

## [論 文]

# 日本版「コーポレートガバナンス・コード」を どのように捉えるのか —これまでの会社支配論・企業統治論との関係について—

A Way of Thinking of Japan Edition Corporate Governance Code

竹 中 啓 之

- I. はじめに
- II. 2015年6月の「コーポレートガバナンス・コード」とはどのようなものか
- III. これまでのコーポレートガバナンスの考え方について
- IV. 「コーポレートガバナンス・コード」は誰のためのものか
- V. おわりに —今後の課題について—

## I. はじめに

東京証券取引所（以下「東証」）は、2015年6月1日、「コーポレートガバナンス・コード」を公表した。「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために」と副題がついたこのコードは、日本の取引所に上場している会社を対象として原則として同日より適用され、このコードの考え方に基づいて、企業は「コーポレートガバナンス報告書」の作成を行うことになる。

その一方で、経営学等、様々な学問の分野の視点から、コーポレートガバナンス、あるいは会社支配・企業統治を巡る問題は議論されてきた。では、今回公表された「コーポレートガバナンス・コード」について、これまでの議論との関連の中でどのように捉えることができるのであろうか。

本論文では、まず今回の「コーポレートガバナンス・コード」の目的や特徴を整理する。次に、これまでのコーポレートガバナンスを巡る議論について簡単に振り返り、これまでの議論の流れとの関連性の中で、この「コーポレートガバナンス・コード」をどのように読み解くことができるかについて述べる。その上で、改めて今回のこのコードの特徴について検討し、最後に、その運用に関する今後の課題について言及する。

## II. 2015年6月の「コーポレートガバナンス・コード」とはどのようなものか

### 1. 経緯

今回公表された「コーポレートガバナンス・コード」（以下「コード」）の策定については、2014年6月の閣議決定された「日本再興戦略 改訂2014」が契機であるとされている。「日本再興戦略」とは、第2次安倍政権が掲げた日本経済の再生に向けた「三本の矢」の中の第三の矢である「民間投資を喚起する新たな成長戦略」のための政策を、具体的な取り組みとして示したものである。なお、最初の「日本再興戦略」が閣議決定されたのは2013年6月であり、その後2014年、2015年と改訂されたものが公表されている。

コーポレートガバナンスについては、2013年の「日本再興戦略」でも言及されているが、この段階ではまだ「コーポレートガバナンス・コード」という用語は出てこない<sup>1</sup>。それが2014年の改訂版になると、日本の「稼ぐ力」を取り戻すための主要施策の例示のひとつとして、「企業統治（コーポレートガバナンス）の強化」が挙げられ、「持続的成長に向けた企業の自律的な取り組みを促すため、東京証券取引所が、新たに「コーポレートガバナンス・コード」を策定する<sup>2</sup>とし、初めてこの用語が登場するのである。

さらにコード策定に当たっては、「東京証券取引所のコーポレートガバナンスに関する既存のルール・ガイダンス等や「OECDコーポレートガバナンス原

1 2013年に公表された「日本再興戦略」でもコーポレートガバナンスの強化について言及されており、今回のコーポレートガバナンス・コードの考え方と共通する記述は見られる（日本政府、「日本再興戦略-JAPAN is BACK-」, 2013年, 12頁, 28頁）。しかし、その中では「コーポレートガバナンス・コード」という用語は使用されていない。

2 日本政府, 「「日本再興戦略」改訂2014 -未来への挑戦」, 2014年, 18頁

則」を踏まえ、(中略)東京証券取引所と金融庁を共同事務局とする有識者会議において、秋頃までを目処に基本的な考え方を取りまとめ、東京証券取引所が、来年の株主総会のシーズンに間に合うように新たに「コーポレートガバナンス・コード」を策定することを支援する<sup>3</sup>としている。

実際には、大学教授、企業関係者そして各分野の専門家など13人のメンバーで構成された「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」の第1回の会議が2014年8月7日に開催され、その後2015年3月に至るまで計9回の会議が行われる。そして、2015年3月5日に「コーポレートガバナンス・コード原案」が取りまとめられ、6月1日には、最終的な「コーポレートガバナンス・コード」が公表されることになり、結果として、当初の予定通り、今回のコードが策定されたことになる。

## 2. 目的・役割

このような経緯で策定された本コードの目的については、コード原案の序文に明確に述べられている<sup>4</sup>。

まず序文の項目6で、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」と述べている。そして、項目7で、会社は「様々なステークホルダーに対する責務を負っていることを認識して運営されることが重要である」とし、その上で、コード原案は、「こうした責務に関する説明責任を果たすことを含め意思決定の透明性・公正性を担保しつつ、これを前提とした会社の迅速・果敢な意思決定を促すことを通じて、いわば「攻めのガバナンス」の実現を目指すものである」としている。

ここで述べられている「攻めのガバナンス」とはどのようなものであるのかについては、項目7の後半で、さらに以下のように説明している。まず、「本コード(原案)では、会社におけるリスクの回避・抑制や不祥事の防止といった側

3 同上、30-31頁

4 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、「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」, 2015年、2-3頁

面を過度に強調するのではなく、むしろ健全な企業家精神の発揮を促し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることに主眼を置いている」と、その狙いを明らかにしている。さらに、本コードには「一定の規律を求める記載が含まれているが、これらを会社の事業活動に対する制約と捉えることは適切ではない」とし、むしろ事業活動や果敢な意思決定を阻害する要因となるものは、会社のガバナンス不全の状況により、経営の意思決定過程の合理性が確保されなくなり、経営陣が、結果責任を問われることを懸念して、自ずとリスク回避的な方向に偏ることの方が問題であるとしている。つまり、「本コード（原案）では、会社に対してガバナンスに関する適切な規律を求めることにより、経営陣をこうした制約から解放し、健全な企業家精神を發揮しつつ経営手腕を振るえるような環境を整えることを狙いとしている」と述べているのである。

