

コーポレート・ガバナンスと企業価値創造

——顧客価値創造と財務管理——

松村 勝弘
(立命館大学名誉教授)

【要 旨】

コーポレート・ガバナンス改革はアベノミクスにおける成長戦略の最重要課題であると位置づけられている。コーポレート・ガバナンス改革を理論的に基礎づけているのは「伊藤レポート」である。「伊藤レポート」では「企業価値を生み出すための大原則は、資本コストを上回る ROE を上げ続けることである」と言われている。一連のコーポレート・ガバナンス改革は投資家主導の改革である。なぜなら、ファイナンス論では、資本コストは投資家の期待収益率であるからである。それは必ずしも企業の現場に基礎を置いた概念ではない。しかし企業価値を創造できるのは企業の現場以外にはあり得ない。顧客に受け入れられるイノベーションがあってはじめて企業価値は創造できる。

キーワード：コーポレート・ガバナンス、資本コスト、企業価値創造、顧客価値、イノベーション

1. コーポレートガバナンス・コードでいわれている企業価値の問題点

周知のように2015年6月1日株式会社東京証券取引所から「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～」(以下「コード」と略称する)が発表された。そこでは「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出」が大切であるとされ、そのためには「収益力・資本効率等の改善を図るべし」と言っているが、「企業価値」が何たるかは述べられていない。いわば前提されている。それは「輸入学問たる」ファイナンス論で言われているところのものを想定しているのであろう。

① コーポレートガバナンス・コードに至る途

まず、コード発出に至る経過を確認しておこう。いわゆる「第三の矢」たる成長戦略として打ち出されたのが2013年の「日本再興戦略」であった。これは2014年、2015年、2016年と改訂を重ねられた。そしてこれは2017年6月9日発表の「未来投資戦略2017—Society 5.0の実現に向けた改革—」に引き継がれて今日にいたっている。そして最新の「未来投資戦略2017」においても「コーポレートガバナンス改革による企業価値の向上」(114頁)が謳われている。また「日本再興戦略2016—第4次産業革命に向けて—」(2016年6月2日)は、冒頭「アベノミクス第一ステージでは、これまでタブー視されてきた電力、農業、医療などの分野の『岩盤規制』に切り込むとともに、

法人実効税率の抜本的引下げや TPP（環太平洋パートナーシップ協定）の署名、コーポレートガバナンスの強化など、「できるはずがない」と思われてきた改革を断行してきた。」(1頁)と自画自賛している。そこではまた「コーポレートガバナンス改革は、成長戦略の最重要課題である。」(19頁)と位置づけている。これは「未来投資戦略2017」に引き継がれている。すなわち「未来投資戦略2017」でも、アベノミクスの成長戦略の成果をとくとくと述べるなかで、その成果の4番目に「コーポレートガバナンスの強化」があげられている。そこでは、社外取締役が根づいたこと、株式持ち合いが減少していること、さらには後述するスチュワードシップ・コードをもその成果としてあげられている。それとともに、その「実質化」をめざすべきことを謳っている。しかし後述するように、そこで謳われていることが容易に実現するとは思えない。

② ガバナンス「革命」3本の矢

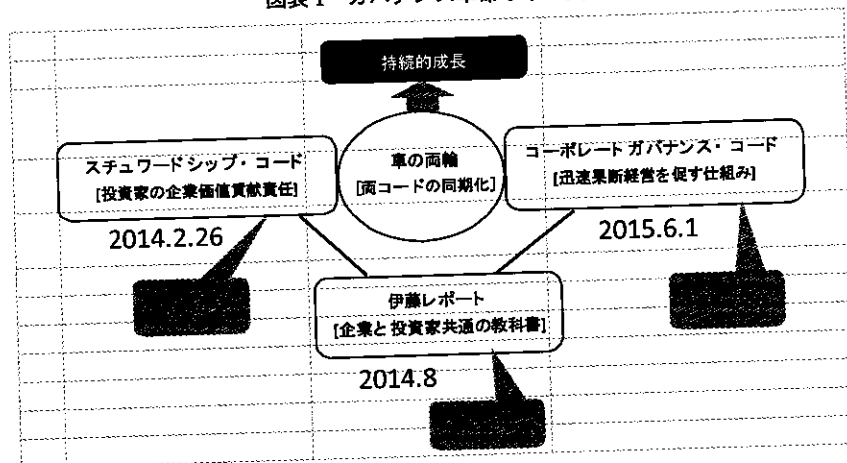
「コード」はその前年2014年8月に発表された「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト(伊

