広義があるが、株式会社の存在を認めており、株式会社の活動に対して何らかのリスクを負っている者たちをステークホルダーとして捉えることが重要である⁸。実際、株式会社は、ステークホルダーとの関係なくして存続できず、ステークホルダーの信頼なくして持続的に成長・発展することができないのである。

この社会的存在観において、経営者は、株式会社に代わって経営を行いその責任を負う主体である。つまり、経営者は、株式会社の信任受託者である。そして、株式会社は、ステークホルダーと関係を持っている。それゆえ、経営者は信任受益者であるステークホルダーに対して社会的責任を負っているのである。

また、ステークホルダーと経営者の間には、経営などに関する情報、知識、および能力などに大きなギャップが存在しているため、経営者はステークホルダーから株式会社の経営を信頼によって任されている。

このように、ステークホルダーと経営者の関係は、信任関係として捉えることができる。信任受託者である経営者は、信任受益者であるステークホルダーのために、株式会社を健全かつ適切に経営しなければならない。もし経営者が自己利益や組織防衛などを追求した場合、株式会社は不健全かつ不適切に経営され不安定となり、ステークホルダーに大きな損害を与えることになる。

8 ステークホルダーの中には、株式会社の存続に直接かかわるステークホルダー（狭義）もいれば、その存続に直接かかわらなくても、株式会社の活動の結果（意図した結果だけではなく、意図せざる結果も含む）によって影響を受けるステークホルダー（広義）もいる。つまり、狭義を含む広義のステークホルダーは、株式会社の存在を認めており、株式会社の活動に対して何らかのリスクを負っているため、正統なステークホルダーといえる。このような広義のステークホルダーは、いわゆる社会の人々と捉え直すことができる。詳しくは、Kurihama (2007a, 2007b)および栗濱 (2011) を参照のこと。また、ステークホルダーの定義に関しては、Freeman and Reed (1983)やClarkson (1998)なども参照のこと。

そこで、経営者の仕事をいかにチェックしコントロールするかが重要な問題となる。

経営者は、ステークホルダーと信頼関係にあるため、ステークホルダーに対して自動的に信任義務を負っている。この信任義務は、主として忠実義務と注意義務から構成される概念である。信任義務を維持するうえで、経営者は、会社の目的およびステークホルダーの利益に忠実にかつ正当な注意を払って仕事を行わなければならない。経営者は、株式会社を健全かつ適切に経営するために、忠実義務と注意義務を中心とする信任義務を十分に果たさなければならないのである。

経営者が信任義務を十分に果たすことによって、株式会社は、健全かつ適切に経営されその安定性は確保され、ステークホルダーの利益すなわち社会に貢献することができる。そのもとで、株式会社は、ステークホルダーから信頼を得ることができ、持続的に成長・発展することができる。まさに、経営者の信任義務は、株式会社の安定性の確保に重要な役割を担っているのである。逆に、経営者が信任義務を十分に果たさなければ、株式会社は、不健全かつ不適切に経営され不安定になり、ステークホルダーに大きな損害を与え、社会からの信頼を失い、存続の危機に瀕することになる。それゆえ、社会的存在観に基づくコーポレート・ガバナンスの基本問題への対処は、経営者がステークホルダーに対する信任義務を果たさせるように、経営者をいかに規律づけるかが中心となる。

以上のことから、社会的存在観においてコーポレート・ガバナンスの基本問題は、経営者が負っている信任義務に基づいて対処されるべきものである。この忠実義務と注意義務を中心とする信任義務こそが、社会的存在観におけるコーポレート・ガバナンスの中核である。そのもとで、社会的存在観に基づくコーポレート・ガバナンスの議論においては、経営者をいかに規律づけるかが主流となる。

3 コーポレート・ガバナンスにおける監査

3.1 コーポレート・ガバナンスにおける監査の位置づけ

株式会社を健全かつ適切に経営させるためには、経営者の仕事をいかにチェックしコントロールするかが重要な問題となる。このコーポレート・ガバナンスの基本問題への対処として、上述のように、経営者の規律づけと経営者の動機づけ

の2つの方法があるが、まずもって経営者を規律づけることが株式会社を健全かつ適切に経営させるうえで不可欠である。

実際、株式会社には、経営者を規律づけるために何らかの仕組みが設けられている。それが、機関である。つまり、株式会社において経営者の規律づけは、機関を通して行われるのである。この株式会社の機関には、株主総会、取締役（会）、監査役等⁹、会計監査人¹⁰などがあり、株式会社において経営者の規律づけが複層的・重層的に行われている。これらのうち監査は、経営者を規律づけるうえで必要とされ、コーポレート・ガバナンスの基本要件とされている。

そこで、そもそもコーポレート・ガバナンスにおいて監査は、どのように位置づけられ、誰のために設けられているのであろうか。

株主所有観に基づくコーポレート・ガバナンスにおいては、株主と経営者のエージェンシー関係（契約関係）のもと、株主が自ら経営者を規律づけることができる。なぜなら、株主と経営者は合理的経済人であり、対等な関係だからである。株主が経営者をチェックしコントロールすることができるため、経営者は、自らの仕事をチェックさせるために監視役などを選任したり、株主の利益を最大化する仕事を行っているという保証（bonding）を自ら提供したりして、株主に信頼してもらう必要がある。それゆえ、株主所有観に基づくコーポレート・ガバナンスにおいて機関は、株主のためではなく、経営者のために設けられた仕組みである。そのもとで、監査は、経営者のために経営者の仕事を保証する仕組みである。

一方、社会的存在観に基づくコーポレート・ガバナンスにおいては、ステークホルダーと経営者の信任関係のもと、ステークホルダーが経営者を規律づけることは相当困難である。なぜなら、ステークホルダーと経営者の間には、経営などに関する情報、知識および能力に大きなギャップがあるため、ステークホルダーが経営者の仕事をチェックしコントロールするには大きな限界があるからである。もし経営者の規律づけができずに不健全かつ不適切な経営が行われたならば、株式会社は不安定になり、ステークホルダーは大きな損害を被ることになる。それ

9 監査役等には、監査役（会）、監査等委員会、監査委員会が含まれている。

10 たとえば、大会社の場合、会計監査人の設置が義務づけられている。

ゆえ、社会的存在観に基づくコーポレート・ガバナンスにおいて株式会社の機関は、経営者のためではなく、ステークホルダーのために設けられた仕組みである。そのもとで、監査は、ステークホルダーのために経営者の規律づけを行う仕組みである。

このように、経営者の規律づけを行う株式会社の機関は、株主所有観に基づくコーポレート・ガバナンスにおいてはあくまでも補足的にしか必要とされない。一方、経営者の規律づけを行う株式会社の機関は、社会的存在観に基づくコーポレート・ガバナンスにおいては必要不可欠となる。そのもとで、株式会社の機関の1つである監査は、ステークホルダーのために経営者の規律づけを行う仕組みであり、コーポレート・ガバナンスの基本要件とされているのである。

3.2 コーポレート・ガバナンスにおける監査の必要性¹¹

コーポレート・ガバナンスの基本要件とされる監査は、そもそもコーポレート・ガバナンスにおいてなぜ必要とされているのであろうか。

監査は、文明とともに出現したものであり、人間の本質に根ざしたものである。たとえば、ボイド (Boyd, 1905, 74) は、監査の起源に関して次のように述べている。

「監査の起源は、会計の起源よりほんの少し遅れる時代まで遡ることができる。文明の進歩によって、財産を所有する者が自己の財産をある程度他の者に信託する必要が生じると、信託された者の忠実性を何らかの方法でチェックする仕組みが必要であることが明らかになった。」

ボイドの見解から、監査は、財産などを信託した者（委託者）と、その財産などを管理・運用するように信託された者（受託者）との信託（委託受託）関係を背景に出現したものである。そして、この信託関係（委託受託関係）に存在する利害の対立という状況のもとで、監査は、委託者のために、受託者の忠実性（誠実性）をチェックする仕組みとして必要とされたのである。

そのもとで、監査とは、信託関係（委託受託関係）に存在する顕在的・潜在的

11 監査の必要性に関する議論は、栗濱（2011）も参照のこと。

な利害の対立を背景に、第三者である監査人が受託者の忠実性すなわち受託者の行為またはそれに関連する情報などをチェックし、その結果を委託者（最優先の受益者）に報告するものである（栗濱，2011）¹²。

そこで、株主所有観に基づくコーポレート・ガバナンスにおいては、株主のために、監査を含む経営者の規律づけは必ずしも必要とされていない。監査は、株主と経営者のエージェンシー関係（契約関係）の間に存在する利害の対立を背景に、株主のためではなく、経営者のために経営者の仕事を保証する仕組みとして必要とされているのである。

しかしながら、実際に、株式会社は個人企業ではなく、株主のものではない。株式会社は、法人でかつ社会的存在であり、ステークホルダーなくして成り立たない存在である。そして、ステークホルダーは、株式会社の経営を経営者に信頼して任せている。社会的存在である株式会社においては、ステークホルダーのために、経営者に健全かつ適切な経営を行わせるための仕組みであるコーポレート・ガバナンスが必要とされている。つまり、監査は、株主所有観に基づくコーポレート・ガバナンスではなく、社会的存在観に基づくコーポレート・ガバナンスにおいて必要とされている。

このように、社会的存在観に基づくコーポレート・ガバナンスにおいて監査は、ステークホルダーと経営者の信任関係に存在する利害の対立を背景に、ステークホルダーのために、経営者の仕事（忠実性など）すなわち経営者の行為またはそれに関連する情報などをチェックし保証する仕組みとして必要とされているのである。このことは、上述の監査の歴史からも明らかである。まさに、監査は、ステークホルダーのために経営者の仕事を保証する仕組みとして必要とされており、コーポレート・ガバナンスの基本要件として必要不可欠な存在である。

12 たとえば、AAA（1973）は、監査の必要性として次の4つの条件を提唱している。この4つの条件は、利害の対立、影響の重大性、情報の複雑性、および遠隔性である。詳しくは、AAA（1973）を参照のこと。

3.3 コーポレート・ガバナンスにおける監査の中核

コーポレート・ガバナンスの基本要件である監査の中核は、そもそも何であろうか。

株主所有観に基づくコーポレート・ガバナンスの中核は、株主と経営者の自己利益と自己責任である。株主は経営者を規律づけることができるため、監査は、経営者が自身の仕事を保証するための仕組みとして導入されている。そのもとで、株主所有観に基づくコーポレート・ガバナンスの監査の中核は、経営者がいかに株主の利益を最大化し、エージェンシー・コストを削減しているかをチェックすることである。ただし、株主所有観に基づくコーポレート・ガバナンスにおいて監査は、あくまでも補足的にしか必要とされていないため、監査の中核の議論も重要とされてないと考えられる。

そこで、社会的存在観に基づくコーポレート・ガバナンスの中核のもとで、コーポレート・ガバナンスにおける監査の中核を議論する必要がある。

社会的存在観に基づくコーポレート・ガバナンスの中核は、ステークホルダーに対して経営者が負っている信任義務である。それゆえ、コーポレート・ガバナンスにおいて、経営者が信任義務を果たせる仕組みだけでなく、経営者の信任義務をチェックしコントロールする仕組みも必要となる。

株式会社の機関は経営者を規律づける仕組み、すなわち経営者の信任義務をチェックしコントロールする仕組みである。この機関の1つである監査は、ステークホルダーのために経営者を規律づける仕組みであり、コーポレート・ガバナンスの中核である経営者の信任義務をチェックするものとして重要なガバナンス機能を担っている。

このように、コーポレート・ガバナンスにおける監査の中核は、経営者の信任義務（忠実義務および注意義務など）のチェックである。このことは、歴史的に、監査が受託者の忠実性（誠実性）をチェックする仕組みとして必要とされたことから明らかである。監査は、ステークホルダーと経営者の信任関係に存在する利害の対立を背景に、信任受託者である経営者の信任義務（忠実義務および注意義務など）、すなわち経営者の行為またはそれに関する情報をチェックし、その結果をステークホルダーに報告するものである。つまり、コーポレート・ガバナ

ンスにおける監査は、経営者がステークホルダーに対して信任義務を十分に果たしているかどうかをチェックし、保証を行うものである。まさに、監査は、経営者の信任義務をチェックするという重要な役割を担っており、経営者の信任義務の履行に対して保証機能を担っているのである。このような意味で、監査は、コーポレート・ガバナンスの基本要件といえるのである。

3.4 コーポレート・ガバナンスにおける三様監査

組織において適切な対処ができなければその存続が危くなるため、複層的・重層的にチェックを行う必要がある。また、組織において重要な業務に失敗が生じると大きな損失に繋がり経営目的が達成できないため、複層的・重層的にチェックを行う必要がある。つまり、ミスや不正などを防止・発見・是正し、リスクを低減して重要な業務の質および信頼性を保証するために、組織において複層的・重層的なチェックが必要とされている。実際に、組織には業務などの質および信頼性をチェックし、保証を提供する保証機能が複数存在している。

たとえば、株式会社には、次の6つのチェック体制¹³が存在している(図1)。これらは、第1チェック体制：現業部門、第2チェック体制：間接管理部門、第3チェック体制：内部監査人、第4チェック体制：取締役会、第5チェック体制：監査役等、第6チェック体制：会計監査人である。

この6つのチェック体制は、それぞれのチェックの対象や保証の水準などは異なっているが、それぞれが共存し相互補完的な関係を有しているので、それらが有機的に連携することによって、効果的かつ効率的なチェックを行うことができる。また、6つのチェック体制は、内部統制およびコーポレート・ガバナンスと密接に関係しており、株式会社が信頼され、持続的に成長・発展することに貢献することができる。ただし、各チェック体制が責任をもって適切なチェックを行うことが不可欠である。

上述したように、コーポレート・ガバナンスにおける経営者の規律づけは、株

13 組織のデザインなどによっては、チェック体制として、他の評価機関や監督官庁なども含めることもできる。

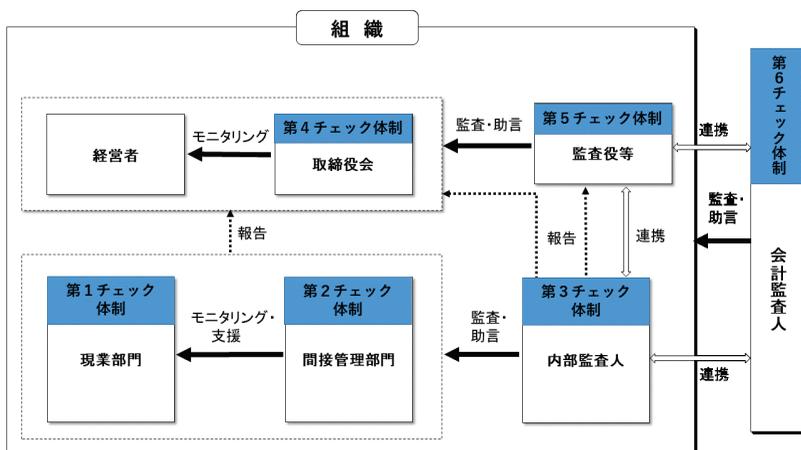


図1 株式会社と6つのチェック体制

出所：栗濱（2020）p.57

株式会社の機関を通して行われる。機関である監査役等および会計監査人が実施する監査は、経営者の信任義務のチェックを行っている。そして、経営者の信任義務の履行確保には公的介入が不可欠とされるため、法定監査である監査役等監査および会計監査人監査は、一種の公的介入として経営者の信任義務の履行確保に重要な役割を担っている¹⁴。加えて、機関ではないが内部監査人は、コーポレート・ガバナンスの一翼を担っており、ガバナンス・プロセスの監査を行うため、経営者の信任義務のチェックを行っている。

このように、三様監査と呼ばれている監査役等監査、会計監査人監査、内部監査のそれぞれは、次のように経営者の信任義務のチェックを行っているのである。

14 経営者の権限の濫用や任務の怠慢を防ぐために、司法をはじめとする公的介入が不可欠である。実際、経営者が負っている信任義務の中核である忠実義務および注意義務は、会社法などで規定されている。たとえば、忠実義務は会社法第355条、注意義務は会社法第330条・民法第644条で規定されている。

(1) 監査役等監査

保証機能を担っている監査役等監査は、有効なコーポレート・ガバナンスの確立と運用を基本的な監査の視点とすることが求められている。監査役等監査には、業務監査と会計監査が含まれる。監査役等監査の対象は、取締役の職務の執行の監査、取締役会の監督義務の履行状況の監査、取締役会等の意思決定の監査、内部統制システムに関わる監査、事業報告等の監査、および計算書類等の監査など多岐にわたる。

また、監査役等は、従来の適法性だけでなく、妥当性なども含め能動的かつ積極的に権限を行使して、取締役会においてまたは経営者に対して適切に意見を述べることを求められている（コーポレートガバナンス・コード 原則4-4）。実際、経営や業務の執行の適法性や妥当性の区別は必ずしも明確ではないため、監査役等は、日頃から業務全般に関して監査を行って情報を収集し、経営会議や取締役会における審議案件の適法性や妥当性、およびリスク管理上注意すべき事項などに関して検討を行い、気づいたことを指摘し意見などするようにしている¹⁵。さらに、監査役等は、経営者がコンプライアンス重視の経営姿勢を取っているかを監査し、経営者がコンプライアンス軽視の経営姿勢を取っている場合には、改善を促し、時には経営者に対峙する覚悟を持って臨むようにしている（日本監査役協会ケース・スタディ委員会、2018）¹⁶。

このように、保証機能を担っている監査役等監査は、業務監査および会計監査

15 当該内容は、コーポレート・ガバナンスに関するインタビューをした際に、某会社の監査役が述べた意見である。

16 日本監査役協会ケース・スタディ委員会（2018）は、企業不祥事防止のために監査役等が常に留意しておくべきポイントとして、次の7つをあげている。これらは、経営トップがコンプライアンス重視の経営姿勢を取っているか、本質的に強い現場力が確保されているか、全社的に内部統制部門の機能が発揮されているか、内部監査部門による組織的かつ効率的な監査が実施されているか、バッドニュースファーストの文化、風通しのよい企業風土となっているか、企業不祥事に関する兆候に対して、徹底した事実調査と事実に基づく対策の要請がなされているか、企業不祥事の発生後、再発防止に対して本質的に取り組む姿勢がとられているか、である。

(とりわけ、業務監査)の実施を通じて経営者の信任義務のチェックを行っており、有効なコーポレート・ガバナンスの実現に貢献しているのである¹⁷。その際、監査役等が行う妥当性の判断も、経営者の信任義務との関係で行われるのである。

なお、監査役等監査における問題として、不適切な人材などによる不適切な監査、リソース不足などによる不十分な監査、経営者や取締役会などによる監査役等監査の軽視、および経営者不正などの対応不足などが考えられる。

(2) 会計監査人監査¹⁸

保証機能を担っている会計監査人監査は、独立の立場から有効なコーポレート・ガバナンスの実現に貢献することが求められている。

そもそも信任義務である忠実義務の具体例の1つとして、信任受託者は、信任受益者に会計情報および関連情報を提供しなければならない (Frankel, 1998)。この忠実義務は、説明責任と透明性の確保と密接な関係がある (樋口, 2007)。

そこで、信任受託者である経営者は、忠実義務に基づいてステークホルダーに財務諸表などを提供しなければならない。また、経営者は、財務諸表の提供に際して、ステークホルダーのために、注意義務に基づいて財務諸表を作成しなければならない。

そのもとで、経営者が作成した財務諸表は、専門的な知識・能力を有し、独立性を保持した会計監査人によって監査される。会計監査人は、一般に公正妥当と認められる監査の基準に準拠して監査を実施し、財務諸表の信頼性を合理的に保証する。つまり、会計監査人は、独立性を保持し、かつ正当な注意および職業的懐疑心を保持・発揮して、財務諸表の信頼性を合理的に保証するのである¹⁹。加

17 監査役会の機能を強化するうえで、社外監査役は重要である。

18 ここでの議論は、栗濱 (2011) を参照のこと。また、会計監査人は、ステークホルダーと信任関係にあり、ステークホルダーから監査業務を信頼によって任されている。詳しくは、栗濱 (2011) および Kurihama (2016) を参照。

19 被監査会社が上場会社等の場合、会計監査人は、経営者不正に対して、不正リスク対応基準に準拠して対応を行う。

えて、会計監査人は、その職務を行うに際して、経営者の不正行為などを発見した場合には、監査役等に報告を行う。

このように、保証機能を担っている会計監査人監査は、財務諸表の信頼性を検証することを通じて、経営者の信任義務のチェックを行っており、有効なコーポレート・ガバナンスの実現に貢献しているのである²⁰。

なお、会計監査人監査における問題として、独立性の欠如や正当な注意・職業的懐疑心の欠如などによる不適切な監査、リソース不足などによる不十分な監査、経営者や取締役会などによる会計監査人監査の軽視、および経営者不正などへの対応不足などが考えられる。

(3) 内部監査

内部監査とは、「組織体の経営目標の効果的な達成に役立つことを目的として、合法性と合理性の観点から公正かつ独立の立場で、ガバナンス・プロセス、リスクマネジメントおよびコントロールに関連する経営諸活動の遂行状況を、内部監査人としての規律遵守の態度をもって評価し、これに基づいて客観的意見を述べ、助言・勧告を行うアシュアランス業務、および特定の経営諸活動の支援を行うアドバイザー業務」である（内部監査基準、2014）。つまり、内部監査は、保証機能とコンサルティング機能の両方の機能を担っているのである。

保証機能を担っている内部監査は、ガバナンス・プロセス、リスクマネジメント、および内部統制（コントロール）の有効性と効率性に関して保証を提供している。とりわけ、経営者の規律づけという観点から、コーポレート・ガバナンス

20 経営者は、内部統制を適切に整備・運用する責任がある。このうち、被監査会社が上場会社等の場合、金融商品取引法のもとで、会計監査人は、財務諸表監査だけではなく、内部統制監査も実施する。それゆえ、上場会社等の会計監査人監査は、経営者が作成した財務報告に係る内部統制報告書の検証を通じて、経営者の信任義務のチェックも行っており、有効なコーポレート・ガバナンスの実現により一層貢献しているのである。なお、会計監査人は、金融商品取引法上、監査人として監査を実施する。つまり、会計監査人と監査人は同一であることに留意されたい。このことは、上述注19においても同様である。

における内部監査は、ガバナンス・プロセスの監査がより重視される²¹。

また、保証機能を担っている内部監査は、実務上、監査役等の代理としてその職務を行うことができるため、経営者の職務の執行を直接的に監査の対象とすることができる（堀江，2020）。たとえば、内部監査は、経営者が誤った経営意思決定や不適切な経営管理業務を行うことがないように、経営者の規律づけという観点から、保証機能を果たすことができると考えられる。

このように、内部監査は、保証機能を通じて、経営者の信任義務のチェックを行っており、有効なコーポレート・ガバナンスの実現に貢献しているのである。

なお、内部監査における問題として、不適切な人財などによる不適切な監査、リソース不足などによる不十分な監査、経営者や他部門などによる内部監査の軽視、および経営者不正などへの対応不足などが考えられる。

以上のことから、保証機能を担っている監査役等監査、会計監査人監査、内部監査の三様監査は、ステークホルダーのために、経営者の信任義務をチェックするという重要な役割を担っていることが理解できる。そして、監査役等監査、会計監査人監査、内部監査のそれぞれは、固有の限界を有しているので、それぞれの長所を生かし、相互に機能することが重要となる。

