

会社とは何か

日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク理事長
牛島総合法律事務所代表パートナー
弁護士 牛島 信

目次

第1.	はじめに	P. 3
第2.	各ステーク・ホルダーとコーポレート・ガバナンス	P. 7
第3.	コーポレート・ガバナンスの現状	P. 18
第4.	社外取締役の実質化	P. 23
第5.	まとめ	P. 31

第1 はじめに

■ 失われた30年とは

- バブル崩壊後（1990年頃）から現在に至るまでの日本経済の低迷
- 「失われた十年」は1999年発行の『ゼミナール日本経済入門』（日本経済新聞社刊）で初めて使用されたとされ、その後も低迷から脱することができない日本の経済状況を指して「失われた●●年」とされる

【1990年と2023年の比較】

	1990年	2023年
平均株価 （日経平均 株価）※1	3万8712円88銭 （1月4日終値）	2万7923円37銭 （4月11日終値）
ドル円相場	149.30円	133.65円 （4月11日終値）
高齢化※2	12.1%	28.9%（2021年 10月1日）
CPI（コア消費者物価指数）	+2.7%（前年 比）	+4.0%（前年12 月比）
企業の内部留保	124兆円	516兆円 （2021年度）

※1 米ダウは30年間に10倍以上上昇

※2 65歳以上人口比率

第1 はじめに

■ 失われた30年の原因

➤ 以下のようなものが挙げられている

- ✓ 生産性の低下 ✓ 産業の空洞化 ✓ 高齢化
- ✓ 構造改革を行わなかった（過度な中小企業の保護）
- ✓ デフレ克服政策の失敗（消費税の増税など） など

➤ 私見

- ✓ 財閥解体後の従業員共同体としての日本企業の現実（株式会社の外形と持合いによる換骨奪胎）
- ✓ 戦後復興、高度成長、石油ショックの克服などの成功
- ✓ 終身雇用、年功序列、企業別組合という安定した社会的合意
- ✓ アメリカからみでの不満と制裁 → プラザ合意 → 構造協議
→ 新自由主義とコーポレート・ガバナンスの半ば強制的な導入
- ✓ その後、日本は安定した社会的合意に達していないまま混乱
（殊に働く者からの目線の欠落）
⇒ 失われた30年へ

第1 はじめに

■ 失われた30年の原因

➤ 小熊英二氏（歴史社会学者、慶應義塾大学教授）

- 社会の合意は構造的なものであって、プラス面だけをつまみ食いすることはできないのだ（小熊英二「日本社会のしくみ 雇用・教育・福祉の歴史社会学」579頁）
- （小熊英二氏の見解の紹介として）経営者に都合の良い部分だけをつまみ食いしようとしても必ず失敗に終わる。なぜなら、それでは労働者の合意を得られないからだ（牛島信「身捨つるほどの祖国はありや」473頁以下）
- 長い歴史過程を経て合意に到達した他国の『しくみ』や、世界のどこにも存在しない古典経済学の理想郷を、いきなり実現するのはほとんど不可能に近い（小熊英二「日本社会のしくみ 雇用・教育・福祉の歴史社会学」571頁）
- （小熊英二氏の見解の紹介として）年功賃金や長期雇用は、経営者側の裁量を抑えるルールとして、労働者側が達成したものだった（牛島信「身捨つるほどの祖国はありや」473頁以下）

- ### ➤ 政治・官僚・学者・大企業主導のコーポレート・ガバナンスでは社会的合意に不足
- ✓ 現状のコーポレート・ガバナンスは、政治・官僚・学者・大企業のレベルでのこと
 - ✓ 日本型コーポレート・ガバナンスを通じて、大衆レベルを含めての新しい社会的合意に達するまでに時間がかかる

