

## 目次

### 巻頭言

どんな人物も最初から偉大であったわけではない

学長 蟹瀬 誠一 …… 3

### 〈テーマ論文〉

日本のアントレプレナーシップ教育の課題と展望

経営管理研究科 研究科長・教授 小林 英幸 …… 5

生成 AI パーソナルアシスタントが拓く起業の新時代

経営管理研究科 教授 重田 孝夫 …… 20

ハイアール創業者張瑞敏のアントレプレナーシップ

ーアントレプレナーシップ・モチベーションを高めるためー

経営管理研究科 教授 細沼 藹芳 …… 33

アントレプレナーとアントレプレナーシップ

経営管理研究科 教授 太齋 利幸 …… 48

---

### 〈一般論文〉

中長期の企業価値向上と対話の高度化 ーインベストメント・チェーンを通じた取組みの促進ー

経営管理研究科 教授 上田 亮子 …… 62

企業価値担保権と予想信用損失引当（ECL）の活用 ー貸出のビジネスモデルの転換に向けてー

経営管理研究科 教授 宮内 惇至 …… 77

ESG と取締役の義務・責任について ー中国法の動向を素材にー

経営管理研究科 教授 盧 曉斐 …… 100

中世東寺の寺内算用状における研究史 ー会計史的視座の構築を見据えてー

経営管理研究科 准教授 三光寺 由実子 …… 115

〔判例研究〕最三決令和 5 年 5 月 24 日判時 2582 号 95 頁

―譲渡制限株式の売買価格決定における非流動性ディスカウント適用の是非と算定されるべき  
価値―

経営管理研究科 研究員 戸本 幸亮 …… 131

---

#### 〈修了生論文〉

地域経済の変化からみた地方創生の検証

―自治体のアントレプレナーシップが地方に及ぼす影響―

経営管理研究科 23 期修了生 杉山 智行 …… 152

中小企業の不正・不祥事とコーポレート・ガバナンス

―企業内部と企業外部からのガバナンス強化による不正・不祥事の抑制―

経営管理研究科 27 期修了生 桑原 博一 …… 171

---

#### 編集後記

紀要編集委員会 …… 190

## 巻頭言

### どんな人物も最初から偉大であったわけではない

学長 蟹瀬誠一

「わずか 4 歳で貧困のどん底に突き落とされ、9 歳で働き始め、30 歳になるまでに家族全員を失った。やがて生まれたばかりの息子と死別し、そして大恐慌、第二次世界大戦がたたみかけるように彼の身に降りかかった……。逆境は不安を高め、常に危機感を抱かせ、自己満足を遠ざけた。悲劇続きの人生は、自分は失敗を越えて生き残れる、だからリスクに臨むことができると彼に教えた。」

これはハーバード・ビジネス・スクールでリーダーシップ論を担当したジョン・P. コッター教授が松下幸之助の起業家精神の軌跡を辿った名著“MATSUSHITA LEADERSHIP”（1997 年、金井壽宏＝監訳 高橋啓＝訳 ダイアモンド社）の中の一節である。

現代社会においてアントレプレナーシップはますます重要な役割を果たしている。急速に変化する経済環境や技術革新の中で、新しいビジネスモデルや革新的なアイデアを生み出す力は社会全体の発展に不可欠だからだ。しかし科学的合理主義が優勢の世界にあって、イノベーションを推進し可能性の限界を広げるのは人間の忍耐力と情熱、そして閃きであることを忘れてはいけない。

第 12 号となる研究論文集「SBI 大学院大学紀要」では、「アントレプレナーシップ～軌跡・課題・展望～」を統一テーマに、本学の専任教員を中心とした執筆陣がアントレプレナーシップについて各々の視点から興味深い考察をしている。

アントレプレナーシップの歴史は古く、商業活動が始まった時代から存在していた。しかし、広く知られるようになったのは経済学者ヨーゼフ・シュンペーターが起業家を「創造的破壊」を行う人物と定義した頃からだった。