藤レポート)最終報告書」を前提に、いわゆる成長戦略の第3の矢として発表されたものである。

すなわち「経済産業省から『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト『最終報告書』(以下、伊藤レポート)が公表された翌日、『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』初会合が開かれたことは暗示的であった。」⁽¹⁾といわれている。図式化すれば下記のごとくである(図表1参照)。

見られるように、『「責任ある機関投資家」の諸原則 <日本版チュワードシップ・コード>～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』が第1の矢として打ち出されたことは、これも極めて暗示的である。その冒頭で次のように言われている。『「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、『顧客・受益者』(最終受益者を含む)の中長期的な投資リターンを拡大を図る責任を意味する』(1頁)。まずは企業の外濠 [=投資家サイド]

図表1 ガバナンス革命3本の矢



(注) 小口 [2015] 19頁などより作成。

から埋められたというべきであろう。

そして第2の矢たる伊藤レポートは、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードを肉付けする「バイブル的なもの」⁽²⁾だと位置づけられている。そこでは、「企業が投資家との対話を通じて持続的成長に向けた資金を獲得し⁽³⁾、企業価値を高めていくための課題を分析し、提言を行」い、「資本効率を意識した経営改革、インベストメント・チェーンの全体最適化、双方向の対話促進を主なメッセージとし、その実現に向けて「経営者・投資家フォーラム」(Management-Investor Forum: MIF)」の創設を提言して」いる⁽⁴⁾

第1回「経営者・投資家フォーラム」(2015年6月10日)での討議を見るとフォーラムの性格がよくわかる。すなわちこう言われている。「機関投資家から、投資家の視点では過大・非効率と見える企業の内部留保、政策保有株などについて、企業が十分な説明を投資家に対して行っていないとの指摘があった。」⁽⁵⁾ スチュワードシップ・コードが第1の矢であることの意味がここによく現れている。投資家〔とりわけ外国人機関投資家〕主導のコーポレート・ガバナンス論なのである。また伊藤レポートはその冒頭で問題意識を整理して述べている。いわく①「『持続的低収益性』のパラドックス」②「長期投資家不在の『資産運用後進国』日本」③「企業と投資家の対話欠如がもたらす悪循環」などなど。そこで何が言われているか。①では「今後、長期的視点に立って日本企業が競争力の源泉ともいえるイノベーションを生み出すためには、そうした投資を支える長期的な資金が日本の市場に流入する必要がある。もしそうした長期的な資金を日本へ誘引することができなければ、日本企業の長期的な競争力の低下は避けられない。そうした悪循環を回避するにはどうしたら良いのか。これが本プロジェクトの第一の問題意識である」(伊藤レポート2頁)という。私

見によればこれは全く論理が逆立ちしている。日本企業が収益力を高めることができれば、資金は日本に流入すると言った方がいいだろう。②では、「日本の資本市場プレイヤー(とりわけ日本の機関投資家等)が、長期的な企業価値を評価し、主体的な投資を行うことで顧客(最終的な受益者)にリターンを提供する能力」(同3頁)を問題視している。後進国⁽⁶⁾日本が先進国アメリカに追い付き追い越すことが求められているのである。③では「企業は投資家に対して消費者と同じ姿勢で向き合ってきたか、企業は投資家によって鍛えられてきたか、日本の投資家は厳しい目で企業を育ててきたか。企業価値は、市場との対話を深め、それぞれの市場における競争力を同時に高めていく(同期化する)ことで生まれる。そのための課題に取り組むことが、本プロジェクトの第三の問題意識である」(同3頁)という。手島直樹氏はこれを見て次のようにいわれている。「私には、伊藤レポートに投資家の論理を経営に反映させようという意図が感じられた」⁽⁷⁾。まさに投資家主導であり、前述したように論理が逆立ちしている。このような投資家主導の提言が「現場・現物・現実」重視の日本企業にフィットするのだろうか。このような提言が果たして実効性を持ち得るのだろうか。この点を以下見ていきたい。

