

なぜ、ガバナンス改革は失敗したのか

歴史的視点からのコーポレートガバナンス改革の諸問題(1)



一橋大学大学院 経営管理研究科 客員教授 **藤田 勉**

1. 日本の経営が阻むガバナンス改革

2010年代以降、日本では、様々なコーポレートガバナンス改革が実施されてきた。その代表例が、2014年のスチュワードシップ・コード（SSコード）、2015年のコーポレートガバナンス・コード（CGコード）である。

これらによって、形式上の改革は進んでいる。社外独立（以下、社外）取締役比率3分

の1以上の企業は、2015年12%から2021年92%まで大きく上昇した（東証プライム市場対象）。任意の指名委員会の設置会社は同じく、8%から80%に上昇した。

ところが、形式は整ったものの、この間、日本企業の国際的な地位は大きく低下しつつある。経済産業省の研究会は、「日本企業全体としての稼ぐ力は低迷しており（中略）、株価指数に表される日本企業の企業価値は欧米や新興国と比較して一人負けしている状況」という^(注1)。このように、形式重視のガバナンス改革が失敗したことは明らかである。

日本企業の不振の原因は数多いが、その一つが日本固有の人事システムを中心とする日本型経営であると考えられる。グローバル時代に、年功序列、終身雇用制を維持しているようでは、企業が世界で活躍するのは難しい。

日本的経営の代表的な構成要素は、年功序列、終身雇用制、系列・下請、間接金融主体

〈目次〉

1. 日本の経営が阻むガバナンス改革
2. 形式重視のガバナンス改革は失敗した
3. ガバナンス改革失敗の構造要因
4. 日本の経営のルーツは戦時中に形成された
5. 日本の経営で歪められるコーポレートガバナンス

(メインバンク)、特殊な株式保有構造(株式持ち合い、安定配当など)、企業別労働組合、財界(経団連や業界団体)などである。これらに、中央集権体制、官僚支配(統制)、行政指導、産業政策、天下りなどが加わることによって、広義の日本的経営がつけられた。

所得税の源泉徴収、地方交付税、国民皆保険(健康保険)、厚生年金、町内会、農協、公団・公社・公庫・金庫、経団連や日本自動車工業会などの業界団体、都市銀行と地方銀行、メインバンク制、株式の安定配当などの金融システムも、戦時中にその原型ができた。戦後にできた主要な構成要素は株式持ち合いのみである。

日本的経営が完成したのは戦後の高度成長期であるが、そのルーツは、1940年体制とも呼ばれる国家主義的戦時経済体制である。そして、それらは今なお、我々の社会に深く根差している。要は、戦争を遂行するために軍主導で国家統制を行った制度が、戦後、日本的経営として、経済復興、高度成長において大きな功績があったということである。ただし、その戦争とは、太平洋戦争(1941~1945年)ではなく、1937年開戦の日中戦争である(詳細は次号以降で後述)。

筆者が本連載で最も強調したい点は、「法体系、経済構造、社会、文化、商習慣が大きく異なる日本に、欧米の制度を表面的に導入しているので、ガバナンス改革の多くが失敗に終わった」ということである。あるいは、「経済、産業、社会に深く根付いている年功序列、

終身雇用などの日本的経営の構造要因を変えずに、部分的に欧米の制度を持ち込んでいる」ともいえる。

そこで、本連載は、日本的経営形成の歴史を振り返り、それらが現代の日本企業の経営にどのような影響を与えているかを考察する。そして、歴史的な視点から、日本のコーポレートガバナンス改革の在り方について、検討する。

■ 2. 形式重視のガバナンス改革は失敗した

筆者は、「日本企業のガバナンスが劣化している」という事実を直視することから、真のガバナンス改革が始まると考える。中には、社外取締役や指名委員会が増えたことを指して、コーポレートガバナンスがよくなったという人もいる。しかし、以下のように、低成長、低収益で、不祥事が頻発する状態を指して、優れたガバナンスとはいえない。

第一に、日本企業は、低成長でかつ低収益である。日本の自己資本利益率(ROE)、株価上昇率、株価のバリュエーションは、主要国で最低水準である。

第二に、社長や会長が引責辞任するような大型不祥事が発生している。近年、企業の不祥事と経営者の引責辞任が多い。

(図表1) 主要先進国のバリュエーション (今期予想)

(%)	時価総額 構成比	ROE	PER	PBR	株価騰落率 (過去5年)
1 米国	42.1	21.9	17.5	3.7	43.6
2 フランス	2.9	17.4	10.5	1.6	21.9
3 オーストラリア	1.6	15.2	13.8	2.0	16.1
4 カナダ	2.7	14.8	12.3	1.7	19.6
5 英国	3.0	13.8	9.7	1.7	-3.1
6 ドイツ	2.2	13.3	11.0	1.5	7.8
7 スウェーデン	0.9	12.3	18.2	1.9	29.6
8 スイス	1.9	11.7	17.9	2.8	14.4
9 スペイン	0.6	10.1	10.3	1.1	-18.1
10 日本	5.6	8.9	12.1	1.1	4.1