3.5 コーポレート・ガバナンスにおける監査システム

上述したように、三様監査（監査役等監査、会計監査人監査、内部監査）は、有効なコーポレート・ガバナンスの実現にとって重要な役割を担っている。ただし、この三様監査を構築しただけでは十分ではない。経営者の信任義務のチェックをコーポレート・ガバナンスにおける監査の中核に据えて、監査役等監査、会計監査人監査、内部監査をより一層有機的に連携させかつ相互作用させることで、

21 もちろん、ガバナンス・プロセスはリスクマネジメントおよび内部統制（コントロール）と相互に関係しているため、ガバナンス・プロセスの監査は、ガバナンス・プロセスだけでなく、リスクマネジメントおよび内部統制にも結びつけて監査を行うことが、効果的かつ効率的なガバナンス・プロセスの監査となる。

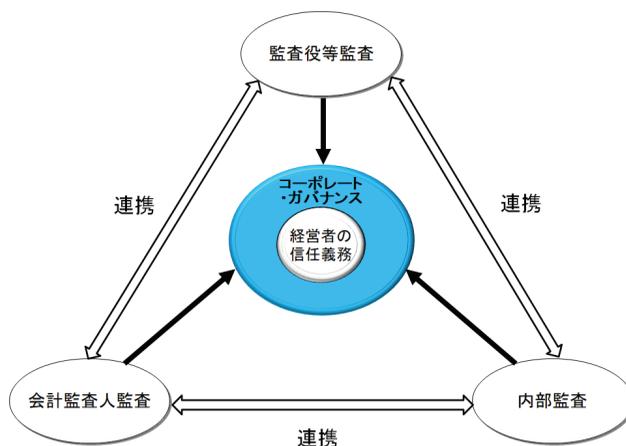


図2 コーポレート・ガバナンスと監査システム

出所：Kurihama (2005, 2007a, 2007b) をもとに、筆者作成

三様監査は一つの監査システムとして有効に機能することができ、有効なコーポレート・ガバナンスの実現により一層貢献することができると考えられる（図2）。

三様監査を有効に機能させるためには、上述3.4で指摘した各監査における問題に適切に対処し、複数によるチェックの欠点である社会的な手抜きなどが生じないように、各監査が責任を持って経営者の信任義務を適切にチェックすることが肝となる。そのもとで、三様監査は、各監査の目的などが明確であるため、経営者の信任義務のチェックに関する役割分担を適切に行うことができると考えられる。また、三様監査は、異なる視点が増え、かつ異なる視点から経営者の信任義務を複層的・重層的にチェックすることができるため、同じ視点からのチェックに比べて効果的なチェックを行うことができると考えられる。さらに、三様監査は程度の差はあれ保証機能を担っているため、それぞれの保証機能が協働し相互に補完し合うことによって、経営者の信任義務のチェックを効果的かつ効率的に行うことができると考えられる。

加えて、経営者の信任義務を効果的にチェックするうえで、取締役会との連携は不可欠である。取締役会には意思決定機能と経営監督機能があるが、経営監督

機能が経営者の信任義務の監督を行っているため、三様監査と密接に関係している²²。そのもとで、とりわけ内部監査人は、従来のように経営者の直属ではなく、独立性を担保するために取締役会の直属にする必要がある。そして、内部監査人の報告は、経営者に対してだけでなく、取締役会および監査役等に対しても行うことが肝となる²³。

このように、有効なコーポレート・ガバナンスの実現に向けて、経営者の信任義務のチェックを監査の中核に据えて、三様監査をより有効に連携させ、1つの監査システムとして有効に機能させることが不可欠である。そのため、各監査（三様監査）が責任を持って経営者の信任義務のチェックを行い、各監査が有機的に連携することによって、監査システムは有効に機能することができると考えられる。まさに、監査システムは、有効なコーポレート・ガバナンスの実現に向けた複層的・重層的監査である。

3.6 監査システムと組織文化

複層的・重層的監査である監査システムをより有効に機能させるためには、監査システムを受け入れる土壌も必要となる。つまり、監査システムを有効に機能させるためには、健全な組織文化が不可欠である²⁴。

組織文化とは、「組織のメンバーに共有された信念、価値観、規範の総体」（加護野，2003，55）である。信念とは、パラダイムや世界観と呼ばれ、根本的な問題（人間とは、組織とは、または社会とは何かなど）に対する基本的な考え方のことである。価値観とは、ものごとの善悪や大切さなどについての基準のことである。規範とは、組織メンバーとしていかに行動すべきかに関わるルールのことである。そのもとで、理想的な組織文化は、経営者の性格やその時の経営状態にかかわらず、組織を有効に機能させるという目標に向かってシステムを動かし続

22 取締役会の経営監督機能を強化するうえで、社外取締役は重要である。

23 とりわけ、より独立性を保持している社会取締役や社外監査役に報告することが望ましいといえる。

24 組織文化に関する議論は、栗濱（2020）も参照のこと。

けるエンジンのような役割を果たすものである (Reason, 1997)。

そこで、ルールの逸脱や手続ミスなどの失敗を隠蔽せず報告する組織文化、さらにチェックや監査を受け入れる組織文化を醸成することが、三様監査ひいては監査システムを有効に機能させるうえで不可欠となる。このような健全な組織文化の1つに、情報に立脚した文化という考え方がある。この情報に立脚した文化 (informed culture) は、次の4つの下位文化が相互作用し、形成されるものである (Reason, 1997)。

報告する文化 (reporting culture)

これは、自らのエラーやニアミスなどを報告しようとする組織の雰囲気がある文化である。そのため、たとえば、信頼の雰囲気の醸成および報告を促す仕組みなどが必要となる。

正義の文化 (just culture)

これは、組織メンバーの間で正義 (公平) が醸成されている文化である。そのため、すべての失敗を盲目的に許すことは正義 (公平) に反するので、容認できる失敗と容認できない失敗の境界がどこにあるかに関して組織メンバー間で合意を形成し、それらの線引きを行う必要がある。

柔軟な文化 (flexible culture)

これは、状況に応じて、自らの組織自身を再構成する能力がある文化である。そのため、たとえば、緊急時には、第一線へ権限を委譲できる柔軟性が重要となる。柔軟性を発揮するためには、組織メンバーに対する尊重と訓練などが必要となる。

学習の文化 (learning culture)

これは、正しい教訓を導き出す意思と能力、そして大きな改革を実施する意思がある文化である。この文化の構成要素は、観察すること (注意すること、気を配ること、心に留めること、追跡すること)、考えること (分析すること、解釈すること、診断すること)、創造すること (想像すること、設計すること、計画すること)、行動すること (準備すること、実行すること、試験すること) である。そのため、学習し続ける雰囲気を醸成することが必要となる。

このように、オープンで風通しの良い文化である情報に立脚した文化は、失敗の原因や要因の究明、失敗からの最大限の学習、再発防止や未然防止、チェック、説明責任、正義（公平）、および信頼感を促すものである。この情報に立脚した文化は、チェックや監査を受け入れる組織文化であり、監査システムを有効に機能させる健全な組織文化の1つであると理解できる²⁵。この文化のもとで組織メンバーは、容認できる失敗（ミスなど）に対して恐れず、ミスなどを見つけてくれるチェックや監査を進んで受け入れ、またミスなどを進んで報告し、組織の改善に協力するようになる²⁶。さらに、この文化のもとで組織メンバーは、容認できない失敗（不正など）に対して厳格に対応する正義の文化を受け入れるため、不正などを発見する監査を進んで受け入れ、また不正などを進んで通報し、組織の改善に協力するようになる。

とりわけ、監査は、不正などを発見することができるため、組織メンバーの信頼関係の維持、および組織メンバーのモラルやコミットメントの向上などに貢献することができる。また、監査は、経営者の信任義務をチェックし、経営者不正などを発見することができるため、多くの真面目な組織メンバーひいては他のステークホルダーの保護に貢献することができる。

したがって、経営者の信任義務のチェックを監査の中核に据えた監査システムをより一層有効に機能させるために、株式会社において健全な組織文化（情報に立脚した文化など）を醸成しなければならない。そのために、取締役会が中心となって、健全な組織文化を、組織文化の信念レベルまで定着させる必要がある。また、環境変化などに適応した健全な組織文化を醸成し続けるために、継続的に組織文化をチェックし改善していく必要もある。もちろん、組織文化のチェックに、監査役等や内部監査人なども関わることは言うまでもない。

25 この情報に立脚した文化は、チェック体制や監査システムだけでなく、内部通報制度を有効に機能させるうえでも必要不可欠であるといえる。

26 責任を追及することを主眼に置いた組織文化の場合、監査は、経営者をはじめとする組織メンバーに受け入れられない。この組織文化もとでは、隠蔽や監査を避けることが多くなるため、監査システムは有効に機能することができないのである。

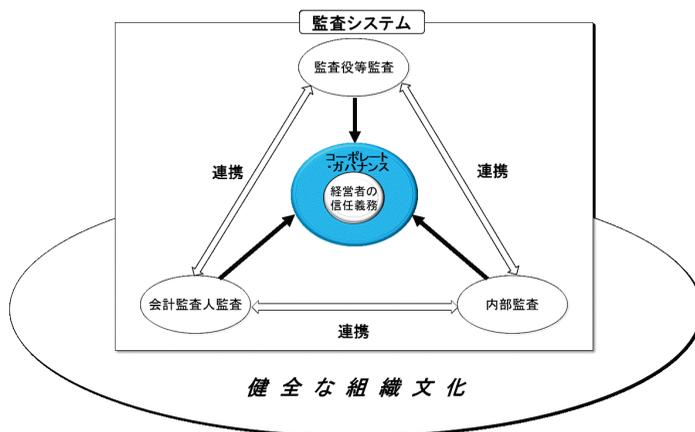


図3 監査システムと組織文化

出所：筆者作成

まさに、情報に立脚した文化である健全な組織文化は、監査システムを有効に機能させるうえで必要不可欠である（図3）。この健全な組織文化により、監査は、経営者の信任義務のチェックという役割を十分に果たすことができ、有効なコーポレート・ガバナンスの実現に貢献することができるのである。

4 おわりに

本章は、コーポレート・ガバナンスにおける監査の真の役割と社会的意義を明らかにしたものである。

株式会社は社会的存在である。社会的存在である株式会社におけるコーポレート・ガバナンスの中核は、ステークホルダーに対する経営者の信任義務（忠実義務および注意義務など）である。

そこで、コーポレート・ガバナンスにおける監査は、ステークホルダーのために、経営者の規律づけの仕組みとして位置づけられており、経営者の仕事すなわち経営者の行為またはそれに関連する情報などをチェックする仕組みとして必要とされている。このコーポレート・ガバナンスにおける監査の中核は、経営者の

信任義務（忠実義務および注意義務など）のチェックである。そのもとで、コーポレート・ガバナンスにおける監査は、ステークホルダーと経営者の信任関係に存在する利害の対立を背景に、経営者がステークホルダーに対する信任義務（忠実義務および注意義務など）を十分に果たしているかどうかをチェックし、保証を行うものである。まさに、コーポレート・ガバナンスの基本要件である監査は、経営者の信任義務の履行に対して保証機能を担っているのである。

このコーポレート・ガバナンスの基本要件である監査には監査役等監査、会計監査人監査、内部監査という三様監査が存在しており、それぞれがステークホルダーのために、経営者の信任義務をチェックするという重要な役割を担っている。経営者の信任義務のチェックをコーポレート・ガバナンスにおける監査の中核に据えて、監査役等監査、会計監査人監査、内部監査をより一層有機的に連携させかつ相互作用させることで、三様監査は一つの監査システムとして有効に機能することができ、有効なコーポレート・ガバナンスの実現により一層貢献することができると考えられる。

加えて、複層的・重層的監査である監査システムをより有効に機能させるためには、監査システムを受け入れる土壌が必要である。つまり、監査システムをより一層有効に機能させるためには、情報に立脚した文化である健全な組織文化が必要不可欠である。この健全な組織文化により、監査は、経営者の信任義務のチェックという役割を十分に果たすことができ、有効なコーポレート・ガバナンスの実現に貢献することができるのである。

このように、監査は、コーポレート・ガバナンスにおいて重要な役割を担っており、有効なコーポレート・ガバナンスの実現に貢献することができるだけでなく、株式会社の社会的信頼および持続的な成長・発展にも貢献することができるのである。まさに、監査は、ステークホルダーと株式会社の信頼関係を醸成する社会制度であり、コーポレート・ガバナンスにおいて必要不可欠な存在である。さらに、監査は、ステークホルダーと株式会社の良い関係を構築・維持する1つの媒介であるため、社会においても必要不可欠な存在であると考えられる。それゆえ、経営者や取締役会は、有効なコーポレート・ガバナンスの実現、また株式会社の社会的信頼および持続的な成長・発展のために、監査を「コスト」と捉

えるのではなく「投資」と捉え、より一層監査に協力する必要がある (Kurihama, 2005)。

今後、経営者、ステークホルダー、監査実施者は、コーポレート・ガバナンスにおける監査の真の役割と社会的意義を十分に理解し、互いに協力していく必要がある。それにより、監査は、資本主義の中核を担う株式会社の社会的信頼および持続的な成長・発展に貢献することができるだけでなく、より良い社会の実現にも貢献することができると考えられる。

参考文献

- 岩井克人. 1998. 「身分から契約と“信任”へ」『日本経済新聞』1月1日朝刊.
- 岩井克人. 2002. 「株式会社の本質 - その法律的構造と経済的機能 - 」大塚啓二郎・中山幹夫・福田慎一・本多佑三編『現代経済学の潮流 2002』東洋経済新報社.
- 岩井克人. 2003. 『会社はこれからどうなるのか』平凡社.
- 加護野忠雄・砂川伸幸・吉村典久. 2010. 『コーポレート・ガバナンスの経営学 - 会社統治の新しいパラダイム - 』有斐閣.
- 栗濱竜一郎. 2011. 『社会的存在としての財務諸表監査』中央経済社.
- 栗濱竜一郎. 2017. 「監査法人とガバナンス」『愛知経営論集』(174・175) : 51-96.
- 栗濱竜一郎. 2020. 「内部統制とチェック体制 - 理論的考察とインタビュー調査を通じて - 」栗濱竜一郎・大槻隆・田子晃・望月恒男『内部統制に関する研究』愛知大学経営総合科学研究叢書 54 : 37-87.
- 経済同友会. 2003. 『第 15 回企業白書 : 「市場の進化」と社会的責任経営 - 企業の信頼構築と持続的な価値創造に向けて - 』経済同友会.
- 東京証券取引所. 2015. 『コーポレートガバナンス・コード - 会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために - 』東京証券取引所.
- 東京証券取引所. 2021. 『コーポレートガバナンス・コード - 会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために - 』東京証券取引所.
- 日本監査役協会ケース・スタディ委員会. 2018. 『企業不祥事の防止と監査役等の取組 - 最近の企業不祥事案の分析とアンケート結果を踏まえて - 』日本監査役協会.
(http://www.kansa.or.jp/support/el001_181203-2.pdf).
- 日本内部監査協会. 2014. 「内部監査基準」日本内部監査協会.
- 樋口範雄. 1999. 『フィデューシャリー[信認]の時代 - 信託と契約 - 』有斐閣.
- 樋口範雄. 2007. 『入門 信託と信託法』弘文堂.

- 堀江正之. 2020. 「内部監査の対象範囲の拡大 - ガバナンスシフトを強める内部監査とその役割の変化 -」 蟹江章編著 『ガバナンス構造の変化と内部監査』 同文館出版 : 29-43.
- AAA. 1973. Committee on Basic Auditing Concepts, A Statement of Basic Auditing Concepts, AAA. (青木茂男監訳・鳥羽至英訳. 1982. 『基礎的監査概念』 国元書房.)
- Blair, M. M. 1995. Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century, Brookings Institution.
- Boatright, J. R. 1994. Fiduciary duties and The Shareholder-Management Relation: Or, What's so Special about Shareholder? Business Ethics Quarterly. 4 (4): 393-407.
- Boyd, E. 1905. History of Auditing", in Brown, R. (ed.). A History of Accounting and Accountants. T. T. and E. C. Jack: 74-92.
- Clarkson, M. B. E. 1998. The Corporation and its Stakeholders: Classic and Contemporary Readings. in Clarkson, M. B. E. (ed.). 1998. The Corporation and its Stakeholders: Classic and Contemporary Readings, University of Toronto Press.
- COSO. 1992a. Internal Control- Integrated Framework: Executive Summary. COSO. (鳥羽至英・八田進二・高田敏文訳. 1996. 『内部統制の総合的枠組み - 理論編 -』 白桃書房.)
- COSO. 1992b. Internal Control- Integrated Framework: Framework. COSO. (鳥羽至英・八田進二・高田敏文訳. 1996. 『内部統制の総合的枠組み - 理論編 -』 白桃書房.)
- COSO. 2013a. Internal Control- Integrated Framework: Executive Summary. COSO. (八田進二・箱田順哉監訳. 2014. 『内部統制の総合的フレームワーク - エグゼクティブ・サマリー, フレームワークおよび付録 - (フレームワーク篇)』 日本公認会計士協会出版局.)
- COSO. 2013b. Internal Control- Integrated Framework: Framework and Appendices. COSO. (八田進二・箱田順哉監訳. 2014. 『内部統制の総合的フレームワーク - エグゼクティブ・サマリー, フレームワークおよび付録 - (フレームワーク篇)』 日本公認会計士協会出版局.)
- Donaldson, T and Preston, L. 1995. The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, Implications. Academy of Management Review 20 (1): 65-91.
- Drucker. P. F. 1974. Management: Tasks, Responsibilities, Practices. Harper & Row. (野田一夫・村上恒夫監訳. 1974. 『マネジメント - 課題・責任・実践 -』 ダイアモンド社)
- Fama, E. F. 1980. Agency Problems and the Theory of the Firm. Journal of Political Economy. 88 (2): 288-307.
- Frankel, T. 1983. Fiduciary Law. California Law Review 71 (3): 795-836.

- Frankel, T. 1998. Fiduciary duties. in Newman, P. (ed.). *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. Macmillan: 127-132.
- Freeman, R. E. 1984. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman.
- Freeman, R. E and Reed, D. L. 1983. Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance. *California Management Review* 25 (3): 88-106.
- Friedman, M. 1962. *Capitalism and Freedom*. University of Chicago Press. (熊谷尚夫・西山千明・白井孝昌訳. 1975. 『資本主義と自由』マグローヒル好学社.)
- Friedman, M. 1970. The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits. in Beauchamp, T. and Bowie, N. (eds.). 1993. *Ethical Theory and Business*, 4th ed. Prentice-Hall.
- Iwai, K. 1999. Persons, Things and Corporations: the Corporate Personality Controversy and Comparative Corporate Governance. *American Journal of Comparative Law* 47 (4): 583-632.
- Iwai, K. 2014. The Foundation for a Unified Theory of Fiduciary Relationships: 'One May Not Make a Contract with Oneself'. Working Paper Available at Social Science Research Network (SSRN) (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2424098): 1-61.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- Kurihama, R. 2005. Corporate Social Responsibility, Corporate Governance and Auditing in Japan. *Asia in Extenso*: 1-17 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2407753).
- Kurihama, R. 2007a. Role for Auditing in Corporate Social Responsibility and Corporate Governance: Under New Corporate View. *Corporate Ownership & Control* 5 (1): 109-119.
- Kurihama, R. 2007b. A New Perspective on Relationship between Corporate Governance and Auditing. *Issues in Social and Environmental Accounting* 1(2): 258-275.
- Kurihama, R. 2016. What is the Social Relationship between Independent Auditors and Stakeholders?: Fiduciary Relationship. Working Paper Available at Social Science Research Network (SSRN) (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2817212): 1-27.
- Reason, J. 1997. *Managing the Risks of Organizational Accidents*. Ashgate. (塩見弘監訳. 1999. 『組織事故 - 起こるべくして起こる事故からの脱出 - 』日科技連.)

- Schein, E. H. 2004. *Organizational Culture and Leadership*. 3rd Edition. Jossey-Bass.
(梅津祐良・横山哲訳. 2012. 『組織文化とリーダーシップ』白桃書房.)
- Schein, E. H. 2009. *The Corporate Culture Survival Guide*. New and Revised Edition.
Jossey-Bass. (尾川丈一監訳. 2016. 『企業文化 - ダイバーシティと文化の仕組み (改訂版) - 』白桃書房.)
- Simon, H. A. 1997. *Administrative behavior: A Study of Decision-Making Processes in Administrative Organization*. 4th ed. Free Press. (松田武彦・高柳暁・二村敏子訳.
1989. 『経営行動 - 経営組織における意思決定プロセスの研究 - 』ダイヤモンド社.)
- Wallace, W. A. 1980. *The Economic Role of the Audit in Free and Regulated Markets*.
in Wallace, W. A. 1991. *Auditing Monographs* 2nd ed. PWS-KENT Publishing.
(千代田邦夫・百合野正博・伊豫田隆俊・盛田良久・朴大栄訳. 1991. 『ウォーレスの
監査論 - 自由市場と規制市場における監査の経済的役割 - 』同文館.)