結論を先取りしていえば、だからこそ、「官主導」で行われるコーポレート・ガバナンス論議をうけて、日本企業の現場をよく知る丹羽宇一郎伊藤忠商事元社長は「コーポレートガバナンスに関して、これほど政府に口出しされることに違和感を覚える」⁽⁸⁾と言わざるを得ないのであろう。さらに丹羽氏は「経済政策の問題であれば政府が自由にやっているとありますが、それ以上に働く人からイノベーションが生まれるようにしないといけません」⁽⁹⁾という。まさに、現場から乖離した提言に翻弄される日本企業の経営者は、こんな中でイノベーションを模索せざるを得ないのである。

③ 企業価値向上と資本コスト

伊藤レポートではまた、「企業価値を生み出すための大原則は、中期的に資本コストを上回るROEを上げ続けることである。」(伊藤レポート6頁)と述べられている。ここでは明らかに資本コストが意識されている。それはまさにファイナンス論で言われているところのものである。ファイナンス論では資本コストは負債コストと株主資本コストを加重平均したものである。いわゆるWACCである。負債コストはさほど大きな変動はないが株主資本コストは市場の影響を大きく受ける。そしてそれはまた株主の期待収益率である。資本コストは負債コストともども資本市場の期待を表すものである。「資本コストを上回るROE」といわれて思い出すのが、いわゆるEVA(経済付加価値)である⁽¹⁰⁾。それはまさに、1990年代末から2000年代初頭に日本の企業社会で話題となったものである。そしてこれをいち早く導入したのがソニーであり、東芝であったことを想起すべきであろう。

そして、伊藤レポートをうけて公表されたのがコードであった。第3の矢たる「コーポレートガバナンス・コード」は2015年3月に発表され、6月に施行された。サブタイトルは「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、「企業価値」が前面に出ている。そしてこれは、「株主である機関投資家と株主のエージェントである社外取締役の重層的な経営の規律付けによる攻めのガバナンス体制を構築し経営者が企業収益向上を目指さざるを得ないという仕掛け」⁽¹¹⁾ といわれている。しかしこれは、スチュワードシップ・コードとともに、英国に範を取っているが、「成長戦略という視点では……[両]コードの効果は、英国で証明されていない。」⁽¹²⁾ といわれているのである。ところがコードはまた「攻めの経営」を標榜している⁽¹³⁾。そしていわく「再興戦

略の一環として成長戦略の中で位置づけられており、健全なリスクをとる体制をいかに整備するのか、説明責任を果たすことで経営手腕を自由に発揮するという攻めのガバナンスの側面が前面に出ている点が大きな特徴」「コーポレートガバナンスの定義や『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』という本コードの副題にもこの趣旨は現れています。」⁽¹⁴⁾ まさに「中長期的な企業価値の向上」が主張されているが、投資家、とりわけ機関投資家は元来短期的視野しかもちえないものなのである。

このことはその後も何度も何度も謳われているのである。「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」報告書(2015.4.23)⁽¹⁵⁾ 1頁では、こういわれている。「生産性向上により企業収益を拡大し、それを賃金上昇や再投資、株主還元等につなげるため、資本コストを意識したコーポレートガバナンスの強化、持続的な企業価値向上が重要」で「このためには、企業自身の取り組みはもとより、様々な投資主体による長期的な価値創造」に向けた「インベストメント・チェーン(投資収益を最終的に家計まで還元する一連の流れ)の高度化」等で経済の好循環を強固なものにすることだという(傍点松村)。まさに「資本コストを意識したコーポレートガバナンスの強化」なのであり、私の言い方によれば、バランスシート右側、投資家サイドからの問題提起なのである。資本コストすなわち投資家の要求水準の実現が求められている。企業価値すなわち将来キャッシュフローの割引現在価値、現在価値なのである。すなわち、野中郁次郎・勝見明氏曰く「現在における利益をひたすら搾り取ろうとする『現在搾取』のアメリカに押され、バランスを失ってしまった」⁽¹⁶⁾ といえる。また、前述の丹羽宇一郎氏は「現在、コーポレートガバナンス・コードが叫ばれているのは、アメリカ式に従っていればいいという考えからきていて、積極的なものではないと感じます。『知

