

公益社団法人関西経済連合会委託研究

目指すべき企業経営のあり方 研究報告書

～世界の潮流を牽引する企業統治のあり方～

2018年6月

一般財団法人 アジア太平洋研究所

〈アブストラクト〉

近年、世界では、短期利益志向と株主価値の最大化を図る企業経営に対する反省が高まっている。反省の潮流の中にあるのは、長期的な視点での経営と株主だけでなく多様なステークホルダーへの配慮が重要ということである。また、富の大きな格差、超国家的存在の巨大多国籍企業の過剰な税回避など、行き過ぎた資本主義の問題が露呈される中で、経営には倫理的であることが強く求められている。

長期的視点での経営、多様なステークホルダーへの配慮、経営と倫理の両立は、日本企業の根底にある経営哲学である。今、SDGsという世界の持続的な社会実現に向けた目標があるが、古くから日本企業が経営哲学とし、実践してきたことに合致するものが多い。こうした日本企業の経営哲学は、世界から評価されるべき普遍的価値を有するものである。日本企業は、経営や企業統治において、SDGsという世界の潮流を牽引していくことが必要である。

そこで、研究会を開催し、短期利益志向や株主価値最大化の経営に走った投資家資本主義の問題と反省の動きをレビューし、SDGsという最近の世界の潮流を踏まえて、企業統治（コーポレートガバナンス）の観点から、世界の潮流を牽引する「目指すべき企業経営のあり方」について報告書を取りまとめた。

2018年6月

〈キーワード〉 SDGs、企業価値、企業統治（コーポレートガバナンス）

〈研究体制〉

リサーチリーダー	加護野忠男	甲南大学特別客員教授、神戸大学名誉教授
リサーチャー	田中 一弘	一橋大学 大学院経営管理研究科教授
リサーチャー	伊藤 博之	滋賀大学 経済学部教授
リサーチャー	吉村 典久	大阪市立大学 大学院経営学研究科教授
リサーチャー	藤原 幸則	アジア太平洋研究所 主席研究員
事務局	岩野 宏	アジア太平洋研究所 代表理事
事務局	田中 厚世	アジア太平洋研究所 事務局長兼総務部長
事務局	松川 佳洋	アジア太平洋研究所 研究計画部長
事務局・担当	橘 知孝	アジア太平洋研究所 調査役(2018年5月末まで)

概要（エグゼクティブ・サマリー）

近年、世界では、短期利益志向と株主価値の最大化を図る企業経営に対する反省が高まっている。反省の潮流の中にあるのは、長期的な視点での経営と株主だけでなく多様なステークホルダーへの配慮が重要ということである。また、富の大きな格差、超国家的存在の巨大多国籍企業の過剰な税回避など、行き過ぎた資本主義の問題が露呈される中で、経営には倫理的であることが強く求められている。

長期的視点での経営、多様なステークホルダーへの配慮、経営と倫理の両立は、日本企業の根底にある経営哲学である。今、SDGsという世界の持続的な社会実現に向けた目標があるが、古くから日本企業が経営哲学とし、実践してきたことに合致するものが多い。日本企業の根底にある経営哲学は、世界的に見て普遍的価値があるといえる。したがって、日本企業は、SDGsの実現を経営の指針にすえて、国境を越えたグローバルな企業活動を展開する中で、地球社会の課題解決にビジネスを通じて積極的に貢献し、世界をより良い方向に変えるSDGsの実現を牽引していくことが強く期待される。

そこで、アジア太平洋研究所において、気鋭の経営学者の参画も得て研究会を開催し、検討・議論を重ねてきた。研究会では、昨今の政府によるコーポレートガバナンス改革の動向、委託者の関西経済連合会のこれまでの提言内容を共有しつつ、データの整理・分析、内外の先行研究レビューを行いながら、経営学の視点からの理論構成と意見を総合化、集約することを基本として、世界の潮流を牽引する企業統治のあり方についての本報告書を取りまとめた。

最初に、用語の使い分けをしていることを記しておきたい。本報告書では、政府および証券取引所による企業統治改革のことを指す場合は、カタカナで「コーポレートガバナンス」と表記し、我々、リサーチグループが主張・提案する意味では、漢字で「企業統治」という表記をしている。

次に各章の要点を示す。

第1章では、株主価値経営を迫る投資家資本主義について、1980年代以降、米国において隆盛して行った状況を俯瞰する。そして、1990年代に入り、日本企業の企業統治にも投資家資本主義の影響が及んで行ったことを指摘していく。バブル崩壊以降、日本企業は、長期低迷とグローバル競争激化の中で、設備・雇用・負債という「3つの過剰」への対処を余儀なくされた。グローバル競争の中で生き残るために、M&Aの増加を通じた資本のリストラと集中、非正規雇用の増加と正規雇用の削減を通

じた人件費の抑制と固定費化の回避、といった企業行動が現れた。不良債権処理のために金融機関は企業との持ち合い株の解消を急速に進め、多くの企業の株式保有構造も機関投資家（海外やヘッジファンドも含む）が大きな比重を占めるようになった。

こうした機関投資家の株式保有比率が高まった資本市場の圧力から、株価や株主配分を重視する企業行動をとることを迫られ、短期主義の問題も起こすこととなった。自社株買いの増加、人材育成投資の減少、研究開発内容の短期化などである。

第2章では、近年、世界で高まる投資家資本主義への反省の動きを紹介する。その代表例が2012年に提言された英国のケイ・レビューであり、本来、中長期の資金が供給されるべき株式市場における短期志向偏重問題を鋭く指摘した。米国でも、資本市場の健全性のために短期主義の是正論が起きている。また、英国では、従業員等の株主以外のステークホルダーを企業統治に関与させる改革の動きもある。さらに、最近の米国の企業経営の最前線では、「米国流の経営＝株主価値経営」とステレオタイプに見ることができない状況になっていることを指摘しておきたい。経営や事業の目的が株主価値最大化ではなく、自らの経営理念やビジョンに基づいた経営で業績を高め、成長していくことを優先している事例がある。

第3章では、世界の潮流を牽引する企業統治の原点になる考え方をまず示し、企業への提案、政府・証券取引所への要望を述べている。企業統治について、重要なポイントは3つある。第1に、SDGsの実現を経営の指針にすえ、長期的な視点での経営、多様なステークホルダーへの配慮、地球社会の課題解決にビジネスを通じて積極的に貢献することである。第2に、倫理・道徳を企業統治の土台とし、経営者が規範性ある企業理念や行動基準を掲げて、経営者の率先垂範と全社員に深く理解・共鳴させることによって企業倫理を実現することが必要である。第3に、コーポレートガバナンス・コードに対する向き合い方は、独自性、多様性があってしかるべきことである。自社の経営戦略、企業統治についての明確な方針があり、それに照らして正当と考えるなら、コンプライしない理由を堂々とエクスペインして良いと考える。コンプライの「形式」を整えるだけでは、企業の実質は変わらず、企業価値向上や企業の成長につながらない。

以上が本報告書の概要である。日本企業には、SDGsの実現という世界の潮流を踏まえ、どのような企業統治の制度や仕組みをつくり、実践していくべきかを、真剣に考えるべき時が来ていると思う。本報告書の提案がその一助になれば幸いである。

2018年6月

アジア太平洋研究所

「目指すべき企業経営のあり方」研究報告書
～世界の潮流を牽引する企業統治のあり方～

目次

第1章 行き過ぎた投資家資本主義の問題と反省の動き	
1. 米国における投資家資本主義の隆盛.....	1
2. 投資家資本主義の日本企業への影響.....	3
第2章 世界で高まる投資家資本主義への反省	
1. 短期主義の弊害の議論.....	14
2. 株主以外のステークホルダーの関与を重視する議論.....	16
3. ステレオタイプに見ることができない米国の企業経営の最前線.....	17
第3章 世界の潮流を牽引する企業統治のあり方	
1. 企業統治の原点とは.....	18
(1) 企業統治において重視すべき世界の潮流(SDGs).....	18
(2) 企業統治の土台としての経営と倫理の両立.....	19
(3) コーポレートガバナンス・コードへの向き合い方.....	21
2. 企業への具体的な提案.....	21
(1) 株主との長期経営ビジョンの共有、長期戦略計画の提示.....	22
(2) 執行で重要な意思決定は取締役会で議論を.....	23
(3) 監査役(会)・監査委員会の監査機能向上.....	24
(4) 社外取締役の役割の明確化、独立性は判断の独立性重視を.....	26
(5) 労働組合の社内牽制機能の再活用、長期の成長戦略への関与.....	27
(6) 人材の選抜育成、正社員中心の雇用と適切な報酬による人中心の経営.....	27
(7) 会社と協働し責任を自覚している長期保有株主との積極的な対話.....	28
(8) 政策保有株式の適切なマネジメント.....	29
(9) 成長投資の源泉である内部留保の適切な説明と活用.....	30
(10) 会社独自のKPI(主要業績評価指標)の導入.....	31

3. 政府・証券取引所への要望.....	3 3
(1) 四半期開示の義務付けの廃止.....	3 3
(2) 長期保有株主に対する優遇策.....	3 3
(3) 議決権行使助言業者のあり方の検討、業務の適正化に向けた規制.....	3 3
(4) コーポレートガバナンス・コードのステークホルダー規定の再検討.....	3 4
(5) 株主代表訴訟制度（株主による責任追及等の訴え）の見直し.....	3 5
(6) 政府のコーポレートガバナンス改革を議論する体制の見直し.....	3 5
第4章 資料編	
研究会記録.....	3 6
参考文献.....	3 7

第1章 行き過ぎた投資家資本主義の問題と反省の動き

投資家資本主義 (Investor Capitalism) は、さまざまな新技術の登場や規制緩和の結果、年金基金や投資ファンド会社などの機関投資家の株式保有比率が高まることで現れたものである。投資家資本主義の実践を企業統治に関連づける論理は、エージェンシー理論を媒介にして組み立てられた。エージェンシー理論では、株式会社の統治において、委託者は株主であり、受託者は経営者となり、経営者の自己利益を優先する行動 (機会主義的行動) を抑制する役割を主に株式市場の牽制機能に求める¹。1980年代以降、米国では理論的な議論の範疇を越えた大きな影響力を持つようになった。企業の経営や事業の目的が株価上昇や株主価値の最大化として理解される根拠となり、米国では、株主価値最大化を標榜する企業や経営者が高く評価された。

本章では、投資家資本主義について、1980年代以降、米国において隆盛して行った状況を俯瞰する。そして、1990年代に入り、バブル崩壊、金融危機を経ながら、経済のグローバル化やデジタル化などの進展も背景に、日本企業の企業統治にも投資家資本主義の影響が及んで行ったことを指摘していく。

1. 米国における投資家資本主義の隆盛

米国では、1981年のレーガン政権の登場以降、産業、労働、社会保障、公共サービスなど、さまざまな分野で連邦政府の規制緩和が実行された。こうした米国社会の構造変化の中で、企業経営も変化した。企業再編に関わる規制緩和が、1980年代以降、M&A (企業の合併・買収) の増加をもたらした。M&Aの増加は、企業に株主価値を重視した経営を行うようにさせた。株主価値の主要指標は株価である。株価の重要性は株式交換を用いたM&Aの増加によってさらに高まった。

このように、1980年代以降のM&Aの増加は、株価を重視した企業経営を生み出し、企業は株価を上げるためにROE (自己資本利益率)²に代表される資本コストを意識した経営や株主への配分の増加を労働者の雇用や賃金の犠牲の上に行うようになった。

¹ エージェンシー理論では、株式会社にはエージェンシー問題があるからとしている。エージェンシー問題とは、委託者 (株主) と受託者 (経営者) の間には情報の格差と利益相反があり、適切な制御メカニズムがなければ、受託者が委託者の利益を無視して、自己利益を優先する行動 (機会主義的行動) をとる可能性があるという考え方による。

² ROE (自己資本利益率) = (当期純利益) / (純資産 (自己資本))

ROEは、企業が自己資本に対してどれだけ利益をあげることができたかを見る指標であるが、企業価値を費用収益・資産負債として計上される数値だけでとらえている。

株価引き上げのための自社株買いも 1980 年代以降増加していく。また、ストックオプションという経営者の自己利益の拡大も、株主配分重視の経営へと変化させた一因であると考えられる。ストックオプションは、株価上昇に対する金銭的なインセンティブを経営者に与えることによって、株主と経営者の利害を一致させる目的で導入されており、1980 年代以降、これまた規制緩和により自由度を拡大している³。

そして、ついに、1997 年の報告書で、アメリカの CEO の団体であるビジネスラウンドテーブルも、経営陣と取締役会は、多様なステークホルダーの中で、株主に対して最大の義務を負うことを宣言するに至った⁴。

このような株主価値最大化を目的とする投資家資本主義が 1980 年代に米国で隆盛し、米系投資銀行の対英進出などによって欧州にも波及していった。投資家資本主義は、本来、中長期資金が供給されるべき資本市場において取引を短期化させ、また、企業行動を近視眼的にさせる圧力となってきた。企業は、自社の長期的な成長よりも、短期的な株価上昇に目を向けるようになり、株価を上げるために労働者の解雇や自社株買い、事業部門の売却などを積極的に行った。

例えば、ジェネラル・エレクトリック (GE) において、ジャック・ウエルチ CEO が 1980 年代以降、2001 年の引退までの間、株価を重視し、株価時価総額を上げるため、自社株買いを継続する一方で、労働者のレイオフや研究開発費削減を進めたのはよく知られている。それは、米国の研究者からも指摘されているが⁵、研究開発や設備投資などの企業の成長に必要な長期投資の削減をもたらした、1990 年代以降の米国経済の衰退要因になった。

また、行き過ぎた株主価値最大化が、米国で不正会計を誘発したのではないかとという疑問も呈されるようになった。エンロンの破綻劇が有名である。エンロンは、金融技術を駆使したエネルギー取引を中核事業とする企業で、破綻直前まで株主価値最大化経営のお手本とされていた。そのエンロンの好業績が粉飾決算によることが発覚し、同社は 2001 年に倒産に追い込まれた。

³ 1982 年 SEC の規制緩和が自社株購入の動きを促すとともに、1991 年、SEC は、自社株購入に連動したストックオプションの行使を、インサイダーである企業の役員に対して認めた（これは経営陣のモラルを崩壊させる効果もある）。さらに、1993 年、100 万ドルを超えるストックオプションの付与分を法人所得から控除することを認めた（ロバート・ライシュ (2016)）。米国企業の経営者の巨額報酬がしばしば問題と指摘されるが、その多くは、このような制度変更を背景にしたストックオプションによるものといえよう。

⁴ アラン・マレー (2008)

⁵ ゲイリー・P・ピサノ & ウィリー・C・シー (2010)

2. 投資家資本主義の日本企業への影響

1990年代に入り、バブル崩壊、1997年～1998年の金融危機を経ながら、日本企業の経営、企業統治にも投資家資本主義の影響が及んだ。

バブル崩壊以降、日本企業は長期低迷とグローバル競争の激化の中で、設備・雇用・負債という「3つの過剰」への対処を余儀なくされた。グローバル競争の中で生き残るために、M&Aの増加を通じた資本のリストラと集中、非正規雇用の増加と正規雇用の削減を通じた人件費の抑制と固定費化の回避、といった企業行動が現れた。不良債権処理のために金融機関は企業との持ち合い株の解消を急速に進め、多くの企業の株式保有構造も機関投資家（海外やヘッジファンドも含む）が大きな比重を占めるようになった。