第4章 コーポレート・ガバナンスに関する考察

大 槻 隆

1 はじめに

コーポレート・ガバナンス（企業統治）は、どうあるべきか。そのようなあるべき最良の体制を決定できるものだろうか。

コーポレート・ガバナンスは、企業統治と訳されるが、その意味は、「株式会社（コーポレーション）がより「よく経営」されるようにするための諸活動とその仕組み作り」（加護野ほか 2010）、「どのような形で企業経営を監視する仕組みを設けるかという問題」（神田 2023）、「先進国における上場会社の法規制の主たる争点は、例外なく経営者支配に対する規制の必要性の有無・規制の方法等をめぐるものである」（江頭 2021）等とされている（最後の江頭 2021 は、コーポレート・ガバナンスの定義とは異なるが）。

あるべきコーポレート・ガバナンスとはどういうものか、そもそもそのようなあるべき最良の体制・仕組みを決定できるものなのかを検討したい。

2 ガバナンスが不適切な事例など

2.1 優れた企業（エクセレント・カンパニー）は優れたコーポレート・ガバナンスなのか

『エクセレント・カンパニー』で取り上げられた 43 社中、半分が 5 年で経営不振になり、その後は 5 社しか超優良とは言えない（15 年後のリチャード・タナー・パスカルによる）とのことである（三谷 2013）。

超優良企業だから、その企業が採用しているコーポレート・ガバナンス体制が優良なのだと考えやすいが、現実のその後の推移は上記のとおりである。

このことは、何を意味しているだろうか。

2.2 ガバナンスが不適正な事例（その1）

株主が取締役ら経営陣に要望し、経営陣も大口の株主の意見を聞くことで企業統治・企業経営に資するという事例もあるが、逆に、株主の要求に経営陣が応じたために会社に大きな損害が生じた事例がある。そのひとつとして、蛇の目ミシン事件を紹介する。

平成18年4月10日付最高裁第二小法廷判決による差戻後の東京高等裁判所平成20年4月23日判決（東京高等裁判所2008）によると、以下のとおりである。

「事案の概要

1 aミシン工業株式会社（以下「aミシン」という。）は、同社の株式を大量に買い占め、同社の取締役になったA（以下「A」という。）の要求により、平成元年8月10日ころaミシンの関連会社を通じてAに対し300億円のう回融資、平成元年9月29日bグループの会社の600億円の債務の肩代わり、平成2年5月24日同会社の366億円の債務の肩代わり、同年6月同会社の250億円の債務の肩代わり、同日同会社の390億円の債務の肩代わりをしたが、Aは平成2年7月19日に逮捕され、bグループの会社は破綻し、これによりう回融資した金員の回収ができず、また、肩代わりした債務について弁済をさせられたことによりaミシンは損害を被った。

本件は、aミシンの株主である控訴人が、Aは自己の利益を図る目的で同社に対し株式の買取りや株式買占めのための負債の肩代わりや金員の交付などを要求し、また、当時のaミシンの取締役である被控訴人ら並びに原審相被告Y6、同Y7、同Y8、同Y9、同Y10及び同Y11は、理由もなくA及びbグループの会社に対し、上記のとおり、平成元年8月10日ころaミシンの関連会社を通じて300億円のう回融資、平成元年9月29日bグループの会社の株式会社ミヒロファイナンス（以下「ミヒロファイナンス」という。）に対する600億円の債務の肩代わり、平成2年5月24日上記同様bグループの会社のミヒロファイナンスに対する366億円を肩代わり、同年6月14日bグループの会社の東亜ファイナンス株式会社（以下「東亜ファイナンス」という。）に対する250億円の債務の肩代わり、同日bグループの会社の日本リース株式会社（以下「日本リース」という。）に対する390億円の債務の肩代わりをしたことにより、a

ミシンに合計 1125 億円の損害を与えたから、同人らには忠実義務、善管注意義務違反の責任、利益相反取引の責任等があるとして、被控訴人らに対しては損害賠償金 1125 億円、原審相被告 Y6、同 Y7、同 Y8、同 Y9、同 Y10 及び同 Y11 に対しては損害賠償金 340 億円並びにこれらに対する各訴状送達の日翌日である平成 5 年 9 月 8 日から支払済みまで民法所定の年 5 分の割合による遅延損害金を a ミシンに対して連帯して支払うよう求め、また、a ミシンが原審相被告 A 破産管財人に対して 1125 億円の破産債権を有することを確定することを求めた株主代表訴訟である。」

この事案は、いわゆるグリーンメーラーである株主 A が a ミシンの取締役であった被控訴人らに対して巧妙に脅迫して、取締役であった被控訴人らがこれに応じたために、a ミシンに上記の各損害をあたえたものであるが、本判決は取締役の責任を認めた上で、下記のように、過失相殺の主張及び信義則による責任制限を否定した。

「過失相殺

被控訴人 Y2、同 Y3、同 Y1 は、300 億円の喝取については、a ミシンは、A の要求に従って、約 300 億円の金員を融資金名目に C 社に交付することにより同額の損害を被ったものであるが、a ミシンにはそのうち相当部分を負担することを相当とする事由があるので、民法第 418 条の過失相殺の規定の適用ないしその趣旨の類推適用がされるべきであり、また、債務の肩代わり及び担保提供についても、300 億円の恐喝事件からあまり時間の経たないうちに、引き続き同人から債務の肩代わりなどの要求を受けており、債務の肩代わり及び担保提供に関する忠実義務違反、善管注意義務違反、株主の権利行使に関する利益供与の禁止規定違反につき、いずれも過失相殺の規定が適用ないし類推適用されるべきで、被控訴人 Y2、同 Y3、同 Y1 の責任は相当軽減されるべきである旨主張する。

なるほど、A の前記認定の脅迫は悪質巧妙であり、また、A は、同人が代表者である C 社が保有する分と合わせると a ミシンの筆頭株主といえ、また、メインバンクの埼玉銀行や同じく大株主である m 社の代表者である被控訴人 Y1 も 300 億円の抛出、債務の肩代わりに賛同し、いわば 300 億円の抛出や債務の肩代わりは a ミシンの主要株主の同意の下に行われたものであることは上記控訴

人らが主張するとおりであるが、a ミシンの上記の主要株主以外の株主が上記のような 300 億円の抛出や債務の肩代わりという違法行為を承認していたわけでもなく、かかる違法行為を承認することが社会的に許されるわけでもなく、a ミシンという会社に落ち度があるとして過失相殺ないしはその類推適用により上記被控訴人らの損害賠償額を減額することはできない。」

「信義則による責任の制限について

前記認定事実によれば、300 億円の抛出及び債務の肩代わりにつき最も責任があるのが A であることは明らかで、被控訴人らは A に脅迫され、いわば進退窮まったような状態で 300 億円の抛出、債務の肩代わりを行ったとみることができる上、損害額は 580 億円余に達すること、損害の拡大についてはいわゆるパブルの崩壊が影響している可能性もあるといえること、被控訴人らそれぞれが自らの行為によりそのような損害が生じることを予想していたとは考え難いこと、特に a ミシンのプロパー取締役であった被控訴人 Y4、同 Y5 は A 問題の対応について発言権があまりなかったとみられること、本件の背後には極めて悪質な行為をした A にばく大な資金を提供していた者が存在していたこと、a ミシンの A 対策についてはメインバンクである埼玉銀行に大きな決定権があったとみられることなどを考慮すると、被控訴人らに対し 580 億円余の損害賠償等を命ずることは被控訴人らにとって極めて酷なものであることは否定できない。

しかしながら、被控訴人らは取締役として会社に対し忠実義務、善管注意義務を負っていたのであって、自らのものではない会社財産を理由もないことに支弁することは厳に慎まなければならないことであるところ、前記のとおり、A の理不尽な要求については警察に届け出るなどの適切な対応をすることが期待できない状況にあったわけではなく、A への対応は a ミシンにとって譲渡されると困る暴力団関係者等への a ミシン株の売却を示唆しての恐喝行為に屈することが許されるか否かという極めて単純な判断事項であること、A の恐喝に屈し a ミシンが債務の肩代わりを行うことにより将来同社が巨額の損害を受ける可能性が高かったこと、上記被控訴人らは東京証券取引所第 1 部に上場されている企業の取締役であることなどを考慮すると、被控訴人らの A に対する対応は、大局的視野に欠け、余りにも稚拙で、かつ、健全な社会常識とかけ離れたものである

といわざるを得ず、信義則という一般条項により責任を制限することは相当でない」と判断せざるを得ないところである。」と判示した。

上場会社の取締役が主要株主の不当な要求に応じて会社に損害を与えた事例であり、コーポレート・ガバナンスが適正に機能していなかった一つの例である。

2.3 ガバナンスが不適正な事例（その2）

株主総会における株主の行った質問権行使や提案権行使が不法行為に該当するとして東京地方裁判所令和3年2月9日判決（東京地裁2021）を以下、紹介する。

これは、資格試験 Y 予備校を運営する訴外 a 社の専任講師であった原告が、同社の各株主総会で、いずれも同社の株主である被告会社及びその代表社員である被告 Y1 が原告を訴外 a 社の専任講師から解任する目的で濫用的な株主提案をしたほか、被告 Y1 及び被告会社の従業員が株主として原告を誹謗中傷する質問等をした、被告 Y1 が訴外 a 社と原告との間の専任講師委託契約を解消させることを目的として同社を被告とした不当な訴えを2件提起したと主張して、被告らに対して、不法行為、民法第715条1項又は会社法600条に基づく損害賠償を求めた事案である。

裁判所は、以下のとおり判示した。

「争点(1)ア(被告らが、第34回及び第35回株主総会において株主提案を行ったことが原告に対する不法行為を構成するか否か)について」

「これまで認定したとおり、被告らは、第34回株主総会において、原告が被告 Y1 に対してブログや SNS 上で誹謗中傷を行っているなどという原告の a 社における業務と直接関係のない事実を内容とする株主提案を行って原告に対する非難を行った上、原告の行状に関する特別調査委員会の設置を求める議案を提出したこと、被告 Y1 において、a 社及びその役員、従業員らを被告とする第1次 a 社訴訟を提起し、原告の被告 Y1 に対する誹謗中傷行為についての a 社の監督責任を追及したこと、被告 Y1 において、a 社及びその役員らを被告とする第2次 a 社訴訟を提起し、a 社執行役員が本件内部メールを原告と共有していたことを不法行為と指摘したこと、第35回株主総会において、本件内部メール

の共有を理由として取締役の解任を求める議案や、原告が被告 Y1 を誹謗中傷したことなどを理由として特別調査委員会の設置等を求める内容を含む議案を提案したこと、以上の事実が認められる。

そして、被告 Y1 は、同年 7 月 5 日に原告と a 社との専任講師委託契約が終了した 1 週間後、第 1 次 a 社訴訟及び第 2 次 a 社訴訟を取り下げた。

このように、被告らが、1 年以上の期間にわたり、数か月おきに、a 社に対し、株主としての地位を用いたり、訴訟の相手方とする手法を用いたりしながら、a 社における業務とは関係のない原告の言動を問題視して非難し、同社に対してその是正を求める行動を繰り返し、その後、原告と a 社との契約が終了するや否や a 社に対する訴えをいずれも取り下げたという一連の経過に加え、平成 27 年末頃から原告と被告 Y1 の関係が悪化していたことなどを考慮すると、被告らは、第 34 回株主総会前から一貫して、その相手方となる a 社をして、原告の専任講師としての業務を妨害し、さらには、原告との専任講師委託契約を終了させることを目的として上記の各種行動を行っていたものというべきである。」

「被告 Y1 において、B を含むグループチャットに a 社の株主総会に関し、事前に「株主総会でめっちゃくちゃやりますよ。」といったメッセージを送信していること、平成 28 年頃に a 社の株式を取得して株主総会に出席するようになった後、平成 30 年のうちには同株式を手放していること、同年までの短期間に、被告 Y1 が、原告を相手に 5 件の訴えを提起していたことなどからして、被告らが a 社の経営の改善を目的として上記株主提案を行ったとの上記供述は信用性に乏しく、被告の上記主張には理由がない。」

「そうすると、被告らは、第 34 回及び第 35 回株主総会において、株主提案権の行使という形を利用して、a 社の業務外である原告と被告 Y1 との間の個人的な紛争における同被告の主張を繰り返して原告の所属先である a 社を執拗に非難し、もって同社を通じて原告に追及させ、原告の専任講師としての業務を阻害し、さらには原告との専任講師委託契約を終了させることを意図してされたものというほかない。

したがって、被告らの上記株主提案権の行使は、株主総会の活性化を図ることを目的とする株主提案権の趣旨に反し、専ら個人的な目的のためにされたものと

言うほかなく、権利の濫用として許されないものである。そして、上記各株主提案は、その内容に照らし、a社に原告の行状を把握させ、原告の専任講師としての業務を阻害し得るものであったといえるから、違法である。」

判決は、質問権の行使も同様に違法と判示した。

この判決も、株主によるガバナンスが適切に機能していない事例（濫用の事例）の一つと言える。

2.4 ガバナンスが不適正な事例（その3）

ガバナンスが不適正な事例として、ゼネラル・エレクトリック（GE）を取り上げたい。

『GE 帝国盛衰史』（トーマス・グリタ/テッド・マン 2022）によると、ジャック・ウェルチ（以下「ウェルチ」という）がCEOの時代から、CEOが取締役会を支配し、取締役会で議論がほとんど行われていなかったという。そして、ウェルチの結果の要求に応えるために、GEの幹部にとっては財務見通しが最も重要で、次の四半期、あるいは次の1年間に会社にどれだけの売上と利益の増加を約束するかということだという。例えばプラスチック部門も、業績を良く見せかけるためにすでに数字を操作していたため、約束した目標を粉飾なしに達成するためには、1年間で2年分の増加を実現しなければならない状況だった。ウェルチは、部下に求めたのは結果であって不正ではないと主張するだろうが、CEO自身がルールを捻じ曲げなかったのは事実だとしても、そうでもしなければやっていけないと部下に思わせるようなプレッシャーをかけたのも確かだった。「ウェルチの厳しさは、問題を認識した幹部に真実を報告することを躊躇させた。正直な行為だとしても、キャリアはそこで終わる。首にならなければ幸運なほうだ。数値目標を達成できなかった者の首をウェルチが躊躇なく別のだれかにすげ替えることを、会社のだれもが知っていた。」

GEキャピタルには、利益だけでなく、幹部社員を生み出す仕組み（エリート養成プログラム）もあった。それは、企業監査スタッフ（CAS）という2年間の厳しい財務管理プログラムで、若手社員のためのMBAのようなもので、トップを目指す若手の登竜門であり、年間200人ほどしか参加できない。CASチー

ムは、数か月単位でGEの各事業をまわって、財務、オペレーション、その他必要なあらゆることを監査するが、実際には、GEの収益をよくすることができるポイントを見つけるという方向で、「監査」という名目でGEの四半期ごとの利益を膨らませる方法を見つけ、それによって報酬を得ていた。大きな利益を生む会計上の調整方法 法律の範囲内で、ウォール街に報告する利益を膨らませる方法を発見したスタッフに賞が与えられた。このような人材養成を経て、上層部の目に留まったものが幹部社員になれるのである。

ウェルチの後に16年間GEのトップにあったイメルトがGEを去った後の数週間、あるいは数か月間に、ネガティブな報道や厄介な事実が表沙汰になることが相次ぎ、GEの株価の長期下落が始まった。イメルトは(ウェルチも)、CEOと取締役会長を兼任していた。「取締役会長とCEOが同一人物であるということは、CEOが自分で自分を雇っている、自分の上司は自分自身、ということにほかならない。会長が自分の好みに合わせて取締役を選びはじめたら、取締役会は劣化する一方だ。要するに、1人の人間に権力を集中させ、株主の声を聴かないのは、最低のガバナンスだ。それがエンロン以降、米国の企業からこの統治構造が姿を消していった理由の一つである。」「なんといいても責任が重いのは、CEOを監督するための独立のグループである取締役会だろう。彼らは、問題に気づけなかったとか、外部のアドバイザーから適切な助言が得られなかったとか、これほど急に財務が悪化する理由が分からなかった、などと言っている。GEのビジネスに関する経験も知識もない取締役もいれば、会議中に目を覚ましていることさえできない取締役もいた。多くの取締役がGEの破綻を目にして、『こんなことになるなんて、私たちにわかるはずがない』とつぶやいた。だが、それを知るのが取締役の仕事だ。満足に答えられていない疑問や、提示すらされていない疑問を追及し、経営を監視し、致命的な傲慢さから投資家を守るのが彼らの仕事なのだ。」

「巨大企業の実務取締役会については、さまざまな改革が行われているが、問題を指摘する声はやむことがない。コングロマリットの数、特にGEのように間口が広く複雑なコングロマリットの数には減っているが、細部をゆるがせにせず、正しい判断を下せる取締役会の必要性は高まっている。」「GEはマネジメントと人材

育成の能力を誇っていたが、少なくとも自分たちの責任と真剣に向き合って経営に關する取締役会を持っていなかった。」「取締役たちには、それぞれ立派な肩書があり、文句のつけようのない業績がある。何ページにも及ぶ職務経歴と巨額の個人資産があり、あらゆるビジネスで鋭い洞察力を発揮すると思われる人たちが。GE から高額報酬も得ている。監視の役割を担った彼らが、個別の案件や経済動向についてどんな警告を発したかはわからないが、世界で最も堅実な工業会社が、断崖に向かって突進していくのを止めることができなかったのは事実だ。」

適切なコーポレート・ガバナンスが機能していないばかりか、人材育成にも失敗し、違法でない範囲で会計上の数字を作り上げることに全社で邁進して、現実の財務を悪化させていった面もあると思われる。「GE は結果重視で、有無を言わせないトップダウンの経営が行われていた。市場の実態を踏まえ、ボトムアップで目標を立てるのではなく、いきなり上から数字が降りてくるのだ。マネージャーは四半期ごとに目標を達成することを求められ、その実現が危うくなると、差額を埋めるために奔走した。ウェルチ以降、GE が四半期予算を達成できなかったことはほとんどなかったが、それは偶然ではない。GE キャピタルが保有する膨大な資産から、換金できるチップがふんだんに提供されたからだ。四半期末の雲行きが怪しくなると、何かが売却された。ビル、駐車場、飛行機など、宝箱の中の何かを売れば、簡単に数字を作ることができた。」GE キャピタルを利用して会計上の数字を作り上げていったようである。

「企業にとって利益の急増は歓迎すべきことだが、常に前年と比較される上場会社の場合は違う。ある年が好業績でも、そのあと不振な年が続いたら、株主は良い印象を持たない。毎年確実に利益があって、安定した配当が行われる、油が効いてスムーズに動く機械のような企業のほうが、はるかに良い。GE にはそのような好ましいイメージがあったが、その実態は投資家が思っていたようなものではなかった。これが、GE が行っていた利益調整の本質である。」

企業統治について、株価や株主の評価などをよい経営のメルクマールだと思っても、実際には、企業側がそれに過剰適応して、破綻に向かっていくことがあるということが言えるのではないか。

3 確定した最良のガバナンス体制は存在するのか

3.1 国によってコーポレート・ガバナンスの制度が異なること

国によって法律が異なり、そこで採用されているコーポレート・ガバナンスの体制も異なっている。

アメリカ（米国）を例に説明する。

加護野ほか 2010 によると、米国においては、株式会社制度の基本的枠組みに忠実に株主中心の統治が展開され、1920 年ごろまでは少数の富裕層が各社の大株主として君臨していたが、1920 年代から 50 年代までは所有経営者が後退し、専門経営者が台頭を続けた（所有と経営の分離）。1950 年代以降には個人の株主所有から年金基金に代表される機関投資家のウェイトが急激に増加する傾向が観察され、1950 年代には 2 割、70 年代中頃には 3 割を超えることとなった。1990 年代に入ると、機関投資家の株式保有が個人投資家のそれを超える状態にまで変容した。

株主は株主総会に参加することは基本的になく、総会前に議決権行使書を送付済みであり、統治は株主総会ではなく主として取締役会によって行われてきた。そして、米国の上場大会社の多くでは、経営者が株主の利益（つまり、株価上昇）をめざして企業経営を行うように誘導する制度が導入された。高額な報酬に加えての「ストック・オプション」である。また、株主中心の統治を強化するような圧力として、敵対的買収の脅威があった。株主の意向に沿わない経営を行うと株価がその会社の潜在的な価値よりも低くなり、そうなればこの会社を買収して現在の経営者を解任し株主の意向を汲む経営者を任命できるし、株価を当該企業の潜在的な価値に上昇できて買収者も利益を得る。そのため、自らの地位を保持しようとする経営者にとっては、株式市場で株主の判断をもとに決まる株価は無視できない指標となる。この点の指摘は、前述の GE のウェルチを始めとする CEO が上向きに安定した配当と業績上昇による株価の上昇を常に（財務や会計的操作等をしながらでも）目指し続けていた理由の一つ（他にも高評価・高格付とそれに基づく低金利による資金調達のための理由の一つである）として理解できる。

このような株主重視（と経営者の地位保全）により、経営悪化時においても株式配当が優先されることが多く、逆に弾力的に人件費が削減される事例は少ない（この点は、解雇規制が強い日本とは異なる。）。経営悪化の責任は、株主よりも従業員に負わされていたと言えなくもない。

近年（論文の書かれた2010年の近年）は、投資家による経営者に対する監視活動の高まりが見られ、この株主行動主義を最も活発に実践しているのは各州の公務員年金基金であった。その背景には、機関投資家の株式保有数の増加に伴って、市場での売却が困難になっていることであった。

米国において、経営者の牽制役を担ってきたのは取締役会である。取締役会が果たすべき役割は、企業哲学・ミッションの承認（なお、現代は「パーパス」が提唱されている）、最高経営責任者（CEO）を筆頭とした上級執行役員（SEO）の選任・監督評価・報酬決定・解任、経営陣の事業戦略・計画の審査（review）・承認、企業の財務目標・資金調達計画・（多額の）投資計画に対する審査・承認、通常の事業活動を越えた重要な取引行為の審査・承認、事業戦略・計画に照らした実際の業績の定期的なチェック、法規・倫理要綱・監査会計基準、自主規制の遵守状況のチェック、取締役会の職務遂行上の自主チェック等である。

米国企業で日常業務を執行しているのは officer（オフィサー）と称される人々で、その中から CEO（最高経営責任者）を中心とする SEO（上級執行役員）がトップマネジメントを形成し、取締役会は日常業務の執行（企業経営）には直接には携わらない。オフィサーによる業務執行に対するコントロール機能は取締役会のみ委ねられている。業務執行がオフィサーに委ねられていることを前提として、米国企業の取締役の多くは社外取締役（独立取締役）である。この構造は、現代の日本が目指そうとしている方向性のように見える。

この統治形態の長所は、統治の制度の運用が法的な規定と一致しているため、透明性が高い。株主の意向に沿った統治を行うことができる。経営者に対する各種の牽制が強いため、より熱心に企業経営を行うような誘因と圧力が存在する。

経営者の登用においては、社内だけでなく、社外の人材までも候補となり、候補群が広範囲なものとなっている。それゆえ、優秀な人材を経営者の席に据える

ことができる。社内にしがらみのない社外の経営者であれば、ドラスティックな改革を断行できる。

短所は、短期的な利益を追求する株主の圧力が、経営陣に交代を迫らないように、短期志向の経営に向かいがちである（前述のGEの例はもっと巧みで、継続的な上場会社に対して株主が求めるものに沿って、短期的な利益ではなく、長期安定した利益と業績により株価上昇をもたらすような財務処理・会計的処理に向かった）。しがらみのない経営者により、多くの場合に人員削減を伴うドラスティックな改革を断行して、会社内の一体感が失われ、経営者と従業員の間に対立的な関係が生み出されてしまうという問題がある。高給をもって処遇される経営者と従業員の所得格差が拡大する傾向にある。

そして、エンロン事件などを踏まえ、そもそも取締役会は機能してきたのか、という疑問が提示された。取締役会が牽制に必要な十分な情報を持ちうるのか（前述のGEの例では、社外取締役は複雑すぎるGEをほとんど理解できていなかったのではないかと指摘されている）、取締役会がより熱心に統治を行うように仕向けるような十分な圧力があるのか（前述のGEの例では、カリスマ経営者であるウェルチを賞賛して賛成するだけではなかったか。居眠りする取締役までいたという）。

そもそも優秀な経営者をスカウトできているのか、という疑問も提示されており、取締役候補者に関する情報収集が困難である。個人のネットワークを介して情報を収集しているが、その多くは又聞きの情報であり、正確な情報を入手するのは絶望的に難しい。投資家など社外の利害関係者を納得させようとすると、候補者がCEOの仕事に適しているかどうかという具体的な理屈よりも、誰が見ても文句のつけようのない華々しい経歴を誇る候補者が選ばれる傾向が強くなり、候補者のリストが意外に限定されたものになってしまう。秘密裏に進めなければならないので、1回限りの短い面接で決定しないといけない。候補者との面接では、せっかく見つかった候補者を逃がしたくないという気持ちから、面接者の取締役は厳しい質問は避け、面接は招聘のお願いになってしまうことも度々であるとされる。CEOの選任という重大でリスクの大きい決定では、責任を回避しようとする取締役が、自らの失敗を避けるために、権威のある経営人材リサー

チ会社を利用する。それによって、華々しい経歴を持つ人物が選ばれるという傾向がさらに強くなる。取締役が手を抜いているのではなく、必死だからこそ間違ってしまうのだ、という指摘はおもしろい指摘であるが、日本の取締役像と照らしても、とても納得できる。

太田 2023 によると、米国では、州会社法において、一般に、所有と経営との分離が徹底されており、会社の業務執行に関する意思決定（経営）については、取締役会のみが権限を有するものとされている。敵対的買収やアクティビストによる経営介入に対してどのように対応すべきかは、まさに会社の業務執行に関する意思決定（経営）そのものであるから、米国では、ポイズン・ピルなどの買収防衛策を導入するか否か、それを発動するか否かは全て取締役会のみが決定できるものとされ、日本のように、買収防衛策の導入やその発動に株主総会の決議が必要と考えられてはいない。

