

【研究論文】日本のコーポレートガバナンス改革

「アクション・プログラム 2024」に関する考察

—2015年の改革スタート後8年間の改革の振り返りと今後の課題—

若林 泰

日本大学大学院総合社会情報研究科後期課程

Corporate Governance Reform in Japan Reflections on the Action Program 2024

—Review of the 8 years of reforms since the start of reforms in 2015 and challenges for the future—

WAKABAYASHI Yasushi

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

In 2015, the Japanese version of Corporate Governance Reform was sent out by the Japan Stock Exchange Group to listed companies to get started. Eight years later, in 2023, the “TSE Listed Companies Corporate Governance White Paper 2023” was compiled to clarify the results and future challenges, and the “Action Program 2024” was announced at the same time. The most notable points in the White Paper were the importance of strengthening the functions of outside directors and business portfolio strategies. The emphasis was shifted from compliance with the existing Corporate Governance Code to taking action with a view to the future of the company itself. This section discusses the issues that companies must address in order to comply with these reforms.

1. はじめに

21世紀初頭、日本中に溢れていたのは、1990年に生じたバブル経済破綻の痛みから脱出するために支出を圧縮し、安全第一の経営に徹して窮場を凌ぐ萎縮した日本企業の姿であった。

当時の政府当局・有識者は日本国の経済を立て直すため、2007年の証券取引法等の改正を、次いで企業経営の近代化に対応するための会社法改正に取り組んだ。

そして、2013年に自由民主党が政権与党の座に復帰し発足した第二次安倍内閣により日本経済に活力を取り戻すために発動されたのが「日本再興戦略」¹（通称アベノミクス）であった。

その政策は、以下の三つの内容で構成されていた。

①「大胆な金融政策」、②「機動的な財政政策」、③

「民間投資を喚起する成長戦略」である。

これら政策の執行は、①は日本銀行、②は政府予算を預かる関係官庁、③は民間企業が活用する資本市場を管轄する金融庁・経済産業省等が担当した。

この3番目の戦略の中で、当時日本企業の取締役会にほとんど存在していなかった社外取締役の選任が盛り込まれた。当初この案を提示された民間企業経営者の団体組織である経団連は、企業の私的行動に政治が介入するものだと大反対をした。

しかし、日本経済の低迷を尻目に活躍を続ける海外企業では社外取締役が活躍し企業の成長を支えていることが広く知られるようになっていたため、政府・金融当局は、2015年上場企業に対して積極的な社外取締役の選任を求める「コーポレートガバナンス・コード（2015）」を発表した。これが、日本版コ

コーポレートガバナンス改革のスタートであった。

現在の「コーポレートガバナンス・コード²(2021)」は、2018年と2021年の2回の改訂を経たものだが、その文頭に掲げられた「コーポレートガバナンスコードについて」と「5つの基本原則」は一字一句当初の2015年版から不変である。

●コーポレートガバナンスコードについて：

「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。」²

ここで、企業は「持続的な成長」と「中期的な企業価値向上」に鋭意取り組む存在であることが記載されている。「コーポレートガバナンス・コード」の「5つの基本原則」は以下の通りである。

●基本原則

- 1) 株主の権利・平等性の確保
- 2) 株主以外のステークホルダーとの適切な協働
- 3) 適切な情報開示と透明性の確保
- 4) 取締役会等の責務
- 5) 株主との対話

日本取引所グループは2015年にコーポレートガバナンス・コードの発信を通じて、企業経営の改善に資する活動を続けているが、2023年3月にこれまでの8年間の活動と成果を多くのデータを使って振り返り、その結果を「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2023」³として発表した。

この白書が意図したのは、過去の振り返りだけではなく、一ヶ月後の2023年4月に「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム2024」⁴を続けて発表した。これは民間企業がコーポレートガバナンス・コードを受け身で遵守するものでなく、自らの行動の中でコーポレートガバナ

スそのものを自身の会社の文化として磨いていくことを意図させようとしたものであった。

これまで企業に提示されていたコーポレートガバナンス・コードは、企業に強制されたものではなく、企業側に何かの理由があれば実施しなくてもよいという自由裁量(Comply or Explain)のあるものであった。これまで2回続けて3年毎に改定されて2024年に3回目の改訂を予想していた企業は多かった。しかし、コーポレートガバナンス・コードの改訂が2024年は見送られ、代わりに発信されたのが、「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム2024」⁴であった。これは上場企業の主体的行動を強く促す形となっている。日本のコーポレートガバナンス改革は新たなステージに入ったと考えられる。

筆者は次のように考えている。今回3回目のコード改定には、また前2回の改定の時のように細則を増やすだけになるのではないかとの批判が多かったのだ。また、最初は反対をしていた企業も、今や9割強の企業が社外取締役を選任している。それなりに、形は整い始めたことが確認できた。

しかし、当局には、不満であった。形は整えたが今の企業の行動は当局の顔色を見ているばかりで受け身であると。

このコーポレートガバナンス改革の究極の目標は、国際的にも力強い日本企業の活躍であった。それは、どうしたら実現するのか。これは。上場企業にもっと主体性を持って、独自に改革に取り組むことを促さなくてはならない。有識者との回数を重ねた意見交換でもそのような意見⁵が出た。

この動きを確認するために、2015年のコーポレートガバナンス改革のスタート後に、このコーポレートガバナンス改革の成功の鍵は「企業の自主的行動」と「社外取締役の機能強化」に掛かっていると主張していた研究者がいた。