図1に示すとおり、株式保有比率は、1990年代以降、個人や事業法人の比率が減っていく一方で、外国法人の保有比率が継続的に拡大してきており、2016年度は30.1%になっている。近年、アクティビスト・ファンドの活動も目立つようになってきている。海外をはじめとする機関投資家が存在感を増した株式保有構造への変化は、資本市場からの圧力が強まることを意味する。

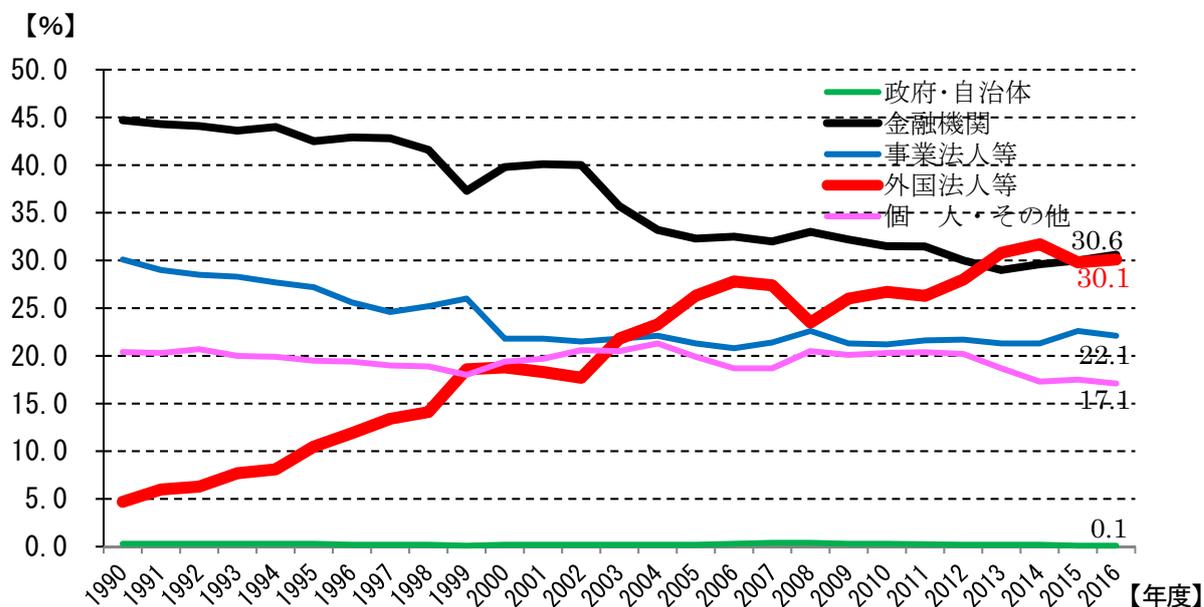


図1 日本における株式保有比率の長期的動向

注：投資部門別株式保有比率

出所：全国4証券取引所「株式分布状況調査」より作成。

「3つの過剰」への対処のため、企業組織の「選択と集中」をスピーディにできるM&Aが増加したが、その背景には1990年代後半から進められた企業法制での規制緩和と米国からの規制緩和要望（日米包括構造協議）があった。1997年の合併手続きの簡素化やストックオプション導入、純粋持株会社解禁から始まり、株式交換・移転制度（1999年）、会社分割制度（2001年）が相次いで導入されてきた。

M&Aの増加は、資本市場からの圧力を背景として、企業に株価重視の経営を迫ることになる。買収する企業はもとより、買収される企業の防衛策としても、株価を高めることが重要になった。

株価を上げるためには、資本コストの効率性を意識した経営も要請される。特に、2000年以降、株式の投資評価尺度としてのROEの重要性が高まっていった。株価を重視する企業経営は、配当や自社株買いの増加にもつながった。2001年から2003年にかけての配当規制の緩和や自社株買いの自由化という企業法制の規制緩和がそれを促進したといえよう。特に、自社株買いについては、図2に示すとおり、2014年～2015年に導入された日本版スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードにより、近年増加傾向が顕著になっている。事業会社等の株式売買状況を見ると、2015年度で3.0兆円、2016年度で2.5兆円の買い越しとなり、ROE向上に対する取り組みとして、自社株買いが継続して行われている状況がうかがえる。

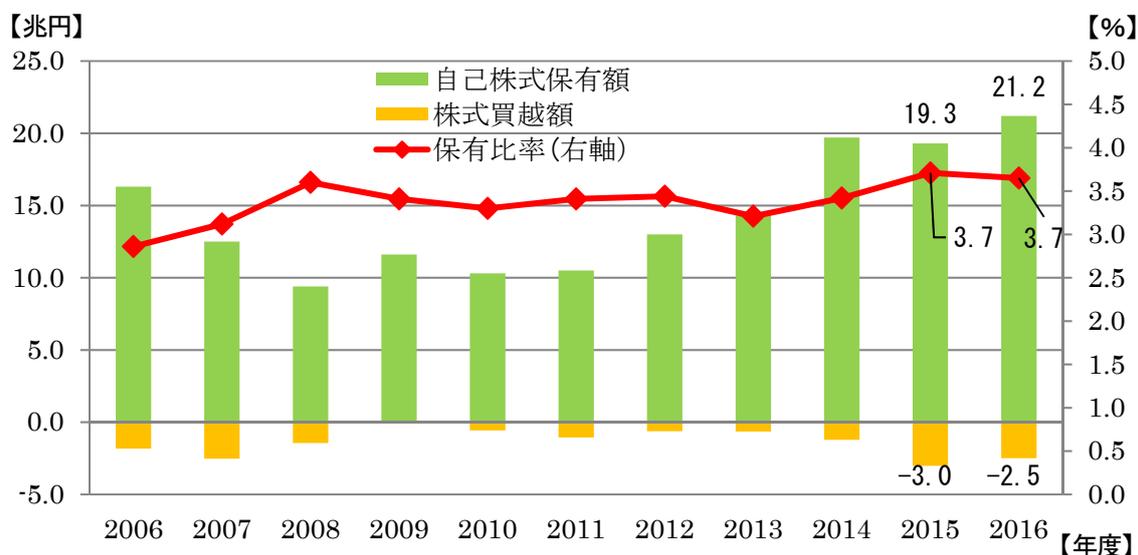


図2 日本企業の自社株（金庫株）の保有額・保有比率の動向

注：株式買越額は、投資部門別株式売買状況における「事業法人・その他法人」の買金額－売金額のことであり、マイナス表記している。

出所：全国4証券取引所「株式分布状況調査」より作成。

こうした企業法制的規制緩和は、企業の経営戦略の実現、企業組織の「選択と集中」において意義ある効果を持つものであるが、一方で株主価値経営がもたらす副作用もあることに留意しないとイケない。例えば、M&Aについて、事業再生型のものがあり、買収後、長期的視点で、ブランド、研究開発、人材育成などに相当な投資を行うことがあるが、投資家の短期利益志向の要求が強まれば困難になる。

日本の資本市場では、投資家の株式の平均保有期間は1年⁶という短い状況であり、外国人投資家の売買代金シェアは7割強⁷となっており、短期投資家が主流派となっている⁸。こうした資本市場の圧力から、株価や株主配分を重視する企業行動をとると、経営の短期利益志向化の問題を起すことになる。以下、短期志向経営の問題例を順に指摘していく。

まず、資本市場について見る。本来、資本市場は企業に対する中長期のリスク資金を供給する場であるが、図3に示すとおり、今や、自社株買いの増加により、企業側が投資家へ資金を戻す傾向が強い市場に変質している。

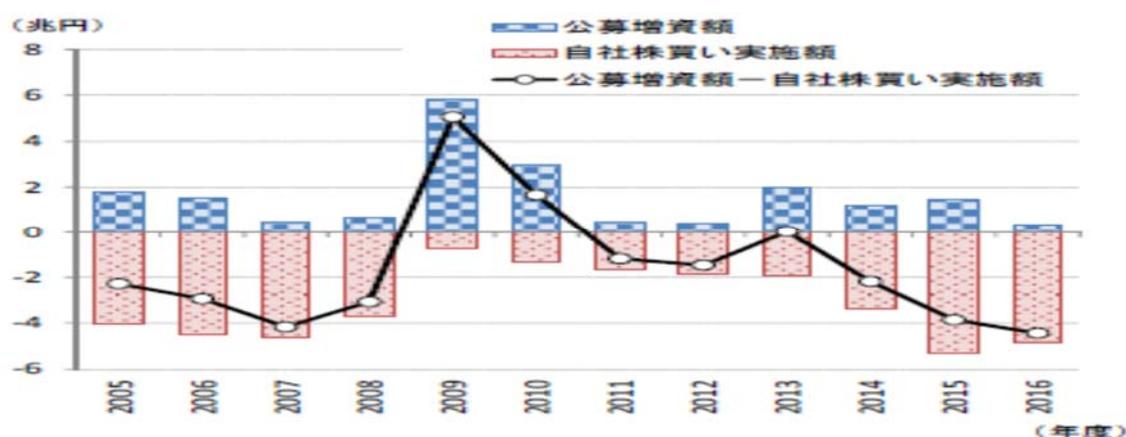


図3 公募増資額と自社株買い実施額の比較

注：公募増資は海外事業を含む。自社株買い実施額はマイナスで表記している。

出所：日本証券業協会「全国上場会社のエクイティファイナンスの状況」、
アイ・エヌ情報センターより大和総研作成。

⁶ 東京証券取引所の1部・2部で見れば、2000年以降の投資家の株式平均保有期間は1年である。平均保有期間は、時価総額（前年末の時価総額と当年末時点の時価総額の平均値）を売買代金で割った値で算出した。

⁷ 東京証券取引所の統計では、市場第一部の海外投資家の売買代金シェアは72.5%となっている（2017年の年間値）。

⁸ 技術革新により、世界の主要な証券取引所では、迅速かつ大量の株式取引を成立させる高度なシステムが導入され、高頻度で大量の取引が活発に行われている。こうした取引技術の登場も株式投資の短期化を可能にしている。

次に、雇用や賃金の変化を見てみる。我が国では、1980年代以降、パート労働者の増加により非正規雇用者が増加するようになったが、1997年の金融危機を機に非正規雇用者の中でも有期契約に基づく労働者が増える一方で、正規雇用者は削減されると同時に労働時間の長時間化が目立つようになった(図4、図5)。経営が短期利益や株主価値を重視する傾向を強めたことから、人件費の抑制や固定費化の回避を求めることにつながったと指摘されている⁹。

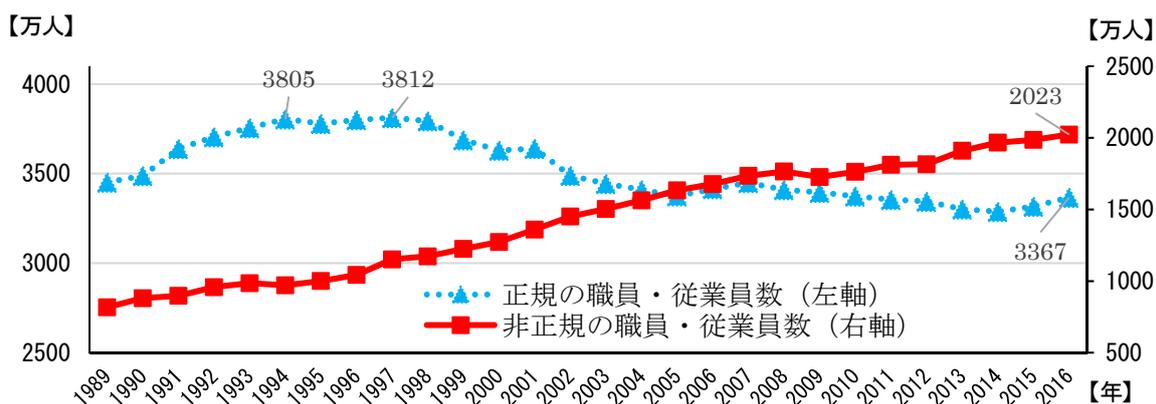


図4 雇用者の正規・非正規別の推移

注：2001年以前は各年2月の値、2002年以降は各年の年平均値。

出所：2001年以前は総務省「労働力調査特別調査」、
2002年以降は総務省「労働力調査詳細集計」より作成。

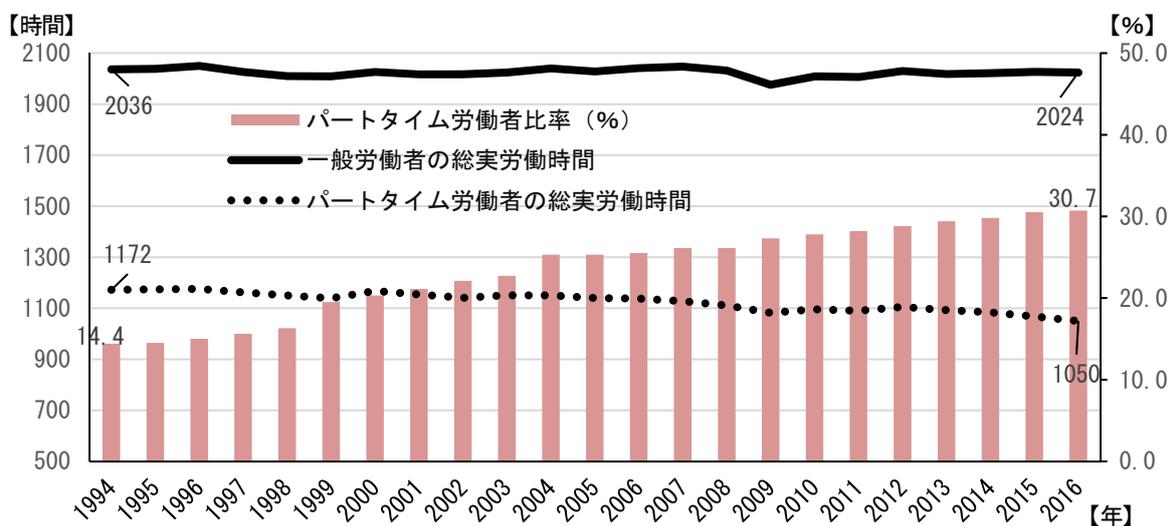


図5 就業形態別年間労働時間とパートタイム労働者比率の推移

注：事業所規模5人以上

出所：厚生労働省「毎月勤労統計調査」より作成。

⁹ 樋口美雄 (2008)

日本企業は、景気後退期に労働分配率が上がる¹⁰ように、雇用維持を優先してきたが、その一方、人件費の抑制は継続されてきた。少子高齢化・人口減少による国内市場の縮小、グローバル競争の激化、経済の先行きが不透明な中で、固定費となるものを抑制してきた。近年の統計を見ても（図6）、企業利益（付加価値）は増えていても、人件費の抑制が続いている。企業は、人件費の増加には根強く慎重な姿勢をとってきた。

しかし、最近では、企業をめぐる経営環境が大きく改善し、政府の政策的支援や社会的な要請・期待感も踏まえながら、企業による賃金引上げのモメンタムが2014年以降続いている。