の衰退』と言ってもいい。コーポレートガバナンス・コードについても、肯定的な意見ばかりが採り上げられているのではないかと感じています。／このままならいずれ日本企業は駄目になります」⁽¹⁷⁾といわれている。ここでは現場はないがしろにされているというといひすぎだろうか。

2. コーポレート・ガバナンスを標榜する経営者の暴走

コーポレート・ガバナンスが経営者の暴走を可能にしたことを指摘しておかなければならない。すでに、拙稿で取り上げたように、ソニーで何が起こったのか、東芝で何が起こったのか、である。この点は松村 [2016] および松村 [2017] において論じたので、ここでは簡単に述べておきたい。両社ともかつてコーポレート・ガバナンス先進企業として賞賛されていた。すなわち、企業統治指数1位は東芝であり86点、3位はソニーで83点であった⁽¹⁸⁾。

ところが実際には、社内権力闘争にコーポレート・ガバナンスの仕組みが利用され、リーダーシップ強化の名のもとに⁽¹⁹⁾、トップに権力が集中し、社内官僚制が強化されたと考えられる。ソニーでは技術畑出身の役員は排除されていき、経営が短期的成果追求に邁進することになった。すなわちEVAは、「モノになるかどうか分からない技術を上司に隠れて温める開発現場の習慣を絶やしてしまった。」⁽²⁰⁾これはいったい何を意味しているのだろうか。「潜在的な顧客ニーズの発見を起点として技術革新と折り合いを付け、新しいサービスや商品の開発を進めていくことが顧客価値起点のイノベーションである。……顧客価値は潜在的なニーズから生まれるので、それを発見しなければならない。そのためには“現地・現物・現場”的な観察や、顧客が抱える課題の洞察が不可欠である。」⁽²¹⁾まさに、多くの日本企業同様ソ

ニーにもそのようなイノベーションを生み出す強い現場があった。ところがそれを絶やしてしまったのである。別の記事もそれを指摘している。「初のサラリーマン経営者として登場した出井伸之前会長にはそこまでの求心力はなかった。ソニーは技術者優位の組織風土があり、出井氏ら事務系は傍流的な存在でもあった。そんな出井氏が重視したのが『数字による統治』だ。組織を細かく分け、EVA（経済付加価値）と呼ばれる指標で評価付けし、給与とも連動させた。」⁽²²⁾、⁽²³⁾これはまさに、イノベーション推進の立場から主張されている山口教授の「経営チームに科学の専門家を」⁽²⁴⁾という立場と真っ向から対立するものである。

東芝でも1999年「社内カンパニー制導入による分権化と同時にコーポレートトップに権限の集中を図る組織変革を実施し」、「同時に始まった全社的経営変革運動・MI（マネジメントイノベーション）で掲げた目標の一つが『成果主義重視の企業文化の醸成』だった。」そして、業績査定は「生み出した企業価値」＝[東芝版EVAである]TVCに基づく部門別業績評価によって行われた⁽²⁵⁾。

このようないわゆる株主価値経営、コーポレート・ガバナンス重視の経営に対して、かねて私は問題ありと指摘していたものである⁽²⁶⁾。すなわち、企業価値重視、コーポレート・ガバナンス重視、株主重視の経営は、それが叫ばれたからと言って企業価値が高まるわけのものではない。市場重視と言ってもそれは資本市場重視に他ならず、貸借対照表でいえば、いわば貸方側、右側を重視したからと言って将来キャッシュフローが増えるはずはない。借方側、左側の現実資本の側での何らかの工夫がない限り将来キャッシュフロー、すなわち企業価値は増えないであろう。これはまた顧客価値と言い換えてもよいであろう。

しかしながら、いわゆる株主価値経営が声高に叫ばれて、貸借対照表左側がややもすれば忘れ去られてしまったのではなかったか。論者は言う。

「日本の大企業は、米国で生じた現象をまったく無批判に受け入れて追随し、『株主価値』重視経営の名のもとに基礎研究から撤退していくという安直な『選択と集中』をしたのである。」⁽²⁷⁾

