

# 日本版コーポレートガバナンス改革の功績と今後の課題

—米英のコーポレートガバナンス改革が日本に与えた影響について—

若林 泰

日本大学大学院総合社会情報研究科後期課程

## Achievements and Future Challenges of Japanese Corporate Governance Reform

—The Impact of Corporate Governance Reforms in the U.S. and the U.K. on Japan—

WAKABAYASHI Yasushi

Graduate Student at the Graduate School of Social and Cultural Studies, Nihon University

---

Japan's corporate governance reforms began in 2015. Its corporate governance system was created with reference to the systems in the UK and the US, but if companies are content with adopting these systems, there will be no further development. In essence, corporate governance is something that companies impose on themselves in order to regulate themselves. Japan's corporate governance system has reached the stage where each company must evolve and develop its own corporate governance system that is appropriate to its own individuality. Only then can they transform themselves into internationally competitive companies.

---

### 1. はじめに

2015年に日本のコーポレートガバナンス改革は始まった。バブル崩壊後の約四半世紀に亘って続いたデフレ経済からの脱却を目的とし、2013年政府が打ち出した骨太の「日本再興戦略」<sup>1</sup>の中に、コーポレートガバナンス改革が盛り込まれたのである。

コーポレートガバナンス改革が着手されて、10年が経過しようとしている。スタート時の経済環境と日本企業の経営状態は、この間に想定を超えて急激に変化している。更に、企業においては将来の事業のあり方を巡って技術革新の進歩も急速であるので、多くの既存ビジネスモデルが陳腐化リスクに曝されている。企業には今まで以上に斬新で、スピード感のある経営改革への取り組みが求められている。

コーポレートガバナンスが効いている会社であれば、自発的に自社の中の得意分野から新規事業の種を発掘し、自社にその芽を育てる知識・ノウハウがなければ外部にそれを求め、内部にその種を育て

るに必要な経営資源（人と資本）を取り込み、まだ誰もやったことのないサービス、誰もまだつくったことのない商品開発を目指して新規事業に投じる体制を組むことができるであろう。

今、好調な企業はその危機を見越して自らの企業体質と行動を変えてきた会社と言える。そこには、個性的・独創的なコーポレートガバナンスが発揮されているはずだ。今、多くの日本の津々浦々で活躍している企業にも、これからの不透明で厳しい時代を乗り越えていくために、それぞれに相応しいコーポレートガバナンスを身につけて欲しいと思う。

### 2. 本論文の位置付け

2015年のコーポレートガバナンス改革は、上場企業を対象にしている。日本経済の復興にはまず上場企業の活躍が必要との発想があったためである。2015年に日本証券取引所グループが発表した「コーポレートガバナンス・コード」に記載のコーポレー

トガバナンスの定義<sup>2</sup>は以下の通りである。

本コードにおいて「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。

本コードは、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、これらが適切に実践されることは、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考えられる。

この発表とほぼ同時に、政府は2013年に会社法の改正に着手した。金融庁は上場企業の業績開示法制（金融商品取引法等）の整備を行い、更に上場企業の大株主である機関投資家に対して、投資の規範となる「スチュワードシップ・コード」<sup>3</sup>を制定した。

日本で実施されたコーポレートガバナンス改革が着手されたのは2015年であったが、資本主義先進国である英国と米国ではそれぞれ1990年代と2000年代にコーポレートガバナンス改革を実施している。

資本主義はその発展過程で、1930年に発生した大恐慌などに直面することがあったが、都度それを克服し、第二次世界大戦も乗り越え発展してきた。英国の1990年代はロンドンが金融センターとして発展した時期であった。そのシティの中核金融企業が中立であるべき金利指標 Libor の不正操作などに関与するという重大なガバナンス不全の問題を起こした。

一方、米国は2000年代、グローバルで活躍していたエネルギー企業エンロン社が損失を隠蔽し粉飾決算に手を染め巨額な負債を抱えて倒産するという問題を起こした。

不正を防止する目的でコーポレートガバナンス改革は、規制を整えながらその仕組みを発展させているが、規制は後から構築されるものであり、多様な事業の発展とグローバル化の流れに追い付くのがやっとなっており、局面局面で変化する市場を相手にしている企業は、各種規制が設ける既存の仕組みを超え