本論文では、第3章でその二つの先行研究を確認し、企業を自主的な経営行動に導くための鍵はなのかを考察をする。

筆者は、企業の将来の力は、従前の技術やノウハウの延長線ではなく、さらに踏み込んで、健全な未来志向の下、新技術・多様な人材を生かし、競争が

厳しく低収益な取引に甘んじるレッドオーシャン分野で漫然と経営活動をするのではなく、独自性と斬新性で世の中に新機軸のビジネスを提案する、いわゆるブルーオーシャンに挑戦することで得られるという認識である。

コーポレートガバナンス改革の究極の、また果てしないゴールはそこにあると言うのが筆者の思いだ。そのコーポレートガバナンス改革の進展の現在位置を今回の論文で纏めることを目的としたい。

2. 本論文の構成について

このコーポレートガバナンス改革を推進・支援してきた当局とすれば、2015年の低金利政策に取り組んでいる最中で起こった2020年のコロナ危機では財政投資財源を繰り出し、企業倒産に伴う失業率の上昇に歯止めをかけたが、コロナ後の企業活動の回復には力強さがなくその状況にはイライラ感を募らせていたと思う。

そこに、2023年6月突如現れた米国著名投資家ウォーレン・バフェット⁶の日本株買いを切掛けに、日本株の代表的指数である日経平均株価が急騰を始めた。その結果バブル期の1989年12月につけた最高値を2024年2月に35年振りに更新した。

政府当局が旗を振りながらも中々実現できなかった日本の経済は、黒船の到来ともいべき海外の投資家の動きにより、また海外国家の景気動向との兼ね合いで日本銀行が継続していた低金利政策によって足元の円安が進み、国内企業を差し置いて輸出企業の業績の向上もあり、現時点(2024年7月)の日本の株価は高止まりで、企業業績も総じて安定していると言えよう。

また、日本政府の税収も安定して伸びている。財務省の資料によれば、2022年度の一般会計税収(所得税、法人税、消費税の合計)を見れば、71兆円⁷となっており、バブル期の税収ピークを10兆円超上回って1980年以降の最高額を達成している。

しかし、一方で、日本の社会保障給付は毎年2兆円強増加している。2009年にピークをつけて減少が続く日本の人口であるが、少子高齢化の進展⁸に伴うもので、積立財源が足らなくなる時には税収から補填されるために、日本政府の財政出動能力⁷は自

ずと制約・制限を受ける方向にある。

その結果、2013年の日本再興戦略発動の時期には、政府には①低金利政策及び②財政出動をする余裕があったが、今後将来起こる危機に対応するための政府の手段の中に①や②を十分期待できない状況はほぼ確実で、特に財政にはもう余裕がなく、ない袖は触れない状況が到来することはほぼ自明だ。

であるが故に、我が国の将来は少子高齢化社会⁸の到来による経済緊縮に襲われる懸念があるが、その時の日本の経済状況の中では、企業自らが将来の事業投資資金を生み出す能力を伴った健全な経営になっていなければならないであろう。

そのような隠れたメッセージが今後取り組むべき新しいコーポレートガバナンス改革の中にあると、民間企業経営者は自らの経営の厳しさを通じて気付かなければならない時期にあると思う。

上場企業を含む民間企業の将来の経営課題は、「アクションプログラム2024」⁴の提言でもある「社外取締役の機能強化」と「事業ポートフォリオ」に絞られていると言っても過言ではない。

さて、このこの後の議論の前に、日本のコーポレートガバナンスの特徴を明らかにしておきたい。

3. 日本型コーポレートガバナンスの特徴

3.1 中村竜哉(2018)の研究手法

中村竜哉の「日本のコーポレートガバナンス改革における特徴」⁹(2018)を戦後の日本の法制度から振り返った。研究手法は、「衆参両議院の法務委員会や内閣府、法務省、経済産業省、金融庁、東京証券取引所に設置された審議会や検討会等で議論された内容について議事録を精読する方法」である。

3.2 コーポレートガバナンス改革の歴史的誕生背景とその結果生じた日本型コーポレートガバナンスの特徴

中村竜哉は、2015年コーポレートガバナンス改革実施前の状況を以下のように整理し、その特徴を纏めている。論文要旨⁹を以下に記述する。

- 1) 1990年代：第2次安倍政権が発足する前まで：「日本のコーポレートガバナンス改革は、会社の不祥事再発を防止する目的で実行されてきた。ハードロー改革が中心となり、ソフトロー

改革がそれを補佐していた。具体的には、ハードロー改革で会社法改正により監査役制度を強化し、ソフトロー改革で東照による市場ルールを制定する形をとっていた。」

2) 2000年代:「ハードロー改革とソフトロー改革の双方において取締役会改革、特に社外取締役や独立取締役、社外監査役、独立監査役の必要性が指摘されるようになった。」

3) 2012年第2次安倍政権発足後:「内閣府(閣議決定)がアベノミクスの成長戦略の一環として、コーポレートガバナンス改革の方針や施策を策定した。閣議決定された方針や施策に沿って、各省庁がコーポレートガバナンス改革を進めた。」

4) 中村論文誌筆時点(2018年)の状況:「コーポレートガバナンス改革の目的は会社不祥事の再発防止から、『会社の持続的な成長』『経済の好循環確立』『稼ぐ力の強化』『ガバナンス改革を形式から実質へ深化』『中長期的な企業価値の向上』へと変化している。」