第1 はじめに

■ コーポレート・ガバナンスという処方箋の提案

- 失われた40年・50年とならないためには、企業の利益の向上が必要
- 企業の生産性を向上させるためには、企業のリーダー（経営者）が重要



リーダーを選ぶための仕組みが、コーポレート・ガバナンス

- コーポレート・ガバナンスの重要性は中小企業でも変わらない
- 失われた30年において切替えを余儀なくされた日本的企業システムは、半ば強制的ではあっても、コーポレート・ガバナンスの強化により、企業の収益力の強化につながる
 - ✓ 他に方法はない。日本社会が安定するまで継続する必要がある
- コーポレート・ガバナンスの強化には社外取締役の実質化が重要

第2 各ステーク・ホルダーとコーポレート・ガバナンス

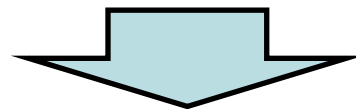
1. 雇用とコーポレート・ガバナンス

■ コーポレートガバナンス・コード（以下「CGコード」という。）は雇用配慮した経営を求めている

➤ CGコードの定め（基本原則2）

上場会社は、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。

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。



雇用への配慮は企業の「稼ぐ力」の強化につながり、これによって拡大した収益をステークホルダーに還元することで経済全体の成長につながり得る

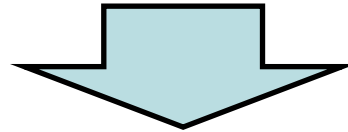
第2 各ステーク・ホルダーとコーポレート・ガバナンス

2. リーダー（＝経営者）とコーポレート・ガバナンス

(1) リーダー（＝経営者）の選定

■ 大きな雇用を生み出す会社を維持し成長させるのはリーダー（＝経営者）の役割

- コーポレート・ガバナンスは優れたリーダー（＝経営者）を選定するための手続
- リーダー（＝経営者）の存在があって初めてフォロワーが生きてくる



コーポレート・ガバナンスにおいて決定的に重要な存在は
リーダー（＝経営者）

第2 各ステーク・ホルダーとコーポレート・ガバナンス

2. リーダー（＝経営者）とコーポレート・ガバナンス

(1) リーダー（＝経営者）の選定

■ 新型コロナウイルスにより世界は戦後最悪の危機を迎えた

- 約55%の企業は、2020年4-12月期業績が減収となった
- 2021年以降、企業業績は回復傾向にある

■ 先が見えない時代こそ経営者のリーダーシップが重要

- 経営者は企業の成長と発展に最も強い意志と能力、そして責任感を持っていなければならない
- 経営者のリーダーシップとは、その人格と信念へのフォロワーのふだんからの信頼に基づく
 - ✓ 先が見えない危機時にこそ「アニマル・スピリット」「敢えて選び取られた楽観主義」が必要
- そうした経営者であれば、社内社外を問わずに取締役会も納得し、会社を素晴らしい未来へ導くことができる

第2 各ステーク・ホルダーとコーポレート・ガバナンス

2. リーダー（＝経営者）とコーポレート・ガバナンス

(2) 後継者計画

■ CGコードの改訂（2018年6月）

- 後継者計画の策定・運用についての取締役会の役割が具体化された

【補充原則4-1③】

取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）や具体的な経営戦略を踏まえ、最高経営責任者（CEO）等の後継者計画（プランニング）の策定・運用に主体的に関与するとともに、後継者候補の育成が十分な時間と資源をかけて計画的に行われていくよう、適切に監督を行うべきである。

第2 各ステーク・ホルダーとコーポレート・ガバナンス

2. リーダー（＝経営者）とコーポレート・ガバナンス

(2) 後継者計画

■ 指名委員会・報酬委員会及び後継者計画の活用に関する指針（2022年7月）

- CGSガイドラインは、中小企業をも対象としている
- したがって、CGSガイドラインの別冊である本指針も、中小企業をも対象としている
- 後継者計画策定・運用に取り組む際の基本ステップ

ステップ	主な内容
1	後継者計画のロードマップの立案
2	「あるべき社長・CEO像」と評価基準の策定
3	後継者候補の選出
4	育成計画の策定・実施
5	後継者候補の評価、絞込み、入替え
6	最終候補者に対する評価と後継者の指名
7	指名後のサポート