て、自身のコーポレートガバナンスを将来のリスクを回避しつつ、新しいビジネスの創造を行うために磨いていかなければならない現状に直面している。

その意味で、日本のコーポレートガバナンス改革はその目的においてその効果を活かし切れるか正念場にあると言えよう。

本小論では、日本のコーポレートガバナンスは、英国・米国の制度をもとに、これを日本に根付かせようとしている現状を、今一度整理することとした。

そして、その中から、日本版コーポレートガバナンス改革において、将来への効果的活用に資する課題を抽出することを意図した。

### 3. 英国のコーポレートガバナンス

#### 3.1 英国コーポレートガバナンス改革の発端

英国のコーポレートガバナンス改革は、1992年上場企業が起こした会計不正により揺らいだ資本市場への信頼を取り戻すために、市場関係者、会計士団体などの団体で構成される財務報告評議会（FRC）が、不正防止対策として纏めた「キャドバリー報告書」が発端となっている。

#### 3.2 英国のコーポレートガバナンスの仕組み

林順一<sup>4</sup>が、その特徴を以下のように纏めている。少し長いが、全体の性格と、その4つの特徴を挙げて分析しているので下記に引用する。

英国のコーポレートガバナンスは、柔軟性と改善プロセスを内包した成熟した仕組みを構築している。企業毎にその置かれた環境に応じて、コーポレートガバナンスの形態が異なるのは当然であるとの認識のもと、法律で一律に規制するものではなく、一つのメルクマールとして最善慣行規範を定め、企業が最善慣行規範を適用しない場合にはその理由を開示（Comply or Explain=原則主義）することとし、その妥当性の判断を市場規律に委ねる事によって柔軟性を持たせている。また、先進的な考え方、先進的な企業の慣行を最善慣行規範とし、それを頻繁に見直し、最善慣行規範を目標として他社が改善を図ることを通じて、全体のコーポレートガバナンスの継続的底上げを推進することを企図している。これはシティにおける長年の伝統を踏

まえたもので、理論よりも実践を重視した考え方であると言える。

英国のコーポレートガバナンスの特徴は 4 つの観点から説明することができる。

第 1 に、何人といえども一人の人間が制約のない決定権を持つことがないようにすることが必要であるという認識のもと、チェック・アンド・バランスによる規制を徹底させる。

第 2 に、すべての企業に対して同一の規律を強制することでは良いコーポレートガバナンスは達成できないという認識に基づいて、Comply or Explain（原則主義）のアプローチ方法を採用している。

第 3 に、コーポレートガバナンスの対象範囲について「権限には責任が伴う」という考えのもと、現実の主体別の影響力を考慮して、実践的な観点から対象範囲を広く捉えている。具体的には、単に企業・取締役だけに規律を求めるだけでなく、機関投資家に対しても一定の役割を期待している。この伝統的な考え方が、2010 年のスチュワードシップ・コードに繋がった。

第 4 に、規律・規制の枠組みとして、ハードロー（法的拘束力のあるもの）とソフトロー（法的拘束力の有しないもの）を組み合わせている。具体的には、法律によって、コーポレートガバナンスの基本的枠組みや情報開示の枠組みを規律するとともに、自主規制機関である FRC の最善慣行規範によって、個別企業や機関投資家等を具体的に規律している。

これにより実践に則した柔軟性のある規律付けを行っている。

以上の中で、最も日本のコーポレートガバナンス改革に影響を与えたのは、上記第 1 に述べている「一人の人間（経営者）に制約のない決定権を持たせない」という考え方である。この社外取締役の選任は日本では改革に前向きどうかの一丁目一番地と言われるようになり、それまで社外取締役選任に反対だった企業も挙って社外取締役を選任することとなった。

これは本来、自主的なコーポレートガバナンス構築を理解の上実施を求めたものではあったが、制度

が出来たので、まずはやらねばならないと各企業が一斉に動き始めたのが当時の実態で、コーポレートガバナンスとは何かが分からないままスタートしたという現象であった。

### 3.3 英国のコーポレートガバナンスの性格

林は英国のコーポレートガバナンスの構造の特徴を明らかにしているが、この後説明する米国型のコーポレートガバナンスとは大きく性格が異なる点を、重ねて指摘しているので下記に引用<sup>5</sup>する。

Comply or Explain のアプローチ方法は、1992 年のキャバリバリー報告書で導入されて以降、英国のコーポレートガバナンスの基本となっている。このアプローチ方法が導入されて 20 年が経過したことを機に、FRC は、企業の取締役、機関投資家、学者、法律家、報道関係者といった幅広いバックグラウンドを持つ 17 名の識者に Comply or Explain に対する評価を求め、それを取り纏めてエッセイ集『FRC (2012)』として公表した。