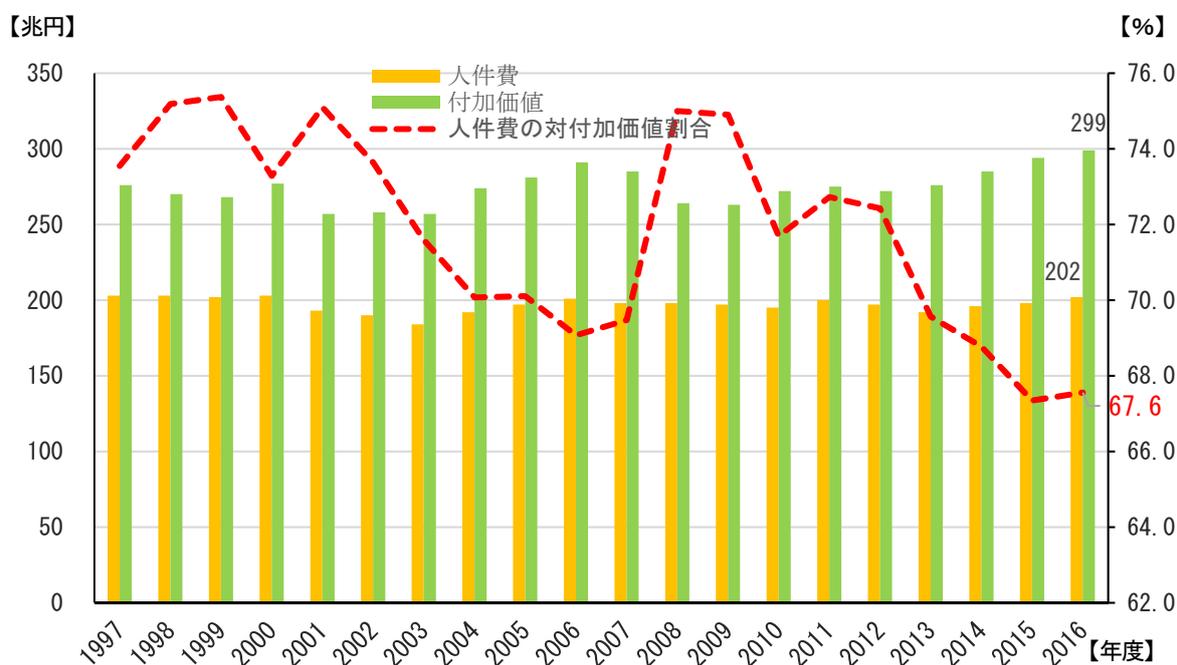


図6 日本企業全体の付加価値と人件費の推移

注：金融業、保険業を除く全産業計。

付加価値＝人件費＋支払利息等＋動産・不動産賃借料＋租税公課＋営業利益

人件費＝役員給与＋役員賞与＋従業員給与＋従業員賞与＋福利厚生費

人件費の対付加価値割合は労働分配率に相当する。

出所：財務省「法人企業統計調査」より作成。

¹⁰ 日本の企業が生み出す総付加価値額に占める総人件費の割合であるマクロの労働分配率は、短期的には景気変動に左右される。日本では、景気後退期にあっても、企業は従業員の雇用維持に配慮するため、分子の人件費は安定的に推移する一方、分母の付加価値額は景気変動によって大きく変動するため、労働分配率は景気変動と逆相関の動きを示すという特徴がある。

しかし、一方、株主への利益還元の要請が高まる中で、2000年代以降、株主配当の伸びが従業員給与の伸びを上回ることが顕著になっており（図7）、外国人持株比率増加が株主配分増加と賃金抑制に影響を与えている傾向も一定見て取れる（図8）¹¹。

賃金（雇用者報酬）と労働生産性の関係を見る。図9および図10に示すとおり、米国では、労働生産性の伸び以上に賃金が引き上げられている¹²。EUでは、労働生産性と賃金の伸びは並行している。日本では、賃金の伸びは労働生産性の伸びを一貫して下回り、賃金の抑制が働いていることが確認される。非正規雇用者の増加と相まって、生産性向上の成果が従業員に十分還元されて来なかったといえよう。

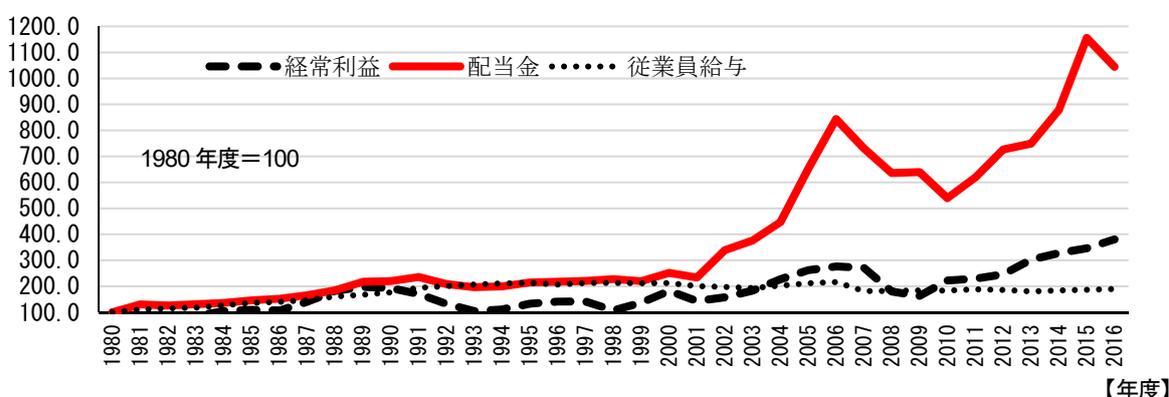


図7 日本企業の配当金と人件費の推移

注：金融業、保険業を除く全産業計。 出所：財務省「法人企業統計調査」より作成。

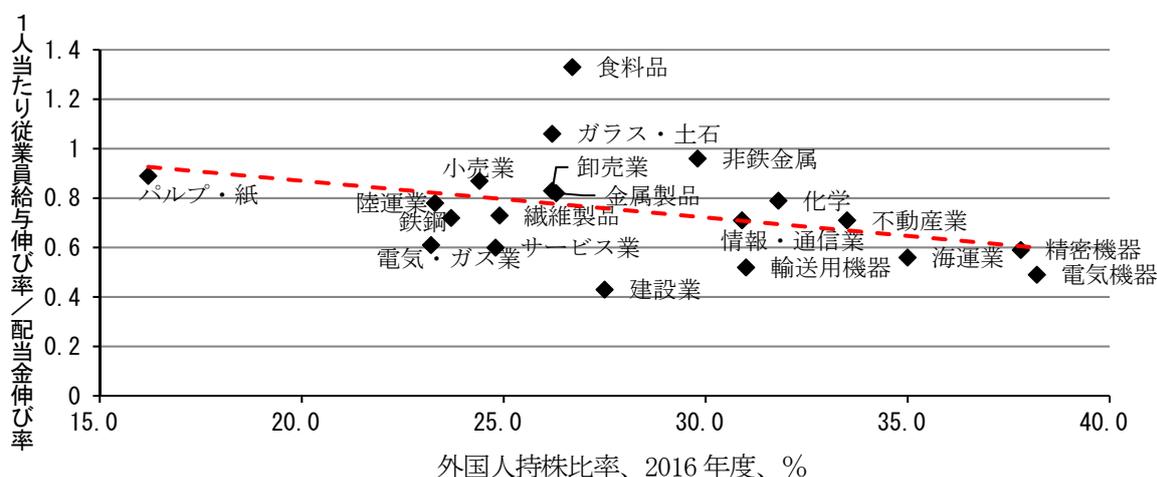


図8 外国人持株比率と賃金伸び率／配当伸び率

注：1人当たり従業員給与伸び率、配当金伸び率は、2016年度分と2012年度分の比。出所：財務省「法人企業統計調査」、東京証券取引所「株式分布状況調査」より作成。

¹¹ 日本銀行(2007)でも、グローバル経済下での企業行動として同様な指摘がある。

¹² 米国では、生産量が大きく伸びたというよりも、それ以上に分母の雇用量が大きく削減されるようになった結果、労働生産性が伸びている（樋口美雄・佐藤一磨(2015)を参照）。

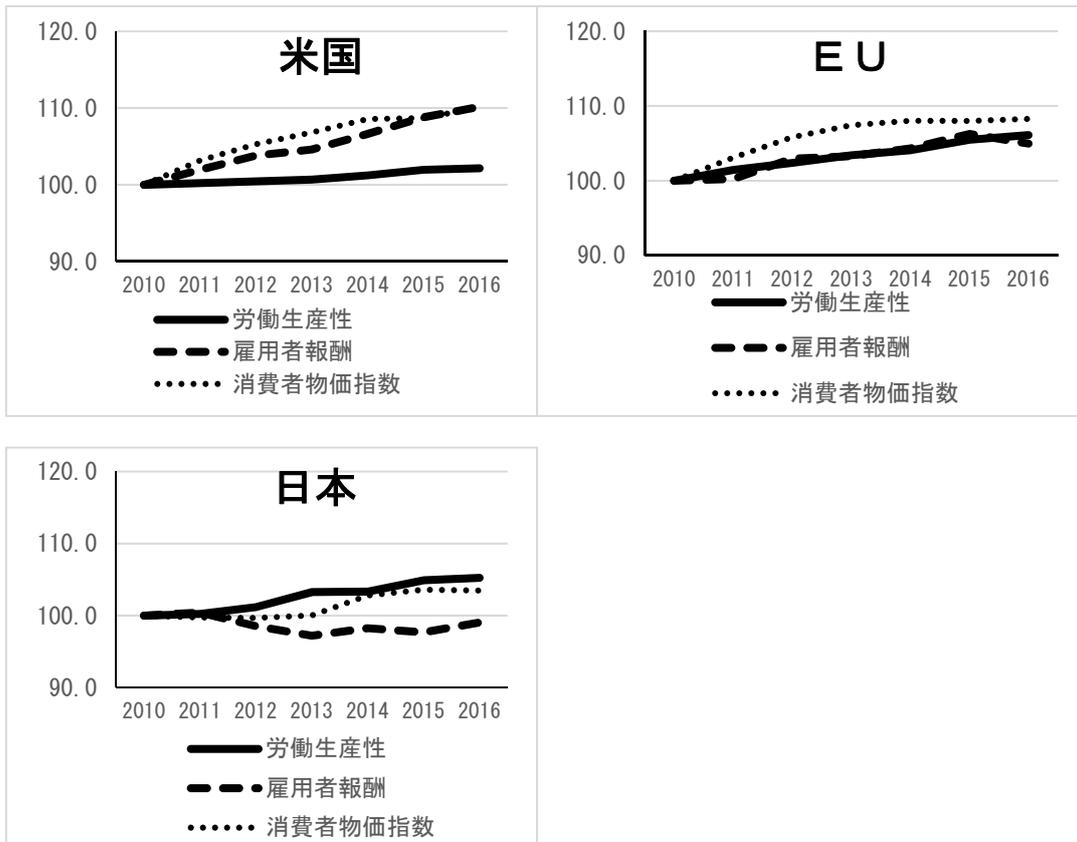


図9 賃金（雇用者報酬）と労働生産性の国際比較

注：2010年＝100とする。労働生産性と雇用者報酬は1時間当たりの値。
EUは28か国トータルの数値。

出所：OECD Database より作成。

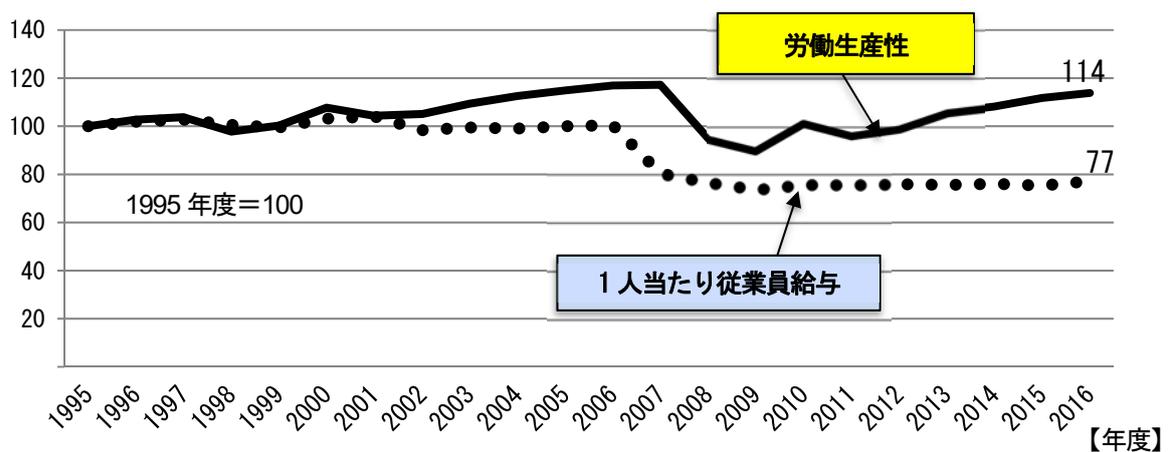


図10 日本企業の労働生産性と1人当たりの従業員給与の推移

注：金融業、保険業を除く全産業計（規模は資本金10億円以上）。

労働生産性＝付加価値／従業員数で算出。

出所：財務省「法人企業統計調査」より作成。

人材育成の面でも問題を生じている。図 11 に示すように、日本企業は、人材育成の投資も減少させてしまっている。図 12 に示すように、人材教育にかかる費用は、他の先進国に比べて格段に低い。日本企業では、社員を新規採用したら、適当にローテーションを行い、社内の評判とちょっとした業績とを合わせて役員候補にして、最後に慌ててリーダー教育するような様から、日本企業が人を大切にするといわれるのは大間違いとの指摘がある¹³。また、人件費削減のために現場が非正規雇用者中心となり、技能伝承が困難になり、製品の品質劣化も起こっている例がある¹⁴。

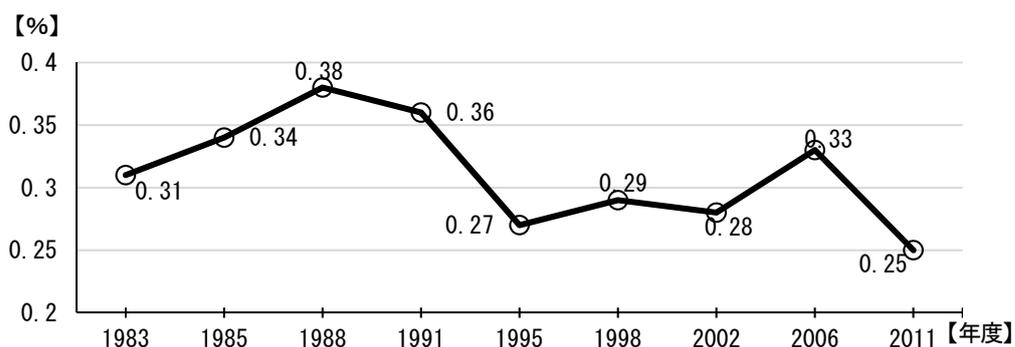


図 11 減少する企業の人材育成・教育訓練費（労働費用総額に占める割合）

出所：2016年9月30日第15回経済財政諮問会議資料

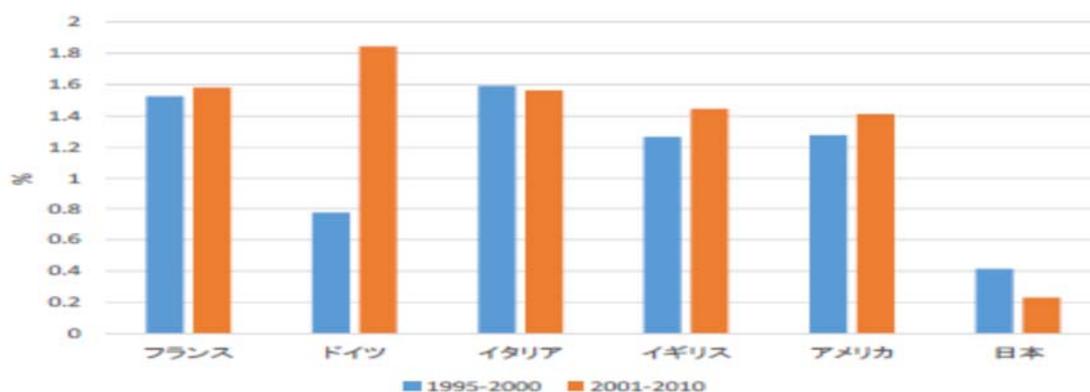


図 12 人材育成投資（OJT以外）の国際比較（GDP比）

出所：宮川 努（2016）

¹³ 平野正雄(2017)