※社内人材の層が厚く、経営トップを内部登用することを基本方針とする企業を想定

※オーナー企業において、後継者候補が事実上創業家関係者に限定されている場合は、創業家関係者の育成に取り組む必要性が高い

第2 各ステーク・ホルダーとコーポレート・ガバナンス

2. リーダー（＝経営者）とコーポレート・ガバナンス

(2) 後継者計画

■ 指名委員会・報酬委員会及び後継者計画の活用に関する指針（2022年7月）

- 任意の指名委員会が後継者計画のプロセス全般にわたって関与することが求められる
 - ✓ 指名委員会は、社長・CEOら社内者の意見を尊重しつつ、独立した立場から後継者計画の適切な監督に努めることが求められる
- 後継者計画に関する重要な事項は言語化・文書化し、取締役会や任意の指名委員会と共有することが求められる
- 後継者計画のプロセスや指名委員会の関与状況等について、各ステークホルダーに情報発信することが求められる

第2 各ステーク・ホルダーとコーポレート・ガバナンス

3. 少数株主とコーポレート・ガバナンス

(1) 少数株主への配慮

■ 少数株主とは

- 持分が少ないため会社の経営に影響をもつことができない株主

■ 少数株主への配慮に関するCGコード

【基本原則1】

少数株主…（略）…については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。

【基本原則5】

上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との建設的な対話を行うべきである。

第2 各ステーク・ホルダーとコーポレート・ガバナンス

3. 少数株主とコーポレート・ガバナンス

(1) 少数株主への配慮

■ 少数株主との対話

- 少数株主との対話を怠ると最悪の事態に陥ることもある

【会社法上、少数株主に認められている権利】

議決権数・株式数の要件		権利の内容
単独株主権		取締役会議事録閲覧謄写請求権（371条2項）
		計算書類等閲覧等請求権（442条3項）
		株主代表訴訟提起権（847条）
少数株主権	総株主の議決権の3%以上又は発行済株式総数の3%以上	会計帳簿等閲覧謄写請求権（433条1項）
		取締役解任請求権（854条）
	総株主の議決権の10%以上又は発行済株式総数の10%以上	解散判決請求権（833条1項）

第2 各ステーク・ホルダーとコーポレート・ガバナンス

3. 少数株主とコーポレート・ガバナンス

(2) 非上場会社における少数株主保護

■ 非上場会社であれば何をやってもいい、は間違い

- 非上場会社であっても社会の公器であることに変わりはない
 - ✓ 全てのステークホルダーに配慮した経営
 - ✓ 株主（株主平等原則・少数株主の保護）
- 少数株主保護の必要性が、上場会社よりも大きいのが現実

第2 各ステーク・ホルダーとコーポレート・ガバナンス

3. 少数株主とコーポレート・ガバナンス

(2) 非上場会社における少数株主保護

■ 実例

事案の概要

- 非上場の同族会社において、創業一族の一部の株主（議決権割合で約10%を保有）が、他の創業一族の支持を得て、当該企業の経営者を交代させた事案
 - ✓ 当該会社の主な経営陣は非創業一族であったが、当該会社の議決権の約30%を有する取引先等や議決権の約40%を有する創業一族の支持を得て経営を担当。
 - ✓ 当該会社は多くの内部留保を有していたため、株式の相続税評価額が高額となっていた。そのため、多額の相続税を負担することを懸念した創業一族の一部（少数株主）が、経営陣に対し、自己株式の取得や内部留保の解消等の対応を求めた。
 - ✓ しかし、経営陣は当該少数株主の声を無視。
 - ✓ 当該少数株主は、他の創業一族に対し、多額の相続税の負担が生じ得ること等を説明することで、経営陣を交代させることについての支持を得た。
 - ✓ その結果、株主総会において経営陣が交代した。