そこでは、このアプローチ方法に対する柔軟性、迅速性、実質性、コスト負担の軽減、及び事実上の強制力に対する高い評価が示されている。このアプローチ方式は、正に賢者の知恵であるということが出来る。なお、Comply or Explain のアプローチ方法は、市場による規律を前提としているため、この枠組みが有効に機能するためには、投資家への情報開示と機関投資家のチェック、対話・エンゲージメント及び議決権行使が必要である。

ここで重要なのは、英国のコーポレートガバナンスは企業の独自の経営の考え方を尊重し、規制を通じて管理する方法を極力抑制する方式を採用している点である。企業には解釈が限定されない大きな原則を示して、その実行の方法については企業独自の運営に委ねている。逆に言えば、経営の権限を残すことで、コーポレートガバナンスの責任を経営者が全うすることを求めているのである。

## 4. 米国のコーポレートガバナンス

### 4.1 米国のコーポレートガバナンス改革の発端

米国のコーポレートガバナンス改革は、2001年初に会計不正が発覚し、同年末に多額の負債を抱えて倒産したエンロン社の事件が改革の発端となった。

経営者だけでなく会計監査法人の不正も絡んだ事件であった為、2002年に「上場企業の会計改革および投資家保護法（サーベンズ・オクスレイ法）」を制定、同時に証券取引所並びに米国証券取引委員会（SEC）による上場基準の整備を行い、市場関係者すべてに対する不正に厳格な体制が出来上がっている。

#### 4.2 米国のコーポレートガバナンスの仕組み

英国とは異なり、米国のコーポレートガバナンスには当局による罰則規定があり、ハードローで徹底的に管理する方式をとっている。さらにこのエンロン事件では財務開示資料への信頼を大きく損なったため、米国は世界では一番厳しい上場基準と財務報告書への信頼を担保するための内部統制を法令化（SOX法）した。

この法律により、エンロン事件では、2006年に法廷で有罪となった元CEOに24年の禁固刑と45百万ドルの罰金刑が言い渡された。この事案は、特に投資家への被害が大きくなったこと、会計監査法人も巻き込んだ意図的な粉飾決算、虚偽記載、不正隠蔽などに手を染めたので厳罰となった。

内部統制（SOX法）は、経営者が開示資料の記載事項が正しいことを経営者の責任で実施し確認した旨証明する形式をとっている。財務諸表の記載ミスも経理担当ではなくCEOが全責任をとる法的建て付けである。後段で触れるが、日本は、英国の制度に加えて、この米国のSOX法を元に、日本版内部統制の制度（JSOX）の導入を行った。

#### 4.3 米国のコーポレートガバナンスの性格

米国のコーポレートガバナンスの最大の特徴は、コーポレートガバナンスの仕組み・システムの中に、制度の見直しを念頭においた、経営のコントロール理論の研究を取り入れている点である。その嚆矢となった研究は、バリー=ミーンズの株式会社論であるとの記述が尹相国<sup>6</sup>の論文にあったので以下抜粋する。

コーポレート・コントロールの理論は、経営

者支配論、株主による支配論、金融支配論の主に三つがある。この元となるのは、経営学の大家バリー=ミーンズの株式会社論：「近代株式会社と私有財産」（1958）と「企業の価格決定力と公共性」（1962）がベースとなる。

株式会社は巨大化するとともに、株主の大衆への分散と経営者による株式会社の支配の二つのことが起きる。まず、経営者による株式会社の支配とは、経営者が取締役会を過半数の取締役を選出することで実際の権限を得ることである。そして、経営者には、権力を得ようとする衝動、威信を得ようとする衝動、仕事をうまくやり遂げる衝動、公共の福祉に対する関心、個人的利潤を得ようとする衝動という五つの動機が生じるので、特に、企業の経営者は社会的良識を持って行動すべきであるとバリー=ミーンズは主張した。

尹が目したのは、この株式会社論はコーポレート・ガバナンスの発展のベースになっている点である。現在新たな課題になっている株主優先か、ステークホルダーとの関係性はどちらがいいのかという分析にも繋がっているという。尹によれば、このような実践的な論争の中で、今まで使用されたことのなかったGovernanceという用語が1960年代頃より使われるようになったと指摘する。

また、ステークホルダーの多様性を象徴する事件として下記の例も林は取り上げて挙げている。

- ・ベトナム戦争で使用されたナパーム弾を製造していたダウ・ケミカル株主総会に株式を10株だけ買って参加した人権団体がベトナム戦争の反戦を訴えた。
- ・イーストマン・コダック社の株主総会に個人株主が参加して、黒人雇用差別に対して批判した。