また項目8では、本コードによって、「中長期の投資を促す効果をもたらすことも期待している」ともしている。これは、「コーポレートガバナンスの改善を強く期待しているのは、通常、ガバナンスの改善が実を結ぶまで待つことができる中長期保有の株主」であり、彼らは、会社にとって重要なパートナーとなり得る存在である。中長期保有の株主との建設的な「目的を持った対話」を行うことができれば、会社が自律的にコーポレートガバナンスを実現できるようになる。従って、中長期保有の株主を確保することは、実効的なコーポレートガバナンス実現へとつながるのであり、このコードがその助けとなるよう、期待されているのである。

このように、本コードの目的は「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」に置かれており、その目的達成のために、経営陣の経営手腕が積極的に振るえるようになることが重要であるとしている。そして、その環境整備として、コードが、2つの役割を果たすようになることが期待されていると言える。ひとつは、経営陣がリスク回避的な行動を取るのではなく、健全な企業家精神を發揮することができるように、会社のガバナンスの整備に貢献すること、もうひとつは、会社にとって重要なパートナーとなり得る、中長期保有の

株主との関係を充実させることに貢献することである。

### 3. 特徴・内容

このような経緯とコードの目的・役割を踏まえた上で、策定された本コードの特徴について検討していくと、その内容はより理解しやすくなるのではないだろうか。

まず、本コードの特徴として「プリンシプルベース・アプローチ」(原則主義)を採用していることが挙げられる。これは、「ルールベース・アプローチ」(細則主義)のように、法令等によって会社が取べき行動を強制するのではなく、抽象的で大掴みな原則(プリンシプル)を示しておき、それらの原則をどのように適用するかは、それぞれの会社が自らの置かれた状況に応じて工夫することができるように採用された考え方である。

もうひとつの特徴は、「コンプライ・オア・エクスプレイン」という手法を採用していることである。これは、本コードで示された原則についてすべて実施する必要はなく、各会社が置かれた個別事情に照らして実施することが適切ではないと考える原則があれば、その理由を十分に説明することで、一部の原則を実施しないことが想定されている考え方である。

これらの特徴からは、以下のふたつのことが読み取れる。ひとつは、本コードが形式的に遵守されてしまうことを望んでいないということ、もうひとつは、本コードをどのように取り扱うかについては、各会社に裁量の幅が認められているということである。

これらのことは、本コードの目的が「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」であることと考え合わせると、必然的な特徴であると言える。各会社は、その置かれている状況が異なるため、自らの会社の成長と企業価値の向上のための手法は必ずしも同じになるわけではなく、目的達成のための最適な手法は異なるはずである。したがって、コードの適用についても、各会社によってもその対応が異なることは当然考慮されるべきであり、十分に合理的な理由があれば適用しないことも含め、コードの適用には柔軟に対応できるようにし

ていくことが、本来の目的達成にとって有効であると考えられる。つまり、本コードの大きな特徴である、「プリンシプルベース・アプローチ」と「コンプライ・オア・エクスプレイン」は、持続的成長と企業価値の向上という目的達成のための手段（役割）との関連で考えることで、その意味が捉えやすくなるのである。

さて、このコードの具体的な中味については、5つの章から構成されている。各章にはひとつずつ、基本的な考え方である基本原則が示されており、「株主の権利・平等性の確保」「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」「適切な情報開示と透明性の確保」「取締役会等の責務」「株主との対話」が5つの基本原則となっている。その基本原則をより詳細に規定したものが原則であり、さらにその原則の意味を明確にするために記述されているのが補充原則であるとしている<sup>5</sup>。つまり、各章ごとに基本原則・原則・補充原則を記載するという三層構造を採用している。しかし、このような構造は、各原則についての適用上の優劣関係を示すものではなく、それぞれが独立して等しく「コンプライ・オア・エクスプレイン」の対象となるとしている<sup>6</sup>。すなわち、基本原則・原則・補充原則、これらの3つの原則はそれぞれに独立しており、個別に対応していかなければならないということである。この点の理解については、本コードの記述内容をさらに具体的に検討することでその真意が見えてくると思われる。

各基本原則は、それぞれの項目に関する考え方について、基本的な趣旨を簡潔に記述しているものである。例えば、第1章である「株主の権利・平等性の確保」について基本原則で示していることは、①上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うこと、②株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うこと、③株主の実質的な平等性を確保すること、④少数株主や外国人株主については、上記①から③について課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うこと、以上4点について求めているだけである。

5 堀江貞之、「コーポレートガバナンス・コード（案）の意義と課題」、『金融ITフォーカス』（WEB版）、2015年2月、10頁

6 油布志行、渡邊浩治、谷口達哉、中野常道、「コーポレートガバナンス・コード原案」の解説（I）」、『商事法務』No.2062、2015年、52頁

このように基本原則の中で求められているものを、より具体化して記述しているのが、原則、及び補充原則である。先に述べた第 1 章の株主の権利行使の環境整備については、原則 1-1 では株主総会での議決権の行使について、原則 1-2 では株主との建設的な対話など、具体的な事柄に言及している。さらに原則 1-1 の下の設けられた補充原則では、株主総会での反対票の取り扱いについて、さらには、少数株主にも認められている特別な権利である違法行為の差し止めや代表訴訟提起に係る権利等に十分配慮することなどが記載され、より具体的な記述となっている。