他方、米国では、業務執行に関する意思決定（経営）についてはもっぱら取締役会の権限とされる一方で、取締役は株主に対する信認義務・忠実義務に従って業務執行を行わなければならないと考えられている。そのため、ポイズン・ピルの導入とその発動や第三者割当増資その他の新株発行が信認義務・忠実義務違反とされれば、それらは違法とされ、裁判所によって差し止められることになる。そのため、米国では、ポイズン・ピルや第三者割当増資その他の新株発行の適法性は、もっぱら「取締役に信認義務・忠実義務違反があると解されるか否か」をめぐって争われる。この点も、ポイズン・ピルや第三者割当増資その他の新株発行の適法性が、新株ないし新株予約権の発行等が不公正発行ないし有利発行規制に違反するか否か、または株主平等原則ないしその趣旨に違反するかという法令違反の有無をめぐって争われる日本とは、大きく異なっている。

このように、米国と日本の会社のコーポレート・ガバナンス（企業統治）の仕組みは異なっているが、最近では、日本は、指名委員会等設置会社・任意の報酬委員会の設置・業績連動型報酬の導入・社外取締役（独立取締役）の割合の増加義務等、米国型のコーポレート・ガバナンスの方向へ進もうとしている印象がある。

しかし、加護野ほか 2010 における問題点の指摘や、実際の GE の展開と凋落を見ると、米国のコーポレート・ガバナンス制度が最善だとも言えないのではな

いだろうかという疑問も抱く。

3.2 上場会社と非上場会社（中小企業）のコーポレート・ガバナンス

日本における会社法は、株式会社について「公開会社」（全株式に譲渡制限が付されている会社ではない会社。すなわち、一部でも譲渡自由な株式を発行する定款の定めがなされている株式会社）という概念を用いて、コーポレート・ガバナンスの異なる株式会社として規定している。例えば、非公開会社（公開会社でない会社を、仮に「非公開会社」と呼ぶことにする）では、株主総会は万能の機関（特に制限はないので経営判断まで行う権限があると思われる。所有と経営の一致、すなわち株主自身による経営を想定していると思われる）であるが、公開会社では株主総会は法令及び定款に定められた事項のみを決議できることになり、さらに取締役会（及び監査役）の設置義務がある（所有と経営の不一致を前提として、経営の専門家である複数の取締役が経営を行う。株主総会は基本的な重要事項しか決められない）とか、募集新株発行の決定機関が公開会社は原則として取締役会であるのに対し、非公開会社では株主総会の特別決議が必要となる等のさまざまな違いがある。

しかし、株主総会の権限の制限を始めとするコーポレート・ガバナンス体制の違いを決めるのが「公開会社」概念で本当に妥当なのかというのは疑問としてあり、江頭 2021 によると、公開会社をメルクマールにした理由は、「わが国の非上場株式会社の大部分が全株式につき譲渡制限を定めているからである。」としている。大部分という統計データは分からないが、全部がそうでないなら、「公開会社」という概念を使用することは必ずしも妥当ではないのではないだろうか。

会社法制定以前の商法時代も、商法特例法において大会社と中会社・小会社を分類していたが、その分類基準の資本金の額も、制定当時の公認会計士制度の公認会計士の人数から定められたものとのことであり（蟹江 2022）、この仕分けも、会社経営の実態に合わせたものとは厳密には言えないようである。実態として、株式に譲渡制限を付けていない中小会社も相当数存在していると思われる。

そのために、大会社や上場会社と、中小企業の法規制（コーポレート・ガバナンス）のあり方については、1973 年の日本私法学界のシンポジウム『会社法運

用の実態と立法問題。においても議論されており（司会鈴木 1973）、中小企業のあるべきコーポレート・ガバナンス体制について議論されてきた（会社法は基本的に上場大会社を想定して制定されて議論も上場大会社を中心に進められていたため、所有と経営が一致していたり中途半端に所有と経営が分離しかけている中小企業には必ずしも適合しないからである）。

大会社や上場会社と、中小会社とは、その運営実態（所有と経営が一致しているか分離しているか、その分離の程度、株主は変動があるか、株主から経営者への牽制があり得るか否か、経営者が株主から経営責任を問われることがあり得るか等）や掛けられるコストの違いなど諸々の要素から、より良きコーポレート・ガバナンス体制は異ならざるを得ず、統一したコーポレート・ガバナンス体制というものは構築しがたい。

大会社と中小会社の違いだけでなく、そもそも経営学の分野でも、組織や経営戦略において議論が進展・変化を続けており、例えば経営戦略でもいわゆるポジショニング派、ケイパビリティ派、アダプティブ派等、常に新しい考えが提示されて変化していて（三谷 2013）、いつの時代でも、どんな経営環境でも、どの企業にとっても正しい、と言えるようなものは存在しないのではないかと思われる。

3.3 日本におけるコーポレート・ガバナンスの変遷

加護野ほか 2010 によると、第二次世界大戦前の日本においては、会社観として株主用具観が色濃く存在しており、戦前の日本企業では利益の大部分を配当に回していた。そして、資金調達も自己資本比率が高く、株式市場も相当の発達をしていた。株主総会中心主義で、最高かつ万能の機関として、業務執行についても決議して取締役を拘束することができた。取締役・監査役の選任・解任及び報酬の決定は、株主総会の普通決議事項であった。財閥系・非財閥系ともに持株会社の所有比率が高くなっており、株主による統治の仕組みとなっていた。従業員のステークホルダーとしての力は微々たるものであった。戦前の株主主権がもたらした問題として、「大株主のその場主義的我利の横暴」「重役の腐敗」など、株主主権とそれに迎合する経営者が問題をもたらした。

第二次世界大戦の戦時経済期には、個別の資本家は私利よりも公益優先を強制すべきとの考えが台頭し、会社というものは、株主（資本）、経営者（経営）そして従業員（労務）から成る組織体であるという新たな会社観、企業理念が提示された。国家総動員法、会社経理統制令、軍需会社法により、株主総会の権限や手続きには制限が加えられ、株主の権利が一貫して制限されていく中で、従業員が取締役昇進、就任する例が増加するなど、会社統治の姿が様変わりすることとなった。

戦後、GHQによる財閥解体・財界追放が行われ、分割された旧財閥系企業は所有者不在の企業になり、その後に、資本の自由化にともなう外資による乗っ取りを防ぐ名目で株式の持ち合いを進めていった。さらに、戦後の混乱期には、激しい労使紛争が巻き起こった。これによって従業員の存在感が大きくクローズアップされることになった。そして、現代にいたるまで、日本におけるコーポレート・ガバナンスの仕組みは、株式持ち合い等により株主の権利を実質的に制限し、外部にあるメインバンクに代表される銀行、そして内部の従業員などのメンバーなどが多元的に関与するものであった。この仕組みの利点は、経営者が長期的な視野から経営を担えること、従業員の会社へのコミットメントが高くなることなどもあった。しかし、同時に、いくつかの問題点も指摘され、バブル経済崩壊後にその問題点が露呈し、日本企業の経営不振ひいては日本経済の長き低迷につながったとされ、米国に代表されるコーポレート・ガバナンスの姿を導入することが急務であるとの議論が活発に繰り広げられた。

3.4 「株主主導の新ステークホルダー主義」について

田村 2020 は、「近年、アクティビスト・ヘッジファンドの台頭や、ブラックロック等の機関投資家によるエンゲージメントの積極化など、株主の経営に対する影響力が顕著に増大している。他方で昨年来、欧米では、『企業経営の目的は株主価値の最大化である』という理念に対する大きな揺り戻しが起こっている。」として、問題提起をしている。

田村 2020 は、手段軸と、目的軸をわけて、米国の例を説明している。

1970年代までは経営者が会社を支配し（手段軸）、ステークホルダーの利益を

追求（目的軸）していた。「手段軸」としての経営者支配の実態は、株主が取締役を選び取締役会が経営者を選ぶという会社法の規定から見ると正当性を欠くが、「目的軸」におけるステークホルダー主義がイデオロギー的に、その正当性の欠如を補っていた。

しかし、1990年代以降は独立取締役が主体の取締役会が経営者を監督し最終決定権を握る「モニタリング・モデル」に移行して取締役会がガバナンスの主役になり（手段軸）、株主利益を追求（目的軸）してきた。このCEOから取締役会への権力の移行については、経営者の不祥事を契機とする連邦規制強化の動き、敵対的買収の脅威、機関投資家の影響力増大に対して、経営者の側からは可能な限り経営者の自由裁量権を防衛する「次善の策」「戦術的譲歩」としての側面が色濃く見られるという。敵対的買収の脅威については、経営陣がポイズン・ピル等の買収防衛策で対抗したが、その有効性をめぐる訴訟で米国裁判所は（買収が成功すると職を失う）経営陣の利益相反に鑑み、独立取締役による判断を重視した。また、機関投資家アクティビズムにより、取締役会の株主に対するアカウントビリティ強化のため、独立取締役の重視を強く求められるようになった。こうして、1990年代後半に、独立取締役主導のモニタリング・モデルが正当性を確立した。取締役会における独立取締役の比率は、1980年代から1990年代にかけて大幅に増大し、取締役会の約70%を占めるに至った。

そして、2000年代初頭には、エンロンの破綻（2001年12月）、ワールドコム
の破綻（2002年7月）等の相次ぐ企業スキャンダルが、モニタリング・モデル
の再検討といっそうの強化につながった。両社の取締役会は当時のコーポレート・
ガバナンスのベストプラクティスを満たしながら、実質的には取締役会による監
督機能は不在であり、形だけ取締役会のベストプラクティスを整えても経営陣の
監督を真に行うことはできないことが白日の下にされた。サーベンス＝オクスリー
法等による規制が強化され、モニタリング・モデルによる取締役会が（手段軸）、
株主利益を追求（目的軸）してきたが、アクティビストだけでなくパッシブ投資
家である機関投資家の中でも最終投資家に対するフィデューシャリー責任（スチュ
ワードシップ責任）を果たす上でも議決権行使を含むエンゲージメントを行うよ
うになり、株主の牽制も強くなっていった（手段軸）。

このような流れを受けて、今後は、機関投資家などの株主が経営のモニタリングの重要な担い手となって（手段軸）、地球環境や社会問題までも包含した拡張されたステークホルダー利益が重視される（目的軸）とされている。

何がステークホルダー全体の利益にかなうかを最終的に判断するのは、旧来型の経営者・取締役ではなく、株主（機関投資家）である。その機関投資家は、最終受益者のエージェントとして、地球環境や社会問題を含むステークホルダーの利益を重視することが、長期的な最終受益者（株式を委託している委託者）の利益にかなうというのである。

この論文の中で、ショートターミズム（中長期の利益を犠牲にして短期的利益を追求すること）論争が取り上げられており、機関投資家がショートターミズムだという批判は当たらないと述べられているが、この中で経営者のショートターミズムについても触れられている。「経営者が（短期的な株価ベースの機械的な報酬などの歪んだインセンティブにより）株価を維持したい場合、将来のために投資を削減したり、会計上許容される操作（あるいはそれを超えた不適切会計）を行ったりすることにより、足下の業績の実績値をかき上げる誘惑に駆られる。これが株価操作の誘惑に屈した経営者のショートターミズム問題である。この場合、いずれ真実が明らかになれば株価は下落し、株主は損害を被ることになる。その極端な例がエンロンであり、経営者の利欲追求のために株主は最終的に甚大な損害を被った。」

前述のGEの例は、短期的な利益の追求というよりも、上場している継続企業として安定した中長期的な成長を作出するために、財務処理・会計操作等を行っていたとされている。

現代においても、経営者は、市場からのプレッシャーその他の圧力により、企業価値を毀損する行動を取ってしまうおそれが常に存在している。

その中で「取締役会は、単に会社および株主に対してアカウンタビリティを有するのみならず、会社および株主の最善の利益にかなうように行動する義務がある。さらに、取締役会は、従業員、債権者、顧客、サプライヤー、地域社会を含む他のステークホルダーの利益を適切に考慮し、公正に取り扱うことが期待される。環境的・社会的規範の遵守もこの文脈で関係してくる。」

現代の上場会社においては、経営について委任を受けた取締役会が、株主から独立した立場で（つまり、単純に株主の意向に盲従するのではなく）、株主として相当なシェアを有している機関投資家の牽制を受けながら、コーポレート・ガバナンスを行っていくという形になっていく、というのである。

これは、かなり正しい予測ではないかと思われる。

4 結論

4.1 コーポレート・ガバナンス・コード

日本においては、イギリスのソフト・ローな方法を参考にしたようで、「コーポレート・ガバナンス・コード」が策定・提示されている。これは、強制的ではなく、ソフト・ローと言われる手法で、盲目的に従うのではなく、企業自身が選択してコンプライ・オア・エクスプレイン（提言を採用して従うか、従わないならその理由を説明しなければならない）というものである。

これまでに見たように、企業統治のあり方・あるべき方法は、時代と共に変化してきた。それは、国や世界全体の傾向として、変化してきただけでなく、企業自身の経営環境や自らのステージの変化等によってあるべき方法は変わるものだろう。起業（創業）時と発展期、衰退期、再興期など、また、事業全体の変革（イノベーションのジレンマ等）、世界経済の変化、地球環境・気候の変動、人の意識の変化など、企業ごとにおかれた経営環境や企業自身のステージごとに変わらなければ、ゴーイング・コンサーン（継続企業）であるべき企業は生き残ることができないだろう。

コーポレート・ガバナンス（企業統治）の形態がどうあるべきは、企業自身が自ら考え、決定していくべきものである。その意味から、ソフト・ローとして、「コーポレート・ガバナンス・コード」が提案されていることは、妥当であり、経営者が独自の責任でこれを考えることなく無批判に受け入れることは、経営の怠慢とそしられることになるだろう。

4.2 変わり続けるしかない

先に指摘したように、「エクセレント・カンパニー」と言われていた超優良企

業も結局は衰退していくのであり、企業の存続と繁栄が至上命題であるなら、そのための統治のあり方・組織のあり方を、絶えず検討し続けなければならない。そのときに「正解」と思われたものも、GEの例のように過剰適応して自らの将来の禍根に目をつぶって利益を先取りして、いわば「悪用」されてしまって、結局は、凋落してしまうのである。GEのウェルチは卓越した経営者と言われていたが、その支配下にあった時代から、エリートたちによって企業の崩壊が始まっていたのである。彼らが不真面目だから企業が衰退したのではない。むしろ経営者からの強いプレッシャーに対して真面目すぎるほどに対応して業績と利益の（上場会社が株主から期待される）「安定した」上昇を作出して、内実は衰退していく基礎を作り続けていったのである。不真面目な従業員を取り締まる、というのは、まったく視点が間違っていることが分かる。優れた経営者、能力の高いエリートたちが、企業を破壊してしまうこともあるということを肝に銘じるべきであろう。

いかなる状況でも、いかなる時代でも、絶対的に正しいコーポレート・ガバナンスなどという、単純解はないのである。

そして、企業が置かれた具体的な状況、経営資源、上場会社か中小企業かなどさまざまな要因によって、望ましいコーポレート・ガバナンス体制は異なってくるだろう。

その判断を良くし得るのは、結局は、企業情報が日常的に集まる経営者、すなわち、執行役員らと取締役会であるから、取締役会の経営判断が尊重されるような体制が望ましいのではないだろうか。

田村 2020 が指摘するように、機関投資家も一つの牽制の担い手としての資質も認められるが、企業の正確な情報を収集し得る可能性が高いのは、やはり企業内部の機関である取締役会であろう。GEの例でも、株主（機関投資家）は、最終的に不自然さに気づいたがそれでも正確な情報は把握できていなかった。また、機関投資家は、自己のクライアントと他の株主との利益相反がある場合には職務上自己のクライアントからの受任者として善管注意義務を負っていることから、自己のクライアントの利益を図らざるを得ない立場にある。従って、機関投資家が当該会社の株主全体の代理人たり得ないことは否定できない。また、現実に経

営を行う者と、株主として助言または要求する者とは、当該会社に対して負っている責任の重さが飛躍的に異なる。経営者は、法律的には結果責任は負っていない（経営判断原則など）が、事実上は株価への反映や株主からの突き上げ等により結果責任を負っており、経営者たる役員等こそ最も当該会社に対して責任ある地位にあると言える。GEの取締役会はもしかしたら能力がなかったかも知れないが、それでもまだ取締役会の方が正確な情報を得られる可能性はあった。つまり、CEOが取締役会の会長を兼ねるとか、CEOの好みで人選するとか、華やかな経歴のみで安易に人選する等、加護野ほか2010が10年以上前のアメリカの状況で指摘しているようなことを避け、適切に人選され、かつ、取締役会の機能が妨げられず、情報も正確に確保される体制を持つならば、CEO・SEOを牽制する機関としては、取締役会を始めとする役員等によるしかないのではないだろうか。リスク判断も経営陣が行うのであり、株主が経営に口を出すのではなく、経営陣すなわち取締役会を始めとする役員等の経営判断は尊重されるような体制が好ましいのではないだろうか。この体制により、自由競争でより良い経営がなされること、より良い企業統治がなされることを期待し、株主による経営内容への過度な干渉は抑えられるべきではないだろうか（所有と経営が分離している上場会社の場合）。その問題点は、アメリカなどの過去の事例から、かなり学ばれてきているように思われる。但し、繰り返すが、対策に対してはその抜け道を実行されたり、過剰適応して趣旨と異なる効果をもたらしたりするのが当然あるものとして、常にモニタリングしながら、変更し続けるしかないことを肝に銘じなければならない。

株主による統制は、2.2や2.3で紹介した判例を見るように、問題が起こりうる。また、株主は平等でなければならない（株主平等原則）。機関投資家など大株主が、他の一般株主の利益を害して自己の利益を図る可能性がある（田村2020は、それやショートターミズムを防止するために、ファンド・マネージャーの報酬の改善などを提言しているが）。機関投資家が、取締役候補者を提案してその候補者が取締役に選任された場合に、当該取締役が当該機関投資家のために行動したり、機関投資家に企業内の情報（インサイダー情報）を漏洩する可能性もある（2022太田は、アクティビストと他の一般株主との利益相反等の可能性

とその対策を指摘している)。上場会社は金融商品取引法上、適時開示を求められており、一部の株主である機関投資家のみ当該企業のインサイダー情報を漏洩するのは、不公正なこととなる。この点から考えると、機関投資家が、コーポレート・ガバナンスにおいて主要な立場となることには問題がないとは言えないだろう。そうすると、やはり、コーポレート・ガバナンスにおいては取締役会を始めとする役員等が主体とならざるを得ないと考えられるのである。

そして、会社自身のコーポレート・ガバナンスによっては適切に行われない重要事項（例えば、従業員の最低賃金や解雇規制など）は国が規制を定めるしかないのではないか。また、取締役ら役員等が不正行為・不法行為を起こさない体制も、過剰な制裁にならないように注意しながら（なお、カルテル課徴金の役員への転嫁について、2023 浜田は、法の趣旨に反し役員への過剰な制裁と指摘している）、立法府・行政府や司法府が、適切に構築していく必要は今後も引き続きあるだろう。

会社経営に携わる者は、構築された体制に慣れて、その抜け穴を探し続けそれを利用したり、過剰に適応して趣旨と異なる行為に及んだりするから、それを防止するには常に変化し続けるしかない。絶対的に有効な防止策はないと思われる。

結論としては、身も蓋もないかも知れないが、絶対的に妥当な体制というものはなく、組織も統治方法も常に会社の役員等が考えて変化し続けるしかないし、規制も変化し続けるしかないと思われる。

5 おわりに

5.1 変化を疎んではならない

法律家は特に、絶対的に正しい法律、正しい体制、確定したものを求めやすいのではないかと、私は想像したりする。

しかし、企業というものは、常に変化し続けるものであるし、変化し続けなければ生き残っていけない。

そうだとすると、その規制も、常に変化し続けるしかない。

実際、これまで見たように、時代の変化や、国の規制、戦争前中後、会社不祥事の発生などによって、コーポレート・ガバナンスの体制は変化し続けてきた。

社会や経済が安定しても、会社不祥事の発生は防げず、変化を余儀なくされた。それは、企業経営に携わる者が無能だからとか、能力が低いから、ではなく、逆に優秀だから、頭がいいから、その抜け道や誤用（過剰適応による想定外の結果へ向かってしまうことを、仮に「誤用」と呼ぶことにする）するからである。これを防止し直すためには、規制や統治のあり方、組織のあり方も変化し続けるしかないのである。

誰だって、せっかくやり方に慣れたのに、新しい方法を採用されてまたそれをマスターして慣れなければならないとしたら、面倒で仕方ないだろう。

しかし、常に疑い、モニタリングし続け、嫌われても地位を脅かされても問題点を指摘し、あるいは、問題点が顕在化していなくともそれをあぶり出すために、変化し続けるしかない。

賞賛されていた優良企業が衰退していく事例を見ると、そう考えるしかないと思われるのである。

5.2 今後の日本の展望

中国史などを見ると、唐の李世民（太宗）は、より良い治世を行うために、諫言役として魏徵を諫議大夫としたという話もあり、批判を受け入れ自省するような経営陣の意識も重要だと思われる。体制や仕組みを動かすのは、結局は人間だから、後継者教育の中には、経営者としての意識教育も重要であろう。もちろん、取締役会その他機関の諫言を聞かなければならないような仕組み・体制も必要で、これは車の両輪と言えるであろう。

現代の日本の状況は、10年以上前のアメリカの状況に追随しているような印象を感じる。ただ、その模範とするアメリカにおいても企業経営のすべてが素晴らしく良いというものではないと思うので、参考しつつも、経営陣や国が、より良いあり方を独自に常に考え続ける必要があると思う。

株主（特に機関投資家）が牽制の担い手として台頭することも、コーポレート・ガバナンスが適正に行われるための一つの要素として歓迎すべきとは思いますが、コーポレート・ガバナンスの不適正な例で示したような事件もあるし、根本的に株主は自己の利益のために行動するものであって、会社全体の利益のために行動する

ものとは異なることから、経営者と会社の関係と同じように（エージェンシー問題）、他の株主との利益相反が避けられないと思われるので、コーポレート・ガバナンスの担い手は、どうしても取締役会などの役員等に頼るしかない（正確な会社情報を持ち得るのも当該会社の役員等である）と考える。コーポレート・ガバナンスの重点は、役員等のあり方を中心に据えるしかない。

大変ではあるが、企業が経済に及ぼす影響は大きいので、エネルギーをつぎ込むべき重要な先の一つであると思われるので、絶対におろそかにしてはならない分野だと思う。

なお、AIは将来の予測はできないと言われており、この分野でAIがどれくらい役に立つのかは分からない。規制の間を抜けるような、あるいは規制を悪用・誤用するような行為を予測しなければ、不祥事や損害発生を防げないと思われるからである。

参考文献

- 江頭憲治郎. 2021. 『株式会社法 第8版』. 有斐閣
- 太田洋. 2022. 「アクティビストからの取締役受入れと「Board3.0」の議論」. 『商事法務』. 2295 : 26-34
- 太田洋. 2023. 『敵対的買収とアクティビスト』. 岩波新書
- 加護野忠男・砂川伸幸・吉村典久. 2010. 『コーポレート・ガバナンスの経営学 会社統治の新しいパラダイム』. 有斐閣
- 蟹江章. 2022. 「わが国の商法監査制度の展開～ロエスレル草案から商法特例法まで～」. 『会計プロフェッション 2022年3月』. 17 : 51-68
- 神田秀樹. 2023. 『法律学双書 会社法 第二十五版』. 弘文堂
- 司会鈴木竹雄. 1973. 「会社法運用の実態と立法問題」. 『日本私法学会 私法』. 35 : 151-196
- 田村俊夫. 2020. 「株主主導の新ステークホルダー主義～ESG・SDGs時代のコーポレートガバナンス～」. 『資本市場リサーチ 2020年夏季』. 56 : 134-183.
(<https://hermes-ir.lib.hit-u.ac.jp/hermes/ir/re/31316/0102001501.pdf>)
- 東京高等裁判所. 2008. 「平成20年4月23日判決」. WESTLAW. JAPAN.
2008WLJPCA04236001
- 東京地方裁判所. 2021. 「令和3年2月9日判決」. WESTLAW. JAPAN.
2021WLJPCA02098010