(注) 2022年12月末時点。ブルームバーグ今期予想。

(出所) ブルームバーグ

(図表2) 不祥事による経営者交代の例

発覚時期	企業	企業不祥事	組織形態	取締役数	独立取締役
2018年11月	日産自動車	有価証券報告書の報酬過少申告(虚偽記載)	指名委	12	58%
2019年7月	日本郵政、かんぽ生命、日本郵便	かんぽ生命の不適切販売	指名委	13	69%
2019年9月	関西電力	原発を巡る役員らの金品受領	指名委	13	62%
2020年9月	東芝	株主総会不適切運営	指名委	12	83%
2021年2月	みずほフィナンシャルグループ	システム障害	指名委	12	50%
2021年6月	三菱電機	鉄道向け空調設備等の不正検査	指名委	12	58%
2022年2月	テレビ朝日ホールディングス	社長の不適切行為で辞任	指名委	15	33%
2022年8月	AOKIホールディングス	前会長ら3名が五輪組織委員への贈収賄で逮捕	指名委	11	36%
2022年9月	KADOKAWA	会長が五輪組織委員への贈収賄で逮捕	監査委	12	42%
2022年9月	ENEOSホールディングス	CEOの女性に対する不適切言動	監査委	16	38%

(出所) 各社資料

3. ガバナンス改革失敗の構造要因

近年のガバナンス改革が失敗した理由は数多い。以下がそれらの代表的な事例である。

SSコードとCGコード

SSコードとCGコードは、機関投資家など株主が企業のガバナンスを監視するという仕組みである。これらは英国発祥であるが、英

国企業の成長力、収益力は主要国の平均を下回っており、かつ不祥事が多い。2016年のG20サミットの講演で、メイ首相(当時)は“poor corporate governance”という表現で、英国企業の経営者を厳しく指摘した(注2)。SSコードが機能しなかった要因として、機関投資家にとって、SSコードを遵守するインセンティブと能力に欠けることが挙げられる(注3)。また、英国の大手運用会社の多くが外国企業に買収され消滅した影響も大きい。

一方、米国では、株主による経営監視がある程度機能していると考えられる。米国において、ブラックロック、バンガード、フィデリティなど独立系運用会社の資産が圧倒的に大きい。たとえば、世界最大の運用会社であるブラックロックの時価総額は14兆円、純利益は6,700億円である（2022年末、1ドル130円換算）。また、アクティビスト・ファンドの数も多く、これらが厳しく企業経営をチェックする。さらに、議決権行使アドバイザーの影響力が高まっており、議決権行使の活発化が企業経営に対して大きな影響を与えている。

一方、日本の大手運用会社のほとんどは、金融機関の子会社であり、親会社の影響を強く受ける。金融庁は日本の運用会社のガバナンスの問題点を厳しく指摘している（注4）。「金融庁がガバナンスを問題視する機関投資家が企業のガバナンスを監視する仕組み」が機能することを期待することは難しい。

また、最近でこそ、アクティビスト・ファンドが活躍しているものの、国内のファンドは村上ファンドなど一部にとどまり、その影響力は限定的である。

社外取締役増と経営執行会議の専門性

米国では、平均して取締役数10.8人のうち社外取締役は9.3人（全体の86%）である（S&P500対象、2022年、出所：スペンサー・スチュワート）。その結果、取締役会の多様性は増すが、社業に疎い人が増えるので、必然的に、取締役会全体の専門性は落ちる。そ

こで、取締役会は、指名、報酬、監査などを中心に経営全体を監視することが主たる役割となる。

一方、専門的な経営判断の多くは、各分野の専門家で構成される経営執行会議（CXO体制）が担うようになっている。米国では経営人材の流動性が高いので、経営執行会議メンバーはプロの経営者や専門家で構成される。

日本でも、社業に詳しくない社外取締役が増えて、取締役会の専門性は低下したと考えられる。経営執行会議の専門性を高めねばならないのだが、年功序列、終身雇用制が根強く残る日本では、ほとんどが社内の人材で構成されており、社外から専門家を採用することは多くない。結果として、経営力の低下が発生することがある。

指名委員会の機能

日米の指名委員会は似て非なるものである。日本では、「指名委員会が社長やCEOなどの人事を決定する」という誤解があるようである。しかし、会社法上、指名委員会に人事権はない。