つまり、構造的には、補充原則は原則に、また原則は基本原則に含まれるかたちで記載されているが、それぞれの原則の中でコーポレートガバナンスとして考慮すべき事項が示されており、なおかつ、基本原則、原則、補充原則の順に記載されている内容が具体的になっている構造であるため、会社が適切なガバナンスを実現するために求められている行動を考える際には、実質的には、三つの原則全てについて、個別に独立して対応することが求められているのである。その意味において、各原則の間に優劣関係はなく、それぞれを独立したものとして捉えることで、全てが「コンプライ・オア・エクスプレイン」の対象となっていると考えられるのである。

以上のような特徴を持っているこのコードは、「我が国取引所に上場する会社」を適用対象として、2015年6月から適用が開始されている。適用開始初年度については、6月1日以降最初に開催される定時株主総会の日後、準備ができ次第速やかにこのコードに対応したコーポレートガバナンス報告書を提出することとし、遅くとも最初に開催される定時株主総会の日から6ヶ月後までに提出すれば足りることとされている。また、その後については、コーポレートガバナンス・コードに関連する部分の記載内容に変更が生じた場合、変更が生じた後、最初に到来する定時株主総会の日以降に遅滞なく一括して記載内容を更新することが可能であるとしている<sup>7</sup>。

---

7 森・濱田松本法律事務所編、『変わるコーポレートガバナンス』、日本経済新聞社、2015年、235-236頁

### Ⅲ. これまでのコーポレートガバナンスの考え方について

このような特徴と内容を踏まえて、今回のコードは、日本企業のガバナンスについて大きな変革をもたらすことになり、2015年はコーポレートガバナンス改革元年、あるいは企業統治元年と表現されることもある<sup>8</sup>。しかし、コーポレートガバナンスに関する議論は、様々な視点から、これまでも盛んに行われてきた経緯がある。今回のコードの中味についてさらに検討する前に、これまでのコーポレートガバナンスを巡る議論の流れを簡単に振り返ることは、その理解を助けるために、十分に意味のあることになるはずである。

もともと、コーポレートガバナンス、あるいは企業統治という言葉が日本で使われるようになるのはそれほど前ではない。この言葉が、日本の新聞紙上に初めて登場したのは1991年5月13日の「日本経済新聞」であり、「コーポレートガバナンス」の後に括弧書きで「企業統治」なる訳語が当てられて登場している<sup>9</sup>。また、経営学、経済学、そして法学などでアカデミックな議論が盛んになるのも、やはり1990年代以降だと考えられる。平田（2007）によれば、コーポレートガバナンスあるいは企業統治（あるいは会社統治）<sup>10</sup>に関する問題は、1980年代後半からトピックになり、1990年代に入って、市場経済先進国のみならず、市場経済移行国や開発途上国においても、ホットな話題となり、いまや21世紀初頭の企業経営における最も重要な課題の一つとなっていると考えられるとしている<sup>11</sup>。では、この約25年間に、コーポレートガバナンスを巡って、どのような議論が行われてきたのであろうか。

この問題についての出発点を、1932年に出版された、バーリ＝ミーンズの「近代株式会社と私有財産」から問題提起された会社支配論に求められることについては、異論は少ないであろう。この点について、正木（1993）は、近代的な大企業において、大株主支配から経営者支配に代わったことが指摘され

8 花崎正晴『コーポレートガバナンス』、岩波書店、2014年、12頁

9 吉村典久『会社を支配するのは誰か 日本の企業統治』、講談社、2012年、18頁

10 コーポレートガバナンスに対する訳として、「企業統治」や「会社統治」などが当てられるようであるが、本論文では特に区別せずに、どちらも同じように扱うこととする。

11 平田光弘「日本のコーポレート・ガバナンスを考える」『星城大学経営学部研究紀要』第3号、2007、6頁



たことを端緒にして出発した会社支配論は、株式会社において誰が本当の支配者なのかを巡る議論を交錯させてきたと共に、経営者支配を前提とした経営者権力の正当性への問題に展開された議論であり、事実上の会社統治論といってよいと指摘している<sup>12</sup>。このように考えると、コーポレートガバナンスの問題は、バーリー＝ミーンズが指摘した「所有と経営の分離」を端緒とする、株式会社における経営者支配の正当性の問題としてまず捉えることができる。

その一方で、指摘された経営者支配の現状から生じるエージェンシー問題をコーポレートガバナンスの問題であると捉える考え方がある<sup>13</sup>。株式会社を取り巻く利害関係者（株主・従業員・債権者・顧客など）と株式会社の実質的な支配者である経営者との間には、プリンシパルとエージェントという関係が構築されるが、必ずしも両者の利害が一致するとは限らない。その際に、エージェントの自己の利益を優先させずに、いかにプリンシパルの意図通りにエージェントを行動させることができるのかというのが、エージェンシー問題であり、このようなエージェント理論からコーポレートガバナンス問題のあり方について考えていこうとする捉え方もある。

また、企業の不祥事や経営不振にまつわる報道があるとき、この用語が定番のように登場するようになっており<sup>14</sup>、企業の不祥事対策をコーポレートガバナンスだという人がいる<sup>15</sup>。吉村（2012）によると、日本の新聞紙上で「コーポレートガバナンス」に関する文言が掲載された記事について、1997年にその数が増加していることが指摘されている。1997年とは、当時の第一勧業銀行（現みずほ銀行）の総会屋への利益供与や、山一証券の粉飾決算が相次いで発覚、11月には北海道拓殖銀行が経営破綻するなど、大企業の不祥事や経営問題について取り上げられた年である。その後も、ライブドアによるニッポン放送株の過半数取得に関連する騒動（2005年）やいわゆる村上ファンド事件（2006年）などが社会的に大きく取り上げられることと連動して、「コーポレー