また、1970年代は多くの会社合併があった。その中にはハイリスク・ハイリターンジャンク・ボンドを利用した敵対的企業買収もあり、この買収を拒絶したい経営者が株式の市場での買取りを画策している投資家に、意図的に企業価値を損ねる手段（これは一種経営者の自己利益のために会社利益を毀損

するモラルハザード)を講じた事例もあげて、ここから、株主と経営者の利害関係を論ずる「ぷりんしばる=エイジェンシー理論」も発展してきたと指摘している。

今日コーポレートガバナンスの議論の中で、どのような行為が株主の利益最大化なのかが不明瞭になっているのが、Multi-Stakeholders の存在だ。その重要な要件、ESG および SDGs への対応は今後も大いに議論を呼ぶだろう。

日本の宇沢弘文<sup>7</sup>が「社会的共通資本」を表したのは2000年であるが、宇沢は1974年に「自動車の社会的費用」、1995年に「地球温暖化を考える」を著しており、資本市場経済の中で扱われなかった社会共通資本の考え方が今日復活してきているように思う。地球環境、人権への配慮、その他 ESG 経営に重点を置くことで生じるコストは、株主の利益とは相容れないケースも存在し得る。

例えば、米国企業ではなかったが、2021年フランスのグローバル企業ダノンのCEOが、他社と比べて業績が見劣りするとのアティビスト株主からの指摘を取締役会で受けたことにより退任した。このCEOはESG経営を提唱する世界的なオピニオンリーダーであったことから、ESG経営に対する突き上げではないかと大きな話題<sup>8</sup>になった。

米国のコーポレートガバナンスはこのような多様な価値を認識しながら、株主への利益最大化を目指す課題に向き合いながら、制度と実態の不都合な問題を解決するために関係者との間で議論を積み上げている。

2016年に、米国のトップ企業約200社が集うビジネスラウンドテーブル<sup>9</sup>が米国企業のコーポレートガバナンスに対するコメントを公表している。これは、浦野倫平<sup>10</sup>の論文に記載があるので以下に引用する。

ビジネスラウンドテーブルは、現在においても、アメリカは世界最高のコーポレートガバナンスを有し、世界最高の財務報告システムと証券市場システムを有していると認識している。同時に近年は、株主アクティビズムが、あらゆるレベルで活発なままでこれがターゲットになった会社と取締役会にかなりのプレッシャーに

なっていると認識をしている。

そして、株主アクティビズムの活発化と一部株主による短期主義に依拠した要求の拡大に重大な懸念を持っており、そうではなく会社の長期価値創造の視点に立った事業戦略優先の重要性を訴える。

また、株主と経営者のエンゲージメント(対話)のあり方が、今後ともアメリカの上場企業にとってもコーポレートガバナンスの重大な課題であり続けると認識し、そのため、株主は自らの権利・影響力の増大に見合う責任負担についても十分に認識すべきであろう。

さらに、その実現に対する株主の責任を自覚すると同時に、自らの主張や行動が、会社の長期的価値創造の視点から見て合理的なものであることについての説明責任を果たすことまでがこれに含まれると認識している。

今後、アメリカのコーポレートガバナンスを考えるに当たって、この株主による責任の自覚と説明責任の遂行という考え方が浸透していくことが不可欠であると考えられる。

これは現在の米国の資本市場がシステムとして経営者の視点も取り込みながら、その争点を明確にしようとしている健全な機能だと評価できる。一部の投資家が短期的視点に立っていることに対する企業経営者からの強い反発を示しているもので、経営者は利益最大化への基本事項に反対はしないが、自身のESG経営に関する方針について積極的に対話を重ねていくことを表明していると理解できる。

また、株主は意見を経営者にする以上、その意見根拠についても責任の一端を担うべきだとの主張を株主に対しても行っている点も興味深い。

資本市場の論理とESG経営の考え方との間の論争は、今後も続くであろうが、米国での多様な建設的な議論の進展は今後も見守る必要がある。

## 5. 英国と米国のコーポレートガバナンス改革を振り返って

英国と米国のコーポレートガバナンスの仕組みを見てきたが、同じコーポレートガバナンスといっても、英国と米国の制度の違いは大きい。

英国は、企業経営者の倫理感と常識を重んじ、最善慣行規範を積み重ねていくことで、経営レベル向上が企業全体に波及するとの経営者を性善説（もちろん一人の強い経営者にならないように社外取締役を置くが）で捉えていく方式をとっている。