そして、論文の最後¹⁰を中村氏は次のような言葉で纏めている。

5)「2017年になって、会社法において社外取締役選任義務付けは再び検討され、ハードロー改革が行われようとしている。東京証券取引所に上場している会社の社外取締役と独立社外取締役の現状をみると、かなり高い比率で社外取締役等が選任されている。しかし、会社法による選任義務化は会社の規模に関係なく一律に会社に課せられることになる。社外取締役選任が高パフォーマンスに結びついたという実証結果も出ていない。これらから推測すると、今後も上場会社を対象にしたソフトロー改革、特に取締役改革が進められて、形式的な改革から実質的な改革をめざすことにあると考えられる。」

3.3 中村竜哉(2018)の研究の意義:

中村竜哉(2018)は、以上の通り、2018年の改革の時点では、「今後も上場会社を対象にしたソフトロー改革、特に取締役改革が進められて、形式的な改革から実質的な改革をめざすことにあると考えられる。」¹¹と述べている。

当時から「形式的な改革から実質的な改革をめざす」は現在の状況を振り返っても、コーポレートガバナンス改革の問題点の正鵠をついており、本質を見極めている。

4. コーポレートガバナンスと社外取締役

4.1 三輪芳朗(2015)の課題認識

次に、社外取締役の重要性に注目した論文を取り上げる。

三輪芳朗氏の「改正会社法、コーポレートガバナンス・コードと社外取締役」¹²(2015)である。

この論文は、2015年のコーポレートガバナンス改革の本丸が「社外取締役」機能にあることを先見の明を持って課題として取り組んでいるもので、この時に三輪氏が指摘した課題を整理したい。

そして、この中村竜哉(2018)と三輪芳朗(2015)の二つの論文が、今後の検討課題として取り上げる課題(「自主的取り組み」と「社外取締役機能強化」)のベースになる。

三輪芳朗(2015)が明らかにしようとした社外取締役の重要性は以下の通りである。論文要旨を以下に記述する。:

1)「2015年から『コーポレートガバナンス・コード』が適用された。金融庁と東京証券取引所を共同事務局とする『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』が上場会社向けに策定した『コーポレートガバナンス・コード原案』を、東京証券取引所が上場規則として規範化し適用するに至った。上場規則違反は上場廃止につながる。2014年に一部改正が成立した会社法(2015年施行)で実質スタートした『社外取締役の事実上の設置強制』が現実化した。」¹³

2)「アメリカなどの諸外国の動向として紹介されてきたコーポレート・ガバナンス論議とその象徴としての社外取締役の機能・役割については日本においても長い歴史と関心の浮沈がある。2005年の会社法制定前後から顕在化した『社外取締役の事実上の設置強制』動きが、会社法の改正と『コーポレートガバナンス・コード』の策定・施行に結果した。民主党政権下で法務大臣から提起された会社法の見直し、アベノミクスの成長戦略の中

心に位置する『日本再興戦略』への明記など、政治の積極的関与・主導的役割が今次の『事実上の設置強制』に至るプロセスの顕著な特徴である。」¹³

3) 『事実上の設置強制』が実現したという現実の認知度が低いこと、今後この規制の『強化』が大きく進展すると予想されることに鑑み、本論文は次の4点に検討の焦点を置く『現場からのレポート』である。

(1) 『コーポレートガバナンス・コード』を中心にした社外取締役をめぐる制度の現状の紹介、

(2) 誰が内容を実質的に決めているか(ルールの解釈・適用): ルールの決まり方、ルールの実質的内容はどこまで決まっているか、

(3) とりわけ決定プロセスの中心に位置しこれを象徴する研究会等における検討プロセスとその報告書に見る論拠と証拠の内容と位置づけ、

(4) 以上の3点と経済学者、法と経済学研究者の世界における研究の蓄積・現状との関係。当然、他の経済政策・規制と同様に、『多くの国民が納得する説得的な論拠と証拠が示され、その妥当性をめぐる周到な検討が実施され、その成果が明示されているか?』とする政策決定過程の透明性と説明責任(accountability)も重大な関心事である。」¹⁴

4) 「標準的な経済学の研究成果に照らせば、株主利益の実現に向けた選択の一環として社外取締役を含む最適な取締役会メンバーが現実を選択されている。このため、社外取締役の設置強制は株主利益に反する。設置強制論の論拠や証拠に焦点を合わせて一連の関連報告書等について検討しても、企業の『稼ぐ力』『活力』を増進し日本経済の『活性化』に資するとする類の表現が躍るのみであり、政策決定過程の透明性と説明責任に関する配慮は乏しい。このような表現が想定する目的の実現に設置強制が資する可能性は乏しいと予想される。このため、『実質化』『強化』を名目とした規制強化が予想されるが、その帰結も明るいものではない。」¹⁵

4.2 三輪芳朗(2015)が指摘する社外取締役納得性

三輪芳朗(2015)が指摘しているのは、社外取締役こそがコーポレートガバナンス改革の要だとすれば、このような社外取締役の実質的設置強制が真のコーポレートガバナンス改革になるのかという極めて洞察力のある問題提起である。三輪芳朗(2015)は以下を述べて論文を締めている。

『きちんと考えて、証拠に照らして確認する』ことの重要性を理解し、確認できた(された)主張しか受け入れない読者(慎重で賢明な消費者?)の増加が決定的に重要なのである。