12 正木久司「会社支配論から会社統治論へ」『同志社商学』第45巻第2・3号、1993年、138-139頁

13 花崎正晴、前掲書、17頁

14 吉村典久、前掲書、18頁

15 伊丹敬之『日本型コーポレートガバナンス 従業員主権の論理と改革』、日本経済新聞社、2000年、13頁

トガバナンス」の文言が多く掲載されている<sup>16</sup>。このように、企業統治を、企業や企業経営者による不法行為の問題として議論することも多く、コンプライアンス（法令遵守）の問題として扱う場合もある<sup>17</sup>。

この点に関連して、伊丹（2000）によれば、コーポレートガバナンスの定義の中で、もっとも本質的に重要なことは、株主と従業員による経営者のチェックであると指摘されている<sup>18</sup>。これは、企業統治の問題を、経営者に対する監視（モニタリング）制度の問題として捉えたものである。株式会社においては、取締役会や社外取締役、あるいは監査役や株主総会など、制度上、経営者に対する監視・チェック機能を設けているが、それが果たしてそれが実態として機能しているのか、もし機能していないとすれば何が問題なのか、などに焦点を当てた考え方である<sup>19</sup>。

さらに、コーポレートガバナンスの問題を企業の競争力の強化という視点と関連させて捉える考え方がある。平田（2007）は、日本のコーポレートガバナンスについて、1990年代以降の日本では、コーポレートガバナンス問題は、まず、企業不祥事の抑止の視点から議論されたが、やがて、企業競争力の視点から議論されるようになったと指摘している。これに関連して、企業統治について、競争力のある効率経営を主眼とする提言が、経済同友会や日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムから示されたとしている<sup>20</sup>。

この点については、1994年に経済同友会が示した「新しい日本的コーポレート・ガバナンスの確立」の中でのコーポレートガバナンスについての考え方が参考になる。ここでは、マネジメント（経営者）とボード（取締役）と投資家（株主）という三者のチェック&バランスの関係で捉えるコーポレートガバナンスとも、ステークホルダーとの関係を利害関係で捉えるものとも異なる、新しい

16 吉村（2012）の調査によると、コーポレートガバナンスに関する文言が掲載された記事件数は、2005年が最も多くなっている。吉村（2012）、前掲書、19頁参照

17 吉村典久『日本の企業統治』、NTT出版、2007年、7頁

18 伊丹敬之、前掲書、24頁

19 この点については、吉村（2012）も、企業統治とは経営者が適正な経営を行っているかどうかをチェックすることであり、究極的には、いざというときに経営陣を追い出せることができるかどうかの部分に企業統治の本質があると述べている。吉村（2012）、前掲書、21-22頁

20 菊池敏夫、平田光弘『企業統治の国際比較』、文眞堂、2000年、153-161頁

日本的コーポレートガバナンスを確立していくべきであると述べている。では、新しいコーポレートガバナンスとは何か。それは、企業経営者自らを変革の主体としてその中心に位置付け、企業経営を支える諸々のステークホルダーとの関係を総合し、「緊張感のある相互信頼関係」を築いていくことであるとしている。そして、ステークホルダーとの緊張感のある関係が、企業経営の質・レベルを引き上げるとしている。このような考え方の基底には、コーポレートガバナンスを、企業経営者の視点から、企業価値の向上に資するものとして捉えようとする姿勢をうかがい知ることができるのである<sup>21</sup>。

また、加護野氏は、「企業統治制度は、企業の競争力を支える重要な要因なのである。ところが、日本における企業統治制度の改革は、健全な企業経営をいかにして回復するかという側面のみが重視され、それを通じて日本企業の競争力をいかにして強化するかという視点は乏しかった」とし、「企業の競争力の強化・回復という視点から、日本企業のガバナンスの制度を考えて」みるとして、企業統治の問題を企業の競争力との関連で考えることが重要であると指摘している<sup>22</sup>。

そのほかにも、さまざまな視点からコーポレートガバナンスについて検討されている。また、コーポレートガバナンスの定義についても、定まったものがないという認識が一般的であり<sup>23</sup>、そのような状況をさして、このような議論が活発に行われるようになった頃から現在に至るまで、コーポレートガバナンスに関する議論は混乱している、あるいは各分野の研究者が多様な観点から十人十色の状態で議論を展開しているのが現状であると言われている<sup>24</sup>。

本論文で、このようなコーポレートガバナンスについての議論を整理し、その定義を定めることは、筆者の能力や紙幅から考えても難しく、ここでは行わ

21 経済同友会 企業動向研究会「新しい日本のコーポレート・ガバナンスの確立」『日本企業のコーポレート・ガバナンスを問う』、品川正治、牛尾治郎編、商事法務研究会、2000年、384-392頁

22 加護野忠男「企業統治と競争力」『リーディングス 日本の企業システム 第Ⅱ期 第2巻 企業とガバナンス』、伊丹敬之、藤本隆宏、岡崎哲二、伊藤秀史、沼上幹編、有斐閣、2005年、287頁

23 今井は、その著書の中で、コーポレートガバナンスの定義について10人の学者・研究者の考え方を紹介しているが、それぞれにコーポレートガバナンスの定義が異なるとしている。今井佑『経営者支配とは何か』、文眞堂、2014、17-24頁