これに対して、藤田勉<sup>11</sup>は、英国のコーポレートガバナンスコードは、導入したにも関わらず英国企業の実態は優れないままであり、英国のコーポレートガバナンス改革は失敗したのではないかと厳しい見解を披露している。藤田は以下三つの理由を述べているので引用する。

- ① 英国上場企業の収益力と株価上昇率は相対的に低い。時価総額上位 10 社すべての社歴が 100 年を超えており、BP や HSBC のように大英帝国時代の植民地政策の遺産によって成功している企業が多い。一方で、世界的な成長企業やハイテク企業は存在しない。
- ② 赤字企業の経営者に対する高額報酬が問題視されている。エネルギー企業 BP は 2015 年度に約 7500 億円の損失を計上したが、CEO に対して約 34 億円の報酬を支払った。それを決めたのが取締役 15 名のうち 12 名（全体の 8 割）を独立取締役が占める取締役会であった。他にも同様の例は数多い。
- ③ 大型不祥事が多い。外国為替指標違法操作、資金洗浄などシティの大手金融機関の不祥事が多いのが特徴的である。

これは、英国のコーポレートガバナンスが、経営者の良識、責任感に信頼を置きすぎていることに起因するのではないか。特に、①や②の企業内部の組織的牽制不足に起因する問題については、内部統制不備の問題点も浮き上がる。

なお、英国の制度は、日本企業にとっては、比較的受け入れ易い仕組みであった。しかし、経営者について英国では「一人の人間が制約のない決定権を持つことがないようにすることが必要である」と社外取締役の起用を促す制度がすでに浸透していたが、これに対しては日本企業には大きな抵抗があった。

これは、日本企業の多くに社長を務めた経営者を名誉会長、相談役といった肩書きで取締役会メンバーに加える慣習もあったからだが、現在はそのような処

遇の取締役は激減している。

特に **Comply or Explain** に則って導入したため、このように浸透には数年の時間もかかっており、また、取締役への女性・外国人の選任の割合などはまだ要求の水準を満たしていない会社が多い。引き続き要検討の課題となろう。

一方、米国は、世界では一番厳格な上場基準、監査報告基準を設けている。法令違反者への罰則も極めて厳しく設けており、エンロン事件では、2006 年に有罪となった元 CEO には、24 年の禁固刑と 45 百万ドルの罰金刑が言い渡された。

この事案は、特に投資家への被害が大きくなったこと、会計監査法人も巻き込んだ意図的な粉飾決算、虚偽記載、不正隠蔽などに手を染めたので厳罰となった。

この事件を契機に整備された会計不正を防止するための内部統制（SOX 法）は、経営者が自ら開示資料の記載事項が正しいことを自ら証明するために行うもので、財務諸表の記載ミスも経理担当ではなく CEO が責任をとる法的建て付けになっている。

日本は、この米国の SOX 法を元に、日本型内部統制（JSOX）を導入した。米国の制度は性悪説であるといっても良い。

このような厳しいルールの中であるが、現在最も元気な資本市場として米国企業の活躍が世界をリードしていることは間違いない。新規事業の育成の観点ではユニコーン市場の創出という、新しい挑戦もすでに始まっている。

また、株主と経営者の間における株主以外のステークホルダーに対する利益貢献も、定款に記載することで、会社法による株主からの利益最大化訴訟を回避する方策も取ることができるようになってきている。

さらに、ベネフィットコーポレーション<sup>12</sup> や認証 B コーポレーション<sup>13</sup> などの革新的な取り組みが始まっており、この動向には注目をしたい。会社法の建て付けは、経営者は株主利益の最大化を追求するとなっているが、この二つの企業の仕組みは、株主以外のステークホルダーの利益を最大限考慮するとその経営姿勢を認めるものとなっている。

新しい仕組みに関しては、米国の資本市場が、やは

り世界の資本主義社会を理論的にも実践的にもリードしている。

## 6. 日本のコーポレートガバナンス改革

### 6.1 日本版コーポレートガバナンスの特徴

日本型コーポレートガバナンスの基本形は、英国型のコーポレートガバナンスの仕組みとほぼ同様である。上場企業に対する会社法と金融商品取引法の改訂というハードローと、上場企業にはコーポレーガバナンス・コード、機関投資家にはスチュワードシップ・コード（いずれも細則を定めるのではなく原則主義）というソフトローの組み合わせとなっている。そして、上場企業に開示義務がある財務報告書の品質担保に関しては、米国型内部統制（JSOX）を法制化し、米国と同じく厳格にコントロールする仕組みを整えた。日本型のコーポレートガバナンスは世界に類のない独特のものとなっている。