- トーマス・グリタ+テッド・マン．御立英史訳．2022．『GE 帝国盛衰史 - 「最強企業」だった組織はどこで間違えたのか』．ダイヤモンド社
- 浜田道代．2023．「カルテル課徴金の役員への転嫁に関する一考察 - 世紀東急工業株主代表訴訟事件を契機として -」．『商事法務』．2319：4-19
- 三谷宏治．2013．『経営戦略全史』．ディスカヴァー・トゥエンティワン

第5章 中小企業のイノベーションと コーポレートガバナンスの機能 問題提起と論点の整理

浦野 恭平

1 はじめに

現在、我が国の多くの中小企業において、その持続的存続と成長の確保が大きな課題となっている。もっとも、中小企業の存続に関わる問題は、戦後一貫して国の政策課題でもあり、大企業に比して経営資源上の制約を抱えた個々の中小企業にとって、その存続基盤の危機に対応することは、これまでも常に重要な経営課題であった。ただ、こうした課題は国内外の経営環境が大きく変わっていく1990年代以降、そして現在、より重要かつ喫緊のものとなってきている。すなわち、グローバル化にともなう国際競争の激化、大手企業の海外生産の拡大、情報分野に代表される技術革新の進展の中で、多くの中小企業が関わってきた産業及びその中で展開される事業や取引の構造が大きな転換を遂げ、主力としてきた製品・サービスが存続の危機を迎えているケースも多く見られる。そうした中で、個々の中小企業がイノベーションをつうじて新たな存続基盤を確保し、持続的に存続・成長することが必要となっている。

他方、近年、コーポレートガバナンス改革に関わる議論が国内外で盛んになされるとともに、実際にそれにもとづいた新たな制度やルールの導入が図られており、上場大企業を中心にガバナンス改革への取り組みが見られるようになっていく。そうした中で、これまで我が国においては、必ずしも正面から議論の対象とはなってきた中小企業のコーポレートガバナンスについても、その改革への取り組みが経営上の課題として指摘されるとともに、それを研究することの重要性が高まってきている。

以上の中小企業における二つの課題，すなわち，イノベーションをつうじた存立基盤の確保と，コーポレートガバナンスの改革に関わる課題は，相互に不可分のもとしてとらえる必要がある。なぜならば，第一にコーポレートガバナンスには企業の経営者をモニタリング及びサポートする仕組みとしての機能があり，それは経営者の「意思決定の有効性や健全性」を高めることに寄与するからであり，第二に企業の事業遂行に必要な経営資源（ヒト，モノ，カネ，情報）は，それらを提供するステークホルダーとのやり取りをつうじて動員されるものであり，ガバナンスをつうじたステークホルダーとの関係構築が，企業の「戦略実行能力」に影響すると考えられるからである。

以上のように，企業におけるコーポレートガバナンスのあり様が，企業の戦略的意思決定と戦略の実行に影響することをつうじて，当該企業のイノベーションの実現可能性にも影響を与えることから，この両者の相互関係を検討していく必要があると考える。本稿では以上の問題意識にもとづいて，中小企業がイノベーションをつうじて持続的存続と成長を図っていくうえで，どのようにコーポレートガバナンスの問題に取り組んでいくことが必要なのか，その方向性と論点を整理していくこととする。

2 我が国中小企業の現状と課題

ここではまず，本稿の問題意識に関わる視点を中心に，我が国中小企業の現状及び課題について確認していくこととする。

2.1 中小企業の低生産性とイノベーション

中小企業とは把握の目的や国々の基準によって異なりうる概念であるが，周知のように，我が国においては一般に「中小企業基本法」で業種ごとに定められた，資本金額又は従業員数の基準を下回る規模の企業として定義される¹。『中小企業

1 製造業，建設業，運輸業その他の業種で資本の額または出資の総額が3億円以下または従業員数が300人以下，卸売業で同1億円以下または100人以下，サービス業で同5,000万円以下または100人以下，小売業で同5,000万円以下または50人以下。さらに，小規模事業者の区分がある（中小企業庁 HP）。

白書』によると、我が国において中小企業は企業数で全企業の99.7%（2016年）、従業者数で全体の69.8%（2016年）、そして、付加価値額で全体の52.9%（2015年）となっており²、我が国の経済・産業や地域社会の中で大きなプレゼンスを示している。ただ、その企業数は年々減少傾向にあり³、また、我が国の中小企業セクターについては、その労働生産性の低さが従前から指摘されている。

中小企業の労働生産性（従業員1人当たり付加価値額）は、製造業では大企業の1,180万円に対して520万円、非製造業ではそれぞれ1,267万円に対して520万円（2020年）と、大企業の半分以下の水準にある。また、大企業の労働生産性は2010年代以降に逡増傾向を示しているが、中小企業については20年以上ほぼ横這いで推移している⁴状況にある。

国際比較で見た場合、日本企業全体の労働生産性（就業者1人当たり付加価値）は78,655ドル（809万円）となっており（2020年）、これはOECD加盟38カ国の中で28位あたり、1992年以来、主要7カ国で最下位の状況が続いている⁵。以上に鑑みると、中小企業部門の労働生産性の低さが日本企業全体の水準を押し下げる主要因となっているという、我が国の構造的な問題点が見えてくる。

こうした中小企業の低生産性は我が国にとって解決すべき政策課題であり、個々の中小企業にとっては持続的に存続・成長していくためには克服すべき経営課題である。マクロレベルでは、我が国の労働生産性が低い理由として、イノベーションが起きなくなったこと、人材や設備に対する投資が減っていること、デフレで低価格化競争が進み、諸外国と同じような製品やサービスを提供しても、受け取れる付加価値が少なくなっていること、企業の新規開業や統廃合が少ないこと、労働人口の多いサービス産業の生産性が諸外国より低いことなどが指摘されている⁶。我が国の中小企業セクターの生産性の向上を図っていくために

2 中小企業庁（2021）

3 中小企業庁（2020） -110 ページ参照。

4 中小企業庁（2022） -71 ページ参照。

5 日本生産性本部（2021）4 から 6 ページ参照。

6 ここでの我が国中小企業の低労働生産性の論点については木内（2022b）を参照。

は、上記諸要因の解消に向けた政策の導入や社会構造の転換が必要となってくる。

そして、個々の企業にとっては、その労働生産性の向上を図るためには、少なくともインプットである労働を節約することで生産性を向上させる効率化、ないしはアウトプットである付加価値の向上に取り組むか、あるいはその両方に取り組む必要がある⁷。したがって、我が国の中小企業がその生産性の向上を図っていくためには、従来の経営のあり方を転換して、例えば情報技術を活用した新たな生産方法や販売方法、組織運営の方法などの導入をつうじて効率化を図ること、また、現状よりも付加価値の高い新製品・サービスを開発して市場投入すること、あるいは、現在の事業とはことなるビジネスモデルを備えた新しい事業を創造することで、効率的かつ付加価値の高い事業を展開することが必要となってくる。本稿のテーマであるイノベーションとの関連でいうと、プロセス・イノベーションやプロダクト・イノベーション、あるいはビジネスモデル・イノベーション等に取り組むことで経営革新を実現し、生産性の向上を図っていくことが課題となっている。

ただ、現状としては中小企業のイノベーションをつうじた経営革新は、必ずしも取り組みが十分に進んでいるとは言えない状況にある。中小企業庁（2017）では、企業の事業展開を Ansoff（1957）の「成長ベクトル」のフレームワークに

7 労働生産性がアウトプットとインプットの比率〔付加価値 / 従業員数〕であることをふまえると、それを高めるためには、インプット一定（ ）でアウトプット増加（ ）、インプット増加（ ）かつそれ以上のアウトプットの増加（ ）、インプット減少（ ）かつアウトプット増加（ ）、アウトプット一定（ ）でインプット減少（ ）、アウトプット減少（ ）かつそれ以上のインプット減少（ ）といった5つのパターンが想定される（滝澤 2018）。なお、イノベーションに取り組むに際しては、その内容と生産性向上の諸要因とを明確に紐づける必要がある。労働生産性を経営分析のフレームワークの付加価値分析で見ると、労働生産性〔付加価値/従業員〕＝売上高付加価値率〔付加価値/売上〕×労働装備率〔稼働有形固定資産/従業員数〕×有形固定資産回転率〔売上/稼働有形固定資産〕であり、そうした関係から、売上高付加価値率・労働装備率・有形固定資産回転率のいずれか、または全てを改善することにより、労働生産性は上昇することになる（木内 2022a）。

もとづいて、市場浸透戦略、新市場開拓戦略、新製品開発戦略、多角化戦略、事業転換戦略の5つに分類して、以下の戦略を「新事業展開」戦略として位置づけ、中小企業におけるその実施状況がそれぞれ、22.3%、23.7%、16.0%、4.9%となっており、特に新規事業の創造をとまなう多角化や事業転換への取り組みが少なくなっていることが指摘されている。

そして、新事業展開を実施していない理由としては、「必要な技術・ノウハウを持つ人材の不足」(43.8%)、「新事業展開に必要なコストの負担」(30.7%)、「市場ニーズ把握が不十分」(29.5%)、「自社の強みを生かせる事業の見極めの困難」(28.8%)、「必要な技術・ノウハウの取得・構築の困難」(27.8%)が上位を占めており⁸、経営革新に取り組む際の戦略的意思決定、そして、その実行に際して必要とされる経営資源（resources：ヒト、モノ、カネ、情報）及び能力（capabilities）の不足が実施への障壁になっていることがわかる。

なお、新事業展開に成功した企業の51.4%が「経常利益率増加」の傾向を示しており、成功していない企業の30.2%を上回っている⁹。中小企業にとってイノベーションをつうじた経営革新を実現することが、その存続と成長にとって重要であることが確認できる。

2.2 中小企業のガバナンスの特徴と課題

次に、ここでは我が国中小企業のガバナンスの特徴と課題について見ていく。

中小企業にあっては株式会社形態をとっている場合でも、経営者が個人で資本を調達して所有することから、同一の人物が物的資本の拠出者（株主）と人的資本の拠出者（経営者）を兼ねることが多く、所有と経営が一致していることがその特徴¹⁰となっている。中小企業庁（2018）によると、我が国中小企業の所有形態は72.5%が所有と経営が一致した「オーナー経営企業」であり、「オーナー経営でない企業」が27.5%となっている。なお、ここでのオーナー経営企業とは、

8 中小企業庁（2017）342から346ページ参照。

9 同上、345から346ページ。

10 藤野（2017）及び黒瀬（2022）を参照。

「創業者や創業グループメンバー、創業家の血縁者、あるいは大株主個人が、社長、会長あるいは相談役として経営の第一線に立っている企業、若しくは議決権比率のみならず実質的な支配権を握っている企業」¹¹を意味する。

このように我が国の中小企業においては、多くの企業で所有と経営が一致しており、「企業経営者を規律付ける仕組み」¹²としてのコーポレートガバナンスは次のような特徴を持つと言われている。まず、株主と経営者間の利害の対立から生じる、いわゆる「エージェンシー問題」は原理的に発生せず、経営者による「自己監査」が基本となることである。そして、その結果として経営者が自らの判断で「迅速な意思決定」を行い得ることや、短期的な株主の利害よりも中核的な「従業員や仕入れ先との長期的な関係」を重視することが出来るといった長所があるといわれている。ただ、他方で経営者の意思決定に対して株主をはじめとする「外部からの規律」がはたらきづらい¹³こと、「情報開示」に対する認識が低いこと、また、「取締役会」のような意思決定の仕組みや「経営管理機能」が未整備になりがちであり、それが「リスク耐性の低さ」に繋がっているとの指摘がなされている¹⁴。

こうした中小企業のガバナンス及び経営上の特徴は、それが所有形態の構造的特性に起因することから、長きにわたって「温存」されてきた感は拭いえない。ただ、近年、内外でコーポレートガバナンス改革に関わる議論¹⁵が高まる中で、

11 中小企業庁（2018）82ページ。

12 コーポレートガバナンスの定義の仕方は論者やその目的により様々で、多様な定義がある（江川 2018）。なお、ここでは同書で一般的定義として提示されている内容を用いた。

13 従前、中小企業に対しての外部ガバナンスとして、借入先の金融機関や供給先など関連企業による統制（指導・助言や役員の派遣等）が機能していたが、近年のメインバンク制の機能低下やグローバル化にともなう企業間関係の変化（価格に優先順位をおいた契約への移行）により統制の有効性が低下している（藤野 2017）との指摘がみられる。

14 ここでの特徴全般については藤野（2017）及び中小企業庁（2018）を参照。

15 コーポレートガバナンスに関する研究は多くの学術領域の主要テーマとなっており、これまでに多くの研究が展開されている。なお、本稿では2015年に導入された日本版

中小企業においてもそのガバナンスのあり方が問われるようになってきている。これまでも我が国においては企業のガバナンス改革は様々な視点で取り組まれてきたが、2014年6月に第2次安倍内閣が発表した「『日本再興戦略』改定2014」を受けて、日本版の「コーポレートガバナンス・コード¹⁶（以下、ガバナンス・コード）」が2015年6月に東証で運用されて以降、大企業を中心にガバナンス改革が経営課題として認識され、実行にも移されるようになってきている。同コードは上場企業を中心とした大企業を念頭においたものであるが、こうした改革を求める動きが活発化することでコーポレートガバナンスに対する社会の価値観や考え方が変わる中、中小企業のガバナンス改革も課題として認識されるようになってきている¹⁷。

確認すると、上記ガバナンス・コードにおいては、コーポレートガバナンスとは、「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味する」と定義されている。そして、コーポレートガバナンス・コードとは「実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたもの」であり、その原則が適切に実践されることで、「それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与することとなるもの」とされている¹⁸。なお、同コードであげられている原則は、「株主の権利・平等性の確保」、「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」、「適切な情報開示と透明性の確保」、「取締役会等の責務」、「株主との対話」である。

このガバナンス・コードに示されたガバナンス改革の方向性には、大きく二つの流れがあると考えられる。すなわち、一つは「守りのガバナンス」から「攻めのガバナンス」への転換であり、もう一つは「株主第一主義」的なガバナンスか

の「コーポレートガバナンス・コード」における原則や考え方を中心に検討している。

16 金融庁と東京証券取引所が「OECDコーポレートガバナンス原則」を踏まえて原案を作成。同コードは2018年と2021年に改訂を経て実質性と内容の充実が図られている。

17 例えば、ガバナンス・コードの発表・運用以降、多くの地域の商工会議所や経営者団体が主催する、中小企業を対象とした「ガバナンス・セミナー」等が実施されている。

18 以上、東京証券取引所（2022）1ページ。

ら「ステークホルダー主義」的なガバナンスへの転換である。

「攻めのガバナンス」の特徴は、上記原則のうち、の「取締役会等の責務」を中心に見出すことが出来る。すなわち、そこでは「取締役会は、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、i、企業戦略等の大きな方向性を示すこと、ii、経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと、iii、独立した客観的な立場から、経営陣（執行役及びいわゆる執行役員を含む）・取締役に対する実効性の高い監督を行うことをはじめとする役割・責務を適切に果たすべきである」¹⁹とされている。従来のコーポレートガバナンスの考え方においては、「透明・公正」を基本とし、「法令順守」や「リスク回避」といった「守りのガバナンス」をつうじて中期的な企業価値向上を図ることが志向されていたが、それに対してガバナンス・コードにおいては、「法令順守」はもちろん、経営者が一定程度の「リスクを許容」しつつ「企業家精神を発揮」して、企業の持続的成長と中長期的な企業価値の向上をはかる、「透明・公正かつ迅速・果敢」な「攻めのガバナンス」が志向されている²⁰。

次に「株主第一主義」から「ステークホルダー主義」への転換については、上記原則のうち、「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」に見出すことが出来る。すなわち、「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。」そして、「取締役会・経営陣は、これらのステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けてリーダーシップを発揮すべきである」²¹とされている。確かに同コードの体系は「株主の権利・平等性の確保」が冒頭に来るものの、従業員や顧客、取引先、債権者、地域社会といった、企業を取り巻く多様なステーク

19 東京証券取引所（2021）3ページ。

20 内藤（2017）を参照。

21 東京証券取引所（2021）8ページ。

クホルダーの利害をも念頭に入れた、「ステークホルダー主義」的な考えを包含したガバナンスへの転換が志向されている。

なお、2021年の改定にあたっては「取締役会の機能発揮」と並んで、「企業の中核人材における多様性（ダイバーシティ）の確保」、「サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）を巡る課題への取り組み」が付加されており、世界的にも関心が高まっている ESG あるいは SDGs を包含した内容となっている。以上みてくると、ガバナンス・コードにおいては企業経営における二つの「持続性」の必要性が示唆されていると考えられる。すなわち、一つは企業の「持続的存続と成長」であり、もう一つが社会・環境をも視野に入れた社会の「持続的発展」であり、そして、それらを両立したコーポレートガバナンス、ひいては企業経営のあり様が問われている。

先にも述べたが、わが国で導入されたコーポレートガバナンス・コードは基本的に大企業を対象として提起されたものであり、大企業とは異なる所有形態を有し、また、経営資源に限りのある中小企業が大企業と同様かつ同等のガバナンス体制を構築していくことは容易ではないと考えられる。ただ、これまで見てきたガバナンス・コードに示された内容、特にその基本理念や考え方が国内外で「実質の標準（de facto standard）」となりうる環境下で、中小企業の事業展開や経営活動の土台として、かかる理念や考え方に対応したガバナンスが求められているといえる。

3 我が国中小企業の方向性

ここまで我が国中小企業が直面している二つの経営課題、すなわち、イノベーションをつうじた経営革新とコーポレートガバナンス改革への取り組みについて確認してきた。冒頭に述べたようにこの二つの課題への取り組みは相互に不可分のものとしてとらえる必要がある。本章ではこの問題意識にもとづきながら、我が国中小企業の方向性とその論点について検討していく。なお、検討にあたっては、まず、イノベーションと経営革新²²に関わる論点を整理し、その後、それを

22 本稿ではイノベーションを「新結合」（Schumpeter 1934）による「革新」と定義す

ふまえてコーポレートガバナンス改革との関係性について確認していく。

3.1 持続的成長と継続的な経営革新

中小企業に限らず企業が自らの経営資源を有効に活用し、持続的に成長していくためには、経営環境の変化に対応してその事業内容を革新する必要がある。実際、我が国中小企業においても新たな事業展開により経営革新を実現した企業が高い業績をあげていることを前章で確認した。

かかる経営課題は経営戦略論において、その初期の研究から主要テーマとして論じられてきている。Ansoff (1965) は企業の外部環境を配慮しつつ機会を探究し、企業内の限られた資源を配分する「戦略的意思決定」の重要性を指摘し、そのフレームワークとして前章でもふれた「成長ベクトル」の概念を提示した。そこでは、戦略的意思決定にあたって、現在の製品で現在の市場におけるシェアや売上の拡大をはかる「市場浸透戦略」のみならず、既存製品を新市場に投入する「新市場開発戦略」、現在展開している市場において新製品を投入する「新製品開発戦略」、新製品を新市場に投入する「多角化戦略」といった、既存の事業内容からの革新を視野に入れるべきとの主張が示されている。

また、Mintzberg (1987, 1989, 2009) はアンソフに代表される規範的性質を持つ伝統的戦略論とは異なる視点で、持続的成長と経営革新の重要性について指摘している。彼は伝統的戦略論が重視してきた「計画 (plan)」としての戦略とともに、これまでに実現された事業展開に現れる傾向を意味する、「パターン (pattern)」としての戦略をも重視するが、好業績企業に共通するパターンとして、既存の戦略で成功を継続させられる限りにおいては既定路線に沿って継続的改良を続けていくが、その戦略の方向性が外部環境とずれてしまった場合には、

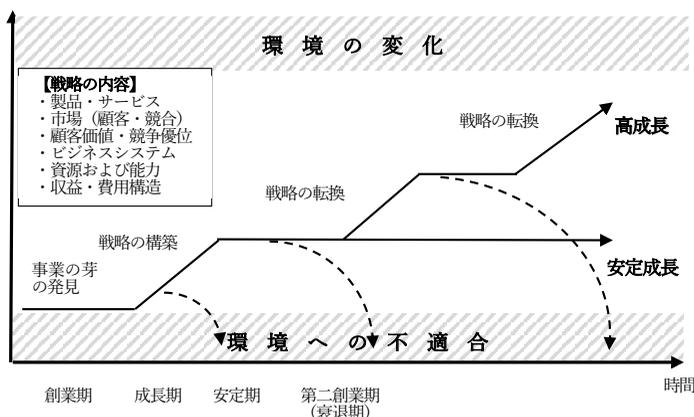
る。企業はその経営資源 (ヒト・モノ・カネ・情報) や「能力」を、従来とは異なる新しいパターンで組み合わせることによって、新製品やサービス、新しい生産方法や販売方法、新しい事業の仕組みを生み出すことが出来る。そして、「経営革新」とは企業が営んでいる事業 (business) 内容の転換をつうじて、従来とは異なる利益獲得の機会を獲得することである。

新しい安定を求めて戦略，組織構造，システムを徐々にではなく急速に再統合していくという点を指摘する。そして，戦略マネジメントの要諦は「安定した状態 (configuration)」において努力を重ね効率を上げる一方，他方で外部環境に適応して「変革 (transformation)」することにあると主張している。

以上のように企業が持続的な存続と成長を実現していくためには，変化する経営環境と自社の経営資源との「適合」関係を，時間の経過とともに「動的 (dynamic)」にかつ「継続的」に変革していくことが必要と考えられる。図1はこの点を概念化したものである。企業家が経営環境の中に「事業の芽を発見」し，それをもとに自社の活用可能な資源と能力を前提として「戦略の構築」をはかる。その後，その経営戦略が環境に適合している限りにおいては「安定成長」がのぞめるが，それが環境への不適合を起こした際には，新製品・サービスの開発や新市場の開拓，あるいは新しいビジネスシステムの採用など，イノベーションをつうじて「戦略の転換」をはかり，動的かつ継続的に「経営革新」していく必要がある。

以上の点を企業の事例で確認してみる。株式会社タカギ（本社：北九州市，創業1961年，資本金9,800万円，従業員数1,449名 - 2023年3月期）は，家庭用

図1 中小企業の成長モデル



出所) 小川 (2001) を参考に筆者作成

園芸用品、家庭用浄水器、プラスチック射出成形加工、金型事業を主力事業とする。同社は1961年にプラスチック中空成形機、金型製造の個人企業として創業され、大手メーカーへの納入で事業を展開していたが、第一次オイルショック後の受注減少にともなって1977年に和議申請に至っている。だが、その後、独自商品である家庭用散水シャワーの開発に成功して1980年に発売、当時のガーデニング市場の伸長もあって同社は高成長をとげる。さらに、その後、家庭用散水シャワー市場において海外も含めた競合が増えるなか、蛇口一体型浄水器を開発して1999年に販売を開始する。この事業は住宅メーカー、マンション業者等をつうじて浄水器本体を販売し、定期的に交換用カートリッジを宅配することで収益を得る、売り切り型の散水シャワーとは異なる収益構造を備えたものである。このように、タカギは継続的に自社の製品やサービス、ビジネスシステム等の転換を図ることで、企業全体としての成長をとげてきている²³。