本論文の著者の一人(三輪)は2015年春に東京上野の国立科学博物館で見入った絵を思い出す。安政の大地震の後に暴れる地下の巨大な鯰とお札を売り歩く者たちの姿を描いた巨大な鯰絵である。1855年11月7日の江戸地震を含めた一連の大地震が安政時代に日本全国で発生した。大災害は、天罰として世の乱れを糺すべく天が吉凶をもって警告するのだとする思想が当時根強かった。無責任な流言・風説を描いた瓦版や鯰絵を幕府は厳しく取り締まった。今回のケースでは、幕が開いて進行しつつある舞台の内容がそのようなものである可能性すら話題にもならないし、幕府の役人たちが売り歩く者たちの中心を占めているように見える。ここに至る長い期間をたとえば30年と見ると、『失われたxx年』と嘆き、多くの日本人が後悔する日が遠くない将来に到来するだろうか?到来するとしても70年などという長い年月を要するかもしれない。」¹⁶

4.3 社外取締役がキーワードになるコーポレートガバナンス改革

三輪芳朗(2015)の強い思いが前項では伝わってくる。この論文の指摘も前項の中村竜也(2018)と同様に日本のコーポレートガバナンスの特徴を言い当てている。

5. その他コーポレートガバナンス関連の諸論文について

日本のコーポレートガバナンス改革は、2000年代当初時、精彩を欠いていた日本経済を支える民間企業経営者に対して、政府は英国のコーポレートガバ

ナンス・コード¹⁷を引き合いに出し、これは原則であり、義務ではない。できない企業はできない理由を述べれば良い(Comply or Explain)と政策を押し進めた。

つまり、ここで、日本企業が自主性を持たずに始まった改革であったと主張したのが、中村竜哉(2015)であった。また、その最重要の役割を担う社外取締役のガバナンスの役割がコーポレートガバナンス改革の要になるのであればこの決定が本当に皆の腹落ちのあった中で決定されたのかと指摘したのが、三輪芳朗(2015)であった。

コーポレートガバナンス改革の影響について指摘をしている論文が幾つかあり、今も問題として残っているテーマを扱った以下の3論文を以下に確認する。

5.1 コーポレートガバナンス関連規範のコスト

坂根純輝の「コーポレートガバナンス関連規範コストの研究下方硬直性に与える影響(2017)」¹⁸の研究概要の抜粋となるが、以下の通り。

- 1) 「本論文は、我が国上場企業におけるコスト・ビヘイビアの非対称性について検討する。コスト・ビヘイビアに関連する実証研究では、収益が増加する場合のコストの増加率に比べ、収益が減少する場合のコストの減少率が小さくなる事象を明らかにしており、この事象はコストの下方硬直性とよばれている。そしてコーポレートガバナンスが脆弱な企業においては、(情報の非対称性を発生原因とする) エージェンシー問題がコストの下方硬直性をもたらしている。」¹⁸
- 2) 「一方、我が国においては、第2次安倍晋三内閣の影響によって上場企業に対するコーポレート・ガバナンス関連規範が相次いで制定されたことにより、上場企業のコーポレート・ガバナンスに大きな変化が訪れた。」¹⁸
- 3) 「そこで、本論文は、コーポレート・ガバナンス関連規範が我が国上場企業のコストの下方硬直性を緩和するという仮説を設定し、その因果関係を論理的に検証することとした。本論文は、まず当該仮説を検証するために仮説を大前提と小前提に分解した。エージェンシー問題が改善されるならば、コストの下方硬直性が緩和

されるという大前提は先行研究(Chen et al 2012)²⁰で証明されているので、大前提を所与のものとして受け入れた。」

4) 「次に、コーポレート・ガバナンス関連規範はエージェンシー問題を改善するという小前提をミクロ経済学における情報の非対称性の理論を援用して論証した。その結果、コーポレート・ガバナンス関連規範が我が国上場企業のコストの下方硬直性を緩和するという仮説の確からしさが高まった。」¹⁸

5) 「本論文では、コーポレート・ガバナンス関連規範が我が国上場企業のコストの下方硬直性を緩和することを定性的に明らかにしてきたものの、当該仮説の確からしさを実証研究により得られる経験的証拠から検証することはできなかった。この点は今後の課題としたい。」

この坂根純輝(2017)は、コーポレートガバナンス・コードが定める規範が、企業コストへの負担増となり、悪影響がないかを検討したもので、その結果「エージェンシー問題が解決されれば下方硬直性を緩和するという仮説が確からしい」という結論を導き出している。結果的に、坂根純輝(2017)は、コーポレートガバナンス改革の背中を押したものとなっている。

5.2 コーポレートガバナンス・コードと株主総会

植田敦紀の研究「コーポレートガバナンス・コードと株主総会について」(2016)²¹は、コーポレートガバナンス改革の中心的役割を果たす株主総会への影響をテーマに扱っている。株主総会の主要参加者の一つに機関投資家の存在がある。コーポレートガバナンス・コードの基本原則5はその「株主との対話」の重要性について述べているもので、植田敦紀(2017)はそれが成立する要件を検討した。以下、引用する。

- 1) 「企業はコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードを受け入れ、両コードはサステナビリティ情報開示とその利用を進める新たな社会制度として位置付けられた。企業は新たに設定された2つのコードの下で、様々な情報開示ツールを体系的に機能させ、効果的なサステナビリティ情報開示を実行してい

かなければならない。」²²

2) 「社会の変化によって法律や規範が見直され、本稿でみてきたように成長戦略を見据えた新たなコードが策定された。それに伴い新たなアカウンタビリティが求められ、情報開示モデルが開発され、伝統的な会計制度やその運用を変えていく必要が起きている。」²²

3) 「法律や規範の変化は会計制度を現代の環境に見合ったものにする変化であり進化である。社会が変化し、コーポレートガバナンス・コードが策定され、企業と投資家の価値判断・行動様式が変化してきた今、会計制度がそれに柔軟に対応していかなければ社会の実態と会計の間にずれが生じてしまう。」²²