この独特の日本型コーポレートガバナンスには、様々な意見が出ている。代表的な意見を披露したい。

### 6.2 日本版コーポレートガバナンスの現状課題

田村達也<sup>14</sup>の主張は以下の通り意思決定機関である取締役会への課題である。以下引用する。

- 1) 現在の経営環境は既存のビジネスモデルの持続性が不透明になっており、トップの独裁による老害などが問題になるケースが出てきている。つまり、取締役会が次世代経営者を選ぶ重責を担うことが多くなるが、そのような事態に対処できるガバナンス体制が組めるかが問われる。
- 2) 現行法政の中で3つの機構（監査役会設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社）における社外取締役の選任と位置付けが、特に委員会設置会社においてはその組み合わせ、その機能と人材（各人の能力）が極めて複雑になる。
- 3) 今日コーポレートガバナンスで検討し論じなければならないのは「取締役会の役割と責任」で、それには、日本で実現していない社外取締役が過半数を占める取締役会を組成することが重要になる。

次いで、日本企業の上場企業の収益性に関する指摘

である。これについては、2本の論文で厳しく指摘している玉山和夫<sup>15</sup>から引用する。

日本の企業のBPS（一株あたり純資産）および配当内部留保BPSが、経済全般的成果に比しても極めて貧弱であることの要因を、日本の低い資本分配率、高すぎる設備投資、それに伴う資本市場から過剰調達に求める。経営の安定の名の元に、リスクをとった経営よりは既存事業の存続のために課題な投資を続け、そのつけを資本市場に負わせてきたのである。

また、日本の投資家もリスクを取ることを嫌い、こうした安定経営に資金を注ぎ込んできたのである。

この状況は日本の社会心理学的構造に由来していると思われる以上、その転換は難しいが、結局はグローバルな株主から信頼される企業と、そうでない企業の二極化が進むことになろう。

玉山は上記の論文の4年後さらに新たな論文<sup>16</sup>で以下の分析も披露しているので引用する

筆者はこれまでもいくつかの視点から日本企業の低収益と投資家への低いリターンについて論じてきた。日本企業が如何に株主に報いていないかを、改めて内部留保の内訳から論じたい。

日本企業の配当性向は低く、一国単位で見ても配当の名目GDP比は、アメリカと比べて著しく小さい。この背景にあるのは日本企業の資本政策、株主構成である。

日本では企業もマジョリティの株主もリスクを嫌う。閉じた社会での安定・安全・安心を求め、外部に開かれた信頼関係を構築するのが苦手である。健全にチャレンジする企業に転換するには、企業も資本市場も成熟した市民社会の構成員に変わる必要がある。

近年、安定株主の比率が低下し始め、機関投資家の保有比率が上昇している。それが継続できはじめて、日本の企業および資本市場が転換できると言えるであろう。

もう一つ、日本のコーポレートガバナンス改革の中で遅れていると言われるCSR観点から行ったコーポレートガバナンスの考察を古村公久<sup>17</sup>の論文から検討したい。以下、引用する。

コーポレートガバナンス改革への対応を一過性の「法規制対応」レベルで終わらせず経営プロセスの改革に繋げるためには、コーポレートガバナンス改革が中長期的な企業価値を向上させるプロセスについて多様な視点で検証することが欠かせない。

まず(1)自律的取り組みについては、自社の視点でコーポレートガバナンス改革の取り組みを検証するところから始める。(2)他律的サポートについては、ステークホルダーの視点から見ての「中長期的な企業価値向上」どのように結びつけるのかを広く議論することが今後の重要課題となる。

コーポレートガバナンス改革を一過性の法規制対応レベルで終わらせてはならないとの意見、また、企業はステークホルダー視点の企業価値議論を深めるべしとの意見に大いに同意する。

## 7. おわりに

### 7.1 日本版コーポレートガバナンスの性格

日本は国家的危機に当たって、外圧を使って意識改革を実行してきた歴史がある。

まず、江戸時代末期に浦賀に到着したアメリカの4隻の蒸気機関車を見た当時の日本人は驚愕した。当時幕府の動きは早かった。明治維新後にも続く流れであるが、優秀な若者を欧米に留学せしめ、その後帰国した若者が明治維新を進めて行った。

その結果、欧米諸国から多くの知識・技術を導入し、列強の植民地になることを防ぎ、富国強兵を実現した。

二度目の危機は第二次世界大戦における敗北であるが、GHQの支配はあったものの戦後の復興を果たして奇跡の経済成長を遂げるまでに至った。今では典型的なブラック企業のモーレツ社員に全ての日本人がなっていたのだが、自らのガバナンスをそれなりにつくり上げて、日本人が主体となり、世界で一番になる成長を歩んだ時期であったとも言える。