¹⁴ 例えば、長田 洋(2017)によれば、1990年代に製造業のリストラ、コストダウン、海外シフトなどが続き、日本国内のQC（品質管理）サークル活動は2000年以降に大幅に減少し、現場での改善力の低下につながっている。2007年以降、全国のQCサークル数は約5万2千まで回復したが、非正規社員の増加もあって、1990年代までの改善力は取り戻せていない。

次に、研究開発の動向を見る。図13に民間研究費と営業利益の動向を示している。営業利益には変動があるものの、リーマン・ショック後を除き、研究費はほぼ一貫して増加トレンドにある。日本企業は、競争力の確保や成長のため、研究開発に重点を置き、費用を継続的に投入してきたといえる。

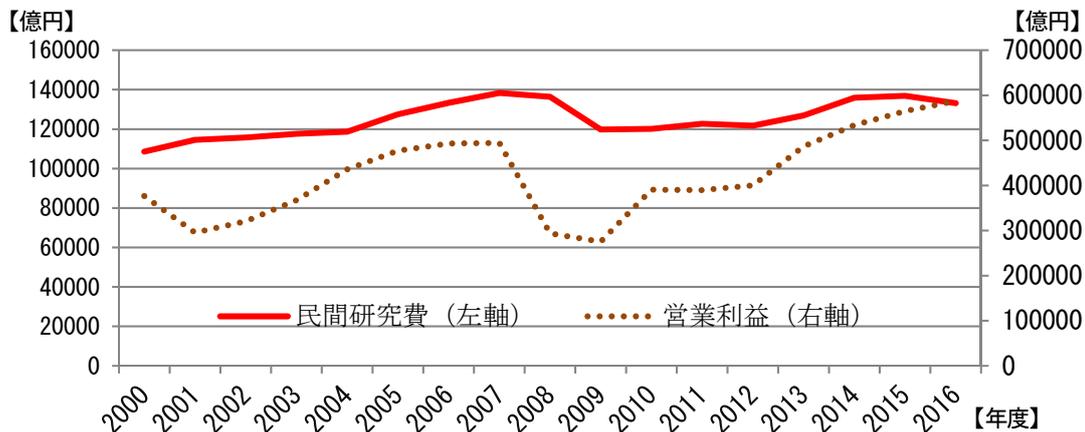


図13 民間研究費と営業利益の動向

注：営業利益は、金融業、保険業を除く全産業計。
出所：総務省「科学技術研究調査」、財務省「法人企業統計調査」より作成。

しかし、研究開発の内容を見ると、図14に示すように、目先の改善・改良に力が注がれ、時間をかけた長期的な研究開発が行われにくくなっている。

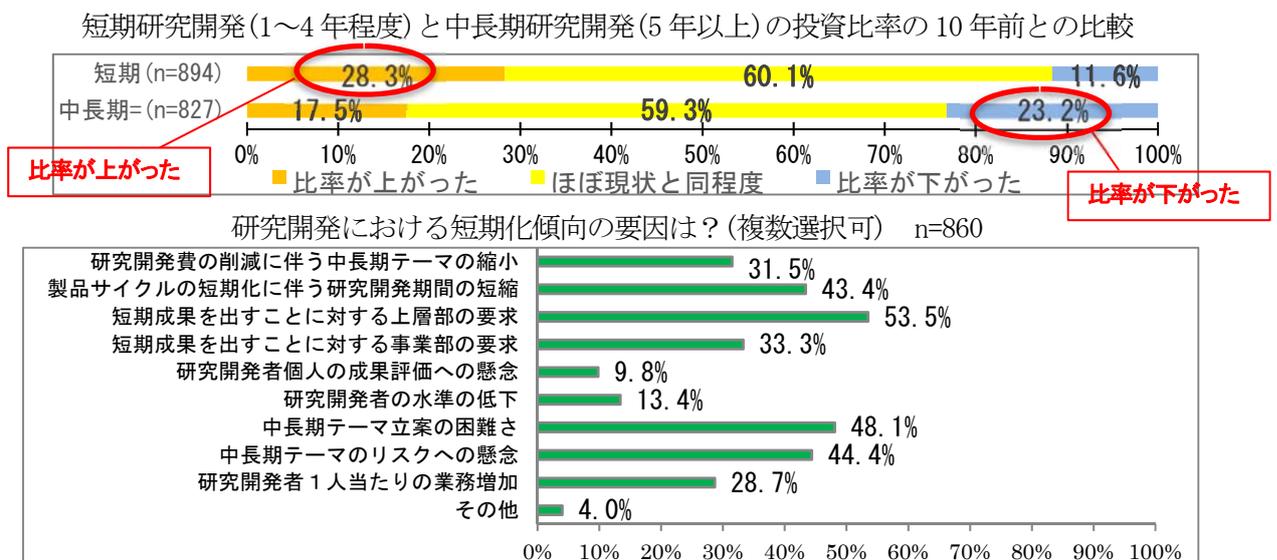


図14 日本企業の研究開発内容の短期化

出所：経済産業省調査「イノベーション創出に資する我が国企業の中長期的な研究開発に関する実態調査報告書」(2012年2月)

次に、日本企業の課題「稼ぐ力」について見る。「稼ぐ力」は、各企業において、何が問題の原因か、どう対処していくのか、真摯に向き合う必要がある。

マクロの統計で、日本企業の「稼ぐ力」の状況を見る。図15に示すとおり、日本企業のROE¹⁵は2016年度には8%近くまで向上している。レバレッジを効かせる経営はマクロの数字からは見られない。稼ぐ力に関する売上高利益率の向上が大きく寄与している。

しかし、図16に示すとおり、売上高の増加に比べて、経常利益の増加が著しく、本来の稼ぐ力という意味で、売上を伸ばして利益も稼ぐという傾向は見られない¹⁶。人件費や設備投資を抑制する一方、円安の進行、営業外利益の海外子会社からの受取配当金増加などの事業環境の好転が利益増加につながっているといえよう。表面上の財務指標の改善はあるが、売上を伸ばし、利益も増やすという稼ぐ力は低迷しているといえる。

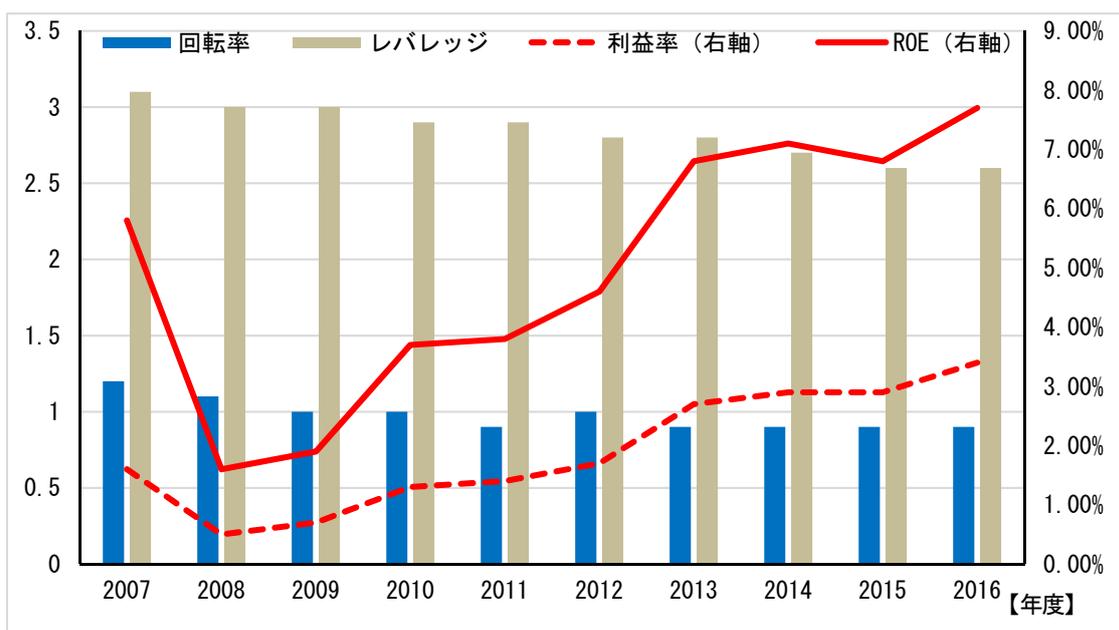


図15 日本企業のROEおよびその構成要素の推移

注：金融業、保険業を除く全産業計。

2016年度 ROE 7.7% (利益率 3.4%、回転率 0.9、レバレッジ 2.6)

出所：財務省「法人企業統計調査」より作成。

¹⁵ ROEは、売上高利益率、資産回転率、レバレッジの3要素に分解できる。

¹⁶ 日本企業全体の売上高伸び率は、2002年～2007年のいざなぎ景気の時期（平均2.9%）に比べて、2013年以降の現在の景気好調期での伸び率（平均1.5%）は半分程度と小さい。2004年度や2005年度は6%越えの非常に高い伸び率を示した。

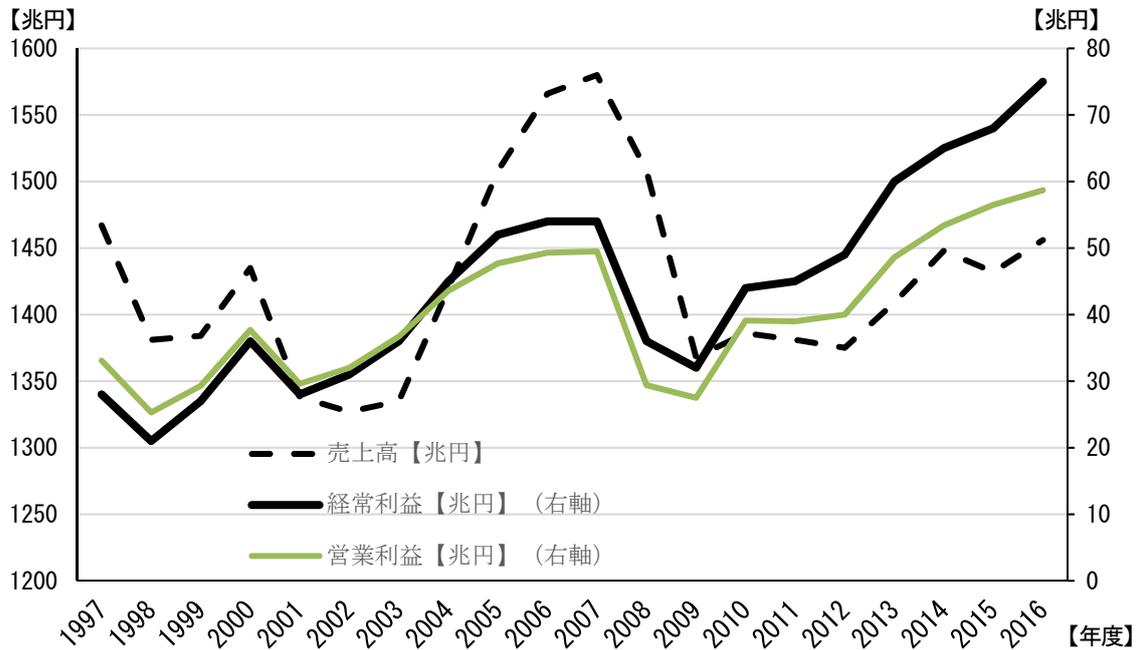


図 16 日本企業の売上高、経常利益、営業利益の推移

注：金融業、保険業を除く全産業計。

出所：財務省「法人企業統計調査」より作成。

こうした「稼ぐ力」の低迷の背景に、長期的視点が日本的経営の特徴であるといわれながら、日本企業が、単に会社を潰してはいけないという存続の論理にとらわれて、実態は長期的視点での戦略的な経営になっていないことや、旧態依然とした組織運営になっていて、企業環境の変化に対応した事業構造改革や新分野への挑戦に出遅れていることが大きな問題としてあるといえよう¹⁷。

「稼ぐ力」の問題については、コーポレートガバナンス・コードに従うことだけで是正されるものではないだろう。自社の現状、時代・社会の課題、技術変化なども見据えて、真に長期的な視点で戦略的な経営を行うためには何が必要なのか、企業自らのイニシアティブで考えていく必要がある。

¹⁷ 平野正雄(2017)は、その結果、日本企業は体質転換に手間取る中で世界市場での競争力を失っていったと指摘している。

第2章 世界で高まる投資家資本主義への反省

投資家資本主義は、株主価値の過度な追及、短期志向の経営を迫るという弊害をもたらした。本章では、リーマン・ショック以降、行き過ぎた投資家資本主義への反省が、世界で起きていることを紹介する。

さらに、最近の米国の企業経営の最前線では、「米国流の経営＝株主価値経営」とステレオタイプに見ることができない状況になっていることを指摘しておきたい。

1. 短期主義の弊害の議論

投資家資本主義については、世界的な金融危機、すなわちリーマン・ショックを機に、短期主義 (Short-termism) の弊害の指摘や改善の提言が相次いだ。企業や投資家の短期的視野に基づく行動が蔓延することで、企業、経済の長期的な発展や安定を阻害しかねないとの懸念が生まれている。

英国では、2009年2月、ゴードン・ブラウン首相がディビッド・ウォーカー卿に対し、金融危機を踏まえた銀行のコーポレートガバナンスのあり方の検討を求めた。同年11月に発表されたウォーカー・レビューでは、機関投資家も短期利益志向に陥り、金融機関の株主としてのガバナンスを十分に発揮しなかったことが金融危機の一因と指摘した¹⁸。この指摘を受けて、英国の財務報告評議会 (Financial Reporting Council; FRC) は、2010年7月、長期的リターンの向上を実現するための機関投資家の責任を定義したスチュワードシップ・コードを作成した¹⁹。

さらに、英国のビジネス・イノベーション・職業技能省のヴィンス・ケーブル大臣が、英国の株式市場における短期主義的傾向の広がりを懸念し、2011年6月にエコノミストのジョン・ケイ氏に対応策の検討を依頼した。ケイ・レビューといわれる報告書が2012年7月に公表された。ケイ・レビューは、英国株式市場の構造的な問題、上場企業行動、コーポレートガバナンスについて調査分析を行ったレポートである。株式市場における短期志向偏重問題、市場が資金調達役割を果たさなくなっている事実など、英国の株式市場が抱える広範な問題に考察を加えている。四半期開示の義務付け廃止も提言している。

¹⁸ A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities (2009)

¹⁹ Financial Reporting Council, The UK Stewardship Code. 2012年9月に改定版が公表された。

四半期開示は、四半期ごとの業績開示を意識した経営を招き、利益操作を生み出しかねないという指摘がある。四半期決算を都合よいものとするために、一時的に売り上げを伸ばすためにディスカウント販売を行うことや、製造原価を下げるために過剰生産を行うということがありうる。また、短期的に成果のあがるプロジェクトの選好、中長期的な研究開発投資の削減、人材育成費用の削減ということも起きやすくなる。