米国では、取締役会が指名委員会に人事権を委譲することが可能であるため（デラウェア州会社法141条（c））、指名委員会が社長やCEOなどの選解任を決定することができる。よって、社長やCEOを含まずに、指名委員会だけでそれらを解任できる。日本の場合、社長やCEOを解任する場合、本人を含めて取締役会で討議し解任案を決議する必要がある。

る。

さらに、経営人材の流動性が高いので、指名委員会は外部の人材を広くサーチできる。一方、年功序列・終身雇用が色濃く残る日本では、内部登用がほとんどである。

日本では、指名委員会を設置している企業はプライム市場上場企業全体の92.0%であり、任意設置がそのうち82.7%である。任意設置の指名委員会は人事を議論する場にすぎず、法律上の人事権はない。指名委員会等設置会社（2023年1月末87社）において、指名委員会の権限は、「取締役会の承認を得ずに、株主総会に提出する取締役の選解任議案の内容を決定する」ことである（会社法404条1項）。

いずれも、社長やCEOの人事は取締役会の専権事項であり、指名委員会がこれらを決定したら会社法違反である。もちろん、指名委員会が人事を議論し、取締役会に推薦することは合法である。

このように、ガバナンス改革の失敗の最大の原因の一つは、年功序列、終身雇用制が根強く残る日本企業に、部分的に米国などの海外の制度を移入したことであると考えられる。このように、日本的経営の影響は今なお大きい。

■ 3. 今なお残る戦時経済体制の残滓

年功序列、終身雇用制以外にも、戦争遂行

のために整備された経済体制が、令和の今なお日本経済、社会に根深く残っている。以下、我々になじみの深い例である。

東海道新幹線の起点は丸の内や大手町のビジネス街に近い東京駅であり、交通の便がいいので大変便利である。しかし、終点は、新大阪駅であって、ビジネスの中心地に近い大阪駅ではない。東京－新大阪間が2時間半であっても、新大阪駅からビジネスの中心である梅田や御堂筋から20～30分程度かかる場合があるので不便である。

なぜ、東海道新幹線の終点は大阪ではなく、新大阪なのか。その原因は日中戦争である。

新幹線のルーツは、戦前の弾丸列車計画である^(注5)。日中戦争長期化により、兵士らを大量に高速輸送する必要性が高まった。そこで、東京－下関間を蒸気機関車により6時間程度で結ぶこととなった。つまり、東京－大阪間の輸送力増強が目的でないため、東京－下関間の距離を短縮すべく、現在の新大阪駅周辺（大阪の北方）に駅を設置する計画をつくった。

弾丸列車計画は1938年に構想がまとまり、1940年着工された。ところが、戦局の悪化により、1943年に建設中止となった。

1959年に、東京オリンピック（1964年）誘致が決定され、それに間に合わせるべく新幹線が着工された。時間の制約と経営難のため、国鉄は弾丸列車計画で買収した用地を転用した。たとえば、熱海－三島間の新丹那トンネルは1940年に着工され、それが新幹線のトン

ネルとして使われている。大阪駅建設は断念され、戦前の計画に沿って新大阪駅ができた。

それ以外の鉄道、地下鉄も、経済統制の影響を大きく受けた。1939年から1940年にかけて、私鉄17社が国有化（国鉄に吸収）された。1941年に、民間の地下鉄4事業者が統合され、帝都高速度交通営団（2004年に東京メトロに継承）が設立された。そして、京浜急行、小田急電鉄、京王電鉄は、東急に統合された。

日本経済新聞（日本産業経済、1942年設立）も、戦争の産物である。新聞紙法（1909年）を中心とした言論統制下にあった。紙不足に対応すべく、新聞用紙供給制限令（1938年）が出された。言論統制と品不足に対応すべく、新聞事業令（1941年）、新聞整備方針（1942年）によって、大手新聞社の統合が進んだ。現在の体制（読売、朝日、毎日、日経、産経）の始まりでもある。また、一県一紙制の方針の下に地方紙も統合された。全国の日刊新聞は55紙に統合された。

9電力体制も、戦争の産物である。戦前は、多くの中小電力事業者が存在し、1932年の電力事業者数は816社にも達した（注6）。電力管理法（1938年）によって、発電量の約70%を占める日本発送電が発足した。1941年に、全国152の配電事業者を9電力に統合した。1951年に、日本発送電は分割されて9電力に吸収され、現在の体制が固まった。

それ以外にも、日中戦争遂行のための制度の痕跡が残っているものは数多い。1943年に、「大東亜建設の本拠地」実現のため、東京市

と東京府が廃止され東京都制がつけられた（注7）。

■ 4. 日本的経営のルーツは戦時中に形成された

歴史を遡ると、戦前の日本の経済システムは、現在と大きく異なり、競争主義的、自由主義的であった。賃金・雇用体系は柔軟であり、資本家と労働者の所得格差は大きかった。年功序列、終身雇用制などは定着しておらず、労働の流動性が高かった。