4) 「これまで会計は権威あるものとして信頼を得て発展してきた。今後も社会の変化に柔軟に対応し、正しい経済実態を表すという会計の役割・機能を十分に果たすという会計の役割・機能を十分に果たしていくことを展望する。」²²

植田敦紀(2017)が本論文で指摘する企業会計の重要性は、時代に則して改革していくべきとの論点は現在も続いている。

昨今上場企業の有価証券報告書が株主総会の後に纏められている実態が問題視されているが、このことが株主総会の重要性を蔑ろにしているとの見解に通ずるものであると史料²³する。

5.3 コーポレートガバナンス・コードの再改訂

2015年に制定されたコーポレートガバナンス・コードは2018年と2021年に2度の改正が行われている。その改訂について考察を行った松岡弘樹「コーポレートガバナンス・コードの再改訂」²⁴(2023)の結論部分から下記を抜粋する。

1) 「2014年の責任ある機関投資家の諸原則を定めたスチュワードシップ・コード策定に端を発した、コーポレートガバナンス改革に対する我が国の取り組みは、その後の2015年の監査等委員会設置会社制度の創設などのコーポレートガバナンスの強化を主たる目的とする改正会社法の施行、2015年のコーポレートガバナンス・コード策定、2018年の改訂により、我が国のコーポレートガバナンス強化に向けた施策一定の進

捗がみられる状況にあった。これに対して、企業においては、指名委員会が設置されていながらも、委員構成の偏り等により、その機能が必ずしも十分に発掘されておらず、企業価値向上の観点から適切な資質を備えた独立社外取締役の選定に必ずしもつながっていないなど、コーポレートガバナンス上の様々な課題も指摘されており、このような状況を踏まえて、コーポレートガバナンス・コードの再改訂が行われた。」²⁵

2) 「従来のコーポレートガバナンスに関する議論は、コンプライアンス(法令遵守)体制およびそれを含めた内部統制システムないし業務管理体制をどのように構築すべきかという議論と企業の繁栄、他の企業に対する競争力の強化、業績の向上に資するためにはどのようなコーポレートガバナンス体制が望ましいのかという議論に大別され、前者が『守りのガバナンス』、後者が『攻めのガバナンス』と称されることが多い。」²⁵

3) 「我が国においてコーポレートガバナンス・コードが策定された背景として、我が国の上場会社の業績不振が続いており、前者の不祥事等を未然に防ぐ『守りのガバナンス』ではなく、後者の企業の業績を向上させ生き残るための『攻めのガバナンス』が必要ではないかとの企業意識の高まりがあげられる。これに対して、コーポレートガバナンス・コードの再改訂においては、①取締役会の機能発揮、②企業の中核人材における多様性(ダイバーシティ)の確保、③サステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)を巡る課題への取組み、の3つのコーポレートガバナンス改革をめぐる課題に対応した、『攻めのガバナンス』とともに、監査に対する信頼性の確保等に対応した『守りのガバナンス』にも比重が置かれているのが大きな特徴である。」²⁵

4) 「コロナ禍を契機とした事業を取り巻く環境の変化が加速する中、企業の新たな成長を後押しし、中長期的な企業価値の向上を図るためには、コーポレートガバナンス改革に、よりスピード感を持って取り組む必要がある。上場各社に

においては、再改訂されたコーポレートガバナンス・コードの趣旨・精神を踏まえ、積極的な『攻めガバナンス』と共に、『守りのガバナンス』を実施することにより、経営陣を中心に全社横断的なコーポレートガバナンス改革の取組みが継続的に行われることを期待するものである。」²⁵

松岡弘樹（2023）は、上述 4）にある通り「再改訂されたコーポレートガバナンス・コードの趣旨・精神を踏まえ、経営陣を中心に全社横断的なコーポレートガバナンス改革の取組みが継続的に行われることを期待する」と強調しており、これは正に筆者の考えと一致する。すでにコーポレートガバナンス改革の本丸は、上場企業のさらに高度なコーポレートガバナンスを目指なければならない経営陣の姿勢に向けられているのである。

6. 「コーポレートガバナンス白書 2023」³

上場企業努力について、焦点が当てられている今日の状況の中で、この白書は A4 版 218 頁の大著であるが、どのように総括をしているかをチェックしていきたい。白書の目次は、以下の通り。

前書き

序・総論

1. 取締役会等の機能発揮と多様性の確保
2. 事業ポートフォリオの見直し・資本コスト
3. サステナビリティを巡る課題への取り組み
4. 株主との対話
5. 株主の権利・平等性の確保～一般株主・少数株主利益の確保

付録：全 83 原則の実施状況（図表 1～140）

6.1 「白書 2023」改革の内容

この白書の要点²⁶は以下のとおり。

- 1) 「東京証券取引所では、上場会社のコーポレート・ガバナンスの取組状況や進捗状況を多角的に明らかにすることを目的として、上場会社が開示したコーポレート・ガバナンスに関する報告書のデータを用いて総合的な分析を行い、2007 年以降、隔年でコーポレート・ガバナンス白書を発刊している。今回のコーポレート・ガバナンス白書 2023 は、その 9 回目の発刊にあたる。」
- 2) 「これまで東京証券取引所では、1999 年にコ

ーポレート・ガバナンスの充実を上場会社に対して要請したことを皮切りに、2004 年の上場会社コーポレート・ガバナンス原則の策定や 2006 年の CG 報告書の制度化、2009 年の独立役員制度の導入などの各種取組みを進めてきており、2015 年には、上場会社の実効的なガバナンスの実現に資する主要な諸原則を取りまとめたコーポレートガバナンス・コードを策定した。」