ポイント

- 少数株主との間で建設的な対話を行っていれば、経営陣が交代する事態は避けられた可能性が高い

第2 各ステーク・ホルダーとコーポレート・ガバナンス

3. 少数株主とコーポレート・ガバナンス

(2) 非上場会社における少数株主保護

■ 株価も重要な論点になり得る

- 同族会社における相続
- 株価と相続税との間には直接的な関係がある
 - ✓ 原則的評価方式（純資産価格等）で評価される場合
 - ⇒ 中小企業は内部留保額が多額であることが多いため、株価が高くなる傾向にある

第3 コーポレート・ガバナンスの現状

1. コーポレート・ガバナンス改革の概要

	CGコードの構成	CGコードの主な内容
2015年6月 策定	合計73の諸原則 基本原則5・原則30・補充原則38	独立社外取締役2名以上の選任を事実上強制
2018年6月 改訂	合計78の諸原則 基本原則5・原則31・補充原則42	CEOの選解任手続に関する補充原則等の追加
2021年6月 再改訂	合計83の諸原則 基本原則5・原則31・補充原則47	プライム市場上場企業につき、独立社外取締役を3分の1以上（必要な場合には過半数）の選任を要請

※ CGコードは上場企業が行うコーポレート・ガバナンスについて、ガイドラインとして参照すべき原則・指針を示したものであるが、非上場会社においてもCGコードを参考にすることは有用

第3 コーポレート・ガバナンスの現状

2. コーポレート・ガバナンス改革に伴う影響

■ 独立社外取締役の増加

【独立社外取締役の選任状況（2022年8月3日時点）】

独立社外取締役の数・割合	プライム市場（1837社）	全上場会社（3770社）
2名以上	99.2%（1822社）	85.4%（3218社）
3分の1以上	92.1%（1692社）	69.2%（2608社）
過半数	12.1%（233社）	9.2%（345社）

■ 最近は人数だけでなく、役割や具体的な取組等も重視

- 2020年7月31日に経済産業省CGS研究会が、社外取締役の在り方に関する実務指針（社外取締役ガイドライン）を公表
 - ✓ CGコードの趣旨を踏まえつつ、その中核となる社外取締役の在り方（役割と具体的な取組等）について実務的な視点から整理

第3 コーポレート・ガバナンスの現状

3. アクティビストと機関投資家の協働（幸福な同棲）

(1) アクティビストとは

- **アクティビストとは、企業に働きかけて企業に変革を迫り株主リターンの向上を目指すアプローチをとる投資家**
- **2013年ころからアベノミクスによる株高に伴って、アクティビストファンドの活動が活発化している**
 - 近年は、対話を重視するエンゲージメント型（アクティビスト）ファンドが増加していると言われていた
 - ガバナンス改善に関する要求が多く、特に2018年以降、増加率が高いのは取締役の派遣・解任である
- **アクティビストの用いる手法としては、少数の株式を持ち、機関投資家にも働きかけて「多数派」を形成し、経営陣に圧力をかけて企業価値を上向かせようとするものが主流となっている**

第3 コーポレート・ガバナンスの現状

3. アクティビストと機関投資家の協働（幸福な同棲）

(2) アクティビストと機関投資家の関係

■ 機関投資家自らが上場会社の経営陣を規律することは困難

- 投資先会社の株価の上昇は競争相手である他の機関投資家を利する
- 投資先会社は機関投資家の「顧客」でもある

■ アクティビストには上場会社の経営陣を規律することをためらう理由がない

- アクティビストには投資先会社を顧客にしているといった問題がない

■ 近年増加している長期投資×エンゲージメント型のアクティビストファンドや機関投資家は、コーポレート・ガバナンス改革が目指す「中長期的な企業価値の向上」という目標を共有している

- 中長期的な企業価値の向上を内容とするアクティビストの提案に機関投資家が賛同する「アクティビストと機関投資家の協働（幸福な同棲）」が、コーポレート・ガバナンスの強化・企業の「稼ぐ力」の強化につながる