現代のアントレプレナーシップはとくに 20 世紀後半から 21 世紀にかけてさらに大きな進化を遂げている。インターネットの普及やグローバル化の進展により、起業のハードルが下がり、多くの人々が新しいビジネスを立ち上げる機会を得られるようになったからだ。Apple を創業しパソコンやスマートフォンで革命を起こしたスティーブ・ジョブズや、テスラやスペース X を立ちあげたイーロン・マスクなどがその顕著な例だろう。

SBI 大学院大学も、こうした時代の流れに対応し、単に起業家を育成するだけでなく、実践的な教育プログラムを通して変化の激しい社会で自らの課題を見つけ解決に向けて行動できる力を養う教育を目指している。

しかし、アントレプレナーシップを発揮するにはまだまだ多くの課題が存在しているのも現実

## 巻頭言

だ。まず資金調達の難しさ。とくに、初期段階のスタートアップにとっては、十分な資金を確保することが大きな壁となっている。また、技術革新のスピードが速く、常に最新の情報やスキルを習得し続ける必要がある。さらにはグローバルな競争が激化している中で独自性や競争力を維持することも重要だ。

そんな中、注目を集めているのが AI（人工知能）の進化である。アントレプレナーシップにもすでに大きな影響を与えている。なぜなら AI はデータ分析や市場予測を迅速かつ正確に行う能力を持ち、起業家がより効果的なビジネス戦略を立てるのに役立つ。また、自動化技術を通じて業務効率を大幅に向上させ、リソースの最適化を図ることもできるからだ。これにより、起業家はより創造的な仕事に集中することが可能になった。

ただ、困ったことに日本は他の先進国と比べ著しく起業家が少ない。その理由のひとつは失敗に対する恐怖心が強いことだ。国際的起業家調査（GEM＝グローバル・アントレプレナーシップ・モニター）が 2009 年に先進諸国 20 カ国で行った調査で、起業失敗に対する恐怖心が最も大きかったのは日本人だった。2013 年の世界銀行のデータでも、日本の年間起業率は OECD 諸国で最下位だ。

背景には、アントレプレナーシップ教育と意識の不足、資金調達の難しさ、企業に関する規制や手続きの複雑さ、さらには起業家を支援するためのネットワークやメンターシップの不備などがあるとされる。ちなみに、デンマークではオンラインで会社登録すれば、わずか 1 日で起業することが可能だ。

だが根本的な原因は、日本人が失敗を「自分に才能がないから」と受け止める「固定型マインドセット」にあるのではないか。失敗を恐れず根気よく続ければ不可能なことはないという松下幸之助型のチャレンジ精神が失われてしまっている。歴史を振り返り失敗があったからこそ成功が生まれたのだということを改めて思い返そう。

アントレプレナーシップはこれからもさらに多様化し、進化していくだろう。とくに、AI やブロックチェーンなどの新技術がビジネスの在り方を大きく変える可能性が高い。社会的課題の解決を目指すソーシャルアントレプレナーシップも増えるだろう。

SBI 大学院大学は、そのような未来の変化に対応できる情熱溢れる人材を育成するため教育カリキュラムの充実を図り、実践的な経験を積む機会を提供していくことによって社会に貢献していきたい。

## 日本のアントレプレナーシップ教育の課題と展望

経営管理研究科 研究科長・教授

小林 英幸

### 【要約】

日本のアントレプレナーシップに係る指標のうち、問題が大きいと思われるのは、国民の起業に関する意識・認識の低さである。その重大な理由の一つがアントレプレナーシップ教育、とりわけ大学での教育の立ち遅れであろう。文部科学省は 2014 年度からのグローバルアントレプレナー育成事業 (EDGE)、2017 年度からの次世代アントレプレナー育成事業 (EDGE-NEXT)、2021 年度からのスタートアップ・エコシステム形成支援と、次々に施策を展開してきたが、成果は限定的である。

EDGE-NEXT に参加していない大学の約 7 割がアントレプレナーシップ教育を実施していない一方で、約 7 割がその必要性を認識している。アントレプレナーシップ教育に定評のあるバブソン・カレッジやスタンフォード大学などでは、どのような思想のもとにどういった教育を実施しているのかを参照しつつ、日本のアントレプレナーシップ教育の課題と展望を考察する。