3) 「その後、コーポレートガバナンス改革をより実質的なものへと深化させ、より多くの上場会社においてさらなる持続的な成長と中長期的な企業価値向上が図られるよう促すことなどを目的として、2018 年 6 月及び 2021 年 6 月と二度のコード改訂を行い、また、2022 年 4 月にはプライム市場、スタンダード市場、グロース市場という各市場のコンセプトと上場基準を明確化した新たな市場区分の運営を開始した。」

4) 「新市場区分におけるプライム市場は、多くの機関投資家の投資対象になり得る規模の時価総額を持ち、より高いガバナンス水準を備えていることをそのコンセプトとして掲げており、プライム市場上場会社を中心として、コードを意識した取組みは着実に進展している状況にある。一方で、一部の上場会社においては未だ形式的な対応に終始し実質的なガバナンスの向上に繋がっていない、との指摘も聞かれるところであり、また、近年は社会情勢の変化や国際情勢不安など上場企業の事業環境は刻々と変化していることから、こういった変化に対応していくためにも実効的なガバナンスの実現に向けた取組みをさらに進めていく必要性が高まっている。」

5) 「こういった背景事情を念頭において、本白書においては、2021 年 6 月のコード改訂や 2022 年 4 月の市場区分見直しを踏まえ構成を刷新し、市場や投資家の関心が比較的高いと思われる論点を中心として事例の収集や分析を行ったうえで、上場会社が自社の立ち位置を確認し、より一層の取組みの高度化を図る際に有用な情報となるよう取りまとめを行っている。また、昨今、コードに対する具体的な対応を検討・実践するにあたり、参照することが有益な指針・ガイドライン

等が関連する府省庁や団体から公表されていることから、これらの概要をコラムとして一部取り上げている。これらの内容が、我が国のコーポレート・ガバナンスに携わる関係各位にとって、変貌し続けている上場会社の取組状況を概観するための一助となり、ひいては上場会社各社・市場全体におけるコーポレート・ガバナンスの実効性の向上に繋がれば幸いである。」

以上のように、東京証券取引所は、2015年のコーポレートガバナンス改革を振り返り、企業がコーポレートガバナンスを発揮できるように、取引所機能を向上させてきたことを述べ総括している。

6.2 コーポレートガバナンス改革の今後の課題

「コーポレートガバナンス白書 2023」で浮き彫りになった今後の課題が「コーポレートガバナンス改革の課題とこれまでに指摘された事項」²⁷に纏められ2023年4月に公表された。

1) 「コーポレートガバナンス改革を通じて企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するためには、経営陣、取締役会、投資家、その他様々なステークホルダーが適切に協働していくことが肝要。」

2) 「コーポレートガバナンス・コードの課題は三つ：①資本コストを踏まえた収益性・成長性。②人的資本を含むサステナビリティ課題への取り組み、③独立社外取締役の機能発揮等。それらを駆使して企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図る。」

3) 「ステュワードシップ・コードの課題も三つ：①情報開示の充実を求め、さらにグローバル投資家との対話促進、②法制度上の課題への取り組み、③ステュワードシップ活動の実質化。以上を通じて実行的なステュワードシップ活動を求め、中長期的なリターンの向上を促す。」

要は、企業の自主的なコーポレートガバナンス改革には海外機関投資家の圧力が今後も必要との考え方だ。これはバフェット氏の日本株への投資⁶が、思った以上に日本企業経営者及び市場関係者の行動に影響を与えたことから当然の考え方だと思料する。

6.3 反省を踏まえてさらに一步踏み込み発表された「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたア

クションプログラム 2024」について

2023年4月に発表された、「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクションプログラム 2024」⁴の内容は以下の通り。大項目は以下の6つ。

- 1) ステュワードシップ活動の実質化
- 2) 取締役会等の実効性向上
- 3) 収益性と成長性を意識した経営
- 4) 情報開示の充実・グローバル投資家との対話促進
- 5) 市場環境上の課題の解決
- 6) サステナビリティを意識した経営

これらの項目を機関投資家及びすべて民間企業が自身の考えに基づき取り組んでいるはずだが、「この検証については、十分なデータがないものがある」という指摘がここでは記載されている。

7. 日本のコーポレートガバナンス改革の今後の課題

当局によって企業に対し、コーポレートガバナンスの改善・高度化によって何が求められているかは、当初の定義：「持続的な成長」と「中期的な企業価値向上」に鋭意取り組むことにあるのは明らかだ。しかし、取り巻く経営環境が厳しくなっているため、具体的な施策の執行には難度が高まっていると考えることが必要だ。つまり、今までやっている事だけでは、新たなチャンスは創れない。そのために将来投資も人材育成もコントロールとタイミングが重要になり、企業には場合によっては稼いできたビジネスモデル転換も考える戦略的決断が必要になっている。

7.1 厄介な問題①：企業不祥事

中村竜哉が、上述 3-2 で指摘したように、当初は企業不祥事撲滅のために資本市場関係者が取り組んだのは、コーポレートガバナンス改革の中に、内部統制システムを加えることであった。

コーポレートガバナンス・コードの基本原則 4、原則 4-4 「監査役及び監査役会の役割・責務」のなかに、この内部統制の機能を担保するための監査役機能について触れている。