第3 コーポレート・ガバナンスの現状

3. アクティビストと機関投資家の協働（幸福な同棲）

(3) 中小企業におけるアクティビスト的存在

- 以上の議論は必ずしも上場企業に限定されたものではない
- 近時、中小企業の少数株主の中にも、企業に働きかけて企業に変革を迫り株主リターンの向上を目指す投資家が出現している
 - 例えば、以下の活動を通じて、非上場同族会社のコーポレート・ガバナンスの水準を高めることを目指している
 - ✓ 株主権会計帳簿閲覧権、計算書類閲覧謄写請求権等の行使
 - ✓ 非経営株主に代わり株主総会に出席し、議決権を行使

第4 社外取締役の実質化

1. 日本のガバナンスの問題点

(1) 内部昇進型経営者について

■ 日本の経営者の多くは内部昇進型経営者

- 長い間の現実の風土
- 従業員のロイヤルティ

【経営者（CEO）の特徴（2018年の調査結果）】

項目	日本	世界
外部招聘のCEO	3%	17%
他企業の職務経験あるCEO	18%	72%
他企業のCEO経験あるCEO	8%	26%

■ 中小企業においても約34%が内部昇格

【内部昇進型経営者の効用と問題点】

内部昇進型経営者の効用	内部昇進型経営者の問題点
<ul style="list-style-type: none">✓ 企業理念に基づき長期的視点に立った経営✓ 長期的視点の下、創造的な研究開発活動✓ 長期雇用による将来の昇進を期待した従業員の強いロイヤルティ	<ul style="list-style-type: none">✓ 経営監督が機能不全となるおそれ✓ 自分を選んでくれた前任者の問題点を指摘できないおそれ✓ 現任の代表者の評価を取締役会の一員としてできないおそれ✓ 社内の不正を隠ぺいしてしまう可能性

第4 社外取締役の実質化

1. 日本のガバナンスの問題点

(2) オーナー経営について

- **オーナー経営とは、創業者や創業者の血縁者、あるいは大株主個人等が、経営の第一線に立っていること、も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こと**

- 国内企業全体の9割以上がオーナー経営
- オーナー経営の効用と問題点

オーナー経営の効用	オーナー経営の問題点
<ul style="list-style-type: none">✓ 企業理念に基づき長期的視点に立った経営✓ 素早い意思決定	<ul style="list-style-type: none">✓ 外部株主からの要請や牽制が効かないおそれ✓ 後継者育成の遅れ✓ 社内の不正を隠ぺいしてしまう可能性

第4 社外取締役の実質化

2. 日本のガバナンスの改善策ー社外取締役の実質化

(1) 独立社外取締役の必要性とその実質化

■ 取締役会には独立社外取締役が必要

- 株式会社においては株主が取締役を選ぶ
- 取締役会が経営トップを選ぶ
 - ✓ 公正かつ透明性の高い経営トップの選解任には独立社外取締役が必要

■ 独立社外取締役の実質化

- 重要なのは独立社外取締役の数ではなく質
 - ✓ 実質を備えない独立社外取締役の人数を増やすことは無益
- 独立社外取締役を実効性のあるものにすることが必要
 - ✓ 独立社外取締役が主体的に責任ある言動をとらねばならないようになることが重要
 - ⇒ 例えば、メディアの役割が重要
 - ✓ 取締役会決議を全会一致で行うことが慣例となっているから、独立社外取締役が反対すれば議案の差戻しなどが可能

第4 社外取締役の実質化

2. 日本のガバナンスの改善策－社外取締役の実質化

(2) 独立社外取締役の役割

■ コーポレートガバナンス・コード原則4－7 (独立社外取締役の役割・責務)

上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。

- (1) 経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと
- (2) 経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと
- (3) 会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること
- (4) 経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に適切に反映させること

第4 社外取締役の実質化

2. 日本のガバナンスの改善策ー社外取締役の実質化

(3) 利益相反が生じ得る場面での独立社外取締役の活用

■ 上場子会社では、支配株主が自己の利益のために上場子会社やその少数株主の利益を害するリスク（利益相反リスク）がある

- 上場子会社ではないものの、その経営に支配的な影響力を及ぼし得る株主が存する上場会社においても、同様のリスクが存在

⇒支配株主の存在する上場会社は、利益相反リスクを踏まえ、上場会社としての独立した意思決定を担保するための実効的なガバナンス体制を構築すべきである

【グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針6.3.2】

（上場子会社における独立社外取締役の役割）

上場子会社の独立社外取締役には、業務執行を監督する役割を果たすための執行陣から独立性に加え、一般株主の利益を確保する役割も期待されるため、親会社からの独立性も求められる。