### 【キーワード】

アントレプレナーシップ教育、実践教育、スタートアップ支援、EDGE-NEXT コンソーシアム、ステーション Ai、バブソン大学

### 【目次】

1. 日本のアントレプレナーシップに関わる指標
2. 日本の大学でのアントレプレナーシップ教育の現状
3. 文部科学省の施策と成果
4. 先進的なアントレプレナーシップ教育の事例
5. アントレプレナーシップ教育の課題と展望
6. まとめ

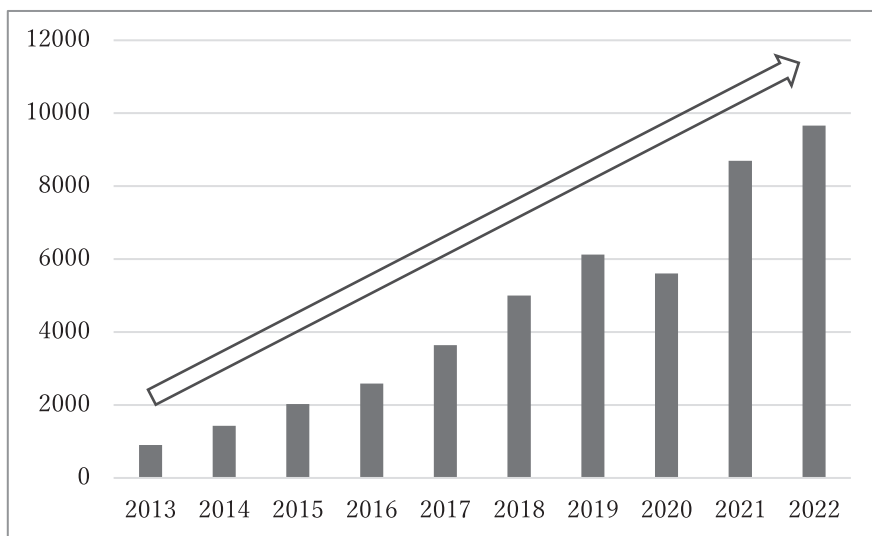
## 日本のアントレプレナーシップ教育の課題と展望

## 1. 日本のアントレプレナーシップに関わる指標

2022年の年頭記者会見で岸田前首相が「スタートアップ創出元年」を宣言したのを受け、同年11月には「スタートアップ育成5か年計画」が取りまとめられた。その後現在に至るまで、予算措置や税制改正などの施策が展開されており、効果も少しずつ出始めた。具体的には、2023年のスタートアップ総数が2021年に比べて約1.5倍に増加し<sup>1</sup>、うち大学発のスタートアップ数の伸びは過去最高となった<sup>2</sup>。またユニコーン（創業10年以内で時価総額10億ドル以上の未上場企業）が2社増えて8社になった<sup>3</sup>。

一方、上記宣言では、5年の間にスタートアップへの投資額を10倍にすることが目標になっているが、実はその前の10年間でも、国内スタートアップへの投資額は10倍あまりに成長していた（図表1）。つまりこの15年で100倍の投資額にする目標になっている。アグレッシブな目標であることは確かだが、裏を返せば10年前までいかにスタートアップへの投資額が少なかったかという見方もある。

図表1. 国内スタートアップへの投資額（単位：億円）

（出所：経済産業省（2024）<sup>4</sup>）

スタートアップへの投資額が増えてきたとはいえ、エコシステムランキングの国別順位では、日本は世界の21位である。企業によるオープンイノベーションが進む一方で、才能ある起業家の不足やリスク回避志向、更には英語スキルの不足も課題として挙げられている（宮島（2024）<sup>5</sup>）。GDPが4位の国にとって、この順位は看過できない低さだと言わざるを得ない。