しかし、実際様々な不祥事は、会社が整えた内部統制システムを無効化することで発生する。例えば、トップの無関心、関係部署の連携不足、同様の事例

が発生してその対処報告が他部署に共有されず見逃される、といったルールを逸脱したわけではないが、書かれたルールに、あるいは法令違反ではないケースで、問題含みの案件が素通りすることで発生するケースが多発している。

個々の企業は、内部統制システムの成文化ができれば安心する傾向があるが、文書になった後に新たに経営環境に変化が生じて、従来のルールが陳腐化していくことがある。この変化に対して、このままでは通用しないのではないかと健全なチェック機能を日々発揮する必要があるがこれが難しい。

コーポレートガバナンス・コードの理解と浸透はルールベースではなく、常に自らを律する経営思想の浸透にも踏み込む必要があり、その観察とチェックは定型業務では見つけられないものであり、企業として独自の対応策を構築することが重要であると思料する。

7.2 前例のない企業経営環境の中で新しい商品・サービスの新規事業を起こすこと。

また、今日の事業環境は日本のコーポレートガバナンス改革スタートの2015年から見ても、当時想定していなかった数々の外部環境の変化が起きている。例えば、日本の少子高齢化の進展がある。

この少子高齢化の影響は、企業活動のあらゆるところに出現するはずだ。例えば、従業員の雇用が人手不足で補充が間に合わない。当面の間は既存の従業員で仕事を分担することで解決できるかもしれないが、長期的に続ければ、従業員一人当たりの仕事量の増加につながり、適切な労務管理上に不都合が発生し易くなる。そういった事まで、企業は神経を使わなくなる。

どこにマイナスの影響が出てくるかは、企業毎にビジネスモデルが異なり、各企業が自身の現場の動きを確かめながら取り組むしかない。

ほんの僅かな指摘だけでも、どれだけ思考を多角的・多層的に検討するのにしても、気の休まらない経営者は決して少なくないはずだ。

7.3 コーポレートガバナンス・コードの弱点

筆者は、コーポレートガバナンス・コード改革の貢献は極めて大きいと思っているが、一方で、これは標準規範なので、この基準をベースに行動を決め

て行くのは不十分であると思っている。

企業は大きな視野を持って、現状があと何年後までいまの状態を続けられるか、将来に足りないものがあるとしたら何か、現場の中長期の時間軸で、日常のオペレーションの中に将来影響があるものを見つける手法が組織末端まで浸透させる努力が肝要だ。そして、問題は些細なことでも放置せず、すぐに組織を構成する一人一人が行動を起こすことである。

7.4 コーポレートガバナンス・コードの浸透は社長の責任

このような検討課題を現場任せにしているはいけない。この仕事は経営トップの仕事であると思う。

実例を挙げれば、最近問題となったビックモータを代理店として起用していた大手損害保険会社のトップが「ビックモータの不祥事を私は知らなかった」と発言して話題となった。最終的にこの損害保険会社のトップは株主総会においてその立場を追われたが、金融庁が「知らない」ということで責任を取らない経営者の姿勢に強い不満を示した。

このような事例は、コーポレートガバナンス・コードを何度読んでも暗誦しても解決できない。本当のコーポレートガバナンスを企業に浸透せしめるのは、社長の覚悟でもある。不祥事は社長の責任だと認識する必要がある。

7.5 非上場企業へのコーポレートガバナンスの浸透

上場企業が、新しいコーポレートガバナンスに取り組むためには、「社外取締役」の活用と「ステークホルダー」との真摯な対話による「事業ポートフォリオ」の再構築のプロセスが必要だと、今まで論じてきた。

非上場企業は、日本の雇用の7割を支える中小企業である。その殆どはファミリー企業でもある。ファミリーが企業であり、家長のトップが決断すれば意思決定が早いとの特徴もある。しかし、トップの暴走で企業がリスクを負うケースも少なくない。その点だけでも、トップの牽制には社外取締役の存在価値は高いのではないだろうか。上場企業はコーポレートガバナンス改革に真摯に取り組み、非上場企業の経営の刷新にぜひ良いお手本を見せてほしいものである。

8. おわりに

コーポレートガバナンス改革が始まって9年経った。コーポレートガバナンス改革は、日本経済の活性化のために貢献している。

一方で、急激な変化を遂げる現在の企業の経営環境においては、成文化された法規・規範などは制定された直後から、陳腐化が始まる。現実の変化には即時に対応しきれない。

そのような状況の中で、コーポレートガバナンス改革が企業に求めるのは、不断の改善と改革への取り組みである。

今回の「アクション・プラン2024」には、企業が日本を支えるという使命感の下、自ら規範のお手本になるように、コーポレートガバナンス・コードに記載されている以上の先進的な改革に取り組むことへの期待が盛り込まれている。

8.1 ヒントになる長寿ファミリー企業に伝わる経営理念

代々言い伝えを守り事業を継続しているファミリー企業は日本に多く存在する。長寿であると言うことは、大きな不祥事を起こさず、長い歴史の中で困難を乗り越えてきたことの証であり、従業員の生活も数多くのステークホルダーの信頼も獲得しながら事業を継続してきたノウハウがそこにはあると考えて良い。

「ファミリービジネス白書(2022)」²⁹は、ファミリー企業の環境変化と危機突破力に、特に注目して編まれている。

長寿企業においては、時代の変遷の中で、時代に合わせて「変える事業」と、時代に関わらず「変えない経営理念」を堅持する経営がされているようだ。

日本のコーポレートガバナンス改革は上場企業が取り組んでいるコーポレートガバナンス改革に加え、非上場のファミリー企業も加わって、上場・非上場を問わず、統一のコーポレートガバナンス改革の取り組みを進めることが必要ではないだろうか。