短期主義問題の代表例である四半期開示の義務付け廃止は、各国より先んじ、EUが透明性指令改正（2013年11月）により明確にした。同指令改正により、多くの中小企業にとって著しい負担である一方、投資家保護目的としては必要がないこと、短期的業績志向を促進し長期的投資を妨げることを背景に、2015年11月までに四半期の報告義務が廃止されることとなった。

金融危機後、長期投資を促すため、長期保有株主に対する優遇策の導入が進んだのも短期主義への批判への対応である。フランスやイタリアでは、2年以上を保有する長期株主に対し、2倍の議決権を付与する法律が制定されるなど、長期保有株主に対する優遇策の例が見られるようになっている。例えば、フランスでは、長期保有株主の保護強化のため、従来、定款で任意に定めるものであった1株に2票の議決権を認める2倍議決権を、法律により、株主名簿に2年以上登録されている株主に当然付与することとされた（2014年制定の通称「フロランジュ法」）²⁰。また、株式譲渡益課税について、米国やフランスでは、保有期間に応じて税制優遇が講じられている。

米国においても、リーマン・ショックを契機に、短期主義の問題という視点から、投資家資本主義への反省論が展開された。2009年9月、アスペン・インスティテュートが提言を発表し、資本市場の健全性のために短期主義の克服が必要とした²¹。

また、米国だけでなく、グローバルな資本主義のあり方に関する問題提起として、米国マッキンゼーのドミニク・バートンが、昨今の経済危機がもたらした資本主義自体の有効性に対する疑問を踏まえ、資本主義は社会の発展に最適な経済制度であることに変わりないが、一般大衆の信頼に値するよう経済界の立場を回復するためにも、短期志向の「四半期資本主義」から「長期資本主義」への転換を主張した²²。

²⁰ ただし、フランスでは、フランス政府が上場企業の株式を多く保有するため、国家による会社支配が拡大するのではないかという懸念があるとされる。

²¹ Aspen Institute, *Overcoming Short-termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management* (2009)

²² ドミニク・バートン(2011)、(2014)参照。最近のインタビューでも、長期的視野での企業価値追求の必要性、長期保有株主を味方にすることの意義を説いている。(日本経済新聞電子版 2016年8月22日)

2. 株主以外のステークホルダーの関与を重視する議論

英国のコーポレートガバナンスに関する最近の動きを見ると、株主以外のステークホルダーの関与を重視する議論が展開されている。英国の財務報告評議会は、2017年12月、コーポレートガバナンス・コードの改定案を公表した。意見募集を経て、2018年夏に新しいコードが確定される予定である。今回の英国のコード改定の議論内容は、わが国の企業統治のあり方を検討する際にも大いに参考になると考える。

英国の今回のコーポレートガバナンス・コード改定案では、取締役会がより広い範囲のステークホルダーの意見を取り入れる責任があると言及されている。原則Cでは、「企業が株主およびステークホルダーに対する責任を全うするため、取締役会は、株主およびステークホルダーに対する効果的な関与を確保し、また、株主およびステークホルダーの参加を促すべきである」と定めている。特に、従業員については、その意見を集約するために、①取締役の従業員からの指名、②正式な従業員による諮問機関の設立、または③担当の非業務執行役員の指名、という3つの方法が示されている。経営者と従業員の著しい報酬格差の問題などが背景にあるが、従業員の企業統治への関与について明確な位置づけと方法を示した。

従業員の企業統治への関与は、ドイツの共同決定制度など、欧州の大陸諸国の中にすでに存在するが、株主価値を重視する米国流資本主義の道を取ってきた英国の方向転換は注目されることである。

ドイツは、もともと、株主価値最大化をめざす米国型企业統治モデルとは一線を画してきた。労資共同決定制度といわれるように、従業員が企業統治に参加する権利が法律（例えば、1976年共同決定法）により認められている。監査役会（日本の取締役会に該当するもの）と執行役会からなる二層制の機関構造と従業員の経営参加が特徴となっている。また、現在もなお、大企業でありながら非上場の閉鎖的企業形態を採用している同族企業が数多く存在する²³。株式会社を選択しても非上場である場合が少なくない。労資共同決定と閉鎖的企業形態（有限会社や合資会社など）は、短期利益を求めるグローバルな資本市場からの圧力を遮断し、長期的な視点での経営を可能にするものとして評価できる²⁴。

²³ 主要な株式市場の国際比較（2017年11月末）を見ると、上場企業数は、東京証券取引所が2,560、ニューヨーク証券取引所が2,296、ロンドン証券取引所が940、ユーロネクストが1,260であるのに対し、ドイツ取引所は502と少ない。

²⁴ ドイツの企業統治モデルが万能とはいえない。フォルクスワーゲンにおいて、2015年に排ガス規制の不正問題が発覚しており、不正のない経営を実現するための経営者への規律づけが十分に効いていたとはいえない。

3. ステレオタイプに見ることができない米国の企業経営の最前線

米国の企業経営の最前線を見れば、今や、「米国の企業＝株主価値経営、短期利益志向」というステレオタイプに見ることができないということを指摘しておきたい。経営や事業の目的が株主価値最大化ではなく、自らの経営理念やビジョンに基づいた経営で業績を高め、成長していくことを優先している事例がある。また、株主だけではなく、多様なステークホルダーを重視するという考え方は、米国企業の中にも経営方針として位置づけられている事例がある。

米国の大企業、グーグルやフェイスブックは、創業者一族が複数議決権株式を保有する種類株式²⁵の発行により資本市場からの介入を遮断した経営を行っている²⁶。こうした複数議決権株式発行会社の成長力が高いことに注目すべきである。短期的な利益確保より長期的な事業の成長とイノベーションの実現を優先している。

米国のデュポンは、創業200年以上の企業であるが、長期志向の研究開発、従業員へ信頼を置いた会社と社員の連帯感を重視した経営とともに、経営の転換点で幾度となく事業構造改革を繰り返しながら、成長を続けてきている。

また、米国のジョンソン・エンド・ジョンソンの3代目社長 ロバート・ウッド・ジョンソン Jr. が、1943年、株式の公開前に列記した「我が信条」(Our Credo)²⁷では、企業経営の優先順位として、まず顧客、次に従業員、そして社会、最後に株主であることを明確にしている。顧客、従業員、社会への責任を果たすことが、結果として、株主への責任を自ずと果たせるという考え方である²⁸。

これらの米国企業の株価が高いのは、その成長性と経営手腕が市場から評価されているからであり、形式的なコーポレートガバナンスや株式市場からの牽制は重要なことではなくなっている。米国の最前線の経営者は、株主の影響力を排除してまで、長期的視点での事業の成長やイノベーションに挑んでいるということである。

²⁵ 米国では、1株1議決権を原則としているが、同時に、議決権に差を設ける株式の発行が許容されている。グーグルやフェイスブックでは、一般株主向けに1株1議決権の普通株式（上場）と1株10議決権の複数議決権株式（非上場）が発行されている。

²⁶ 平野正雄(2017)

²⁷ 「我が信条」(Our Credo) は、取締役会で承認され、現在に至るまで一貫して、ジョンソン・エンド・ジョンソンの経営方針となっている。

²⁸ 株主を最後にするのはおかしいという意見に対して、ロバート・ウッド・ジョンソン Jr. は、「顧客第一で考え行動し、残りの責任をこの順序通り果たしてゆけば、株主への責任を自ずと果たせるというのが、正しいビジネス論理なのだ」と主張した。

第3章 世界の潮流を牽引する企業統治のあり方

長期的な視点での経営、多様なステークホルダーへの配慮、経営と倫理の両立は、日本企業の根底にある経営哲学である。こうした経営哲学は、行き過ぎた投資家資本主義や株主価値経営の反省論に沿うものであり、世界から評価されるべき普遍的価値を有するものである。現在の世界の潮流からは、SDGsが示す社会との調和や人権、持続可能性の確保といったことが企業経営にも強く求められている。日本企業は普遍的な価値を有する経営哲学を活かし、世界の潮流を牽引する経営を行っていく必要がある。本章では、世界の潮流を牽引する企業統治のあり方として、原点になる考え方を示し、企業への具体的な提案、また、政府・証券取引所への要望を述べていく。

1. 企業統治の原点とは

(1) 企業統治において重視すべき世界の潮流 (SDGs)

近年、「持続可能な開発目標」(SDGs)の実現に向けた取り組みが世界の潮流になっている。SDGsは、国際連合において2015年9月に採択され、2030年に向けて、貧困、福祉、教育、雇用、気候変動など、17の分野で全地球的に課題解決をめざす世界共通の目標である。政府、企業、大学・研究機関、市民社会などのあらゆる担い手による取り組みを促すものとなっている。先進各国の政府はもとより、グローバルに事業を展開する世界の主要企業が本業の強みを活かした課題解決を通じた貢献への取り組みを始めている。

SDGsの底流にある意味は、「長期的視点」「持続可能性」「課題解決を通じた社会貢献」「公益性」といった考え方であり、これはまさに、本来、日本企業の根底にある経営哲学やこれまでも取り組まれてきた社会貢献活動と合致するものである。日本企業は、SDGsの実現を経営の指針にすえて、国境を越えたグローバルな企業活動を展開する中で、地球社会の課題解決にビジネスを通じて積極的に貢献し、世界をより良い方向に変えるSDGsの実現を牽引していくことが強く期待される。

SDGsの実現を企業経営の視点から見た場合、長期的視点、多様なステークホルダーへの配慮が特に重要になる。企業活動は、顧客・取引先・従業員・地域社会・株主といった多様なステークホルダーが関わることによって成り立っている。日本企業は、従来から、「三方よし」の考えに見られるとおり、多様なステークホルダーとの関係を踏まえながら企業行動をとり、長期的視点で企業価値を総体的に向上させてきた。

そのような意味での企業価値とは、株価や財務指標のような金銭的に評価できる価値（株主の利益になるもの）だけでなく、地域貢献、社会貢献、環境負荷の低減や持続可能性への貢献といった金銭的価値で容易に表せない価値も含まれる²⁹。長期的な視点で企業価値を総体的に高めることは、株主を軽視するものではなく、結果として、企業を成長させ、株主利益の向上にもつながるものである³⁰。

多様なステークホルダーの中において、とりわけ、従業員は、競争力の源泉となるイノベーション³¹をはじめとする、様々な企業活動において中核的な役割を担うものであり、企業と従業員の相互の協力・努力により、人材をいかに育成して活躍してもらうかが総体的な企業価値向上の鍵となる³²。

日本企業は、長期的な視点で多様なステークホルダーへ配慮した経営を行うことが総体的な企業価値を高め、結果として企業の成長と株主価値を拡大していくことを株主・投資家に認識してもらうよう、SDGsとの関係性も含めた情報開示や対話などを丁寧かつ積極的に行う必要がある。

（2）企業統治の土台としての経営と倫理の両立

企業経営というのは、単に市場で取引するだけではない。経営者が企業という組織体を率いて事業を経営することには倫理・道徳が深く関わり、それが企業統治の土台になるといえる³³。これまでの企業統治の国内外の歴史を見れば、どれほど規律や仕組みを整えても、不祥事や不正事案はなくなる³⁴。いかなる企業統治モデルも万能ではない。

²⁹ 國部克彦(2017)は、SDGsのような複数価値を体現する多元的目標の下で、企業で働く人々が公的意識を持ち、私的空間（企業）における公的意識の復権が必要と説いている。会計学の研究者から、公正、正義を見据えた人間中心の企業経営への有益な指摘である。

³⁰ 日本企業においては、ステークホルダー間のバランスを意識するほど成長性が高い傾向がみられるとの指摘がある。（経済産業省 企業価値・IR作業部会（2013））

³¹ ここでいうイノベーションは、多様な需要にきめ細かく応え、新たな市場を生み出すものと広くとらえて良いと考える。そうすると、既存製品・サービスの改良の積み重ねも含まれる。担い手は草の根ともいべき多様な人々となる。従業員は重要な担い手となりうる。

³² 小池和男(2018)によれば、従業員の発言や労使協議制が生産性を向上させているという国内外の実証研究がある。

³³ 岩井克人(2015)は経営者の忠実義務と倫理を強調し、田中一弘（2014）（2017）は経営者の良心の喚起に基づく企業統治を唱えている。

³⁴ 例えば、社外取締役による監督には限界があること、業績や株価と連動した経営者報酬が経営者の逸脱を誘発しうることがある。ストックオプションについては、在任中は売却できないという規制が考えられても良いだろう。

また、近年、超国家的な存在となった巨大多国籍企業は、法令遵守はしているが、国ごとの法令の差異や間隙をついた過剰な税回避の問題を起こしており、企業や経営者が倫理的であるべきことは世界の重要課題となっている。

企業統治が最後に依拠しなければならないのは、経営者の自利心（例えば金銭・社会的名声を求める私欲）ではなく、良心（例えば利他心や責任感）である。良心を「倫理」という言葉に置き換えるなら、企業統治とは究極的には倫理の問題といえる。倫理・道徳を土台に、より良き経営が行われるなら、株主だけにとどまらず、多様なステークホルダーに利益をもたらすことになるだろう。

経営者に求められる精神として、英国の経済学者のアルフレッド・マーシャルが唱えた「経済騎士道 (Economic Chivalry)」、あるいは日本の渋沢栄一や出光佐三らが大切にした「士魂商才」という考え方も参考になる³⁵。アルフレッド・マーシャルが唱えた「経済騎士道」とは、自らの利益を顧みないことが企業の経営者たちに要求される精神として理解されるものである。日本の資本主義の父といわれる渋沢栄一は、会社設立は利益獲得だけが目的ではなく、「道徳経済合一説」を唱えていた。道徳と経済は本質的に一致するという考え方である。「道徳経済合一」は、「論語と算盤」あるいは「士魂商才」ともいわれた。

最近も相次ぐ企業不祥事について、企業統治における自己規律、経営者の良心・倫理の喚起の重要性は一層高まっている。倫理的であることは、当然、数値で測定できるものでないし、法令を遵守すれば良いというものではない。経営の規律の本質が、経営者や社員の良心を喚起し望ましい判断や行動をさせることだとすると、形式的な規則による強制ではなく、経営者が規範性ある企業理念や行動基準を掲げて、経営者の率先垂範と全社員に深く理解・共鳴させることによって企業倫理を実現することが必要である。世界のESG投資のG（ガバナンス）の要素で評価される一般的項目の1つに「倫理規定」があるが、規定があるだけでなく、企業が規範性ある企業理念や行動基準を掲げ、実効ある取り組みをしているかという点が評価されるべきである。

なお、企業の存続にも影響する重大な危機に対しては、顧客と社会への配慮を重視して、必要な情報をすべて開示するとともに、経営者のスピーディな意思決定と役員および従業員も一致結束した十分な対応体制を整備していくことが重要となる³⁶。

³⁵ 加護野忠男(2010)、加護野忠男(2014)、吉村典久ほか(2017)、田中一弘(2018)を参照。

³⁶ 米国のジョンソン・エンド・ジョンソンにおいて、1982年と1986年の2度にわたる「タイノール」(鎮痛剤)への毒物混入事件より生じた経営危機を、顧客の安全を第一として、的確かつ真摯な対応をとることで克服したのが優れた事例である(同社ホームページ等)。