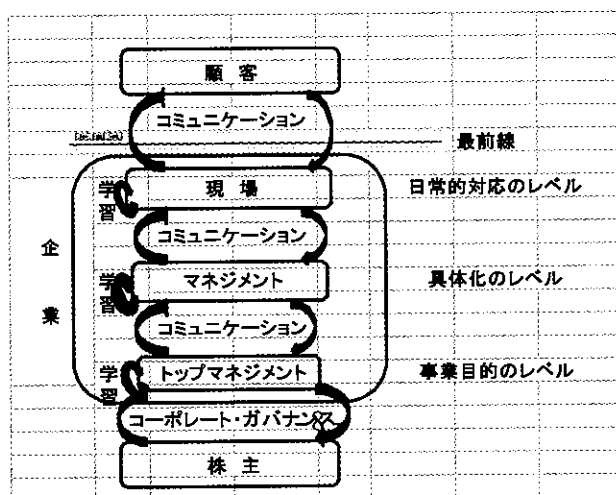
3. 顧客価値を見据えたイノベーション

企業価値は将来キャッシュフローの割引現在価値であるとすれば、その将来キャッシュフローは現在の市場ではなく将来の市場を睨むことである。ところが株式市場が指標としているのは現在の市場でしかない。株主は短期的成果を求める⁽²⁸⁾。経営者がその要求に応えるとすれば、短期的成果に目が行く。だから経営者は「安直な『選択と集中』」に走ったわけである。そのため日本企業のイノベーションが途絶えたとすらいわれるのである⁽²⁹⁾。イノベーションには当然リスクを伴う。否、リスクと言うより不確実性である。よく言われるように、ファイナンス論上リスクは計算できるが、不確実性は計算できない⁽³⁰⁾。

ファイナンス論上計算されるのはリスクのみである。既知の物のみを計算しているの、未知の

事象が起こると大混乱となる。リーマン・ショックがまさにそれであった⁽³¹⁾。「選択と集中」は既知の分野にしか投資しないだろう。不確実性を伴う⁽³²⁾ 未知の分野にこそイノベーションの芽がある。未知であるのは当然で「顧客も実は自分たちが本当は何を求めているのか、もやもやしてわからない。まさに暗黙知の世界です。現場に行き、顧客の中に入り込む。するとそれぞれの身振り、話法、行為、雰囲気などを通じて相互に作用し合う中で知が可視化されてくる」⁽³³⁾ という。ファイナンス論がいう企業価値は極めて抽象的な概念であり、金融・証券市場側から企業を見たものである。金融・証券市場の立場から経営者を突き動かそうとするものである。資本提供者は現場・顧客からもっとも離れた高みに立っている。しかしながら「組織の命運を決するのは、顧客である。……組織にとって最も重要であるのは、顧客との間に形成されるコミュニケーションの質であり、ここが組織の最前線である。……この最前線を担う『現場』が何よりも大切である。現場は日常的対応の時間スケールで活動しており、顧客とのコミュニケーションを通じて学習を繰り返し、柔軟

図表6 顧客価値はどこにあるか



(出所) 安富 [2014] 124 頁などより、筆者作成。

に対応し続けねばならない。』⁽³⁴⁾ そのような学習、変化対応の中で顧客に受け入れられるイノベーションが生み出されるのである。顧客価値はここにある。株主がそのような現場から最も遠い位置にいたことが図表6からも知ることができるであろう。このような不確実なものを計算することは極めて困難であり、経済合理性からは程遠いものと言わざるを得ない。

それだけに「経済合理性を欠き、他者が投資に踏み切る可能性が低いとすれば、そこにあえて挑戦し、成功すれば、他者に先駆けて大きな果実を手に入れる可能性も高くなる。」⁽³⁵⁾ ところが「イノベーションの必要性は認識していても、余剰がない。だから、余剰を確保するために、新技術や新事業のアイデアに対して過度に市場性を求める。本来、安易に市場性を求めることができないはずのイノベーションへの資源を確保するために、イノベーションに初期から市場性を求めるという矛盾がそこに生じる。」⁽³⁶⁾ そのような不確実性の海に出て行くためには〔財務的〕余裕が必要である。リスクをとれる財務管理、すなわちキャッシュ・フローのゆとりをいかに生み出すかが重要である。株主はいわばこれをフリー・キャッシュ・フローだからというので、株主還元を求める。近年のコーポレート・ガバナンス論議でも企業の内部留保批判が繰り返されている⁽³⁷⁾。トップマネジメントが貸借対照表右側を見るか左側を見るかで、その行動は異なってくる。右側〔株式市場〕に配慮しすぎれば現場を軽視し、顧客〔製品市場〕の側が見えない。顧客価値にこそ企業の将来がかかっている。