8.2 企業定款に経営理念を記載した企業

会社法第26条には、企業は定款を作成し、そこには目的を記載することを求めている。

2023年4月17日イオン株式会社は、「定款の一部変更」³⁰とのリリースを出した。

そこには、同社定款第2条に2000字を超える基本理念の記述を加えたことであった。このことに関する企業法務ナビ³¹の解説は以下の通り。

「(イオンの今回の記載は) 任意的記載事項となっており、会社の本質や公序良俗に反しないかぎり原則自由に記載することが可能です。本件では現行の約260字程度の内容から2000字を超えるボリュームに大改訂を発表したことから話題となっており注目を集めております。従来から理念が正確に伝わりにくかったとし、数年をかけて改訂作業を進め、今年の入社式で初披露したことです。会社の憲法とも呼ばれる定款に、どのようなことを記載しなければならないのか、またどのようなことを任意に記載することができるのかを把握し、今一度自社の定款を見直しておくことも重要と言えるでしょう。」

イオンの創業家が呉服屋の事業を起こしたのは1758年であり、そこから数えると266年の長寿企業と言える。このような形で定款に経営理念を記載する企業が増えていくかどうかは分からないが、このことに関心が高まることで、日本企業のコーポレートガバナンス改革の意識が高まることは好ましいと思料する。

8.3 今後の研究の課題・方向性について

コーポレートガバナンス・コードが提示している企業の使命は「持続的な成長」と「中長期的な企業価値の向上」である。

そして、今日関心が高まっているのは、企業経営者の後継者選択・指名の意思決定プロセスである。

ファミリー企業の事業承継では、早期に後継者の育成を始めることが多い。一方、上場企業では、最後まで後継者を明らかにせず、会長や社長の鶴の一声で決定される事例が多かった。しかし、現在では企業の活動の日常の中で長期に亘り観察し、最後は社外取締役も入れた委員会等で決議するケースも増えている。

上場企業のコーポレートガバナンス改革はまだ10年足らずだ。不祥事の問題解決も含め、まだ未完で改善する事項が多い。上場企業の自主的・能動的なコーポレートガバナンス改革への取り組みに資する研究を今後も続けて行きたい。

- 注
1. 内閣府「日本再興戦略」(2013)
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. 「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書(2023)」
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jb0-att/cg27su0000004bk2.pdf>
 4. 金融庁「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム 2024」
https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_7_overview.pdf
 5. 東京証券取引所フォローアップ会議開催記録:
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/04.html>
 6. 日本経済新聞「バフェットが次に買う株は？」
2023年7月21日
<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB194C60Z10C23A7000000/>
 7. 財務省「昭和54年度以降の税収の推移 excel」
<https://www.mof.go.jp/index.htm>
 8. 日本経済新聞「老いる世界、中国は2100年に人口半減 国連推計」2024年7月12日
<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGN11EKM0R10C24A7000000/>
 9. 中村直哉(2018) p.213
 10. 中村直哉(2018) p.214-246より抜粋
 11. 中村直哉(2018) p.247
 12. 三輪芳朗(2015) p.5、p7、p13より抜粋
 13. 三輪芳朗(2015) p.18
 14. 三輪芳朗(2015) p.22
 15. 三輪芳朗(2015) p.31
 16. 三輪芳朗(2015) p.133
 17. 金融庁「英国のコーポレートガバナンスコード」
<https://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/siryou/20140807/06.pdf>
 18. 坂根純輝(2017) p.25-36
 19. 坂根純輝(2017) p.25
 20. Chen, C. X., Lu, H., & Sougiannis, T. (2012)
The Agency Problem, Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs.
 21. 植田敦紀(2016) p.109
 22. 植田敦紀(2016) p.127
 23. 日本経済新聞「首相、有報の開示、株主総会前に」2024年4月3日
<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB194C60Z10C23A7000000/>
 24. 松岡弘樹(2023) p.182-201
 25. 松岡弘樹(2023) p.199
 26. 東京証券取引所「コーポレートガバナンス白書(2023) まえがき
 27. 金融庁「コーポレートガバナンス改革の課題とこれまでに指摘された事項」2023年3月
<https://www.fsa.go.jp/news/r4/singi/20230426/01.pdf>
 28. 金融庁「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム 2024」
https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_7_overview.pdf
 29. 後藤俊夫監修「ファミリービジネス白書(2022)」白桃書房2021年
 30. 日本経済新聞掲載 2023年4月12日
<https://www.nikkei.com/nkd/disclosure/tdnr/20230412545895/>
 31. 企業法務ナビ「イオンが定款の基本理念を大幅改訂」2023年5月12日
<https://www.corporate-legal.jp/news/5268>

引用論文

- 中村竜哉「日本のコーポレートガバナンス改革における特徴」拓殖大学経営管理研究第111号2018年2月 pp.213-249
- 三輪芳朗・J. Mark Ramseyer「2014改正会社法、コーポレートガバナンス・コードと社外取締役」大阪学院大学経済論集 8巻第2号 2015年1月 pp.15-140
- 坂根純輝「コーポレートガバナンス関連規範がコストの下方硬直性に与える影響」九州情報大学研究論集19巻 2017年3月 pp.25-36
- 植田敦紀「コーポレートガバナンス・コードと株主総会」専修大学学会・専修商学論 2017年7月 pp.109-129
- 松岡弘樹「コーポレートガバナンス・コードの再改定」東京交通短期大学研究紀要28号2023年3月 pp.182-201

(Received: August 20, 2024)

(Issued in internet Edition: September 2, 2024)