24 伊丹敬之、前掲書、13頁、および吉村典久（2012）、前掲書、20頁を参照

ない。ただし、上記のような経緯を踏まえ、次の2点を指摘しておくことにする。

ひとつめは、コーポレートガバナンスについては、多様な視点から捉えられ、議論されてきたということである。このことは、コーポレートガバナンスを考える対象として、所有と経営が分離した近代的な大企業である株式会社を当初から想定していたことと考えあわせれば、いわば必然的な特徴であるとも言える。現代社会の主要な経済主体として、ある意味社会的公器としての役割を担っている株式会社は、経営者や株主、従業員だけでなく、さまざまな利害関係者にとって、非常に重要な存在となっているのは動かしがたい事実である。そのような存在である企業のガバナンスを考える際には、それぞれの立場にとって、重要な問題が個別にあるのは当然である。

例えば、正当性の問題は、経営者だけではなく株主にとっても、重要な関心事であることは論を俟たないであろう。また、会社を取り巻くエージェンシー関係とは、経営者と株主間のエージェンシー関係だけではなく、従業員、債権者あるいは顧客と経営者との間のエージェンシー関係も当然考えられる。エージェンシー問題としてガバナンスについて検討することは、様々な利害関係者にとって、関心の高い問題となる。さらに、一般的な市民感覚や社会全体として見た場合、大企業の不祥事や経営不振の問題は、単なる一企業の問題として済まされるものではなく、自分たちの生活にとって大きな影響を与えかねない、社会全体の問題として位置づけられることができる。なぜそのようなことが起こるのか、あるいは防止することができなかつたのか、という視点からガバナンスについての検討が要請されることは自然なことである。また、企業経営者が、自分たちのもっとも重要な目的を、企業を継続的に存続させていくことであると考え、そのために必要な高い競争力を獲得することについて、常に考えを巡らせているとすれば、ガバナンス問題を、このような視点で考えていくことも、ある意味必然であろう。逆に言えば、経営者にとって、ガバナンスを巡る問題を、このような視点で検討することこそが、自分たちにとって大きな意味があると考えてもおかしくないのである。

このように、現代の株式会社の特徴を考え合わせると、コーポレートガバナ

ンスの問題が、さまざまな立場から、多様な視点で検討されることは避けられないのである。しかも、多様な視点で展開されているそれぞれの論点は、独立して互いに無関係に存在しているわけでない。コーポレートガバナンスを巡るさまざまな議論は、互いに関連し合うものとして捉えることができるのである。これが、ふたつめの指摘である。

この点に関しては、菊澤（2004）の指摘が非常に参考になる。菊澤は、コーポレートガバナンス問題は、基本的に2つの観点から整理することができるとする。第1の観点は、この問題を倫理にかかわる「価値問題」とみなすのか、あるいは効率にかかわる「事実問題」とみなすのかである。第2の観点は、コーポレートガバナンス問題の対象を社会全体にかかわる問題だと広く考えるか、株主や債権者などの投資家にかかわる問題だと狭く考えるかである。これら2つの観点にもとづいて、この問題を整理すると、ガバナンス問題は、図表1のように、4つの問題に整理することができるとしている<sup>25</sup>。

図表1 コーポレートガバナンス問題の整理

対象 性質	企業と社会の問題 (広義のガバナンス問題)	企業と投資家の問題 (狭義のガバナンス問題)
倫理問題 (価値問題)	(1) 社会倫理問題 (正当性の問題)	(3) 企業倫理問題 (正当性の問題)
効率問題 (事実問題)	(2) 社会効率問題 (国民経済政策の問題)	(4) 企業効率問題 (企業政策の問題)

出所：菊澤（2004）11頁

彼の整理したフレームワークを参考にしながら、先に指摘したコーポレートガバナンス問題の様々な議論を当てはめてみると、次のように考えることができる。

まず、それぞれのセル(1)から(4)の部分には、これまで述べてきた、コーポ

25 菊澤研宗『比較コーポレートガバナンス論』、有斐閣、2004年、10-11頁

レートガバナンス問題に関する様々な問題意識を当てはめて考えることができる。会社権力の正当性についての議論は、「会社は誰のものであるか」という問いに答えるべく、会社を支配するための権力をどのように考えるのかについて提起された問題であるが、これは、図表1の(3)のセルにあたる。当初そこで議論されていたのは、所有と支配の分離に伴う会社権力の考察に限定され、このような議論は、株式会社について考える上で、非常に基本的で重要な問題ではあるが、株式会社が本来担っている、社会的な機能や役割から考えると、やや狭い議論とも言える。

これに対して、会社にかかわる利害関係者を広く捉え、ガバナンス問題を社会全体の問題と考えようとするが、図表1のセル(1)と(2)となる。多様な利害関係者と会社とのエージェンシー関係において、プリンシパルとエージェントの利害の不一致の問題を価値問題、すなわち経営者の非倫理的な行動に注目した場合はセル(1)に、利害の不一致を事実問題、すなわち経営者の非効率的な行動に注目した場合はセル(2)に分類されることになる。例えば、企業による公害問題や企業不祥事の問題、さらには今日的な問題であるいわゆるブラック企業問題などは、社会倫理の問題としてセル(1)に問題と捉えることができるであろう。それに対して、社会全体として、公害問題や企業不祥事の問題、あるいは企業活動の経営不振などを、全般的な経済活動における、非効率な経営資源の活用の問題として着目すれば、それはセル(2)に含まれる問題となる。このように考えると、企業不祥事などに注目して議論されるコーポレートガバナンス問題はセル(1)の問題意識と重なり、ガバナンス問題を企業の経営不振やエージェンシー問題をプリンシパルのエージェンシーコストの問題と考えるのは、セル(2)に分類することができる。

その一方で、企業の効率性の問題を狭く捉え、投資家や企業経営者の視点から、企業利益を獲得するための効率的な企業行動とはいかにあるべきなのかという問題は、セル(4)に該当する考え方であり、これは、コーポレートガバナンス問題は、企業経営の競争力強化や経営の質を向上させるために議論すべきであるとした考え方に通じるものがある。