〈注〉

- (1) 小口 [2015] 14 頁。
- (2) 藤野 [2015] 2 頁。
- (3) ここでは、資金獲得が意識されているが、日本企業全体としては資金余剰段階に達していることを忘れて

はならない。

- (4) 経済産業省ニュースリリース 2014 年 8 月 6 日「伊藤レポート『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト『最終報告書』を公表します」<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002.html> 冒頭参照。
- (5) 「第 1 回経営者・投資家フォーラム議事概要」5 頁 <http://www.meti.go.jp/press/2015/06/20150610002/20150610002-4.pdf> より。企業経営者はこれへの対応に苦慮していることが分かる。すなわち企業経営者は「企業は、顧客、従業員、地域社会など多様なステークホルダーの期待に応えるために努力しているが、投資家は株価向上や配当引き上げなど、自らの視点のみで主張を行っているようだ。この点で企業との認識のずれがある。」と認識しているのである。
- (6) 「後進国」という表現が日本人の心情にどのように影響するかを考えるべきだろう。論者は言う。「西洋の歴史的体験や社会構造を過度に『普遍的』だと思いつつ……。西洋にあるものが、例えば日本にはないとする。そうすると、日本の後進性はその欠如したエートスや知識や制度が原因だとされてきた。逆に、西洋になくて日本にだけあれば、今度はそれが日本の社会の欠陥の原因だとされてきた。このような視角は、西洋人だけのものではない。いなむしろ、西洋の『現実』ではなく『理念』に同化した日本の知識人に、最も典型的にみられた思考様式だった。それは、ある意味では非常に自然な日本人の知的姿勢であった。」(園田 [1991] 17 頁)
- (7) 手島 [2015] 63 頁。
- (8) 牛島 [2017] 204 頁。次の論者の指摘はまさに今回の議論の特徴を的確に言い表しているであろう。すなわち「安倍政権の成長戦略の中核である『日本再興戦略』改訂 2014」で、コーポレートガバナンス改革を通じて、日本の企業の「稼ぐ力」を強化することが掲げられて以来、世は百家争鳴の諺の如くガバナンス議論が盛り上がっている。こうした中、ステュワードシップコード、改正会社法、コーポレートガバナンスコード等のインフラも矢継ぎ早に整えられ、各企業はコンプライ・オア・エクスプレインの原則主義に基づいたガバナンス体制構築の対応に追われている現状である。ところで今回のガバナンス改革は官主導であることが大きな特徴である。」(樺澤 [2015]) まさに、「官主導」なのである。
- (9) 牛島 [2017] 208 頁。
- (10) 伊藤レポート自身もその冒頭で EVA に言及している (1 頁)。