(3) コーポレートガバナンス・コードへの向き合い方

2015年に策定されたコーポレートガバナンス・コードについては、企業の企業統治に対する意識を高め、自社の課題を洗い出し、自社の実情も踏まえた企業統治のあり方や仕組み、企業行動を考える大きな契機になったことは間違いない。しかし、コードの原則にコンプライすることだけが、企業を持続的に成長させる道ではないだろう。英国におけるコーポレートガバナンス・コード³⁷（1992年策定）の評価によれば、英国企業の成長力を高めたとはいえないとの指摘がある³⁸。英国の時価総額上位企業の多くは、かつての植民地の遺産があるために今も栄えている企業である。エネルギーのBP、ロイヤル・ダッチ/シェル、金融のHSBCホールディングス（香港上海銀行をルーツに持つ）などが例である。高収益、高成長の情報通信では、産業が育っていない。自動車、機械などでは、有力な企業がない。つまり、企業の成長という視点では、英国ではコーポレートガバナンス・コードの効果はあまりなかったといえる。英国の教訓からいえるのは、「形式」を整えるだけでは、企業の実質は変わらず、企業価値の向上や企業の成長にはつながらないということである。

コーポレートガバナンス・コードに対する向き合い方は、独自性、多様性があるべきである。コンプライすることだけが唯一の対応ではない。自社の経営戦略、企業統治についての明確な方針があり、それに照らして正当と考えるなら、コンプライしない理由を堂々とエクスプレインして良いと考える。ここで明確な方針があることが重要である。方針がなければ、コンプライ・オア・エクスキューズとなってしまうからである。

2. 企業への具体的な提案

企業統治の改革については、企業の業態や成長段階、経営環境などが変化、多様化する中で、1つの最適解があるというわけではない。また、法律や取引所規則により、画一的に規律すべきものでもない。個々の企業が、自社の方針や状況に応じて、自主的に企業統治改革を行っていくべきものであり、それを株主・投資家に理解してもらう必要がある。

前述した企業統治の原点となる考え方を踏まえ、各社の企業統治改革対応にあたって、参考の一助となるべく、以下に具体的な提案を述べたい。

³⁷ 英国のコーポレートガバナンス・コードの目的は、企業の長期的な成功をもたらすような効果的、独創的、かつ慎重な経営を可能にすることとしている。

³⁸ 藤田 勉(2015)

(1)株主との長期経営ビジョンの共有、長期戦略計画の提示

グローバル競争の激化、デジタル化をはじめとする先端技術開発の進展などの事業環境が著しく変化する中でも、長期的視点で総合的な企業価値の向上を図るためには、明確な経営理念の下、長期的な自社の経営ビジョン、その達成に向けた長期戦略計画を立て、事業の選択と集中、新規事業の創出、M&Aなどを進めることが必要である。新規事業創出のためには、オープンイノベーションの活用も有効である。SDGsの実現への貢献という意味では、地球社会の課題解決への挑戦が成長の源泉にもなる。

第1に、経営者は、会社が何のために存在し、ステークホルダーのためにどのような経営をするべきかという内容の経営理念³⁹の下、株主と建設的な対話を行いながら、長期経営ビジョン⁴⁰を共有することが必要と考える。

このためには、アナリスト的な分析に陥る四半期の数字よりも複数年度の決算を見るべきであり、10年後、20年後、さらにはその先も見据えた長期戦略計画を株主に提示していくことが望まれる。短期の表面的な利益率や資本の効率性などにとらわれると、意図せざる短期業績志向の経営に陥ってしまう。

株主・投資家への情報発信については、財務情報に限らず、非財務情報となる社会貢献も含めた多様な企業価値を統合的に示していくことも必要である。世界に向けての理解を促進する意味で、SDGsとの関係性を明確にわかりやすく示すことが有効と考える。

また、多様なステークホルダーへの利益配分についても、海外も含めた株主・投資家の理解を得るためには、配当・賃金・研究開発・納税・寄附などの具体的な数字を示して情報発信することも必要である。非財務情報は、広範かつ膨大なものになるが、長期的な企業価値向上に関連の深いものについて価値向上プロセスとの関係を具体的に示すことが重要である。

なお、経営者は、任期が決まっていると、長期的視点での経営を行ったり、リスクを取って事業構造改革を断行したりして、長期的な企業価値向上や成長を図るという動機づけが強く働かないだろう。業績が悪ければ退陣を強いられる一方、業績が良ければ経営者を続けられるようにすべきである。日本の企業の場合、経営者の任期が、

³⁹ 広田真一(2012)によれば、多様なステークホルダーに配慮する企業経営においては、経営理念は重要な役割を果たす。経営理念は経営陣の業務執行の指針であると同時に、取締役会による経営監督のための基準ともなる。

⁴⁰ 日本では、3年あるいは5年の収益目標等を設定した中期経営計画は多数の企業が示しているが、10年やそれ以上の長期経営計画を発信する企業も出てきている。

慣行的あるいは暗黙的に4年から6年となっていることが多いが、それを変えていく必要がある。

(2) 執行で重要な意思決定は取締役会で議論を

取締役会の役割として、執行と監視の分離、いわゆるモニタリング・モデルというものがある。取締役会は、株主に対する受託者責任を踏まえ、経営戦略などの大きな方向性を議論し提示し、経営陣（執行役及び執行役員を含む）・取締役に対する実効性の高い監督を行う役割が期待されている。

しかし、そもそも執行と監視の完全な分離は現実に不可能である。執行していない取締役のところには情報が十分に集まって来ないので、社内の取締役であっても実効性ある監視はできない。日本の企業で常務会がつくられ失敗したことを想起すればわかる⁴¹。日本企業は、かつて、取締役会での議論が部門の利害にとらわれてしまうという欠点をなくすために、担当部門を持たない役付き役員を設けて全社的な視野から経営判断をするための制度として「常務会」を設けた。しかし、担当を持たないために情報が入って来ないという問題が出てきて、常務会での議論が一般論に終わってしまっ、効果を発揮できず、役付き役員の担当制が復活した。

モニタリング・モデルが主流とされている米国の取締役会でも完全に分離されていない企業が多い。執行で重要な意思決定は、必ず取締役会で議論するとなっている。

経営の失敗⁴²を防ぎ、長期的な企業価値向上を図るための重要な方法は、個別の重要案件を十分に審議することである。その意味では、「監査役会＋社外取締役」型の企業統治モデルは有効な制度の1つといえよう。重要案件は、必ず取締役会に上程されるからである。ただし、単に「監査役会＋社外取締役」型の取締役会では、直下の経営会議や常務会と議事内容が重複する。そこで、モニタリング・モデルの良い意味は取り入れるとして、取締役会は社外取締役も含めて社外の目を入れて徹底的に議論する場とする。経営会議や常務会は、取締役会に上げる前の事前検討として、社内の役員同士が十分に議論する場とする。取締役会では、社内取締役と社外取締役、監査役が、良い意味での緊張関係を持って徹底的に議論できるようになることが重要である。

⁴¹ 詳しくは、加護野忠男（2014）を参照。

⁴² 企業では、「問題の発見に遅れた」、「問題の対応に遅れた」、「決断できずにいる」といった問題が数多くあり、これらが企業の収益性や成長性に大きな影響を及ぼしている。これらの問題を解決するため、社外取締役や監査役が加わり、取締役会で審議を尽くすことが肝要となる。

(3) 監査役（会）・監査委員会の監査機能向上

日本の上場企業においては、会社機関設計として、大多数が監査役会設置会社の形態を選択している。監査役に対して、海外の機関投資家からは、取締役でないことから、その役割や実効性に疑問を示す向きが根強い。法律により、強い権限を持ち、高い独立性のある監査役が取締役の業務執行に対する監査機能を適切に発揮していることが多いのが実態である⁴³。監査役会設置会社においては、全監査役の半数以上を社外監査役とすることが義務付けられており、取締役会に対する独立性ある監査という重要な役割を果たしている。監査役（会）と監査委員会⁴⁴が、企業統治の改善に向けて、ともに監査機能を高めることが重要である。

不祥事、不正会計等の防止のためには、監査役（会）あるいは監査委員会は、内部監査部門との連携強化が必要である。現実には、監査役（会）あるいは監査委員会が、必要に応じて内部監査部門に対して適宜報告・説明の要請を行っている企業は多い。

監査役（会）あるいは監査委員会が内部監査部門と連携していくにあたり、執行側、特に代表取締役社長の連携に対する理解・協力が重要である。監査役あるいは監査委員が社長と定期的に意見交換を行うなど、日ごろからコミュニケーションを密にしていくことが必要であろう。また、監査役（会）あるいは監査委員会と内部監査部門との連携関係を確実かつ実効的なものにする上で、取締役会規則や内部監査規程等の社内規則において、連携関係や役割分担を明確にすることが有効と考える。

内部監査部門について、人員や専門能力等の体制や機能が十分であることはもちろんのことであるが⁴⁵、社内組織上の位置づけも強化すべきではないかと考える。内部監査部門の長には、経営幹部候補となる優秀な人材を充て、経営幹部へ登用するために必要なキャリアパスの1つにすべきだろう。内部監査部門の長の選任については、取締役会規則において、取締役会の承認事項とするのが適当であると考え⁴⁶。

⁴³ 監査役は、取締役会において、業務や会計に関する適法性・妥当性の観点からの発言にとどまらず、経営の戦略的な方向づけを含む経営者への助言を広く行っているという企業の事例もある。経営陣が適切なリスクテイクを行うためには十分なリスク分析が必要であり、監査役あるいは監査委員としても、リスク分析に積極的に寄与することが期待される。リスク分析の結果、適切な案件については、経営陣の意思決定を後押ししてよいだろう。

⁴⁴ 表現の簡略化のため、監査委員会・監査委員は監査等委員会設置会社の場合も含むとしている。

⁴⁵ 監査役（会）や監査委員会が、内部監査部門の体制や機能が十分でないと判断する場合には、執行側、特に社長に対して体制・機能の拡充を図ることを要請すべきである。

⁴⁶ 内部監査部門の長の選任について、取締役会の承認事項にするのみならず、内部監査規程により監査役会の同意を必要とする企業例もある。

監査役（会）あるいは監査委員会が連携すべき相手は、内部監査部門だけにとどまらない。会計監査人、社外取締役との連携も必要である。経営者が関与する不正な財務報告を防止し、適切に対応するためには、会計監査人との連携が重要である。監査役（会）や監査委員会と会計監査人は、監査上の必要な事項について情報提供と意見交換を随時行うことにより、それぞれの監査の効率性と実効性を高める必要がある。

社外取締役との連携については、社外取締役への情報提供を補うため、社外取締役にオブザーバーとして監査役会あるいは監査委員会に出席してもらえば、企業のリスクやコンプライアンスに関する情報を共有でき、経営の状況や課題についての認識を監査役（会）・監査委員会と共有しやすくなる。

なお、不祥事や不正行為は人に起因することから、役員や従業員の人となりをよく見ている人事部との情報交換や意見交換が有効である。監査役（会）・監査委員会や社外取締役は、人事部と積極的に連携することも考えてよいと思われる。

監査役会あるいは監査委員会は、監査の実施状況、監査結果、その他職務上の活動内容について、定期的に代表取締役・代表執行役や取締役会に対して報告・説明を行い、監査意見あるいは指摘・要請が企業統治・経営に適切に活かされるようにすることが重要である。執行側の対応状況や対応結果を経過観察し、仮に正当な理由なく対応できていない場合は、取締役会等での再度の要請を行うべきである。

実効的な監査のためには、常勤の監査役あるいは監査委員⁴⁷が中核的役割を果たすべきである。常勤の監査役や監査委員は、企業的意思決定と業務執行に日ごろから接し、社内事情に精通している立場から取締役会の業務執行を常時監視することが可能であり、内部監査部門と連携した職務執行の要の役割を果たすことができる。常勤の監査役あるいは監査委員は、収集した情報を非常勤の監査役あるいは監査委員に提供する役割がある。

取締役会の実効性評価は各社に浸透して来ているが、監査役会・監査委員会の実効性評価に取り組む例は少ない⁴⁸。監査役（会）および監査委員会が企業統治の重要な一翼を担うということから、実効性評価を行うことは意義あるものと考えられる。

⁴⁷ 会社法上、常勤者の設置が求められていない。常勤者なくして実効性ある監査は十分でないと考えられる。また、監査等委員の任期は2年、監査委員の任期は1年であり、監査役任期の4年と比較して短く、このような任期で実務上期待される役割を果たすことができるものなのか、疑問がある。

⁴⁸ 監査役会の実効性評価に取り組む企業では、各監査役が意見を述べ、自己評価し、結果は取締役会へ伝えられ、開示されている。

(4) 社外取締役の役割の明確化、独立性は判断の独立性重視を

社外取締役は、経営戦略の策定、投資・M&Aの実行、企業の組織・構造改革などの業務執行の重要な場面において、その知見・経験を活かして、外部の視点から忌憚のない意見を述べる役割がある。ときに経営者の判断にストップをかけ、ときに経営者の背中を押すという役割である。もちろん、女性・外国人も含めたダイバーシティの観点から、相応しい知見を持ち判断力がある人を社外取締役に選任すれば、外部の多様な意見を入れることで取締役会を活性化しうることが期待できる。社外取締役に期待される役割を発揮してもらうためには、自らの判断に必要な社内情報が適時適確に得られるよう、監査役・監査委員との連携とともに、社内のサポート体制整備が必要である。

また、社外取締役選任について、主要な取引先等は除外されるという独立性の基準があるが、重要なのはそうした形式的な基準より、経営上の意思決定に対して、他者に左右されず、自ら必要な情報も集め、検討した上で判断できるという「判断の独立性」の方が重要な基準になるというべきだろう。

なお、社外取締役については、株主・投資家からの要求やコーポレートガバナンス・コードへの対応のため、「形式」を整えるため単に増やすことに意味はない。経営者が社外取締役にどのような役割を期待するかを明確に示し、適任者を選任して来ないといけない。わが国の社外取締役に関するインタビューによる実証研究によれば、導入形態を整理すると、「形式的な導入」「外部の観点から経営陣に新たな課題や気づきをもたらす」という例が多い⁴⁹。その他、社外取締役の存在が企業業績の向上につながるかどうかについて、実証研究の結論は分かっている⁵⁰。欧米の実証研究でも、例えば、「社外取締役を中心とするモニタリング・モデルについては、それが本当に企業活動の適法性・収益性を高めているのかについての意見は分かれる。取締役会の構成と株価・利益等との関係を調査した実証研究では、ほとんどの研究は両者の間に相関関係はない⁵¹とされている。現在、法制審議会会社法制部会での検討論点の1つとして、社外取締役選任の義務付けの要否があげられているが、法律上の義務付けまでの必要性や合理性はないといえよう。

⁴⁹ 山田仁一郎 (2017)

⁵⁰ 齋藤卓爾 (2011)、清水一 (2011)、三輪晋也 (2010) を参照。慶應義塾大学の齋藤卓壘准教授が、法制審議会会社法制部会 (2017年9月) に実証分析結果を提出しているが、社外取締役が多ければ企業業績に対して良いとはいえず、社外取締役が少ないことが望ましいこともあると問題提起している。

⁵¹ 大杉謙一 (2013)

(5)労働組合の社内牽制機能の再活用、長期の成長戦略への関与

前述のように、最近の英国でのコーポレートガバナンス・コード改定の中では、従業員や労働組合の企業統治への関与を盛り込むことになっている。世界のESG投資のS（社会）の要素で評価されている一般的な項目の1つとして「労働組合と従業員の経営参加」がある。

世界の動きも踏まえ、日本においても、労働組合の役割も改めて見直すべきでないかと考える。不祥事のない健全経営のためには、労使交渉について、緊張関係を維持しつつ建設的な対話の場にするなど、社内牽制機能を再活用することが考えられる。労働組合が経営者の任免に一定程度関与をしていたとされる事例⁵²もある。