このような点について、図表 1 を参考に改めて再整理したのが、図表 2 である。

図表 2 コーポレートガバナンス問題の再整理

対象 性質	企業と社会の問題 (広義のガバナンス問題)	企業と投資家の問題 (狭義のガバナンス問題)
倫理問題 (価値問題)	(1) 企業の不祥事への社会的 な対応に関する問題	(3) 会社支配論から提起され た、正当性に関する問題
効率問題 (事実問題)	(2) 様々なエージェンシー関 係における利害の不一致の 問題	(4) 経営者の企業行動の効率 的な運営に関する問題

出所：菊澤（2004）を参考に筆者作成

さらに菊澤は、日本のコーポレートガバナンス問題をめぐる議論は、次のような流れになっているとしている。まず1960年代には「社会倫理問題」としてコーポレートガバナンス問題が発生し、70年代には「社会効率と社会倫理の複合問題」に移行し、90年代には「企業効率と企業倫理の複合問題」になり、今後は、「企業効率問題」としてコーポレートガバナンス問題が問われる可能性がある<sup>26</sup>。このような議論の流れは、ここで再整理した視点について置き換えても十分に当てはまると考えられる。同時に、ガバナンス論の論点が単に移行しただけではなく、それぞれの論点は、他の論点と相互に関連しているものとして捉えることができるのである。

例えば、セル(4)の経営者の効率的な運営に関する視点でガバナンス論を議論する場合、会社経営に関して、経営者の権力の正当性が担保されている必要があり、それはセル(3)での問題意識の中で議論されるものである。また、セル(1)の社会倫理の問題とセル(2)の社会効率の問題については、企業不祥事が、様々な利害関係者の期待を裏切った行為であるという意味で非倫理的な行為であると同時に、その結果として、多くの利害関係者に経済的な損失を与える

26 同上、32頁

非効率な行為であるとも言え、そもそも、複合的な問題なのである。

さらに、セル(1)の問題である企業不祥事が多く取り上げられるようになる、それは再び企業倫理の問題として、果たして「誰が企業を統治すべきなのか」という正当性の問題を改めて考えさせることになるなど、それぞれの問題は相互に関連し合う関係になっていると言える。

以上、これまでのコーポレートガバナンスを巡る議論について、2つの点を指摘したが、今後、この問題を考えていく際には、これらの点を十分に考慮していくことが有効であると考えられる。すなわち、コーポレートガバナンスの問題は常に様々な視点に立って論じられることが重要であると同時に、それぞれの問題意識は関連し合い、かつ影響し合っていることを踏まえて、検討していくことが、この問題を理解するために必要なことである。逆に考えれば、コーポレートガバナンスに関する議論を理解するためには、その議論がどのような立場・視点で論じられているのかを読み解くことが必要である。と同時に、他の視点から論じられているコーポレートガバナンスの考え方との関連性について、どのように考慮しているかについても吟味しておくことが、今後のコーポレートガバナンスを考えていく際、より意味のあるものとなっていくはずなのである。

#### Ⅳ. 「コーポレートガバナンス・コード」は誰のためのものか

ここまでコーポレートガバナンスをめぐる議論について簡単に概観し、コーポレートガバナンスという問題は複数の視点で、相互関連的に考えていくことが重要であることを指摘した。では、今回公表された「コーポレートガバナンス・コード」を、先に示したコーポレートガバナンスの議論の流れに照らし合わせることによって、どのように理解することができるのか。コードについて、その作成の経緯や特徴については、すでに述べているが、ここでは、前章での議論を踏まえ、改めてその特徴を検討していく。

まず、コードの目的が「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」にあると明記されていることから、このコードが企業活動の効率的な運営や競



争力の強化を念頭に行っていることは明らかである。つまり、このコードは、図表2のセル(4)に該当するコーポレートガバナンス問題の視点から作成されているということである。さらに、このコードが、日本再興戦略という日本経済再生のための施策のひとつとして取り上げられ、コード作成につながった経緯を考えれば、単に個々の企業のガバナンスのあり方だけではなく、日本経済全体を視野に入れた視点でこの問題を捉えようとしているとも言えないだろうか。そう考えると、このコードは、図表2のセル(4)だけではなく、企業の効率問題を社会的な視点で広く捉えようとするセル(2)の考え方も含んでいると言えるのである。

このような、コーポレートガバナンスの問題を広く捉えようとする考え方はコードの中でも示されている。コードでは、「上場会社には、株主を含む多様なステークホルダーが存在しており、こうしたステークホルダーとの適切な協働を欠いては、その持続的な成長を実現することは困難である」（基本原則1の考え方）として、ステークホルダーの重要性に述べ、さらに「これらのステークホルダーには、従業員をはじめとする社内関係者や、顧客・取引先・債権者等の社外関係者、更には、地域社会のように会社の存続・活動の基盤をなす主体が含まれる」（基本原則2の考え方）<sup>27</sup>として、ステークホルダーを広く考えていることが読みとれるのである。

その上で、「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」（基本原則2）とし、「上場会社は、ステークホルダーとの適切な協働や利益の尊重、健全な事業活動倫理について、会社としての価値観を示しその構成員が従うべき行動準則を定め、実践すべきである」（原則2-2）