三度目の危機は人口のピークを迎えた2000年代初頭から起きているのではないだろうか。人口が減るとは消費の人口増による成長が止まることを意味し、また労働人口の減少は経済活動の収縮をするこ

とはマクロ経済の視点から明白である。

この中で、日本の上場企業の中から、どうにかしようとの動きが見えないことに問題意識を持った日本政府が英米のコーポレートガバナンスの仕組みを言わば、そっくりそのままではないにせよ、手直しして実践しようとしたのが、現在の日本型コーポレートガバナンスであると、今回の整理をしながら痛感した。

しかし、明治時代の日本人や戦後の日本人と違って、現在の上場企業はこの改革を、当初は言わば日本政府・金融庁・証券取引所のガイダンスをそのまま受け入れるが、形式的に取り組んでいるだけとしか思えないような時期もあった。

しかし、今の既存ビジネスの先行きに不安を覚え始めた一部上場企業に、独自のコーポレートガバナンスの構築に取り組み始めたところも出てきた。

そのことが、その他大勢のとりあえず形式的にコーポレートガバナンス改革に取り組んでいる会社にも波及効果が現れることを切に期待したいと思う。

明治維新と戦後の日本人は食欲であったが、やはり当時は貧しかった。当時は欧米へのコンプレックスもあっただろうが、それを壮絶な努力で跳ねかえした。

これから日本は経済縮小(地方小都市ではすでに商店街がシャッター通りになり衰退は始まっている)の大変な時代を迎えるが、ここから、全体ではなく一人当たりの生産性を上げることで、危機を乗り切っていく必要がある。資本主義国の中で、この危機に直面する最初の国に日本がなるので対処法についての前例はない。

その意味で、日本経済に資する経営とは何かを問い続ける経営者による日本版コーポレートガバナンス改革を推進していくことが重要だと筆者は認識している。

### 7.2 日本版コーポレートガバナンスの死角

もう一つ、気がついたことがある。この現在取り組んでいるコーポレートガバナンス改革は、資本市場で行われているということだ。広義の資本市場ではなく上場株式市場を通じた活性化だ。

日本経済の重い課題を解決するには、これとは違う



仕掛けがいるのではないだろうか。なぜならば、全日本の雇用者のほとんどは非上場企業に勤務しているからだ。

上場企業の場合は、その評価は一元的には、株価の上昇であったり配当の増加であったりすることは明白だろう。

しかし、上場企業ではない会社は、その外部の機関投資家のような経営に強い刺激を与える監視役が極めて少ない。

これからは、売上高が伸びなくなった時には固定費が変わらない限り営業利益は減少していくはずで、早晚経営危機に直面し、従業員の雇用を維持することで経営も精一杯になるはずだ。

もし、日本全体が成長していれば、従業員は他に働き場所を見つけられるが、そうでない場合は、従業員に十分な手当てを払って解雇した後に企業は廃業するしかない。日本に新しい産業（日本人の新規雇用の場）を育てなければならない。

そのための日本版コーポレートガバナンスとしてさらにこの経営危機をバネに経営を前向きに変え、自身の会社価値を向上させる社内の運動に発展させる必要がある。

### 7.3 伝統的な日本に企業のコーポレートガバナンスを活かす

色々なヒントが伝統的な日本企業に備わっている。例えば、国際的に活躍している吉田工業などはその一社だ。同社は会社の産んだ付加価値は、顧客・取引先・経営者を含む従業員の三者に分配すべきとの独自の経営理念<sup>18</sup>を持っている。つまり、創業1934年以来上場することは全く念頭に置いていなかったと言う。上場だけが成功の秘訣ではない。

吉田工業の内情は詳しく知る由もないが、コーポレートガバナンスで謳っている社外取締役の選任や各種委員会の設置や内部統制については、上場企業と遜色のないものを構築されているのではないかと推察する。すでに吉田工業を大きく成長させた二代目は一線を退いて若い三代目に経営を任せている。

このように、優秀な能力のある非上場企業経営者には、このような事例から何かを学んで、自社にとって最適なコーポレートガバナンス構築に取り組ん

で頂きたいと思っている。

さらに、新しい産業の育成であるが、日本ではユニコーン企業が米国に比べて30分の1しかないとの記事<sup>19</sup>があった。全く新しい技術・製品は大企業の中では例え有望であっても、既存ビジネスが収益を上げている間は思い切って取り組まないという傾向があるだろう。