3.2 イノベーションと経営革新実現のための方向性

ここまで先行研究の検討をつうじて、継続的なイノベーションをつうじた経営革新の実現が、中小企業の存続と長期的な成長を可能にすることを確認してきた。ただ、前章で見たように我が国中小企業においては経営革新に取り組めていない企業が多くみられた。そして、取り組めていない要因として、人材の不足、コストの負担といった「経営資源上の制約」と共に、市場ニーズの把握、自社の強みを生かせる事業の見極め、技術・ノウハウの取得・構築といった、経営革新に取り組む際の「認知の限界」、「資源や能力の再構築能力の不足」が障壁として上げられていた。以下、イノベーション論の先行研究の検討をつうじて、かかる要因の克服に対する方向性について論点を示していく。

O'Reilly and Tushman (2016) は、企業の持続的な成長のためには組織としての「知の深化 (exploitation)」と「知の探索 (exploration)」を両立する「両利きの経営」(両利き: ambidexterity) が重要であると指摘している。ここでいう「知の深化」とは、既存事業における知識を深めることで、より質の高い

23 タカギ HP, 日本経済新聞 (2017), 浦野・迎 (2012) 参照。

製品やサービスを提供することや、業務改善をつうじて生産性を高めることで、安定的に収益を上げていくことを意味する。そして、「知の探索」とはこれまでとは異なる事業活動をつうじて新たな価値を創造するために、従前の認知の範囲を超えて新たな知を求めることを意味する。なお、既存事業において成功を収めている企業は、効率的かつ短期的に収益の向上をもたらす「知の深化」に偏り、不確実でコストのかかる「知の探索」が疎かになり、イノベーションが起こらなくなる「成功の罠 (success trap)」に陥る傾向にあるという。

Teece (2013) は「ダイナミック・ケイパビリティ (dynamic capability)」という概念をもちいて、「認知の限界」や「資源や能力の再構築能力の不足」を克服することの重要性を指摘している。企業は既存事業でのコア・コンピタンス (core competence) や業務遂行の組織能力 (ordinary capabilities) を強化することで安定や成長をはかるが、環境の変化にも関わらず既存のコンピタンスや能力に執着しつづけると、それが硬直化 (core rigidity) して柔軟性が失われることでイノベーションを阻害すると言われている²⁴。それに対しダイナミック・ケイパビリティとは、「急速な環境変化に対処するために内部・外部のケイパビリティの統合・再構築・再配置を実行する組織・経営者のケイパビリティ」²⁵であり、いわばケイパビリティを再統合するケイパビリティである。そして、それは具体的には経営陣が保有すべき3つの能力からなるとされている。すなわち、「感知 (sensing)」：環境変化における機会や脅威を感知する能力、「捕捉 (seizing)」：機会を捉えて価値獲得を実現するために資源を動員する能力、「転換 (transforming)」：組織内外の有形・無形の資源や組織を継続的に更新する能力である。

以上の先行研究の主張をみてくると、我が国中小においては「知の深化」とともに「知の探索」にも積極的に取り組むことで「両利きの経営」を実現し、そして、「感知」、「捕捉」、「転換」からなる「ダイナミック・ケイパビリティ」を高めることで、イノベーションに取り組む際の「認知の限界」、「資源や能力の再構

24 Leonard-Barton, 邦訳 (2001), 第1章, 第2章を参照。

25 Teece (2009), 邦訳 (2013), xvii ページ。

築能力の不足」を解消していく必要があるといえる。

3.3 イノベーションと経営革新のための方策

前節でみたように、中小企業のイノベーションをつうじた経営革新の実現の要件として、「認知の限界」、「資源や能力の再構築能力の不足」の克服を抽出したが、そのことは即ち中小企業の経営者ないし経営陣、さらには後述するように組織としての「認知能力」、及び「資源や能力の再構築能力」といったケイパビリティを高めていくことに他ならない。そして、本稿ではその方策として、組織メンバーたる「従業員の活用」と、「外部組織との連携」を取り上げ、その有効性を確認していく。

3.3.1 従業員の活用

企業がイノベーションをつうじた経営革新に取り組むに際して、「従業員を活用」という点については、多くの先行研究で指摘されている。Mintzberg (1998) は戦略論の視点から、戦略形成がトップのみによって行われるのではなく、組織のあらゆる階層の人々が学習行動などをつうじて戦略形成に参画しうることを指摘している。野中 (1997) は知識創造論の視点から、連続的なイノベーションを可能にしている企業では、戦略はトップだけではなく組織構成員すべてが知識創造に関与する衆知結集のプロセスをもって形成されるのであり、現場に接して市場や技術の流れを日々感知している個人の作り出す知識がグループを経由し、組織の戦略を形成すると指摘している。また、Hammel=Prahalad (1994) は、不確実な経営環境の中で企業が持続的に成長するためには、新たな能力を構築していくことが必要であるが、その前提として、経営者のリーダーシップと全社員参画による議論と学習をつうじて、産業および自社の未来を構想し、基本戦略を練り直し、自身を変革する能力が不可欠であるとしている。

以上の諸研究における考え方は、主として大企業を対象とした研究から導出されたものであるが、従業員の活用が中小企業の経営革新において有効との研究も見られる。浦野 (2011) は、知識創造論をはじめとした先行研究に依拠し、従前、経営者個人のリーダーシップに依存する傾向がみられる中小企業においても、個々

の従業員を活かした組織的な知識創造を促す戦略、組織体制、管理プロセスを導入することで、持続的なイノベーションが可能になることを、事例研究をつうじて明らかにしている。また、工藤（2022）は中小企業において前節でふれた「両利きの経営」を機能させるためには、従業員全員がその必要性を認識し、経営者が掲げる理念とビジョンを共有し、そして、従業員が経営者マインドをもって全員参画することで、「知の深化」と「知の探索」に関わることの必要性を指摘している。

以上に鑑みると、中小企業においても組織メンバーたる従業員を活用した「知識の深化」に取り組むとともに、「知の探索」、新しい「知の学習」、さらには新たな「知の創造」を促す体制を取ることが求められる。そうすることで、経営者個人の知識や認知の枠組みを超えた、組織としてのダイナミック・ケイバビリティを高めることが可能となり、中小企業の持続的な存続と成長を可能にするからである。

3.3.2 外部組織との連携

次に、中小企業のイノベーション及び経営革新における「外部組織との連携」の有効性について見ていく。外部との連携といった考え方は、これまでも中小企業論の分野において多くの先行研究で指摘されてきた²⁶ことであり、また、我が国の中小企業政策においても推奨されてきた施策の一つである²⁷。また、近年ではイノベーション論の視点から、オープンイノベーションという概念でその重要性が提起されている。

Chesbrough（2003, 2006）によると、オープンイノベーションとは企業が技術の価値を高めようとする際、内部のアイデアとともに外部のアイデアを用い、

26 商工総合研究所（1999）、小川（2000）、湖中他編（2002）等を参照。なお、これらの研究は、外部機関・組織との連携の重要性を指摘するとともに、連携を1対1の関係にとどまらずに中小企業と多様な機関・組織の間で形成される「ネットワーク」として捉えている。

27 例えば、中小企業庁（2020）第2部第1章第6節1「外部連携」。

市場化の経路としても内部の経路と外部の経路を活用することができるし、また、そうすべきであると考えられるパラダイムである。また、企業が自らのビジネスにおいて外部のアイデアや技術をより多く活用し、自らの未利用のアイデアは他社に活用させるべきであることを意味する²⁸。オープンイノベーションという考え方が提唱された背景には、顧客ニーズの多様化、製品ライフサイクルの短期化、グローバル化による競争構造の変化等の環境変化により、イノベーションプロセス全てを自社内で行うクローズドイノベーションだけでは対応しきれなくなってきたため、組織外の知識や技術を取り込むことが重要視されるようになったことがある。そもそも、経営資源や組織能力に限りのある中小企業が、そのイノベーションや経営革新を実現するうえで、自社の組織外の知識や技術を活用することは有効な手段と考えられる。

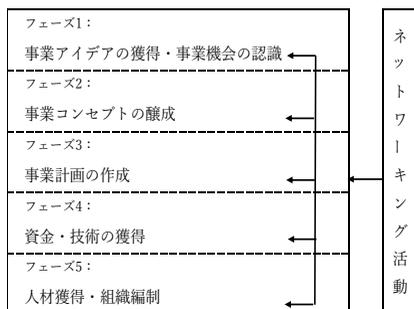
次に事業創造プロセスにおける「ネットワーキング活動」の視点から、外部組織との連携の有効性を確認する。山田（1999）によると、事業創造のプロセスとは起業家が環境の中に見出した事業アイデア及び事業機会から事業コンセプトが醸成され、それを具体化した事業計画にもとづいて、資金・技術・人材といった経営資源が動員され組織化される一連の行動の流れ、あるいはそれらの反復として理解出来る。そして、そのプロセスにおいて組織外の機関や人々との関係づくりを意味する「ネットワーキング活動」が重要な役割を果たす。すなわち、起業家は事業創造に必要な資金・技術・人材といった経営資源をネットワーキング活動によって動員する他、新しい情報やアイデア、パースペクティブ等を獲得することによって事業を創造していくのである（図2）。

外部組織との連携の具体的な形態や連携先としては、「異業種交流」や「産学官連携」、あるいは「顧客（取引先）との連携²⁹」といった様々なものが考えられ

28 Chesbrough (2003) 及び Chesbrough (2006) を参照。

29 ユーザーによる改良や工夫でイノベーションが生じていることは多くの業界で観察される現象 (Von Hippel 2005) である。そして、企業がユーザーの不満や工夫といった情報を探索・活用すること、あるいは企業がユーザーと共同することで、そのイノベーションの有効性や効率性を高めうることが観察されている。

図2 事業創造のプロセス



出所) 山田 (1999) 28 ページ図 1-1 より (一部加筆)

る。また、金融機関やベンチャーキャピタルとの関係づくりも、広い意味での連携ととらえることが出来る。連携の内容としては情報交換のような緩やかなものから、資金提供や人材派遣・採用、技術開発のための共同研究、さらには製品開発・事業開発のためのアライアンスといったレベルが考え得るが、いずれにしろ、外部組織との関係をつうじて中小企業がかかえている「認知の限界」や「資源や能力の再構築能力の不足」といったケイパビリティ上の制約を補うことに寄与すると考えられる。

ここででは外部組織との連携の取り組みの事例として、シャボン玉石けん株式会社(本社:北九州市,創業1943年,資本金1億円,従業員153名-2022年10月現在)を取り上げる。同社は創業時には合成洗剤を扱っていたが、1971年に国鉄の注文に応じて創業者が無添加石けん・洗剤の開発に着手、試行錯誤のすえ成功。商品が無添加に切り替え、環境志向の高まった90年代以降に成長をとげる。その後、石けん・洗剤の改良や商品開発に取り組みつつ、2001年に北九州市消防局の依頼で消火剤の開発をスタート。当初、開発は難航するが、北九州市立大学との共同開発に取り組み、2007年に商品化されて同商品は国内の他の自治体でも利用されることとなる。その後も同社は大学と共同で消火剤の改良を重ね、森林火災に対応する製品を開発。JICA(国際協力機構)等とも協力して、インドネシアやタイなどでの実証実験も進めてきている。また、同社は大学の研

究者を招聘して、2009年に「感染症対策研究センター」、2011年に「石けんリサーチセンター」を設立し、創業事業である石けんや洗剤の改善改良や、基盤技術の用途開発などに取り組んでいる³⁰。

なお、ここまでみてきた「外部組織との連携」と、先にみた「従業員の活用」とは相互促進的な関係にあると考えられる。すなわち、イノベーションや経営革新への積極的な参画をつうじて従業員の知識や能力が育成され、外部とのネットワーク活動での従業員の活用が可能となり、当該中小企業のネットワークが広域化かつ重層化する。そして、そのことで組織としての認知能力や資源動員能力が高まるとともに、ネットワーク活動の経験をつうじて、従業員の知識や能力がさらに育成されるという好循環が生まれうる。これまで、中小企業の外部組織との連携といった場合、経営者が主導する「トップ外交」の方法が取られる傾向がみられたが、経営者のリーダーシップと従業員への権限委譲にもとづいて、組織内外で従業員を積極的に活用することで、組織としてのケイパビリティの向上を図ることが可能になると考えられる³¹。

3.4 イノベーションとコーポレートガバナンス

本章では前節までで中小企業のイノベーション及び経営革新に関わる論点を整理してきた。本節ではそれをふまえて、中小企業のコーポレートガバナンス改革とイノベーション及び経営革新との関係性について確認していく。

3.4.1 コーポレートガバナンス改革とイノベーション

我が国中小企業において対応が問われている、コーポレートガバナンス改革の要諦は次のようなものであった。まず、大前提として「会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られ、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与すること」が求められている。先に見たように、

30 シャボン玉石けん HP, 日経ビジネス (2007), 日本経済新聞 (2009), 石鹸日用品新報 (2021), 浦野・迎 (2012) を参照。

31 浦野 (2011) を参照。

企業数、従業者数、付加価値額において大きなプレゼンスを占め、そして、国の経済・産業や地域社会の中で重要な役割を果たしている中小企業が、自らの事業基盤を維持することをつうじて社会的な機能を果たし、それによって持続的な存続と成長を果たしていくことが問われているといえる。

そして、それを実現するために「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組み」としてのガバナンス、すなわち、株主以外の多様なステークホルダーの利害をも念頭に入れた「ステークホルダー主義」にもとづくとともに、経営者がリスクを許容しつつ企業家精神を發揮しうる「攻めのガバナンス」が志向されていた。以上の内容をこれまでの議論と対応して考えると、上記のガバナンスを経営の基盤とすることで、経営者が継続的にイノベーションにとりくみ、経営革新を実現できる体制を整備することが必要であると考えられる。

我が国中小企業のガバナンスの特徴を見たとき、多くの企業で所有と経営が一致していることから、経営者が「迅速な意思決定」を行い得る、また、短期的な株主の利害より「従業員や仕入れ先との長期的な関係を重視出来る」といった長所が見られた。ただ、他方で「取締役会」のような意思決定の仕組みや「経営管理機能」が未整備なために、それが「リスク耐性の低さ」をもたらしており、また、経営者の意思決定に対して「外部からの規律」がはたらきづらいことから、「情報開示」に対する認識が低いことが短所として指摘されていた。以上のガバナンス上の特徴は、すなわち、中小企業においてはその意思決定が経営者「個人」によってなされており、意思決定のプロセスにおいて社内や企業外部の複数の異なった視点・パラダイムにもとづく情報収集や判断がなされにくい傾向にあることを意味し、それが経営者の「意思決定の有効性や健全性」を損なう可能性があることを示唆している。

以上の中小企業のガバナンスの特徴は、そのイノベーション及び経営革新に影響を及ぼすと考えられる。これまで検討してきたように、持続的なイノベーションと経営革新の実行・実現のためには、既存事業にかかわる「知の深化」とともに、従前の認知の範囲を超えて新たな知を求める「知の探索」が重要であるが、それにあたっては経営者個人の有している「認知の限界」を克服する必要がある。

また、経営革新に持続的に取り組んでいくためには、環境変化における機会や脅威を感知する能力、機会を捉えて価値獲得を実現するために資源を動員する能力、そして、組織内外の有形・無形の資源や組織を継続的に更新する能力からなる、「ダイナミック・ケイパビリティ」の確立が必要であるが、経営者個人の能力を超えた、組織としてのケイパビリティを高めていく必要がある。

ガバナンス・コードで示されている改革のあり様は、こうした課題の解消に寄与すると考えられる。同コードでは取締役会の役割として、経営陣による適切なリスクテイクを支える環境を整備し、「企業戦略等の大きな方向性を示すこと」、「独立した客観的な立場から経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行うこと」があげられていた。中小企業においては「取締役会」が未整備のケースや、定期的な開催がなされていないなどの状況が見られる³²が、その機能強化は経営者「個人」によってなされている意思決定プロセスに複数の異なった視点・パラダイムをもたらすこととなり、組織による「知の深化」と「知の探索」を可能にするとともに、組織としての「ダイナミック・ケイパビリティ」を高めることになると考えられる。

また、同コードでは「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである」とされていたが、ステークホルダーとの協働をつうじた適切な関係構築は、前項の「従業員の活用」及び「外部組織との連携」においても確認したように、経営者の個人的認知を超えた、また、組織を超えた広がりのある「知の探索」を可能にするとともに、「ダイナミック・ケイパビリティ」の向上に寄与すると考えられる。そして、ステークホルダーとの関係構築が企業の事業遂行に必要な経営資源（ヒト、モノ、カネ、情報）における量・質の拡充に寄与し、その「戦略実行能力」を高めるとも考えられる。

さらに、2021年の改定では「企業の中核人材における多様性（ダイバーシティ）の確保」があげられていた。多様性の概念の中には性別、年齢、人種などの「表

32 中小企業庁（2018）

層的なダイバーシティ」とパーソナリティ、考え方、習慣、趣味、職歴、スキルレベルなどの「深層的なダイバーシティ」が含まれる³³が、中核人材における多様性の確保は、意思決定プロセスにおける視点・パラダイムの多様性をもたらすこととなり、組織としての価値や知識体系、ケイパビリティの拡充をつうじてイノベーションと経営革新の実現に寄与する³⁴と考えられる。

3.4.2 コーポレートガバナンスと社会的責任

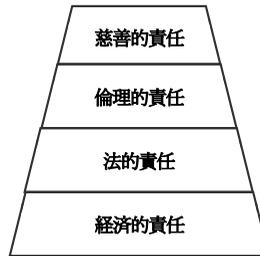
以上のようにコーポレートガバナンス改革は、中小企業のイノベーション及び経営革新による、企業の持続的存続と成長に寄与すると考えられる。なお、ガバナンス・コードにおいては、以上の点にクわえて、株主・顧客・従業員・地域社会等、様々なステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する「ステークホルダー主義」が求められていた。そして、2021年の改定においては「サステナビリティ」を巡る課題への取り組みが付加されている。これらの視点に立てば、中小企業の経営においても企業としての存続と成長を追求するのみならず、様々なステークホルダーの利益に対して配慮すること、事業活動において倫理性を尊重すること、そして、貧困や環境、地域活性化などの社会課題の解決に取り組むことが問われているといえる。このように、コーポレートガバナンスにおいて包含される内容が、従前よりも広く捉えられるようになった背景には、現代社会においては「企業の社会的責任 (corporate social responsibility: CSR)」を積極的に果たすことが求められるようになったことがあると考えられる。

Caroll (1991) は企業の社会的責任を「経済的責任 (economic responsibility)」、
「法的責任 (legal responsibility)」、
「倫理的責任 (ethical responsibility)」、
「慈善的責任 (philanthropic responsibility)」の4つの構成要素からなるモデル (図3) としてとらえている。ここでの「経済的責任」とは経済的主体である企業が、消費者が必要とする製品やサービスを提供することをつうじて利益をあげることである。「法的責任」は法律や規制などを順守することであり、企業が

33 谷口 (2008) 69 ページ。

34 Stark (2009) 及び野中・竹内 (1996) を参照。

図3 社会的責任ピラミッド



出所) Caroll (1991) p.42

果たすべき最低限の要件である。「倫理的責任」は法律として成文化されていないが社会が期待している価値や規範を受け入れることである。そして、「慈善的責任」は寄付やボランティア活動などの企業による慈善活動、すなわち、良い企業市民として社会や地域に資源貢献や生活の質改善を提供することで関与・貢献しようとするものであり、この責任は企業の自発性にもとづく。

そして、Caroll は企業の社会的責任に対する議論や考え方には、企業が経済的責任と法的責任を事後的に果たしていく段階、社会が期待している行動や規範を事前的・予防的に行動する段階、そしてステークホルダーとの関係改善や社会的課題の解決を志向する段階があるとした。そして、田中 (2019a, 2019 b) によると、企業の社会的責任に関する代表的パースペクティブとして、企業は利益創造活動に専念すべきとする「CSR 消極論」と、さまざまなステークホルダーの関心に配慮すべきとする「CSR 積極論」が主張されてきたが、現代においては「CSR 積極論」が大勢を占めるようになっており、経営学においても「CSR 積極論」を支持する見方が多数派になったと指摘している³⁵。

35 田中 (2019a) によると、積極論支持の背景としては、グローバリゼーション進展の中での消費者・顧客、市民・コミュニティ、NGO・NPO などのステークホルダーの台頭と影響力の増大、機関投資家の増大と社会責任投資や ESG 投資という考え方の普及、消費や購買における社会的評価・基準という価値観や考え方の普及、国連をはじめとした国際機関による社会的責任を基準とした目標や規格の設定、そして、経済

このように現在の企業を取り巻く経営環境においては、社会的責任に対する積極論にもとづいた価値観や考え方が国や地域を超えて共有化される傾向にあり、大企業のみならず中小企業においてもかかる価値観や考え方に依拠した「意思決定」や「行動」が求められている。なお、中小企業のガバナンスにおける「ステークホルダー主義」と「サステナビリティ」を巡る課題への取り組みは、分けて検討する必要がある。

まず、経営陣が株主・顧客・従業員・地域社会等の多様なステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する「ステークホルダー主義」に依拠することは、Carollのモデルで示されている4つの構成要素のうち「経済的責任」、「法的責任」、「倫理的責任」を果たすことであり、経済的主体である企業が製品やサービスを提供するといった事業活動を継続的に行っていくうえで不可欠なものとなっているといえる。ガバナンス・コードにおいて示されているように、「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献」によるものである。また、本稿で示してきたように中小企業の持続的存続と成長に必要なイノベーション及び経営革新は、経営者と従業員との協働、そして、取引先、顧客、金融機関、行政、学術機関等との連携によって可能となり得る。

かかる点に鑑みると、ステークホルダーの関与・貢献に対し、その権利・立場を法的・倫理的に守ることで適切な関係を構築することは信頼の醸成をもたらし、それは「社会関係資本 (social capital)」として中小企業の存立基盤の土台となり得る³⁶と考えられる。そして、こうしたステークホルダーとの協働・連携をつ

の価値と社会的価値とを両立しうるとする理論や政策の登場といった、社会における変化や理論の発展がある。

36 北見 (2009) は「企業にとっては顧客関係、株主関係、従業員関係、取引先関係など様々なステークホルダーとの良好な関係構築が必要であり、ステークホルダーとの良好な関係をめざすのはパブリックリレーションズ活動であり」、その「活動を行うことと社会関係資本を構築することは実は同じこと」(136 ページ) であると指摘している。

うじた新しい経済的価値の創造は、ステークホルダー間の関係を、限られた利益を配分する「トレードオフ」にもとづくものから、あらたな価値と利益を共に生み出す関係に変え得ると考えられる。なお、こうした関係構築においては、企業による「ステークホルダー・エンゲージメント」³⁷が重要な役割を果たすと考えられる。

次に「サステナビリティ」に関する課題について見ていく。中小企業が貧困や環境、地域活性化などの社会課題の解決に取り組むことは、少なからず見られる事象である。

例えば、株式会社大庭産業（本社北九州市、1954年創業、資本金4,000万円、従業員31名）は、フォークリフト等のレンタルリース事業を展開しており、北九州市を拠点としながらも、2000年代以降は大分、熊本、宮崎、鹿児島に営業所を拡充してきている。この間、同社では「スポーツ支援をつうじて地域に貢献する」との考えから、北九州市内の小・中学生バレーボール大会「大庭産業北九州カップ」を18年にわたって主催しており、他にテニス大会の主催や市立体育館のネーミングライツ取得など、スポーツをつうじた地域づくりに貢献している³⁸。