- (11) 樺澤 [2015]。
- (12) 藤田 [2015] 57 頁
- (13) コーポレートガバナンス・コード原案」序文 2 頁、2015 では、「攻めのガバナンス」を標榜している。
- (14) 武井 [2015] 19-20 頁。他面で伊藤レポートでも長期的な企業価値創造が謳われている。すなわち、「国際的にも、金融危機の反省から、企業と投資家が短期志向（ショートターミズム）から脱却し、長期的な企業価値創造に向けた対話や情報開示を進めるための方策が模索されている。」（伊藤レポート，3 頁）「日本における企業と投資家の対話の課題は何か。日本でもスチュワードシップ・コードができた点の一つの前進として評価される。では企業の持続的成長に寄与するような質の高い対話を実践するには何が必要か、企業と投資家中長期的な視点からのコミュニケーションを促進するための開示等の枠組みに問題はないか」（伊藤レポート，4 頁）
- (15) <http://www.meti.go.jp/press/2015/04/20150423002/20150423002-1.pdf>。
- (16) 野中 [2004] 346 頁。
- (17) 牛島 [2017] 218 頁
- (18) この数値は日本コーポレート・ガバナンス研究所調べの数値である（日本経済新聞 [2005]）。
- (19) 日本経済新聞 [2001]。
- (20) 日本経済新聞 [2012]。
- (21) 村田佳生 [2012] 2 頁。
- (22) 日本経済新聞 [2011]。
- (23) ソニーの問題は、元ソニーマン、元ソニー愛好家が様々にその問題点を指摘している。また、元ソニー CFO 伊庭保氏が、2015 年 6 月に現役のソニー経営陣に意見書「ソニー・スピリットが甦る日」を提言したり、質問状「コーポレートガバナンス・コードに基づくソニー株式会社取締役会および経営陣への質問状」を出したりしている（<http://toyokeizai.net/articles/-/71697> など）。また元ソニーマンの述懐が日経ビジネスオンラインに「オレの愛したソニー」と題して宗像誠之氏の聞き取りにより、2016 年 5 月から 6 月にかけて連載されている（<http://business.nikkeibp.co.jp/atcl/interview/16/031800001/>）。
- 横田 [2008]；立石 [2011]；山口誠志 [2012]；原田 [2012] 参照。
- (24) 山口 [2016] 208 頁。
- (25) 松村 [2017] 1-11-7。
- (26) 松村 [2012] 14 頁。
- (27) 山口 [2016] 85 頁。
- (28) スチュワードシップ・コードは、機関投資家は「投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、『顧客・受益者』（最終受益者を含む。）の中長期的な投資リターンの拡大を図る」責任があるというけれど、機関投資家の多くはパッシブ投資家であろう。このパッシブ投資家にそれを求めるのには無理がある。機関投資家に企業との対話を求め、企業価値向上のための議決権行使を求めても、いわゆる「個別企業の株式を売ってはならない」というのは、法律で規定されているわけではない。……情報もコミットメントも持たない」機関投資家の「議決権行使が不可欠だということにはならないだろう。」（『日本経済新聞』[2017]）
- (29) 山口 [2016]。
- (30) 日原 [2002]。
- (31) この点を扱ったのが、タレブであった。Taleb [2007]；望月 [2009]。田尾啓一 [2013] に、この点詳しく論じられている。
- (32) 「イノベーションの実現過程には、（少なくとも）二つの重要な特質が備わっている。それは、第一に、革新である故に不確実性に満ちているという特質、第二に、経済成果を実現するためには他者の資源を動員する必要があるという特質である。」（武石 [2012] 6 頁。）
- (33) 野中 [2004] 42 頁。
- (34) 安富 [2014] 123, 124 頁。
- (35) 武石他 [2012] 18 頁。
- (36) 武石他 [2012] 487 頁。
- (37) 2014 年 6 月に安倍首相らによって経団連定時総会で述べられていたコーポレート・ガバナンス施策の意図につき、下記記事を参照されたい。
「安倍晋三首相は 3 日、経団連の定時総会で演説し、「法人税の構造を成長志向型に変えていく」と表明した。そのうえで企業が内部留保を成長に振り向けるため、上場企業向けの企業統治（コーポレートガバナンス）の指針策定を成長戦略に位置付ける考えを示した」という（『日本経済新聞』2014 年 6 月 4 日号）。

参考文献

- ・牛島信 [2017] 『名経営者との対話 コーポレートガバナンスの実践と理論』日経 BP 社。
- ・樺澤 敏男 [2015] 「官主導のコーポレートガバナンス改革の本質的な意義」7 月 15 日 http://www.dir.co.jp/consulting/insight/management/20150715_009913.htm。
- ・荻谷剛彦 [2017] 『オックスフォードからの警鐘 グローバル化時代の大学論』中公新書クラレ。
- ・小口俊朗 [2015] 「コーポレートガバナンス・コードへの期待と課題—中長期的な企業価値の向上は会社と機関投資家の共同責任—」『証券アナリストジャーナル』8 月。