更に深刻な状況を示しているのが、バブソン大学による「起業に関する意識・認識の国際比較」

の結果である（図表 2）。これは調査に協力した世界 49 か国<sup>6</sup>について、6 つの指標のそれぞれの国別順位を出したもののだが、唯一上位にランクインしている「失敗への恐怖が理由で起業しない」人の割合については、上位ほどネガティブな成績だという点に注意が必要である。つまり、日本は 6 つの指標のすべてでワースト 10 に位置付けられ、そのうち 3 つの指標では最下位だということになる。また、これら 49 か国の国情は多様であり、起業が盛んな国ばかりが参加しているわけではない。

図表 2. 起業に関する意識・認識の国際比較

（出所：Babson College (2023)<sup>7</sup>）

起業に関する意識・認識	割合	49 か国中
起業した知り合いがいる	20.4	49 位
起業に適した機会がある	12.7	49 位
起業は容易にできる	27.5	44 位
起業に必要なスキル・知識を持っている	14.9	49 位
失敗への恐怖が理由で起業しない	50.9	10 位
起業に興味がある	5.1	48 位

スタートアップへの投資額は増えてきているが、エコシステムのランキングでは振るわず、起業に関する意識・認識では由々しき状況になっている、というのが、日本のおかれた現状である。意識・認識の改善には、教育が何より重要であろう。以下の章ではアントレプレナーシップ教育に的を絞って論じたい。

## 2. 日本の大学でのアントレプレナーシップ教育の現状

2020 年度の調査（文部科学省 (2021)）によれば、全国の 470 大学のうち、学内でアントレプレナーシップ教育を実施している大学は 33%にあたる 154 大学、実施していないが今後実施する予定がある大学は 6%にあたる 31 大学、実施しておらず今後実施する予定もない大学が 61%にあたる 285 大学であった<sup>8</sup>。続いて、実施していない大学にアントレプレナーシップ教育の必要性の認識を聞いたところ、316 大学のうち、69%にあたる 218 大学が、必要性を認識していると答えた。必要性を認識していながら実施していない理由については、リソースが不足しており確保できる見込みがないためと答えた大学が 88 大学、ほかに優先すべき教育内容がありアントレプレナーシップ教育の優先度が低いと答えた大学が 130 大学であった<sup>9</sup>。

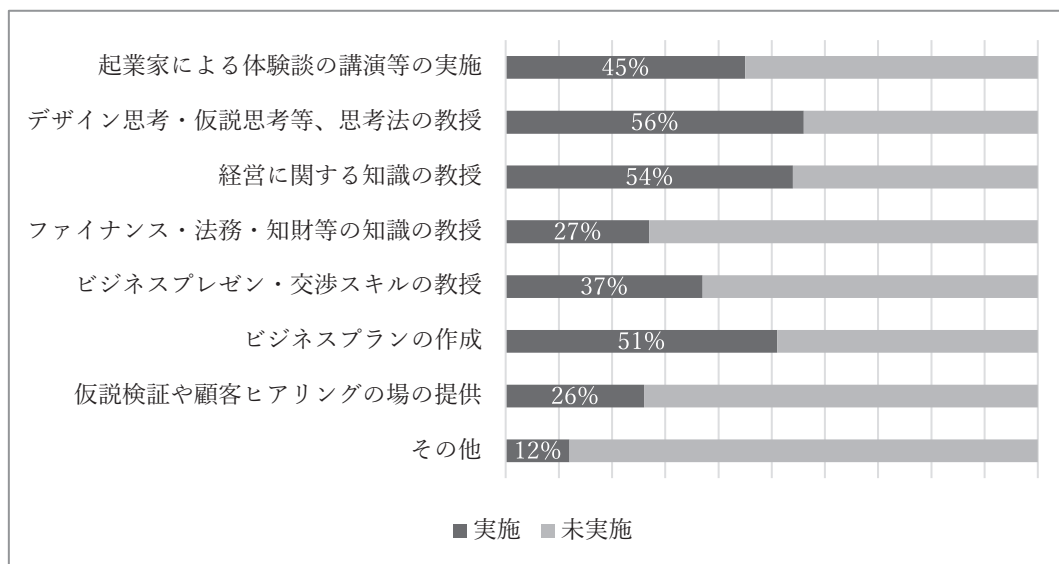
次に、大学で実施しているアントレプレナーシップ教育の内容について、短期大学等も含めた