こうした大庭産業の取り組みは、先に見た「ステークホルダー主義」の議論とは異なった視点で理解する必要がある。同社の取り組みはCarollのモデルにおける「慈善的責任」にあたる。Carollによると慈善的責任は企業の自発性によるものであり、これを果たさないことで非倫理的とみなされることはない。したがって、経営資源に限りのある中小企業にとって、必ずしも果たす必要がない責任ともいえる。それでは、多くの中小企業にとって社会課題への取り組みは無縁のことであろうか。「共通価値創造（creating shared value：以下CSV）」の概念が一つの視座を提供してくれる。

37 谷本（2006）によると、ステークホルダー・エンゲージメントとは「企業がステークホルダーと建設的な対話を行い、そこでの議論や提案を受けて、経営活動に反映し、双方向に関わり合うこと」（169ページ）である。

38 大庭産業 HP、毎日新聞（2018）、財界九州（2022）を参照。

3.4.3 イノベーションと社会課題

Porter and Kramer (2011) によると、「共通価値」という概念は経済的価値を創造しながら社会的ニーズに対応することで、社会的価値も創造するというアプローチである。すなわち、企業は社会問題の解決に取り組むことによって新たな事業機会を発見することができ、また、競争優位を獲得することが出来る。従来、企業の利益と公共の利益、ないしは経済的価値と社会的価値は「トレードオフ」という考え方が支配的であったが、本アプローチの下では両者は「両立」できると考えられている。

シャボン玉石けん(株)は、先に見たように創業時は合成洗剤を扱っていたが、商品が無添加に切り替えることで、環境問題に敏感なセグメントを開拓する事業機会を得るとともに、他の石鹸との差別化にもとづいた競争優位を獲得してきた。また、その後も無添加石けんの事業で培った技術をもとに消火剤を開発・事業化し、その製品はJICAをつうじてアジアの国々の森林火災に役立てられている。企業としての事業活動と社会問題の解決を両立させることで、共通価値の創造に成功している事例としてとらえることが出来る。

Porter and Kramer (2011) は共通価値創造の方法として、「製品と市場を見直す」こと、「バリューチェーンの生産性を再定義する」こと、そして、「企業が拠点を置く地域を支援する産業クラスターをつくる」ことをあげている。「製品と市場の見直し」は、企業が自社で解決し得る可能性のある社会的課題(健康、住宅整備、栄養改善、高齢者対策、金融の安定、環境負荷の軽減など)に起因するニーズを探し求め、既存市場における差別化やリポジショニング、新しい製品・サービスや事業に活かすことである。次に「バリューチェーンの生産性の再定義」は、社会課題(例えば、天然資源や水利、安全衛生、労働条件、均等処遇の問題の改善)の観点からバリューチェーン(生産、物流、販売・マーケティング、サービス、調達、技術開発、労務・人事管理、全般管理といった諸活動の連鎖)の一部ないし全体の生産性について再考することであり、それは企業の生産性を高めることにも繋がり得る。例えば、エネルギー効率の良い物流への転換は、企業の生産性と環境問題への対応を同時にもたらすことが出来る。そして、「クラスターの形成」は企業が立地している地域に自社の生産性を高めうるサプライヤー、物

流などの関連企業や各種サービス提供企業、さらには学校や大学といった学術組織、業界団体や規格団体などの集積を図ることである。こうしたクラスターの形成は公正かつオープンな市場を前提として、他の企業やその他組織と共に取り組むことが大事である。そうすることで適正な取引が促進され、経済発展と社会発展の好循環が生まれる。そして、各々の企業が自ら担う領域と他と協働すべき領域を棲み分けることで共通価値創造の機会が増える。

以上の CSV の考え方を本稿のテーマである、中小企業のイノベーションと経営革新の視点から見ると、いくつかの示唆を得ることが出来る。まず、同アプローチは社会課題の観点から企業の経営革新に取り組むことに他ならない。すなわち、健康、住宅整備、栄養改善、高齢者対策、金融の安定、環境負荷の軽減などの領域で解決すべき課題を有している「顧客」（ターゲットとなる集団ないし組織）に対し、あらたな「価値提案」を可能にする新たな事業を企業が展開することと理解できる。そして、その過程においてプロダクト・イノベーションや各種業務におけるプロセス・イノベーションに取り組むとともに、あらたな費用構造や収益構造を導入することも含意されている。さらに、その事業を成り立たせるバリューチェーンの形成にあたって、他企業や組織とのあらたな協力関係の構築の必要性が示されていた。このようにみえてくると、CSV のアプローチは「ビジネスモデル・キャンパス」(Osterwalder & Pigneur 2010) のフレームワークとも親和性があり、そうした意味では CSV の考え方は社会課題を起点とした「ビジネスモデル・イノベーション」として理解することができる。

以上を勘案すると、CSV の考え方やアプローチは我が国中小企業のイノベーションとコーポレートガバナンスの課題を考えていくうえで、一つの視座を提供してくれると考えられる。すなわち、一つには社会問題の解決という領域に事業機会を見出すというアプローチは、中小企業が「知の探索」にあたって従前の認知の範囲を超えて新たな知を求めること³⁹で、中小企業の経営者および組織とし

39 Porter and Kramer (2011) は多くの企業が戦略を考える際に経済面や財務を重視することで「視野狭窄症」に陥っていたが、CSV の考え方は新たな視点を提供するとしている。

ての戦略的意思決定の能力を高めることに寄与すると考えられる。また、共通価値の創造にあたっては、地域のクラスターにおいて他の企業やその他組織と共に取り組むことが重要とされていたが、かかる視点は中小企業においては立地している地域社会において、他の組織との連携に取り組むことにあたる。そして、社会課題の解決に取り組むに際しては、NPO や NGO、医療機関など、これまで取引や連携をしてきたビジネス領域の組織や機関以外との連携や協力が求められる。そうしたビジネス領域外の多様な主体と関わることは、中小企業の情報収集能力や認知の拡充、そして、戦略の実行にあたって資源を動員する能力の向上に寄与することで、中小企業の「ダイナミック・ケイパビリティ」の強化につながり、中小企業の持続的な存続と成長にも寄与し得ると考えらえる。

4 おわりに

以上、本稿では我が国中小企業における二つの課題、すなわち、イノベーションと経営革新による持続的な存続と成長と、コーポレートガバナンス改革への対応について検討してきた。冒頭において二つの課題への対応は相互に不可分のものであるとの問題意識を提起し、本論では先行研究の知見に拠りながら、その問題意識の妥当性を確認してきた。すなわち、中小企業が持続的に成長していくためには、継続的にイノベーションに取り組み、経営革新を実現していく必要があるが、その実現のためには中小企業の経営者ないし経営陣、さらには組織としてのダイナミック・ケイパビリティを高めていくことが重要であること、そして、ガバナンス・コードで示されているガバナンスの改革の方向性がダイナミック・ケイパビリティの向上に寄与することを確認してきた。また、その過程をつうじてイノベーションとコーポレートガバナンスの課題に取り組む際の論点を確認してきた。

本稿では以上の方向性や論点を示すことが出来たが、ただ、今後取り組んでいくべき課題も残されている。すなわち、中小企業のコーポレートガバナンス改革の「具体的施策」を示し、その有効性を確認していくことである。本論で検討したように、我が国中小企業のコーポレートガバナンスの特徴として、経営者を規律付ける仕組みとしてのガバナンスが経営者の自己監査となっており、取締役会

や金融機関・取引先などの外部からの規律やサポートが機能しにくいこと、社内外への情報開示が不徹底になる傾向があることがあげられていた。本稿で示した方向性を実現していくためには、大企業とは異なる中小企業に固有の状況を念頭に置きながら、「取締役会」の機能充実のための取り組み、「ステークホルダー・エンゲージメント」促進のための仕組みの構築などの「具体的施策」を提示し、実証研究をつうじてその有効性を確認していく必要がある。本稿を基点として今後の研究課題として行きたい。

参考文献

(欧文)

- Ansoff, H. I. (1957). Strategies for Diversification, Harvard Business Review, Vol. 35 Issue 5, Sep-Oct 1957
- Ansoff, H.I. (1965) Corporate Strategy, New York, NY: McGraw-Hill (広田寿亮訳 『企業戦略論』産業能率大学出版部, 1969年)
- Caroll, A.B. (1991) The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders, Business Horizons, Vol.34. No.4
- Chesbrough, H. (2003), Open Innovation: The New Imperative for Creating and Profiting from Technology, Harvard Business School Press (大前恵一朗訳 『OPEN INNOVATIO: ハーバード流イノベーション戦略のすべて』産能大出版部, 2004年)
- Chesbrough, H. (2006), Open Business Models: How to Thrive in the New Innovation Landscape, Harvard Business School Press (栗原潔訳 『オープンビジネスモデル~ 知財競争時代のイノベーション』翔泳社, 2007年)
- Leonard-Barton, D. (1995), Wellsprings of Knowledge, Harvard Business Press (阿部孝太郎・田畑暁生訳 『知識の源泉 イノベーションの構築と持続』ダイヤモンド社, 2001年)
- Mintzberg, H. (1987) Crafting Strategy, Harvard Business Review, July-August, 1987 (DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー 編集部訳 「戦略クラフティング」 『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』ダイヤモンド社 2003年1月号, pp.72-85)
- Mintzberg, H. (1989), Mintzberg on Management, Free Press (北野利信訳 『人間感覚のマネジメント 行き過ぎた合理主義への抗議』ダイヤモンド社, 1991年)
- Mintzberg, H., Ahlstrand, B., & J. Lampel (2009) Strategic Safari, The complete guide

- through the wilds of strategic management (02 Ed.), Person Education Limited (斉藤嘉則監訳『戦略サファリ (第2版) 戦略マネジメント・コンプリートガイドブック』東洋経済新報社, 2013年)
- O'Reilly III, C. A. and M. L. Tushman (2016) *Lead and Disrupt: How to Solve the Innovator's Dilemma*. Stanford University Press. (入山章栄監訳, 渡部典子訳『両利きの経営: 「二兎を追う」戦略が未来を切り拓く』東洋経済新報社, 2019)
- Osterwalder, A & Y, Pigneur. (2010) *Business Model Generation: A Handbook for Visionaries, Game Changers, and Challengers*, Wiley (小山龍介訳『ビジネスモデル・ジェネレーション ビジネスモデル設計書』翔泳社, 2012年)
- Porter, M. and M.R. Kramer (2006) *Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage of Corporate Social Responsibility*, Harvard Business Review, December 2006. (DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー編集部訳「競争優位のCSR戦略」『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』ダイヤモンド社 2008年1月号, pp.36-52)
- Porter, M. and M.R. Kramer (2011) *Creating Shared Value: How to reinvent capitalism - and unleash a wave of innovation and growth*, Harvard Business Review, January-February 2011. (DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー編集部訳「共通価値の戦略」『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』ダイヤモンド社 2011年6月号, pp.8-31)
- Schumpeter, J. A. (1934) *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profit, Credit, Interest, and The Business Cycle* (塩野谷祐一・中山伊知郎・東畑精一訳『経済発展の理論: 企業者利潤・資本・信用・利子および景気回転に関する一研究』岩波書店, 1977年)
- Stark, D. (2009) *The Sense of Dissonance: Accounts of Wirth in Economic Life*, Princeton University Press (中野勉・中野真澄訳『多様性とイノベーション: 価値体系のマネジメントと組織のネットワーク・ダイナミズム』マグロウヒル・エデュケーション, 2011年)
- Teece, D. J. (2009) *Dynamic Capabilities & Strategic Management*. Oxford University Press (谷口和弘・蜂巣旭・川西章弘・ステラ S. チェン訳『ダイナミック・ケイパビリティ戦略 イノベーションを創発, 成長を加速させる力』ダイヤモンド社, 2013年)
- Von Hippel, E. (2005), *Democratizing Innovation*, The MIT Press (サイコムインターナショナル監訳『民主化するイノベーションの時代: メーカー主導から脱却』ファーストプレス, 2006年)

(和文)

- 青島矢一 (2022) 『(監修・榊原清則) 経営学入門』東洋経済新報社
- 浦野恭平 (2009) 「中小企業ネットワークと戦略提携論 分析アプローチ試論」(北九州市立大学『商経論集』44巻第1・2・3・4号合併号)
- 浦野恭平 (2010) 「中小企業と『個』を活かす経営 知識経営の実践に向けて」(北九州市立大学『商経論集』45巻第1・2・3・4号合併号)
- 浦野恭平 (2011) 「中小製造業のイノベーションと『知識経営』 (株) シンクフリー社の事例を中心に」(北九州市立大学『商経論集』46巻第3・4号合併号)
- 浦野恭平・迎由理男 (2012) 「北九州地域成長企業の研究:企業経営者の視点から - 3社へのヒアリング調査結果」(北九州市立大学『商経論集』47巻第1・2号合併号)
- 江川雅子 (2018) 『現代コーポレートガバナンス 戦略・制度・市場』日本経済新聞出版
- 小川正博 (2000) 『企業のネットワーク革新 多様な関係による生存と創造』同文館
- 小川正博 (2007) 「企業の創業と進化」(渡辺幸男・小川正博・黒瀬直宏・向山雅夫 著『21世紀中小企業論(新版)』有斐閣, 第2章)
- 木内康弘 (2022a) 「コロナ禍でも労働生産性が上昇した企業は何が違うのか~企業レベル生産性データベース(JPIC-DB)にもとづく生産性分析~」(日本生産性本部『生産性レポート』Vol.19)
- 木内康裕 (2022b) 「誤解多い『日本の中小企業の生産性低い』真の理由」(『東洋経済 ON LINE』2022年10月15日)
- 北見幸一 (2009) 「企業における社会関係資本とパブリックリレーションズ 社会との関係構築による資本蓄積とパブリックリレーションズ定義の再考」(『メディア・コミュニケーション研究』56, pp.135-179)
- 工藤敦子 (2022) 「従業員を巻き込み組織を両利きに変える」(事業承継支援コンサルティング研究会編『中小企業の両利きの経営』ロギカ書房, 第2章)
- 黒瀬直宏 (2022) 「中小企業のガバナンス, その特性と資本主義変革への可能性」(『商工金融』2022年5月)
- 公益社団法人中小企業研究センター (2021) 『中小企業のイノベーション創出に関する調査研究~イノベーションによる地域・社会課題の解決に注目して』(同センター調査研究報告 No.135)
- 湖中齊・前田啓一・糸野博之編 (2005) 『多様化する中小企業ネットワーク』ナカニシヤ出版
- 商工総合研究所 (1999) 『中小企業の戦略的提携 変革の時代を乗り越える創造性とネットワーク』財団法人商工総合研究所
- 滝澤美帆 (2018) 「日本の生産性の現状, 生産性向上に向けた取り組み」(大橋弘・財務省財務総合政策研究所編著『イノベーションの研究 - 生産性向上の本質とは何か』第3

章)

- 田中信弘 (2019a) 「現代における CSR の理解」(佐久間信夫・田中信弘編著 『[改訂版] CSR 経営要論』創成社, 第 1 章)
- 田中信弘 (2019b) 「CSR の理論とその展開」(佐久間信夫・田中信弘編著 『[改訂版] CSR 経営要論』創成社, 第 2 章)
- 谷口真美 (2008) 「組織におけるダイバシティ・マネジメント」(『日本労働研究雑誌』No. 574/May)
- 谷本寛治 (2006) 『CSR 企業と社会を考える』NTT 出版
- 中小企業庁 (2015) 『2015 年版中小企業白書』
- 中小企業庁 (2017) 『2017 年版中小企業白書』
- 中小企業庁 (2020) 『2020 年版中小企業白書』
- 中小企業庁 (2021) 『2021 年版中小企業白書』
- 中小企業庁 (2022) 『2022 年版中小企業白書』
- 東京証券取引所 (2021) 『コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～』
- 内藤琢磨 (2017) 「コーポレートガバナンス・コードを契機としたガバナンス改革の模索」(『知的資産創造』野村総合研究所, 2017 年 1 月号)
- 日本生産性本部 (2021) 『労働生産性の国際比較 2021』
- 野中郁次郎・竹内弘高 (1996) 『知識創造企業』東洋経済新報社
- 野中郁次 (1997) 「ビジョン実現のプロセスとしての戦略」(『DIAMOND ハーバード・ビジネス』1997 年 2 月号, pp.44-49)
- 林侑輝・山田仁一朗 (2018) 「中小企業のガバナンス・シフト」(『商工金融』2018 年 9 月)
- 林侑輝 (2022) 「中小企業のコーポレートガバナンスとアントレプレナーシップ 企業家的ガバナンス概論」(『商工金融』2022 年 5 月)
- 藤野洋 (2017) 「コーポレートガバナンスと中小企業 中小企業の生産性向上を促す『攻めのガバナンス』」(『商工金融』2017 年 12 月)
- 山田幸三 (1999) 「ベンチャー企業の創造プロセス 創造段階の企業家活動」(忽那憲治・山田幸三・明石芳彦編著 『日本のベンチャー企業 アーリーステージの課題と支援』日本経済評論社, 第 1 章)

(新聞・雑誌等)

- 財界九州 (2022) 【九州・沖縄を担うトップ群像 2023 人】大庭秀昭 (Oba Hideaki) 大庭産業社長 『初のネーミングライツで地域貢献』(12 月 20 日, 599 ページ)
- 石鹸日用品新報 (2021) 「シャボン玉石けん SDGs の取り組み推進 『パブルガード』展開

を強化」(6月9日, 24ページ)

日経ビジネス (2007) 「技術フロンティアフィーチャー 泡で消火する消防車 モリタ, シャボン玉石けん 1台で7台分の働きも」(9月3日, 114~116ページ)

日本経済新聞 (2009) 「シャボン玉石けん, 『無添加』の抗菌性など研究」(地方経済面九州B, 11月13日, 14ページ)

日本経済新聞 (2017) 「タカギ, 蛇口一体型浄水器 — ベトナムにも『おいしい水』(地域発世界へ)」(朝刊, 2月20日, 13ページ)

毎日新聞 (2011) 「シャボン玉石けん: 『石けんリサーチセンター』開設へ 産学で新用途探る」(西部朝刊, 1月7日, 20ページ)

毎日新聞 (2018) 「スポットらいと: 企業も社会貢献を 大庭産業 大庭秀昭社長」(西部朝刊, 11月28日, 23ページ)

(オンライン)

大庭産業 HP (<http://www.41-4009.net/>) 2023年9月15日最終確認

シャボン玉石けん HP (<https://www.shabon.com/>) 2023年9月15日最終確認

タカギ HP (<https://www.takagi.co.jp/>) 2023年9月15日最終確認

中小企業庁 HP (https://www.chusho.meti.go.jp/faq/faq/faq01_teigi.htm) 2023年9月15日最終確認

第6章 わが国のコーポレート・ガバナンス 先進企業の事例考察 ～人的資本経営を中心として～

望 月 恒 男

1 はじめに

従来、わが国企業のコーポレート・ガバナンスは、ドイツに代表される労使の共同統治を標榜するライン型と位置づけられてきたが、1990年代初頭のバブル崩壊以降、日本企業の経営不振及び日本経済の長期低迷を打開するため、英米の株主重視を実現するためのアングロサクソン型、とりわけ米国型統治の導入を急務とする議論が活発に展開されてきた。

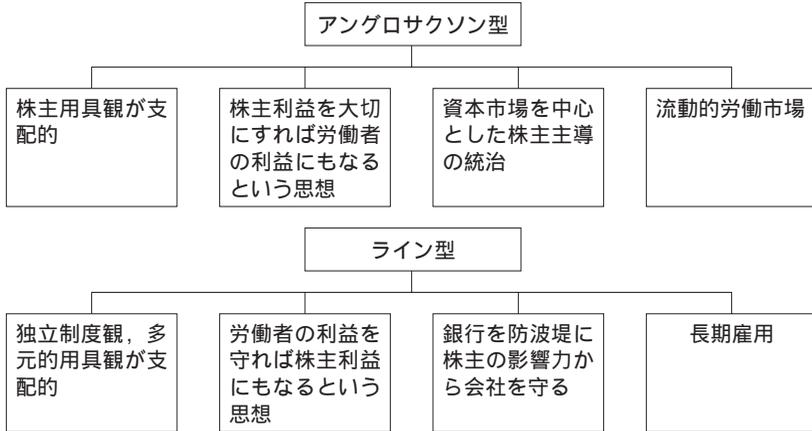
このような文脈においても、コーポレート・ガバナンスの重要性はますます高まっている。わが国においては2021年にコーポレート・ガバナンス・コードが改訂され、新たに人的資本に関する情報が追加された。企業が持続的に企業価値を向上させるためには、非財務情報の中核である人的資本を適切に活用した人的資本経営が必要である。そこで、本章では、わが国のコーポレート・ガバナンス先進企業における人的資本経営について個別事例を考察する。

2 ライン型からアングロサクソン型コーポレート・ガバナンスへ

コーポレート・ガバナンスの実態は、各資本主義国間においても相当の違いがあり、アングロサクソン型とライン型のコーポレート・ガバナンスに大別され

1 加護野・砂川・吉村, 2010, p.64. なお、コーポレート・ガバナンスの訳語として、通常は「企業統治」が用いられるが、同書では「会社統治」としている。「企業統治」、「会社統治」、「コーポレート・ガバナンス」は同義である。

図表 2-1 アングロサクソン型とライン型コーポレート・ガバナンスの特徴



出所：加護野・砂川・吉村，2010，p.65.

る¹ (図表 2-1)。

アングロサクソン型は、英米において会社は株主の用具であり、株主中心のコーポレート・ガバナンスを望ましいものと位置づける株主用具感が強く、それに合わせて構築されてきた統治制度であり、ライン型とは、ドイツにおいて会社それ自体が存在意義を持つ社会制度であるという考え方である独立制度観、あるいは会社は労使の共同統治の制度であるという多元的用具観にあわせた共同決定の制度として構築されてきた²。

これまで日本は、ライン型の国として位置づけられてきたが、法制度はアングロサクソン型に近い一方で、日本企業はライン型の思想が色濃いとされてきた³。

しかしながら、1990年代初頭のバブル崩壊以降、日本企業の経営不振及び日本経済の長期低迷を打開するため、株主重視を実現するためのアングロサクソン型、とりわけ米国型統治の導入を急務とする議論が活発に展開されてきた⁴。こ

2 加護野・砂川・吉村，2010，p.64-65. また，ドイツ企業及び日本企業のガバナンスについては，田川・望月，2011も参照されたい。

3 加護野・砂川・吉村，2010，p.65.

4 加護野・砂川・吉村，2010，p.141-142.