日本の労働組合は、欧米の職能別あるいは産業別の組合ではなく、圧倒的多数が企業別に組織されている。従業員は、自社の将来を真摯に考える、あるいは考えざるを得ないので、牽制に向けてのインセンティブが高い存在であるといえる。

また、経営者に対する牽制にととまらず、労働組合が長期的な視点から、経営陣の長期投資の意思決定をバックアップするなど、企業の成長戦略に関与してもらうことも重要と考える⁵³。安定雇用のためには、長期的な企業競争力の確保が欠かせないことから、労働組合は長期的な取り分を考慮に入れて設備投資や研究開発投資に資金を振り向けることに賛同するだろう。事実、ドイツの共同決定においては、経営者の長期投資の提案に対して、賛同するのは株主ではなく、従業員代表であることが多い⁵⁴。長期の投資よりも、目先の配当拡大や自社株買いを求めるヘッジファンドに対抗する意味でも、従業員が労働組合を通じて企業統治へ関与することが重要な意味を持つだろう。

(6)人材の選抜育成、正社員中心の雇用と適切な報酬による人中心の経営

日本企業は、他の先進国に比べて人材育成にかかる投資額が格段に低い。企業活動において中核的な役割を担う従業員に対して、人材育成投資を惜しまないことが必要である。従業員のモチベーションを上げ、生産性向上やイノベーションを実現していくためには、社員の自主性を尊重しつつ、多面的な人材評価や多様な教育プログラム

⁵² 大手の楽器メーカーや工作機械メーカーで、経営悪化の状況下、経営陣に対して実質的な退陣要求が出され、経営者が辞任を余儀なくされた例がある。吉村典久ほか（2017）を参照。

⁵³ 小池和男（2018）は、競争力を高めるためには、イノベーションにせよ人材育成にせよ、時間がかかるので、長期の投資を後押しする勢力が欠かせず、その一翼を労働組合に期待している。

⁵⁴ 小池和男（2018）

の実施を通じて、人材を選抜育成していかなければならないし、競争力を高める組織改革を断行していく必要がある。

また、正社員中心の安定雇用と適切な賃金で従業員に報いる人中心の経営が必要なことだと考える。ただし、少子高齢化等の時代、文字通りの終身雇用は困難になってきており、高年齢者については、持てる経験や能力を他の企業などで発揮してもらうことが良いことも少なくないので、雇用の流動化促進が有効であろう。

(7)会社と協働し責任を自覚している長期保有株主との積極的な対話

長期的な企業価値向上と成長に向けては、短期的な財務指標の変動に拘るのではなく、責任意識を持って、企業の長期経営ビジョンや長期戦略計画を評価し、企業を粘り強く支えていく長期保有株主（企業と協働する株主）との建設的な対話が重要になる。長期的な視点での事業再生型M&Aについても、長期保有株主との対話と理解を得ることが欠かせない。

企業には、長期保有株主への統合的な情報発信を一層工夫しながら充実させていくことが期待される。すなわち、経営トップが主導的役割を果たして、情報開示戦略を構築するとともに、そのための社内体制を整備し、企業側からの積極的な情報開示を経営トップや担当役員が率先して実行することが重要である。短期利益志向が多い投資家に対する受け身の情報開示ではなく、長期的な視点に立った投資を促すべく、自社の長期的な企業価値向上、成長のための取り組みについて、積極的に株主・投資家に情報を発信し、理解を促すことが必要である。

また、日本の場合、欧米に比べて種類株式の発行⁵⁵が活発ではないが、長期的な研究開発推進など、企業の成長にプラスになるなら、長期保有株主の優遇策として、譲渡制限付きなどの種類株式の発行が積極的に検討されて良いと考える⁵⁶。

⁵⁵ 会社法では、優先株、劣後株、議決権制限株式、拒否権付株式など、一定の範囲で、権利内容の異なる複数の種類株式の発行に関する定めがある。現行法上、単元株制度を採用する企業では、1単元の株式数を株式の種類で大きく異なるものとする事で、株主の間で議決権において差を設けることが可能である。また、東京証券取引所は、2008年7月、上場規程等の改正により議決権種類株式の上場制度を整備した。新規上場時の無議決権株式の上場（単独上場も、議決権付株式との同時上場も可）、既上場会社の追加での無議決権株式の上場を認めた。他方、複数議決権方式の場合は、新規上場の場合に限り、議決権数の少ない方の株式のみ上場が認められる、既に議決権付株式を上場している会社が他の種類の議決権付株式を新たに上場することは認められない。

⁵⁶ トヨタ自動車が、2015年7月に発行したAA型種類株式がその例となる。中長期で保有することを前提とした議決権のある譲渡制限付き種類株式である。

(8) 政策保有株式の適切なマネジメント

コーポレートガバナンス・コードの導入を背景に、事業会社と金融機関ともに政策保有株式⁵⁷の削減を進めているところであるが、事業会社間での保有が依然として高い水準にあり、資本効率を低下させる要因になっているのではないかと指摘がある。企業価値向上の観点から、企業は政策保有株式の保有の目的や合理性を常に検証し、保有意義のなくなったものは処分していくのが当然である。

一方、政策保有株式の中には、顧客・取引先との長期的な関係の維持・強化、事業提携や共同事業の円滑な遂行や強化などを目的として、長期的な企業価値向上を図る上で必要なものも存在する⁵⁸。

重要なことは、政策保有株式として、持ち合い関係をうまく機能させるには、その関係をうまくマネジメントしなければならないということである。互いの経営状態についての継続的な把握が必要であるし、持ち合い株の比率が過大にならないようにすることも必要である。全体論で判断されるのではなく、個別企業ごとにその保有意義を確認⁵⁹し、適切にマネジメントすべきではないかと考える⁶⁰。

なお、むやみに政策保有株式の削減に向けて圧力を加えることは、企業の自社株買いをさらに増やす契機ともなることに留意を要する。持ち合い解消で市場に放出された株式が配当に拘らない機関投資家に買い取られるならば、企業は配当よりも自社株買いにシフトするだろう。安定株主が減ることは敵対的買収のリスクを高めるから、自社株買いによりこのリスクを抑えようとする企業も増えるだろう。仮に、企業が設備投資や人材育成という本業強化の本筋をはずれて自社株買いに走るならば、企業の長期的な成長を阻害しかねない。

⁵⁷ 政策保有株式とは、一般的に企業が取引先や取引金融機関との間で持ち合う株式を指す。

⁵⁸ 経営学者からは、政策保有株式には株主の利益に反するという欠点もあるが、メリットとして、①経営者の相互認証機構、相互監視機構としての性質を持っていること、②企業の長期的な利益とはつながらない経営を強要する可能性を持つ敵対的買収者から企業を守るという機能を持っていること、③経営者の良心を喚起するための「触媒」となる機能を持っていること、という点があると指摘されている。加護野忠男(2014)、田中一弘(2014)において述べられている。

⁵⁹ 個別の政策保有株式について、保有企業に保有の適否を検証させて開示することを求めると、企業に大きな実務負担になるとともに、企業秘密の観点からも問題があることに注意すべきである。

⁶⁰ ビジネスモデルとして政策保有株式を明確に位置づけている企業がある。例えば、医薬品メーカーは、基礎研究・研究開発から薬剤を患者に届けるまで長期間を要することから、株式持ち合いによる長期的なパートナーの存在は不可欠とし、保有を必要最小限としつつも、位置づけを明確にした上で戦略的に保有する方針を打ち出しているところがある。

(9) 成長投資の原資である内部留保の適切な説明と活用

内部留保とは、企業活動の成果として得られた当期純利益から株主への配当などを差し引いた残高であり、貸借対照表上は純資産の部に利益剰余金として計上されるものである。この内部留保については、企業が増加した収益を貯め込んでいるため、投資や賃上げに活用されていないといった指摘が多い。しかし、そもそも、貸借対照表は企業がいかなる手段で資金を調達し、その資金をいかなる形の資産で保有しているかを総合的に示すものである。内部留保、すなわち貸方の利益剰余金という貸借対照表の1項目だけに注目して多寡を議論すること自体が適切ではない。日本企業全体の貸借対照表において、2012年度と2016年度を比較すると(表1)、内部留保、すなわち純資産の部の利益剰余金が102兆円増加している一方、資産の部にある建物・設備等が24兆円、その他固定資産が19兆円、投資有価証券が69兆円、とそれぞれ増加している。企業は内部留保を国内の設備投資や海外企業のM&Aなどに積極的に活用しており、成長投資に使われていないとはいえない⁶¹。

表1 日本企業全体の貸借対照表の変化(2012年度→2016年度)

【兆円】

資産の部	2012年度	2016年度	増減額	負債・純資産の部	2012年度	2016年度	増減額
現金・預金	168	211	43	支払手形・買掛金	163	167	4
受取手形・売掛金	213	227	14	短期借入金	162	157	-5
有価証券	22	18	-4	引当金(流動負債)	10	11	1
棚卸資産	105	109	4	その他流動負債	151	173	22
その他流動資産	129	164	35	社債	52	65	13
土地	175	179	4	長期借入金	267	311	44
建物・設備等	253	277	24	引当金(固定負債)	38	34	-4
無形固定資産	19	24	5	その他固定負債	56	61	5
投資有価証券	236	305	69	資本金	106	106	-0.1
その他固定資産	115	134	19	資本準備金その他	128	153	25.1
繰延資産	3	2	-1	利益剰余金	304	406	102
資産合計	1,437	1,648	211	負債・純資産合計	1437	1648	211

注：金融業、保険業を除く全産業計。

出所：財務省「法人企業統計調査」より作成。

⁶¹ 日本銀行「経済・物価情勢の展望」(2018年1月)BOX3によれば、最近の企業収益は上昇テンポが急なだけに、企業にとっては予想外なものと推察され、予想外な収益の高まりは、とりあえず企業貯蓄(内部留保)として滞留しても、先々設備投資増大につながる可能性が高いことを指摘し、VARモデルによる検証をしている。

企業にとって、経営危機への備え、事業再編等のために一定の内部留保は不可欠であり、その原資ともなる。内部留保を過剰に増やすことなく、自社の長期経営戦略に基づき、投資・人材育成・賃上げ等に有効活用していくことが望まれる。内部留保が適正な額かどうかは、日本企業全体のマクロの数字で議論する意味は乏しく、個々の企業において、経営者が自社の財務状況や長期的な戦略などを踏まえながら、株主と対話していくべきことである。

(10) 会社独自のKPI（主要業績評価指標）の導入

KPI（主要業績評価指標）は、企業の経営目標を評価する尺度である。どのような指標をKPIにするかについては、指標の意味が現場まで浸透し、従業員全体がベクトルを合わせて業績向上に努められるよう、会社独自の指標を選択していくべきだろう。そのためには、株主価値を重視するROEではないし、多くの米国企業が重視するフリー・キャッシュ・フロー（FCF）⁶²でもないだろう。

特に、ROEについては、KPIとするには大きな問題点がある。株主への利益還元重点を置いた縮小均衡の経営になりやすいことである。株主への還元を進めて、ROE算出の分母である自己資本を小さくすれば、目先のROEは上がる。しかし、それは所詮、弥縫策というべきだろう。かといって、分子である利益を増やそうとして、研究開発や設備投資の削減や人件費抑制に走れば、これまた短期的にROEを上げることができても、企業の長期的な成長力を毀損する。また、時価会計の導入により、ROEの分母の自己資本が資産・負債の時価変動の影響を受けるため、経営の実態を反映しないことが起こることも問題点である。専門家の調査によれば、金融機関を除き、ROEをKPIに掲げる世界的な大企業はない状況である⁶³。

それでは、何をKPIにすべきか。従業員や取引先などにとっては、賃金や債務の支払いに充てられる営業利益の重要性は高く、日本企業がKPIとして営業利益（または営業利益率）を選択するのが多いのは合理的である。

それ以外にも、KPIとなる指標はある。例えば、ROIC（投下資本利益率）⁶⁴は、財務レバレッジの影響がなく、多角化経営のKPIとして有効である。事業のビジネ

⁶² 米国の有力企業は、FCFを業績評価指標にあげるところが少なくないが、将来のFCFの合計値を現在価値に割り引くもので、理論的に株価と同じであり、株主重視といえる。

⁶³ 藤田勉（2016）

⁶⁴ $ROIC（投下資本利益率） = \frac{（税引後の営業利益）}{（投下資本）}$
投下資本＝有利子負債＋純資産（期初と期末の平均）

ス形態に関係なく平等に事業のパフォーマンスを測れる、また、本業の儲けをよりの確に表す、という利点がある。自社の経営目標の管理・評価にとりあげる企業や、自社にあわせた形で要素分解して現場目標に落とし込む企業が出てきている。ROICは、様々な財務指標に分解できる（図17はROICツリー）。現場に近い指標を個々に引き上げていけば、その結果として、ROICは上昇する。

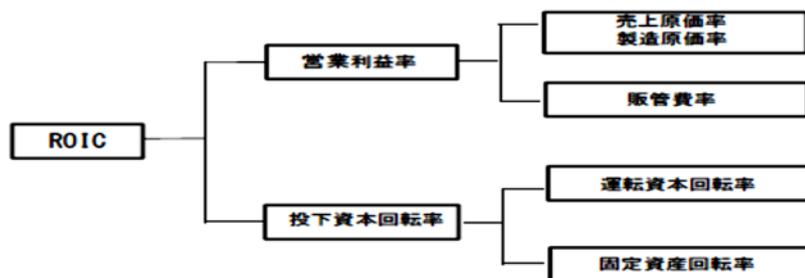


図17 ROICツリー

出所：KPMG資料より抜粋作成。

いずれにしても、KPIについては、企業の業態や実情に応じて、ROIC、営業利益や営業利益率なども含めて複数の指標を組み合わせることが適切だろう。

最後に、本章で示した考え方による目指すべき企業経営の姿のイメージを図18に示しておきたい。日本人の調和を重視する価値観、高い勤労倫理観、社会への貢献の精神といったソーシャルキャピタルは、日本企業が企業統治で世界の潮流を牽引する上での独自の強みになると考える。



図18 目指すべき企業経営のあるべき姿 (イメージ)

出所：アジア太平洋研究所において作成。

3. 政府・証券取引所への要望

(1) 四半期開示の義務付けの廃止

英国のケイ・レビューでも指摘されているとおり、四半期開示は、投資家や企業経営の短期利益志向を助長するという問題点がある。四半期ごとの決算数字や業績予想開示は、株価に注目する短期利益志向の投資家の期待から、かえって近視眼的な利益調整という副作用を起こしかねない。また、長期的な企業価値向上を望む株主や投資家にとって、四半期ごとの定型的な開示内容は有用な情報となり得るものではない。

短期志向問題を反省した欧州では、すでに四半期開示の義務付けが廃止されている。日本においても、投資家と企業の双方が、短期的な決算を気にせず、長期的視点で対話を進め、企業価値向上を図る経営を実現するため、四半期開示の義務付けは廃止されるべきである。

(2) 長期保有株主に対する優遇策

企業にとって、長期的視点での経営ということから見ると、短期的に株価を上げる経営を推奨する短期投資家の株主よりも、長期資金を供給する長期保有株主の存在が重要となる。

このため、企業の経営理念を理解し、長期経営ビジョンや長期戦略計画を評価して、企業と協働する長期保有株主に対しては、議決権や税制の面で優遇措置を講じることが検討して良いだろう⁶⁵。欧米の多くの有力企業は種類株式を使いこなしている。賛否の意見が分かれる課題ではあるが、日本においても、必要な情報開示規制を講じつつも、複数議決権株式など、多様な種類株式の発行が可能になる制度整備を期待したい。