Googleの社員から話を聞くと、Googleに留まるよりは、いい仕事のアイデアがある社員は社外に積極的に出ることが普通のことになっているという。そして、外に出て事業が成功すれば、Googleと対等に仕事もできるし、またGoogleに戻ってくるオプションもあるのだという。

そのような柔軟な人事制度は日本企業には難しいのかも知れないが、ルールは後から作る・できるものであり、ルールが新たにできるような挑戦をする人が多く輩出することが望ましいのではないだろうか。

そして、その先駆者（若い経営者）には、企業価値を上げるための最低限の法則であるコーポレートガバナンスの真髄を学んで頂き、自身の企業の成長に役立ててほしいと思う。

日本の上場企業には、さらに誠心誠意取り組んで頂きたい日本版コーポレートガバナンスであるが、新しい産業を独立して起こす気概のある若い経営者にはその本質を理解し、立派に起業してほしいと願っている。

最後に、健全な「コーポレートガバナンス」とは、透明性、将来思考性、失敗から学ぶ姿勢、正義に拘る、不正やズルをしない、全ての人を愛する。そのような基本を大切にすることが重要になる。これが、有事にあたっては大事になる。

普通の人間の生き方と変わらない普遍性を大切にすることとコーポレートガバナンスは同じではないが、同じようなもの（人は人生に責任を持っている）、いやそれ以上のものだとして理解している。

### 注

1. 内閣府「日本再興戦略」（2013）  
[https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/seicho/pdf/saikou\\_jpn.pdf](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/seicho/pdf/saikou_jpn.pdf)

2. 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」(2021)  
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/nlsgeu000005lnul.pdf>
  3. 金融庁「責任ある機関投資家の諸原則＝日本版ステワードシップ・コード＝」(2014)  
<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20180601/01.pdf>
  4. 林順一 (2015) p.1
  5. 林順一 (2015) p.2
  6. 尹相国 (2010) p.240
  7. 宇沢弘文(没 2014) は会計・資本市場の中で数値化されない社会的共通資本について多くの著書を残している。
  8. Diamond Online 「ESG/SGDs 経営はブームで終わるのか」(2021) <https://diamond.jp/articles/-/267145>
  9. ビジネスラウンドテーブル HP :  
<https://www.businessroundtable.org>
  10. 浦野倫平 (2017) p.56
  11. 藤田勉 (2020) pp.79-80
  12. KPMG Online 「ベネフィットコーポレーションの特徴と意義」:  
<https://kpmg.com/jp/ja/home/insights/2022/07/sustainablevalue-benefit-corporation-2207.html>
  13. Nikkei Online 「B コープ認証をとる利点 日本総研の識者に聞く」  
<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF214Y00R20C23A6000000/>
  14. 田村達也 (2017) p.56
  15. 玉山和夫 (2016) p.1
  16. 玉山和夫 (2020) p.1
  17. 古村公久 (2018) p.28
  18. 日本経済新聞「私の履歴書 YKK 相談役吉田忠裕 (第7回)」2023年4月7日朝刊
  19. 日本経済新聞「IPO 後進国日本 (中)」2023年6月28日朝刊  
<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB192BR0Z10C23A6000000/>
- 号、2010年 pp.238-252  
浦野倫平「アメリカのコーポレートガバナンス」、佐久間伸夫編『コーポレートガバナンス改革の国際比較』ミネルバ書房(2017) pp.41-63  
藤田勉「英国のコーポレートガバナンス・コードの失敗に学ぶ」月刊資本市場 (No.417)、2020年5月 pp.76-85  
田村達也「日本企業のあるべきガバナンス体制」季刊政策・経営研究 (vol.3)、2017年 pp.69-85  
玉山和夫「日本企業の低収益と程株式リターン」札幌学院大学経営論集 (2016) No.9 pp.1-14  
玉山和夫「株主に報いない日本企業」札幌学院大学経営論集 (2020) No.13 pp.1-11  
古村公久「日本のコーポレートガバナンス改革の現状と課題－CSR の視点から考える－」企業と社会フォーラム学会誌 (第7号) 2018年 pp.15-32

(Received: August 20, 2023)

(Issued in internet Edition: September 1, 2023)

## 引用論文

- 林順一「英国コーポレートガバナンスの特徴と我が国への示唆」証券経済学会 2015年6月7日第83回春季全国大会学会論文発表 pp.1-9  
尹相国「アメリカにおけるコーポレート・ガバナンスの理論的展開」千葉大学人文社会科学研究第20