のように株主の利益，株主による牽制を重視する様々な提言がされ，近年，ますますその傾向が強まっている。

3 コーポレート・ガバナンス先進企業

前述のように株主の利益，株主による牽制を重視する様々な提言がされてきたが，特に積極的に活動を展開してきた組織の一つとして，2002年に設立された日本取締役協会がある⁵。

同協会は，経営者，専門家，社外取締役，機関投資家など，経営に携わる人々が日本企業の成長を目的に集まる，日本で唯一の団体であり，企業経営に携わる人々が，コーポレート・ガバナンス（企業統治）を充実させることにより経営の効率化を図り，日本経済の持続的発展と豊かな社会の創造に寄与することを目的としている⁶。

同協会では，活動の一環として，コーポレート・ガバナンスを用いて，中長期的に健全な成長を遂げている企業を「コーポレートガバナンス・オブ・ザ・イヤー」として選定し，表彰する制度を開設している。Winner Company（数社）を選定し，うち1社を Grand Prize Company として選出，公表し，毎年1回，表彰を行っている⁷。

「コーポレートガバナンス・オブ・ザ・イヤー[®]2022」は，以下の企業の受賞が発表された（2023年1月16日発表），（図表3-1）。

なお，受賞企業の審査・選定においては，ガバナンス改革だけではなく，それを遂行するためには中長期的な健全な成長を実現していることが必須であるため，

5 加護野・砂川・吉村，2010，p.152。

6 日本取締役協会 <https://www.jacd.jp/>（最終閲覧日2023年12月29日）

7 なお，「コーポレートガバナンス・オブ・ザ・イヤー 2022 Grand Prize Company/Winner Company」は，東京証券取引所プライム上場企業を対象とし，コーポレート・ガバナンスを用いて，中長期的に健全な成長を遂げるために，取締役会の改革を実践している企業，コーポレート・ガバナンス・コードを遵守し，CGSガイドラインを踏まえた取り組みを行う企業を表彰している。

図表 3-1 「コーポレートガバナンス・オブ・ザ・イヤー[®]2022」受賞企業

Grand Prize Company
株式会社 日立製作所
Winner Company
株式会社 野村総合研究所
株式会社 村田製作所
特別賞等は省略

出所：日本取締役協会コーポレートガバナンス・オブ・ザ・イヤー ®2022 受賞企業/
賞者発表 https://www.jacd.jp/news/cgoy/230116_2022-1.html (最終閲覧日 2023
年 12 月 29 日)

稼ぐ力の指標として、ROE 等の経営指標・財務指標も重視している⁸。

上記のように、「コーポレートガバナンス・オブ・ザ・イヤー[®]2022」の受賞企業は、日立製作所、野村総合研究所及び村田製作所が Winner Company として選定され、そのうち日立製作所が Grand Prize Company に選出されている。いずれもコーポレート・ガバナンスを意識した経営を行い、自社を改革しながら、

-
- 8 具体的な審査・選定プロセスは、次のとおりである。1) コーポレート・ガバナンス・コード全原則が適用される東証プライム上場企業 (1,837 社、2022 年 8 月 1 日現在) の中から、2020 年～2022 年を通じて独立社外取締役 3 名以上を選任していた企業 1,150 社を対象に、2) 稼ぐ力の指標として、非金融 3 期平均 ROE10%以上、ROA4%以上、金融 3 期平均 ROE10%以上、ROA2%以上、また、3) 社会への貢献度の指標として時価総額 2,000 億円以上である企業 385 社を選んだ。次に加点要素として、4) ガバナンス体制整備の指標として、特定の大株主がない、開かれた株主比率 (30%以下)、独立社外取締役比率 (3 分の 1 以上)、組織形態 (指名委員会等設置会社)、指名・報酬委員会 (任意も含む) の設置、5) 取締役会の多様性 (女性役員、外国人役員の人数)、6) 指名・報酬委員会 (任意も含む) 委員長の独立性、取締役会議長の執行からの独立性、7) パフォーマンス評価として、みさき投資による経営指標分析を活用、時価総額や営業利益の安定性などの総合評価を行い、Winner Company 3 社を選出した。最後に 8) 審査委員によるトップマネジメントヘインタビュー調査を行い、Grand Prize Company 1 社を決定した。出所：日本取締役協会 コーポレートガバナンス・オブ・ザ・イヤー 2022 Grand Prize Company/ Winner Company 選定プロセス https://www.jacd.jp/news/cgoy/cgoy_230116_01.pdf (最終閲覧日 2023 年 12 月 29 日)

中長期の健全な成長を実現している企業であり、これらの企業をわが国のコーポレート・ガバナンス先進企業と見做すことができるが、本章では、とりわけ Grand Prize Company に選出された日立製作所をコーポレート・ガバナンス先進企業として取り挙げる。

日立製作所を Grand Prize Company に選出した理由について、審査委員の伊藤邦雄氏（一橋大学名誉教授）は、以下のように述べている⁹。「わが国のガバナンス改革は「形式」から「実質」への転換が叫ばれて久しいが、日立製作所はいずれも備えている数少ない事例として高く評価できる。取締役会の外部メンバーの多様性（スキル、国籍、ジェンダー）だけでなく、取締役会事務局のレベルが高い。事務局の存在は目立たないが、「執行と監督の分離」を支え、取締役会の実効性に少なからず寄与する。近年の同社の上場子会社への徹底した取組など、ガバナンスのレベルの高さを雄弁に物語っている」。

また、日立製作所のコーポレート・ガバナンスに関しては、株主・投資家の長期的かつ総合的な利益の拡大を重要な経営目標と位置づけ、多岐にわたるステークホルダーとの良好な関係を保ちつつ企業価値を向上させる体制を整備するために、経営の監督と執行の分離の徹底、事業の迅速な執行体制の確立、透明性の高い経営の実現に取り組んでいる。

これまでの同社のガバナンス改革の特長として、次の3点が挙げられる¹⁰。

経営の透明性、取締役会の独立性、三様監査の連携強化、である。まず、経営の透明性に関しては、同社は、2003年に現在の指名委員会等設置へ移行しており、指名・報酬・監査委員会の3委員会を設置し、委員長は社外取締役であり、委員の過半数が社外取締役に構成されている。また、経営の監督と執行を分離し、監督機能を十分に発揮できる体制としているが、一方では3委員会での議論や報告を適切に実施できる体制をとっている。

9 日本取締役協会コーポレートガバナンス・オブ・ザ・イヤー & reg;2022 受賞企業/受賞者発表 https://www.jacd.jp/news/cgoy/230116_2022-1.html（最終閲覧日 2023年12月29日）

10 日立製作所，2023b，p.39.

次に、取締役会の独立性に関しては、2012年より外国人取締役を含む社外取締役を増員している。取締役は12名であり、社外取締役9名、執行役兼務の取締役2名、非執行の取締役1名で構成されており、取締役会議長は、社外取締役が務めている。加えて、経営の監督と執行を分離することで、監督機能を十分に発揮できる体制を整えている。三様監査の連携強化に関しては、監査委員会、内部監査部門及び外部の会計監査人の三者が連携し、内部統制の実効性をさらに向上させる「三様監査」を強化している。

4 わが国における人的資本経営への取り組み

経済産業省が、2020年9月に『持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会報告書～人材版伊藤レポート～』（人材版伊藤レポート）を公表後、大きな反響を呼び、日本企業においても人的資本の重要性及び課題が認識されるようになった。加えて、2021年6月に改訂されたコーポレート・ガバナンス・コードにおいて、人的資本に関する情報が追加されるなど、同報告書が大きな影響を及ぼしている。

さらに、2022年5月に『人的資本経営の実現に向けた検討会報告書～人材版伊藤レポート2.0～』（人材版伊藤レポート2.0）並びに『人的資本経営の実現に向けた検討会報告書～人材版伊藤レポート2.0～実践事例集』（人材版伊藤レポート2.0実践事例集）が公表され、人的資本経営をどう具体化し、実践に移していくかを主眼とし、それに有用となるアイデアを提示している。

今日の企業を取り巻く環境は、デジタル化や脱炭素化、コロナ禍における人々の意識の変化等大きく変化しており、経営戦略と人材戦略の連動を確保することはますます難しく、非財務情報の中核に位置する「人的資本」¹¹が、実際の経営でも重要な課題となっている。

人的資本経営を実現するためには、「経営戦略と連動した人材戦略をどう実践

11 人的資本は、企業の生み出す価値の起点となる重要な無形資産である。企業の競争優位を支え、イノベーションを生み出す源泉であり、中長期的な企業価値向上において必要不可欠である。

するか」と「情報をどう可視化し、投資家に伝えていくか」を両輪とした取り組みが重要である¹²。

人的資本経営の実現へ向けて、まずは従来の人材戦略を変革する必要がある。人材戦略を高度化し、人的資本経営に向けた経営の変革をリードする経営陣、経営陣を監督・モニタリングする取締役会、経営陣と対話を行う投資家について、各々が果たすことが期待される役割やアクションについては、以下のとおりである¹³。

人材戦略の変革に当たっては、経営陣によるイニシアティブ、取締役会によるガバナンス、企業と投資家との対話の強化が重要である。経営陣においては、企業理念や存在意義（パーパス）、経営戦略を明確化した上で、経営戦略と連動した人材戦略を策定・実行すべきである。その実行に当たっては、CHRO（Chief Human Resource Officer）の役割が重要であると同時に、経営トップ5C（CEO、CSO（Chief Strategy Officer）、CHRO、CFO、CDO（Chief Digital Officer））の連携が重要となる。

また、社員・投資家に対し、人材戦略を積極的に発信し、対話することが求められる。取締役会においては、経営戦略の実現可能性という観点から経営戦略と連動した人材及び人材戦略が重要であること等を踏まえ、人材に関する議論を行い、自社の人材戦略の方向性が経営戦略の方向性と連動しているかについて監督・モニタリングを行い、適切な方向に導くことが求められる。投資家においては、中長期的な企業価値の向上につながる人材戦略について、企業からの発信・見える化を踏まえて対話や投資先の選定を行うことが求められる。

次に、経営陣が主導して策定・実行する、経営戦略と連動した人材戦略について産業や企業により異なるものの、俯瞰してみると、以下の3つの視点（Perspectives）と5つの共通要素（Common Factors）が見出される¹⁴。3つの視点は、次のとおりである。「経営戦略と連動しているか」、「目指すべきビジ

12 経済産業省，2022a，p.10.

13 経済産業省，2022a，p.7-8.

14 経済産業省，2022a，p.8-9.

ネスモデルや経営戦略と現時点での人材や人材戦略との間のギャップを把握できているか」、「人材戦略が実行されるプロセスの中で、組織や個人の行動変容を促し、企業文化として定着しているか」、という点である。

また、人材戦略の具体的な内容について、次の5つの共通要素が抽出される。まず、目指すべきビジネスモデルや経営戦略の実現に向けて、多様な個人が活躍する人材ポートフォリオを構築できているかという要素（「動的な人材ポートフォリオ」）である。他方、人材ポートフォリオが構築できても、多様な個人ひとりひとりや、チーム・組織が活性化されていなければ、生産性の向上やイノベーションの創出にはつながらない。

こうした観点から、個々人の多様性が、対話やイノベーション、事業のアウトプット・アウトカムにつながる環境にあるのか（「知・経験のダイバーシティ&インクルージョン」）、目指すべき将来と現在との間のスキルギャップを埋めていく（「リスキル・学び直し」）、多様な個人が主体的、意欲的に取り組んでいるか（「社員エンゲージメント」）といった要素も必要となる。

そして、新型コロナウイルス感染症への対応の中で、更に明確になった要素として、「時間や場所にとらわれない働き方」が、追加される。企業においては、こうした共通の要素に加え、自社の経営戦略上重要な人材アジェンダについて、経営戦略とのつながりを意識しながら、具体的な戦略・アクション・KPIを考えることが有効である。

なお、現状では、日本企業の人的資本経営への取り組みは緒に就いたばかりであり、まだまだ十分なものではない。

5 日立製作所の人的資本経営

多くの日本企業における人的資本経営への取り組みは、まだ緒に就いたばかりであるが、ここでは先行事例としてコーポレート・ガバナンス先進企業である日立製作所の人的資本経営の実践事例について考察する。

日立製作所は、1910年に創業し、IT、エネルギー、モビリティ、インダストリー、オートモティブシステム等の事業を含むわが国を代表する総合電機メーカーである。日立製作所における人的資本経営実現のポイントとして、次の事項が挙

げられる¹⁵ (図表 5-1)。

2011 年以降、社会イノベーション事業へ経営資源を集中。事業モデルの変革を支える人財を確保するための、グローバル共通の人財マネジメント基盤を整備してきた。

グループとしての社会価値の創出をリードする経営リーダー候補を早期から選抜し、タフアサインメント等の育成を行っている。社長による 1on1 等経営陣がリーダー輩出に強くコミットしている。

経営戦略上、特に重要なデジタル事業戦略に基づき、DX 人財の確保・育成目標を設定するとともに、DX 人財の育成体系を整備してきた。

まず、上記 については、イノベーション事業を担う人材の確保に向けたグローバル共通の人材マネジメント基盤が整備され、グループ内人材を最適に配置・育成するのみならず、事業戦略上重要な専門人材を機動的に取り込めるように各ポジションに期待される成果を明確にするジョブ型人材マネジメントへ移行している¹⁶。

図表 5-1 グローバル人材マネジメントの取り組み

2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年度～
グローバル 人財データベース	日立グローバル・グレード (HGG)	グローバル・パフォーマンス・ マネジメント (GPM)	グローバル教育 プラットフォーム (Hitachi University)
約 250,000 人の人財情報を データベース化	全世界マネージャ以上 50,000 ポジションを格付	112,000 人導入 (順次導入拡大)	300,000 人に 新ラーニングシステムを導入
グローバルリーダー 選抜・育成	グローバル従業員サーベイ (Hitachi Insights)	マネージャー以上処遇改定 (日本【日立製作所】)	グローバル人材マネジメント 統合プラットフォーム
約 500 人のグローバルな トップタレントを選抜・育成	全世界約 682 社が参加 約 177,940 人が回答 (回答率：86%) 11 カ国語で実施	HGG と GPM の連携を順次拡大 マネージャ以上年功的部分排除 ジョブ型処遇へ	2015 年度 試験導入 2017 年度 日本導入 2020 年度 153,000 人 2021 年度 224,000 人

出所：日立製作所，2021，p.95.

15 経済産業省，2022b，p.58. また、同社では人的資本こそが価値の源泉であると考え、「人材」だけではなく、「人財」という語も併用している。

16 経済産業省，2022b，p.59.

次に、 については、2017年より、経営リーダー候補の早期での選抜と育成を目指し、「Future50」の運用を開始し、グループ・グローバルで改革を実践、実績を挙げているハイパフォーマー400名から、50名を選抜し、将来の経営者候補として重点的に育成している。Future50の選抜者は、全社プロジェクトへの参画、海外を含む抜擢人事、タフアサインメントを活用しつつ、リーダー候補として成長機会が付与されている¹⁷。

については、デジタル技術を活用した社会イノベーション事業を加速するためにDX人材の育成に注力してきた。具体的な目標を設定・開示してきたが、グループ全体で同社が定義したDX人材であるデジタル人材を2020年度末時点で約35,000人まで増強させてきた。また、デジタル人材のうちデータサイエンティストについては、2021年度末目標である3,000人を2021年4月に達成した。加えて、2019年4月にグループ内の研修機関を統合し「日立アカデミー」を設立し、DXの研修体系やスキル別研修を整備してきた。さらにグループ内16万人の従業員を対象にDX基礎教育プログラムを展開し、デジタルリテラシーを底上げしてきた¹⁸。

そして、同社は、経営戦略と連動した人材戦略を実行しており、2024中期経営計画に基づき策定された「2024人材戦略」では、社会貢献を志向する人材が集まり、生き生きと活躍する組織となり、グローバル市場における“Employer of choice（選ばれた会社）”となることをビジョンに掲げ、その実現に向け、「People (Talent)」、「Mindset (Culture)」、「Organization」の3つの戦略の柱と「Foundation」（「心身の健康と安全の確保」、「リスクマネジメントの強化・徹底」）を定めている。本戦略に基づき、社会課題の解決に貢献する人材の育成を目指して、職場での業務を通じた育成に加え、個人の能力やスキル、専門性の向上を目的とした様々な施策をグループ・グローバルに展開している¹⁹。

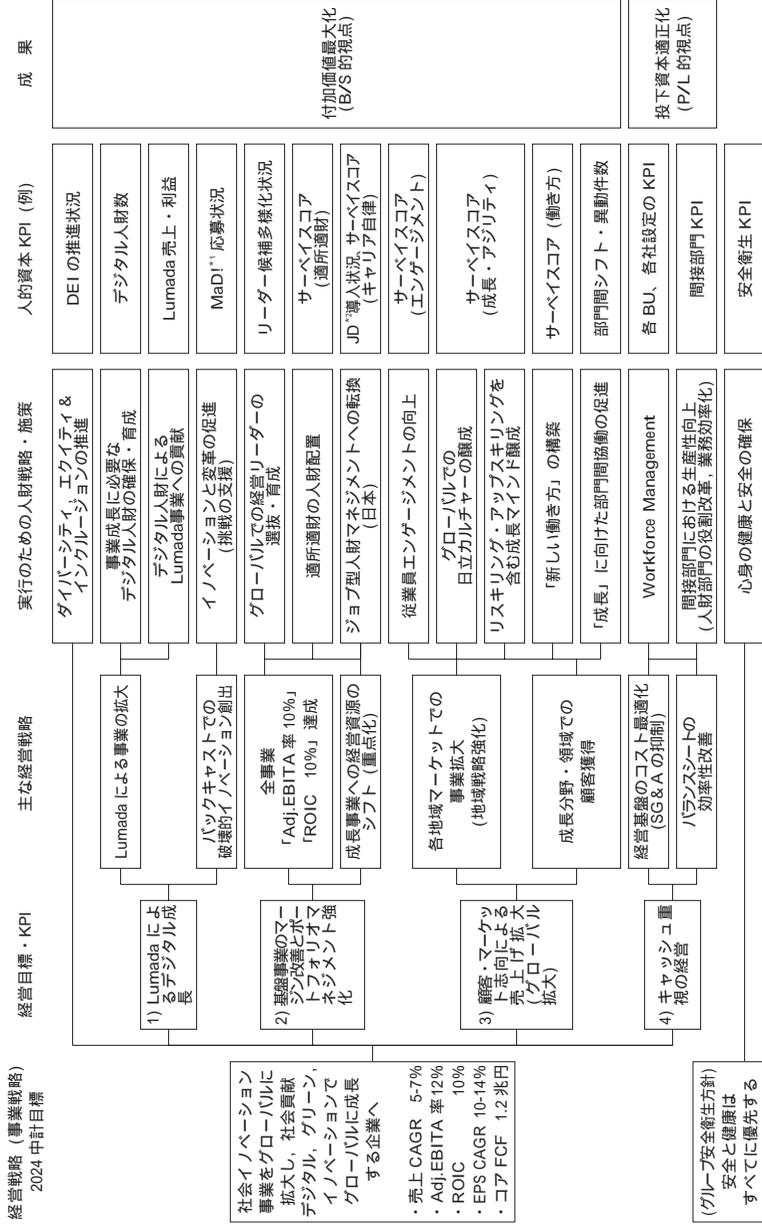
加えて、特長として、経営戦略（事業計画）・2024中期目標から成果に至るま

17 経済産業省、2022b, p.60.

18 経済産業省、2022b, p.61.

19 日立製作所、2023a, p.72-73.

図表 5-2 経営戦略と連動した定性的・定量的な施策・KPI



*1 MaDi: Make a Difference! (従業員提案型のアイデアコンテスト) *2 JD: ジョブディスクリプション (職務記述書)
 出所: 日立製作所, 2023a, p.73.

での運動性を確保し、実現するために、実現するまでの道筋として経営戦略と定性的・定量的な施策及び KPI との因果関係が明示され、しっかりと紐づけられていることが挙げられる（図表 5-2）。以上のように、日立製作所では中長期的な持続的成長を企図して、人的資本経営をグローバルに展開している。

6 おわりに

企業が、中長期にわたって持続的に成長していくためには、適切なコーポレート・ガバナンスが必要であり、近年ではコーポレート・ガバナンスにおける人的資本経営の重要性が認識されてきた。しかしながら、多くの日本企業における人的資本経営への取り組みは、まだ緒に就いたばかりであり、十分なものではない。

本章では、このような現状に鑑み、先行事例としてコーポレート・ガバナンス先進企業である日立製作所の人的資本経営の実践事例について考察した。日立製作所は、中長期的な持続的成長を企図して、人的資本経営をグローバルに展開しており、特長として、経営戦略から成果に至るまでの運動性を確保し、実現するために、実現するまでの道筋として経営戦略と定性的・定量的な施策及び KPI との因果関係を明確にし、しっかりと紐づけていることが指摘された。人的資本経営に取り組み始めた企業にとっては、参考にすべき格好の先行事例であると思われる。

また、同社は、2000 年代初頭に経営不振に陥り、その際にそこから脱却するために知的資本経営を導入した²⁰。人的資本経営と知的資本経営は重なる部分が多く、同社の知的資本経営に取り組んできた組織知などの経験知が、現在の人的資本経営に活用されているようにも思われる。今後の同社の新展開及びわが国企業の人的資本経営の動向・展開についても注視していきたい。

20 知的資本とは、競争優位や価値の源泉であり、人的資本、組織構造資本、関係構造資本、ビジネスモデルから構成される。知的資本経営とは、知的資本を効果的に高めることによって企業価値の向上をはかるものである。同社の知的資本経営の事例に関しては、日立コンサルティング・アクセル編、2007 及び望月、2005 を参照されたい。

参考文献

- 伊藤嘉博・目時荘浩, 2021 『異論・正論 管理会計』中央経済社.
- 加護野忠男・砂川伸幸・吉村典久, 2010 『コーポレート・ガバナンスの経営学 - 会社統治の新しいパラダイム』有斐閣.
- 経済産業省, 2022a 『人的資本経営の実現に向けた検討会報告書～人材版伊藤レポート 2.0～』.
- 経済産業省, 2022b 『人的資本経営の実現に向けた検討会報告書～人材版伊藤レポート 2.0～ 実践事例集』.
- 経済産業省, 2022c 『人的資本経営に関する調査集計結果』
- 経済産業省, 2020 『持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会報告書～人材版伊藤レポート～』.
- 田川克生・望月恒男, 2011 「コーポレート・ガバナンス研究 - 経営管理・管理会計の視点を中心として - 」 『経営総合科学』 第95号, pp.1-19.
- 東京証券取引所, 2021 『コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～』.
- 日本取締役協会 <https://www.jacd.jp/> (最終閲覧日 2023年12月29日)
- 日本取締役協会 コーポレートガバナンス・オブ・ザ・イヤー ®2022 受賞企業/受賞者発表 https://www.jacd.jp/news/cgoy/230116_2022-1.html (最終閲覧日 2023年12月29日)
- 日本取締役協会 コーポレートガバナンス・オブ・ザ・イヤー 2022 Grand Prize Company/ Winner Company 選定プロセス https://www.jacd.jp/news/cgoy/cgoy_230116_01.pdf (最終閲覧日 2023年12月29日)
- 日立コンサルティング・アクセル編, 2007 『日立の知的資本経営』中央経済社.
- 日立製作所, 2023a 『日立サステナビリティレポート 2023』.
- 日立製作所, 2023b 『日立統合報告書 2023』.
- 日立製作所, 2021 『日立サステナビリティレポート 2021』.
- 宮内義彦・八田進二, 2022 『体験のガバナンス論 - 健全なガバナンスが組織を強くする』同文館出版.
- 望月恒男, 2005 「知的資本経営と管理会計～日立製作所の事例を手掛かりとして～」 『愛知経営論集』 (愛知大学経営学部) 第151号, pp.37-55.

執筆 者 一 覧

- (第1章) 今西 宏次 同志社大学商学部教授
愛知大学経営総合科学研究所客員研究員
- (第2章) 田子 晃 愛知大学経営学部教授
- (第3章) 栗濱竜一郎 愛知大学経営学部教授
- (第4章) 大槻 隆 愛知大学経営学部教授
- (第5章) 浦野 恭平 北九州市立大学経済学部教授
愛知大学経営総合科学研究所客員研究員
- (第6章) 望月 恒男 愛知大学経営学部教授

本書は、愛知大学の研究助成を受けた共同研究の成果である。

愛知大学経営総合科学研究所叢書 61

コーポレート・ガバナンスに関する研究

2024年3月25日発行

著 者 大槻隆・今西宏次・田子晃・栗濱竜一郎
浦野恭平・望月恒男

発 行 所 愛知大学経営総合科学研究所
〒453-8777 名古屋市中村区平池町4丁目60-6

印刷・製本 株式会社 一 誠 社
名古屋市昭和区下構町2-22

[非売品]