27 株主以外のステークホルダーについて言及している基本原則2について、イギリス、ドイツやフランスのコードには、株主以外のステークホルダーとの協働について独立した章を設けているものではなく、こうしたステークホルダーについての記述もそれほど多いわけではない。日本のコードで株主以外のステークホルダーについて、相応の分量の記述がされた理由として、わが国では伝統的に株主以外のステークホルダーの権利や立場を広く尊重する企業文化・風土が根強く、それを反映させようとしたことが、この原則が設けられた一因としてみることができ、その意味で、この部分は、本コードの特色をなすものの一つとしていえるとしている。油布志行、渡邊浩治、谷口達哉、中野常道、「『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説（Ⅱ）」、『商事法務』No.2063、2015年、54-55頁

としている。ここでは、「健全な事業活動倫理」という用語が使われ、それを尊重し、会社として実践していくことを、コードは求めているのである。これは、このコードが、コーポレートガバナンス問題を倫理問題として捉えようとする視点を持つと考えられる部分であり、広いステークホルダーを定義している点とあわせると、図表2のセル(1)に該当する部分を踏まえた内容であると言えるであろう。この点については、原則2-3との関連も重要である。「上場会社は、社会・環境問題をはじめとするサステナビリティ（持続可能性）を巡る課題について、適切な対応を行うべきである」としたこの原則は、本コードの中でもとりわけ抽象度の高い記載となっている<sup>28</sup>が、企業の幅広い社会的責任のあり方の重要性を指摘したものであり、企業に社会的な倫理問題に対するしっかりとした対応を求めていると解釈することができるのである。

また、基本原則4では、取締役会に期待される主要な役割・責務を明らかにしているが、そのひとつに「独立した客観的な立場から、経営陣（執行役員及びいわゆる執行役員を含む）・取締役に対する実効性の高い監督を行うこと」と記載している。同様の記載は、原則4-3でもあり、「取締役会は、経営陣・支配株主等の関連当事者と会社との間に生じ得る利益相反を適切に管理すべきである」としている。さらに、原則4-4では監査役に、原則4-7では独立社外取締役にも同様の役割・責務があることを示している。企業を実質的に運営している経営者（陣）や支配株主等が、果たして会社に対して正しい行動をしているのかどうかについてチェックする役割や責務について明記したこれらの原則部分は、まさに企業内部のガバナンス問題であり、図表2のセル(3)に該当する部分である。

以上のように、今回のコードは、これまでのコーポレートガバナンスを巡る議論の中の、様々な視点の考え方を十分に取り込んだものとなっていると言える。仮に、このように考えることができるとすれば、このコードに対するとらえ方は、以下のようになるべきではないだろうか。

コードは、日本経済再生の施策として企業の競争力強化のために、政府や東

証などが中心となって作成されたものであり、コードは主に企業や経営者にとっては重要な意味を持つが、それ以外の人にとっては、あまり関係のないものとして、一般的には理解されることが多いと思われる。しかし、個々の原則等を検討してみると、企業のステークホルダーを幅広く定義している点や、企業の社会的責任（サステナビリティ）のあり方についてまで言及している点など、コーポレートガバナンスの問題を広く捉えようとする姿勢が見られるのである。さらにこのような特徴からは、コードが求めている様々な原則は、企業経営者だけが関心を持っていれば十分に遵守できるとは必ずしも言えなくなる。例えば、基本原則2に示された、上場会社と様々なステークホルダーとの間で適切な協働について、企業側は、コードで示された個々の原則に照らし合わせながら、それを遵守する様々な取り組みやその成果の判断を主体的に行うことが求められている。しかし、同時にもう一方の当事者であるステークホルダー側についても、両者の間に適切な協働が行われているかどうか、自らが主体的に判断をしなければ、会社側の取り組みや成果の判断を適正に評価することができないはずである。つまり、コードの遵守には、会社だけでなく幅広く様々なステークホルダーもその原則の内容を理解し、行動することが不可欠であり、その意味で、コードはステークホルダーが会社との関係を考える際の重要な視点を提供しているともいえるのである。

この点については、他の基本原則の考え方にもあてはめることができる。基本原則3の「適切な情報開示と透明性の確保」では、上場会社の外側において情報の非対称性の下におかれているステークホルダーとの情報の共有に言及しているが、これについてはステークホルダーが適切な判断を行うためには、十分な情報が会社側から提供されることが必要であるとしている。さらに、基本原則5の「株主との対話」では、従業員・取引先・金融機関とは日常的に接触し、その意見に触れる機会には恵まれているが、株主と接する機会は限られているとし、株主との対話の重視するように努めることとしている。しかし、これらの考え方も、ステークホルダーが上場会社の情報に関心であったり、株主に「会社との対話」の意思を持っていなければ、彼らが積極的に情報収集を行い、

主体的に発言することはないはずである。もし、そのようなことになれば、結果として、会社側だけがコードに関心を持ち、それを遵守したとしても、会社の持続的な成長と企業価値の向上に資するという、コードの本来の目的を達成することが難しくなるのではないだろうか。

このような見方で今回のコードを捉えたとすれば、コードで示されたコーポレートガバナンスの考え方は、会社や経営者にとって適正なガバナンスとはどのようなものかを示しているだけでなく、会社を取り巻く多くの人たち（ステークホルダー）にとって、会社を評価する際に必要な視点を提供しているものでもあるはずである。さらに言えば、このコードをステークホルダーが十分に理解し、行動することが、コードの目的達成にとって重要な要因となると考えることができるのである。

つまり、今回のこのコードへの関心や理解は、会社や経営者だけが求められるのではなく、会社と関係している多くの人たちにとっても必要なことであると考えることができるのである。

## V. おわりに -今後の課題について-

以上のように、今回の「コーポレートガバナンス・コード」を検討すると、目的としては、日本経済再生や企業の競争力強化という、企業にとっては受け入れやすいものとなっていることに加え、本論で検討したように、これまでのコーポレートガバナンスを巡る議論を踏まえている点、さらには、日本政府や東証が中心となって作成された点などから考えると、上場会社のコードへの対応は比較的スムーズに行われるのではないかと予想される。