(3) 議決権行使助言業者のあり方の検討、業務の適正化に向けた規制

米国を中心に機関投資家による議決権行使助言業者の利用が広まっているが、欧米では議決権行使助言業者が適正に業務を行っているのかが疑問視され、規制論議が起きている。米国では立法での規制の動きが進んでいる⁶⁶。

⁶⁵ 税制上の優遇措置については、金融商品の間の課税の中立性の問題、株式の取得価格や保有期間を厳格に記録・管理する必要がありコスト負担の問題もあることは留意を要する。

⁶⁶ 米国においては、議決権行使助言業者を登録制とし、利益相反管理方針の策定、十分なスタッフの確保、対象企業による助言案へのコメントの機会の付与等を含む体制の整備等を義務付ける法案（Financial CHOICE Act of 2016）が議会で審議中である。

議決権行使助言業者は、機関投資家向けに投資先企業の株主総会議案の賛否推奨情報を提供するだけでなく、上場企業向けにコーポレートガバナンスに関するコンサルティングを行うこともある。これが利益相反にならないかという問題がある。また、多くの国々で上場する多数の企業の株主総会議案を正しく理解し、適正な助言に結びつけているのか、能力面で問題ないのか、「形式」の判断に流れていないか、というような疑念が強くある。日本では、2017年5月にスチュワードシップ・コードの改定版が公表され、投資先企業の株主総会議案に関する機関投資家の議決権行使結果の開示については、個別議案の賛否と理由の開示を求めるものとなった。そうすると、議決権行使が適正であることを外部にわかりやすく示すために、議決権行使助言業者の利用がわが国でも進む懸念がある⁶⁷。

そもそも、機関投資家は、企業との長期的な関係の下、経営を監視しつつも、経営の「実質」を十分に見て、企業の長期的発展を真摯に考えて、形式的な判断ではない議決権行使を適正に行うべきものである。そうした意味では、議決権行使助言業者の利用は望ましいことでない。日本においても、議決権行使助言業者のあり方、業務の適正化（利益相反防止、業務体制や助言判断の理由やプロセスの透明化など）のための規制が議論されるべきである。

(4) コーポレートガバナンス・コードのステークホルダー規定の再検討

日本のコーポレートガバナンス・コードは、経済協力開発機構（OECD）のコーポレートガバナンス原則の趣旨を踏まえたものであるとされている。OECD原則では、株主以外のステークホルダーの権利や企業統治における役割も積極的に認めている。「ステークホルダーの権利は尊重されるべきである」と明記し、企業統治の枠組みに従業員や債権者等が参画することの正当性や有効性を説いている。

日本のコーポレートガバナンス・コードにも、冒頭の基本原則2で「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」を謳っているが、株主が企業統治の要という考えに変わりない。取締役会・経営陣は、「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」としている。その上で、健全な事業活動倫理について、「会社の構成員が従うべき行動準則を取締役会が策定し、事業活動の第一線まで浸透させる」と記している。つまり、

⁶⁷ 日本投資顧問業協会による会員アンケート結果（2017年10月実施）では、日本株投資残高がある93社のうち、40社（43%）が議決権行使助言業者を利用したとしている。

日本のコードでは、OECD原則とは対照的に、従業員をはじめとする株主以外のステークホルダーの企業統治への関与は明確にされていない。

企業統治における多様なステークホルダーへの配慮は世界の潮流であり、英国では従業員の企業統治への関与がコーポレートガバナンス・コードの改定に盛り込まれる予定であることから、日本のコードにおけるステークホルダーとの協働規定は世界の潮流を踏まえて再検討する必要がある。

(5) 株主代表訴訟制度（株主による責任追及等の訴え）の見直し

主に会社法制での検討テーマになるが、株主代表訴訟制度について、見直しの議論を行うべきである⁶⁸。日本の株主代表訴訟制度は、国際的に見ても訴訟が提起されやすい仕組みとなっており、濫用的訴訟が起こされれば、訴えられた取締役は本来業務よりも訴訟対応に追われ、会社も補助参加することになるなど、取締役や会社に大きな負担を強いるものとなる。結果として、株主全般にも不利益が生じる。

法制審議会会社法制部会において、濫用的な株主代表訴訟を制限する立法措置（提訴却下事由の追加⁶⁹、提起の少数株主権化など）が検討されるべきである。

(6) 政府のコーポレートガバナンス改革を議論する体制の見直し

政府の「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」の委員の多数は、機関投資家、コンサルタント会社、学識者（法学者・経済学者）、弁護士といったメンバーで占められている。企業統治改革の議論には経営の経験や知見を考慮することが不可欠であるにもかかわらず、コードの対象となる上場企業のメンバーはごく少数である。日本の上場企業の多数を占める監査役設置会社や地方・中小企業からの委員を増やすべきである。経営学の理論と知見を反映するために、経営学者も委員として参画させる必要がある。幅広い意見を踏まえた議論がなされるよう、フォローアップ会議の委員構成を見直すべきと考える。

⁶⁸ 法制審議会会社法制部会は、2018年2月に「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する中間試案」をとりまとめたが、株主提案権の制限は検討課題とされているものの、株主代表訴訟制度の見直しには言及がなく、パブリックコメントの対象にもされていない。

⁶⁹ 現行法上、株主代表訴訟の提起が、株主に自らまたは第三者の不正な利益を図り、あるいは、会社に損害を加えることを目的とする場合は、株主が提起した訴訟は却下される（会社法第847条第1項）。この要件に加えて、責任追及等の訴えによって、会社の正当な利益が著しく害されること、あるいは、会社が過大な費用を負担することとなる場合なども、訴えが却下されるべきである。

第4章 資料編

研究会記録

2017年10月25日（水） 第1回研究会

- ① 研究プロジェクトの趣旨、計画の説明
- ② リサーチリーダー 加護野忠男 氏からのご講話
「より良い経営を行うための企業統治のあり方」
- ③ 関西経済連合会の関連する提言および報告書の紹介
- ④ 質疑応答、意見交換

2017年12月26日（火） 第2回研究会

- ① ゲスト報告
大阪市立大学大学院経営学研究科教授 山田仁一郎 氏
「社外取締役の活用に関する実証分析について」
- ② リサーチャーからの報告
データ整理・分析、国内・欧米の研究成果レビュー等
- ③ 質疑応答、意見交換

2018年1月23日（火） 第3回研究会

- ① リサーチリーダー、リサーチャーからの報告
- ② 意見交換（報告書骨子案について）

2018年3月13日（火） 第4回研究会

- ① ゲスト報告
神戸大学大学院経営学研究科教授 國部 克彦 氏
「アカウンタビリティから経営倫理へ」
- ② 意見交換（報告書本文案について）

参考文献

- 青木英孝(2016)「コーポレート・ガバナンスと企業不祥事の実証分析」『経営学論集(第86号)』
- 青木英孝(2017)『日本企業の戦略とガバナンス』中央経済社
- 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～」『日本銀行金融研究所ディスカッションペーパーシリーズ(2013-J-6)』
- 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』2017年10月
- 岩井克人(2015)『経済学の宇宙』日本経済新聞出版社
- 岩井克人(2018)「時代の節目に考える①日本の資本主義再興の時」『日本経済新聞経済教室2018年1月4日』
- 加護野忠男(2010)『経営の精神—我々が捨ててしまったものは何か』生産性出版
- 加護野忠男(2014)『経営はだれのものか—協働する株主による企業統治再生』日本経済新聞出版社
- 加護野忠男(2017)「コーポレートガバナンス・コードをもとに企業統治を考える」『企業会計(Vol.69 No.9)』
- 國部克彦(2017)『アカウントビリティから経営倫理へ—経済を超えるために』有斐閣
- 経済産業省調査『イノベーション創出に資する我が国企業の中長期的な研究開発に関する実態調査報告書』2012年2月
- 経済産業省企業価値・IR作業部会『持続的な企業価値創造のためのIR／コミュニケーション戦略実態調査』2013年8月
- 経済産業省委託調査『日本と海外の役員報酬の実態及び制度等に関する調査報告書』2015年3月
- 経済産業省『コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会報告書』2015年7月
- 小池和男(2015)『なぜ日本企業は強みを捨てるのか—長期の競争 vs. 短期の競争』日本経済新聞出版社
- 小池和男(2018)『企業統治改革の陥穽—労組を生かす経営』日本経済新聞出版社
- 古賀麻衣子・加藤晴子(2017)「企業の期待成長率における行動バイアス」(要旨日本語)“Behavioral Biases in Firms’ Growth Expectations”(本文英語)『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ(2017-E-9)』

- 国立国会図書館調査及び立法考査局「【フランス】閉鎖する工場等の売却先を探すよう義務づける法律」『外国の立法(2014年8月)』
- 齋藤卓爾(2011)「日本企業における社外取締役の導入の決定要因とその効果」、宮島英昭編(2011)『日本の企業統治』東洋経済新報社
- 齋藤卓爾(2017)「取締役会に関する実証分析 会社法改正(平成27年)・コーポレートガバナンス・コードの影響」『法制審議会会社法制部会第5回会議資料(2017年9月)』
- 清水 一(2011)「社外取締役の導入、委員会制度への移行と企業価値ーパネルデータによる分析」『大阪経大論集(第61巻第5号)』
- 田中一弘(2014)『「良心」から企業統治を考える』東洋経済新報社
- 田中一弘(2017)「ガバナンス改革とその限界(1)~(8)」『日本経済新聞経済教室2017年10月25日-11月3日』
- 田中一弘(2018)「経済士道とガバナンス改革」『アジア太平洋研究所企業経営研究会第3回研究会資料(2018年1月)』
- 手島直樹(2015)『ROEが奪う競争力ー「ファイナンス理論」の誤解が経営を壊す』日本経済新聞出版社
- 手島直樹(2016)『株主に文句を言わせない!バフェットに学ぶ価値創造経営』日本経済新聞出版社
- 内閣府目指すべき市場経済システムに関する専門調査会『目指すべき市場経済システムに関する報告』2013年11月
- 長田 洋(2017)「日本の製造業、大丈夫か(下) 品質管理、全社的な体制で 責任者主導で専門家育成」『日本経済新聞経済教室2017年11月29日』
- 西崎健司・倉澤育成(2002)「株式保有構成と企業価値ーコーポレート・ガバナンスに関するー考察ー」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ(2002-J-4)』
- 日本監査役協会『監査役会設置会社と委員会設置会社の比較検討ー監査のベスト・プラクティスを求めてー』2010年10月
- 日本監査役協会『監査役視点によるコーポレートガバナンス・コードの分析ー適用2年目における開示事例等の分析ー』2017年12月
- 日本銀行『経済・物価情勢の展望』2007年4月
- 日本銀行『経済・物価情勢の展望』2018年1月
- 日本経済調査協議会『イノベーターを育てる社会研究委員会報告書』2016年3月
- 原 丈人(2013)『21世紀の国富論(増補版)』平凡社
- 原 丈人(2017)『「公益」資本主義 英米型資本主義の終焉』文春新書

- 樋口美雄(2008)「法と経済学の視点から見た労働市場制度改革」『RIETI Discussion Paper Series (08-J-056)』
- 樋口美雄・佐藤一磨(2015)「雇用・賃金統計に見る先進各国共通の流れと日本の特異性」『Panel Data Research Center at Keio University Discussion Paper Series (DP2014-006, March, 2015)』
- 一橋ビジネスレビュー『コーポレートガバナンス特集』2017年冬号(第65巻3号)
- 平野正雄(2017)『経営の針路—世界の転換期で日本企業はどこを目指すか』ダイヤモンド社
- 広田真一(2012)『株主主権を超えて—ステークホルダー型企業の理論と実証』東洋経済新報社
- 福本 葵「長期保有株主に対する優遇策」『証券経済研究(第94号、2016年6月)』
- 藤田 勉(2015)『日本企業のためのコーポレートガバナンス講座』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
- 淵田康之(2012)「短期主義問題と資本市場」『野村資本市場クォーターリー(2012年秋号)』
- みずほ総合研究所「2倍議決権を義務づけたフランス」『みずほインサイト(2015年6月)』
- みずほ総合研究所「キャッシュフローにみる企業行動」『みずほインサイト(2017年10月)』
- みずほ総合研究所「日本企業の稼ぐ力は高まったか」『みずほインサイト(2017年10月)』
- 三品和広(2016)「経営学からみたコーポレート・ガバナンス改革」『商事法務(2016 No. 2109)』
- 三品和広(2011)『どうする?日本企業』東洋経済新報社
- 宮川 努(2016)「無形資産投資とESG投資—実証研究の現場から—」『経済産業省「持続的成長に向けた長期投資研究会」配布資料(2016年11月)』
- 宮島英昭・小川 亮(2012)「日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか?—取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果—」『RIETI Discussion Paper Series (12-P-013)』
- 未来工学研究所『2015年度産業経済研究委託事業(企業の研究開発投資性向に関する調査)報告書』2016年3月

- 三輪晋也(2010)「日本企業の社外取締役と企業業績の関係に関する実証分析」『日本経営学会誌(第25号)』
- 山田仁一郎(2017)「社外取締役の役割認識文脈の形成—社外取締役60人のグランデッドセオリー・アプローチの分析結果」『アジア太平洋研究所企業経営研究会第2回研究会資料(2017年12月)』
- 吉村典久・田中一弘・伊藤博之・稲葉祐之(2017)『企業統治』中央経済社
- ラケシュ・クラナ(2015)『カリスマ幻想アメリカ型コーポレートガバナンスの限界』(橋本硯也訳・加護野忠男監訳) 税務経理協会
- ロナルド・ドーア(2006)『誰のための会社にするか』岩波新書
- アラン・マレー(2008)『CEO vs 取締役—株主主権時代の権力闘争の行方』(山崎康司訳) ダイヤモンド社
- ロバート・ライシュ(2016)『最後の資本主義』(雨宮寛・今井章子訳) 東洋経済新報社
- ゲイリー・P・ピサノ&ウィリー・C・シー(2010)「競争力の処方箋」(邦訳)『Diamondハーバードビジネスレビュー(2010年1月号)』
- マイケル・E・ポーター&マーク・R・クラマー(2011)「共通価値の戦略—経済的価値と社会的価値を同時実現する」(邦訳)『Diamondハーバードビジネスレビュー(2011年6月号)』
- ドミニク・バートン(2011)「「資本主義」改革論」(邦訳)『Diamondハーバードビジネスレビュー(2011年11月号)』
- ドミニク・バートン(2014)「投資家は企業に長期目標を求めよ」(邦訳)『Diamondハーバードビジネスレビュー(2014年12月号)』
- A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities, 2009
- Aspen Institute, Overcoming Short-termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management, 2009
- Financial Reporting Council, The UK Stewardship Code
- Financial Reporting Council, Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code, December 2017
- The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report, July 2012
- Pierre-Yves Gomez & Harry Korine (2008) Entrepreneurs and Democracy: A Political Theory of Corporate Governance, Cambridge University Press. Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code, December 2017, UK FRC

「目指すべき企業経営のあり方」研究報告書
～世界の潮流を牽引する企業統治のあり方～

発行日 2018（平成 30）年 6 月
発行所 〒530-0011
大阪市北区大深町 3 番 1 号
グランフロント大阪 ナレッジキャピタル
タワーC 7階
一般財団法人 アジア太平洋研究所
Asia Pacific Institute of Research (APIR)
TEL (06) 6485-7690（代表）
FAX (06) 6485-7689
発行者 岩野 宏