第4 社外取締役の実質化

2. 日本のガバナンスの改善策ー社外取締役の実質化

(3) 利益相反が生じ得る場面での独立社外取締役の活用

【コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）別紙1の2.2.3（利益相反の監督）】

- 会社と経営陣・支配株主等との利益相反が生じ得る場面においては、利害関係のあり得る者がその判断に関与することは適切ではない。このため、独立的・客観的な立場から社外取締役がその妥当性を判断することで、積極的に監督に関与することが期待される。
- 会社と経営陣・支配株主等との利益相反が生じ得る場面の例として、以下のような場面が考えられる。
 - ✓ 役員報酬の決定
 - ✓ MBO（マネジメント・バイ・アウト）や支配株主等による買収への対応
 - ✓ 支配株主等との取引
 - ✓ 敵対的買収への対応（買収防衛）
 - ✓ 企業不祥事への対応等

第4 社外取締役の実質化

2. 日本のガバナンスの改善策—社外取締役の実質化

(4) 独立社外取締役を選任する者

■ 経営者が社外取締役を選任することにも一定のメリットがあるとする見解

- 経営者と社外取締役に信頼関係があればこそアドバイスしやすく、モニタリングもしやすくなる側面がある
- 経営者と社外取締役の関係が過度に独立していれば情報共有が進まないおそれがある

■ 理念的には社外取締役自身（社外取締役が過半数を占める指名委員会 など）が主導することが望ましいとする見解

- 馴れ合いを防ぐ
- 社外取締役が過半数を占める指名委員会が社外取締役候補者の選任プロセスを主導するのが国際的にベストプラクティスとされる

■ 独立社外取締役の役割を実効性のあるものにするためには、独立社外取締役の選任は経営トップではなく、独立社外取締役がリードする形で関与して選任すること（独立性のある指名委員会によること）が必要ではないか

第4 社外取締役の実質化

2. 日本のガバナンスの改善策—社外取締役の実質化

(5) 独立社外取締役の情報不足とその改善策

■ 独立社外取締役の多くは情報不足

- 独立社外取締役が役割を果たすには十分な情報を得ることが不可欠

■ 情報不足の改善策

- 独立社外取締役のみによる会合など
 - ✓ 独立社外取締役間における率直かつ有益な意見の形成・共有を期待
 - ✓ 各社の実情に合わせた形で「独立した客観的な立場に基づく情報交換・認識共有」を実質的に確保することが重要
 - ✓ 社内者も参加することで情報収集を実質化
- 独立社外取締役が現場の管理職や常勤監査役等から積極的に情報収集
- 取締役会事務局による積極的な情報提供
 - ✓ 取締役会事務局が、独立社外取締役の情報不足を補うための重要なサポート役となるよう位置づけられるべし

■ ただし、企業について知り過ぎてしまうと、かえって物わかりがよくなりすぎてしまい、独立社外取締役も企業の論理に影響を受けてしまう可能性があるというディレンマが存在

第5 まとめ

■ 失われた40年・50年とならないために企業の生産性向上が必要

- ① 企業の生産性を向上させるためには、企業のリーダー（経営者）が重要
- ② コーポレート・ガバナンスは、優れたリーダー（経営者）を選定するための手続であり、コーポレート・ガバナンスの充実が、企業の「稼ぐ力」の強化につながる
 - ⇒コーポレート・ガバナンスの重要性は中小企業でも変わらない
 - ⇒コーポレート・ガバナンスの充実には社外取締役の実質化が重要
- ③ コーポレート・ガバナンスの充実により、円滑な第三者承継を実現できる

■ すべては優れたリーダー（経営者）を選定につながり、失われた30年からの脱却につながる