ただし、その運用がどのように行われるのかについては開始されて間もないこともあり、コードの評価についてはこれからの課題となる。ここでは、現時点での、課題や問題点について、指摘をしておきたい。

①企業効率問題や企業倫理問題について、このコードが果たして実効性を持つのかどうかは、注意深く見守る必要がある。企業倫理については、これまでも商法改正を通して、取締役会の監視機能の強化や委員会設置会社の導入な

どが行われてきたが、その効果については、疑問視する評価も多く、企業の競争力強化についても、同様の疑問が示されている<sup>29,30</sup>ことに十分留意しておく必要がある。

②社会倫理的な視点でコーポレートガバナンス問題が意味を持つためには、企業だけでなく、企業を取り巻く様々なステークホルダーが、本コードに関心を持つ必要があることは、すでに指摘した通りである。そのためには、このコードが広く認知され、社会的に浸透する必要があるが、実際はどこまで社会に広く理解されているのかどうか、検証していく必要が求められるであろう。さらに、コードでは多様なステークホルダーを定義しておきながら、実際には株主（特に機関投資家）との関係に焦点を絞ったような記述が見受けられるのも、気になる部分である。

いずれにしても、今回のコードに基づく、コーポレートガバナンス改革ははじまったばかりである。今後の課題やその問題点についての検証については、コードに基づいて各企業から順次公表される「コーポレートガバナンス報告書」や実際の企業行動の内容を精査し、検討していくことが必要であろう。様々な側面を持つコーポレートガバナンス問題であるが、コードがこの問題に真の意味で貢献するためには、コードの作成だけに終わらず、その後の経過に関心を持っておくことが望ましいのは言うまでもないことである。コードの趣旨や目的に照らし合わせながら、企業や社会にどのような成果や結果をもたらしたのかを見届けることが、今後の課題となる。

---

29 田中一弘『「良心」から企業統治を考える』、東洋経済新報社、2014年、3-5頁

30 平田光弘、前掲論文、15頁

## 参考文献

- 伊丹敬之 (2000) 『日本型コーポレートガバナンス 従業員主権の論理と改革』  
日本経済新聞社
- 今井佑 (2014) 『経営者支配とは何か』 文眞堂
- 加護野忠男 (2005) 「企業統治と競争力」『リーディングス 日本の企業システム 第Ⅱ期 第2巻 企業とガバナンス』 有斐閣
- 加護野忠男, 砂川伸幸, 吉村典久 (2010) 『コーポレート・ガバナンスの経営学ー企業統治の新しいパラダイム』
- 加護野忠男 (2014) 『経営はだれのものか』 日本経済新聞出版社
- 菊澤研宗 (2004) 『比較コーポレートガバナンス論』 有斐閣
- 菊池敏夫, 平田光弘 (2000) 『企業統治の国際比較』 文眞堂
- 経済同友会企業動向研究会 (2000) 「新しい日本のコーポレート・ガバナンスの確立」『日本企業のコーポレート・ガバナンスを問う』 商事法務研究会
- コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議 (2015) 「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」 <http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/b7gje60000053ev4.pdf> (参照2015年8月26日)
- 武井一浩編著 (2015) 『コーポレートガバナンス・コードの実践』 日経BP社
- 田中一弘 (2014) 『「良心」から企業統治を考える』 東洋経済新報社
- 出見世信之 (1997) 『企業統治問題の経営学的研究ー説明責任関係からの考察ー』 文眞堂
- 東京証券取引所 (2015) 「コーポレートガバナンス・コード ～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」 <http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/code.pdf> (参照2015-08-26)
- 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編 (2006) 『OECDコーポレート・ガバナンスー改定OECD原則の分析と評価』 明石書店
- 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムパフォーマンス研究会編 (2001)

- 『コーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンス』白桃書房
- 日本政府 (2013) 「日本再興戦略 -JAPAN is BACK-」 [http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou\\_jpn.pdf](http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf) (参照2015年8月26日)
- 日本政府 (2014) 「日本再興戦略 改訂2014 -未来への挑戦-」 <http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbun2JP.pdf> (参照2015年8月26日)
- 花崎正晴 (2014) 『コーポレートガバナンス』岩波書店
- 平田光弘 (2007) 「日本のコーポレート・ガバナンスを考える」『星城大学経営学部研究紀要』第3号
- 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
- 堀江貞之 (2015) 「コーポレートガバナンス・コード (案) の意義と課題」『金融ITフォーカス』(WEB版) [http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu\\_itf/backnumber/2015/02/201502\\_4.html](http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2015/02/201502_4.html) (参照2015-08-26)
- 正木久司 (1993) 「会社支配論から会社統治論へ」『同志社商学』第45巻 第2・3号
- 森・濱田松本法律事務所編 (2015) 『変わるコーポレートガバナンス』, 日本経済新聞社
- 油布志行, 渡邊浩治, 谷口達哉, 中野常道(2015a) 「「コーポレートガバナンス・コード原案」の解説 (I)」『商事法務』No.2062
- 油布志行, 渡邊浩治, 谷口達哉, 中野常道(2015b) 「「コーポレートガバナンス・コード原案」の解説 (II)」『商事法務』No.2063
- 油布志行, 渡邊浩治, 谷口達哉, 中野常道(2015c) 「「コーポレートガバナンス・コード原案」の解説 (III)」『商事法務』No.2064
- 吉村典久 (2012) 『会社を支配するのは誰か 日本の企業統治』講談社
- 吉村典久 (2007) 『日本の企業統治 -神話と実態』NTT出版