これを大きく変えたのが、戦時体制である。1930年代後半以降、政府、あるいは軍が強力に介入し、産業、企業、金融システムなどを戦争遂行のために大きく変えた。その哲学は、競争・利益追求・市場原理の否定と統制である。

日本的経営の形成期について定説はなく、第一次大戦前後説、戦時中説、戦後説に大別できる。どの説を採用するかは、何を重視するかによる。雇用や労働（例：年功序列）に軸を置くと、第一次大戦前後にルーツが形成された（注8）。そして、日本的経営が完成したのは戦後である。しかし、ガバナンスという点では、これら多くの原型は戦時中に形成された。そこで、以下、戦時中説を採用する。

日本的経営の特徴は「安定的、長期的、協調的」だが、同時に「閉鎖的、競争抑制的、同質的」という要素を持つ。様々な戦時体制は、むしろ、戦後、その効果を大きく発揮し

た。年功序列、終身雇用制もそのルーツが戦時中に形成され、戦後に定着した。

■ 5. 日本の経営で歪められる コーポレートガバナンス

戦時体制をルーツとする日本の経営は、1960年代に完成したといわれる。年功序列、終身雇用、企業別労働組合は、「三種の神器」と呼ばれた^(注9)。

重要なポイントは、戦後、戦時体制が維持され、大いに活用されたことである。米国、英国、フランス、ソ連に分割統治されたドイツと異なり、日本は米国だけが統治した。連合軍総司令部（GHQ）は、トップダウンで主導しやすい戦時体制を活用したため、戦後も多くの体制がそのまま残された。

経済が発展途上である時代には、日本の経営は、従業員の忠誠心を高め、企業間の安定した協力関係を生み出すことに貢献した。大手企業が下請企業や子会社の技術開発に協力し、人材や資金を供給する。こうして、ファミリー企業として結束を強化し、高度成長期には、中小企業の技術力の向上に寄与した。

しかし、1990年代以降のグローバル化とバブル崩壊は、日本の経営の在り方を大きく変えた。株価下落と金融危機は、金融業界再編と金融機関による株式保有売却を促進した。企業のグローバル化は、系列や下請の在り方も大きく変えた。高度成長時代の経済を牽引した経団連、官僚組織、メインバンクなどは、

その役割が低下しつつある。

年功序列は、年齢と共に、自動的に給料が上がるというシステムである。必然的に、若くて能力の高い人が相対的に低い報酬となり、若い女性の登用は難しい。終身雇用制は、労働の流動性を低下させ、結果として、衰退産業から成長産業への人材の移動を遅らせる。系列・下請、メインバンク、政策保有株式会社などは、閉鎖的な企業取引につながりやすく、ビジネスモデルの転換を遅らせる要因となる。これでは、日本企業がグローバル競争に勝つことは難しい。

こうして、日本の経営の構成要素の多くは、メインバンクや株式持ち合いのように、その役割を失いつつあるものも多い。しかし、それらの中でも、年功序列、終身雇用は、今でも根強く日本社会に残っており、これがガバナンス改革を大きく阻害していると考えられる。これらは、日本固有のものであり、海外には見られない。次号以降は、歴史の視点から日本のコーポレートガバナンスの構造問題のルーツをより詳細に紐解き、日本の経営とガバナンスの関係を分析する。

(注1) 経済産業省「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）」（2022年7月19日）

(注2) Prime Minister Theresa May Speech, “G20 Summit, China : Prime Minister’s press conference”, GOV. UK. September 5, 2016

(注3) Paul Davies, “The UK Stewardship Code 2010 – 2020 from Saving the Company to Saving the

Planet?”, European Corporate Governance Institute
– Law Working Paper No. 506, 2020

(注4) 金融庁「金融審議会 市場制度ワーキング・グループ顧客本位タスクフォース中間報告」(2022年12月9日)

(注5) 原田勝正著『交通・運輸の発達と技術革新：歴史的考察』(国際連合大学、1986年) 166ページ参照。

(注6) 志村嘉一郎「電気事業起業家と九電力体制」(帝京大学短期大学紀要、2010年) 1～155頁。

(注7) 総務省特別区長会事務局「都区制度に関する参考資料」(2012年3月16日)

(注8) 平野隆「『日本の経営』の歴史的形成に関する議論の変遷—歴史把握と現状認識の関係—」(三田商学研究第54巻第5号、2011年12月) 129～146頁。

(注9) ジェームズ・C. アベグレン著『日本の経営』(ダイヤモンド社、1958年)