- ・小林敏明 [2007]『廣松渉—近代の超克』講談社。
 - ・小林敏明 [2017]『夏目漱石と西田幾多郎—共鳴する明治の精神』岩波新書。
 - ・関岡英之 [2004]『拒否できない日本 アメリカの日本改造が進んでいる』文春新書。
 - ・関岡英之 [2011]『国家の存亡『成の開国』が日本を亡ぼす』PHP 新書。
 - ・園田英弘 [1991]『逆欠如理論』『教育社会学研究』Vol. 49。
 - ・田尾啓一 [2013]『リスク・ガバナンス 企業価値経営から持続的経営へ』中央経済社。
 - ・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。
 - ・武石彰・青島矢一・軽部大 [2012]『イノベーションの理由 資源動員の創造的正当化』有斐閣。
 - ・立石康則 [2011]『さよなら！ 僕らのソニー』文春新書。
 - ・手島直樹 [2015]『ROE が奪う競争力』日本経済新聞出版社。
 - ・ロナルド・ドーア [2006]『誰のための会社にするか』岩波新書。
 - ・中野剛志 [2017]『真説・企業論』講談社現代新書。
 - ・野中郁次郎・勝見明 [2004]『イノベーションの本質』日経BP。
 - ・原田節雄 [2012]『ソニー 失われた20年—内側から見た無能と希望』さくら舎。
 - ・日原勝也 [2002]『不確実性を考慮した交通行政の新たな運営方式に関する研究』『国土交通政策研究』第9号 (<https://www.mlit.go.jp/pri/houkoku/gaiyou/pdf/kkk9.pdf>)。
 - ・福本拓也 [2014]『『伊藤レポート』の公表と今後の課題』『月刊資本市場』12月 (No. 352)。
 - ・藤田勉 [2015]『コーポレートガバナンス・コードは機能するか』『月刊資本市場』1月号。
 - ・藤野英人 [2015]『日本株は、バブルではない 藤野英人 VS 村上純』【第1回】8月12日 (『ダイヤモンド社書籍オンライン』, <http://diamond.jp/articles/-/76505>)
 - ・松村勝弘 [2016]『コーポレートガバナンス・コードと証券市場』『証券経済学会年報』第50号別冊, 2016年, http://sess.jp/publish/annual_sv/pdf/sv50/m84_12.pdf。
 - ・松村勝弘 [2017]『東芝不正会計事件はなぜ起こったのか』『証券経済学会年報』第51号別冊, 2017年, http://www.ssess.jp/publish/annual_sv/pdf/sv51/m85_11.pdf。
 - ・松村勝弘 [2012]『コーポレート・ガバナンス論と日本企業の経営』立命館大学経営学部編『ビジネスの発見と創造』ミネルヴァ書房, 2012年。
 - ・村田佳生 [2012]『顧客価値起点のイノベーションへの挑戦』野村総合研究所『IT ソリューションフロンティア』1月号 (https://www.nri.com/jp/opinion/it_solution/2012/pdf/ITSF120101.pdf)。
 - ・安富歩 [2014]『ドラッカーと論語』東洋経済新報社。
 - ・山口栄一 [2016]『イノベーションはなぜ途絶えたか』ちくま新書。
 - ・山口誠志著・河野透語り [2012]『ソニーのふり見て我がふり直せ』ソル・メディア。
 - ・矢野和彦 [2016]『国際競争力後退の要因は何か 主因は企業経営者の自信欠如という日本病』みずほ総合研究所『みずほインサイト』9月30日 (<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/jpl60930.pdf>)。
 - ・横田宏信 [2008]『ソニーをダメにした「普通」という病』ゴマブックス。
 - ・日本経済新聞 [2001]『企業価値高める取締役会をつくれ (社説)』4月18日号。
 - ・日本経済新聞 [2005]『コーポレートガバナンス民間調査, 東芝・野村, 評価最高に』12月1日号。
 - ・日本経済新聞 [2011]『なぜ輝きを失ったか (1) ソニーの葛藤, 日本映す (イノベーション)』10月16日号。
 - ・日本経済新聞 [2012]『危機の電子立国ソニー再起 (5) 『合理的な失敗』 (迫真)』10月5日号。
 - ・日本経済新聞 [2017]『大機小機・パッシブ投資家の議決権行使』7月27日号。
 - ・Taleb.N.N [2007] The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable, Random House ; 望月衛訳 [2009] 『ブラック・スワン』上・下, ダイヤモンド社。
- なお、本研究は、2016-18年度文部科学省科学研究費補助金 (基盤研究 (C) 課題番号 15K03633 課題名「ファミリービジネスのコーポレート・ガバナンスに関する実証的・理論的研究」) の研究成果の一部である。