## 日本のアントレプレナーシップ教育の課題と展望

545 大学に聞いたアンケートでは、知識の教授に比べて、ビジネスプランに基づく仮説検証や顧客ヒアリングの場の提供といった実践教育を行っている大学の割合が少ない（図表 3）。

図表 3. 大学で実施しているアントレプレナーシップ教育の内容

（出所：文部科学省 (2021)<sup>10</sup>）



もっとも、このアンケートの母集団には、アントレプレナーシップ教育を実施していないと答えた大学も含まれている。そういう大学でも、個別に見ればアントレプレナーシップの涵養に寄与する教育が行われている一方で、実践教育はアントレプレナーシップ教育を実施している大学に限られていることを示す結果になっていると言える。

次章で確認する文部科学省の施策の効果もあって、アントレプレナーシップ教育を実施する大学は増えてきたが、33%の大学でアントレプレナーシップ教育を実施しているからといって、33%の大学生が受講しているわけでは、もちろんない。学部と修士課程の学生約300万人のうち、アントレプレナーシップ教育を受講する学生は年間約3万人に留まるという<sup>11</sup>。

### 3. 文部科学省の施策と成果

文部科学省 科学技術・学術政策局 産業連携・地域支援課では、2014年度から3次にわたってアントレプレナーシップ教育施策を展開してきた。

2014年度から2016年度に実施された「グローバルアントレプレナー育成促進事業（EDGE）」では、起業に挑戦する人材や産業界でイノベーションを起こす人材の育成プログラムを開発・実



施することを掲げ、若手研究者や大学院生等を対象に、13 大学に対して 1 大学あたり約 6 千万円の支援を行った<sup>12</sup>。

続く 2017 年度から 2021 年度の「次世代アントレプレナー育成事業 (EDGE-NEXT)」では、大学等の研究開発成果を基にした起業や新事業創出に挑戦する人材の育成、関係者・関係機関によるベンチャー・エコシステムの構築を目的として、5 つのコンソーシアムに約 8 千万円ずつの支援を行った。5 つのコンソーシアムの主幹機関・協働機関、および総合評価は図表 4 に示すとおりである。

図表 4. EDGE-NEXT コンソーシアム

(出所：文部科学省 (2022)<sup>13</sup>)

コンソーシアム	主幹	協働機関	評価
“EARTH on EDGE” ～東北・北海道からの起業復興～	東北大学	北海道大学、小樽商科大学、京都大学、神戸大学、宮城大学	A
産官学グローバル連携による EDGE NEXT プログラム (Global Tech EDGE NEXT)	東京大学	筑波大学、お茶の水女子大学、静岡大学	A
Tokai-EDGE (Tongali) プログラム	名古屋大学	岐阜大学、名古屋工業大学、豊橋技術科学大学、三重大学	S
多様性と創造的協働に基づく アントレプレナー育成プログラム (IDEA: Innovation x Diversity x Entrepreneurship Education Alliance)	九州大学	奈良先端科学技術大学院大学、大阪府立大学、立命館大学	A
EDGE-NEXT 人材育成のための 共創エコシステムの形成	早稲田大学	山形大学、滋賀医科大学、東京理科大学、多摩美術大学	S

2021 年度に始まって現在も進行中（終了は 2025 年度）の「スタートアップ・エコシステム形成支援」の目指すところは、世界に伍するスタートアップ・エコシステムの構築である。具体的には、不確実性の高い世界において急激な変化に対応し、社会に新たな価値を生み出す人材やスタートアップが次々に生まれる状態を作ることである。そのための施策として、イノベーション創出の基盤となるアントレプレナーシップを有した人材の育成と、スタートアップ創出のための支援体制の構築を、産学官のリソースを結集して推進する、としている<sup>14</sup>。

これらの施策の成果として、2014 年度から 2020 年度までに起業が実現した件数は 135 件であったと報告されている。また、2017 年度から 2020 年度までに EDGE-NEXT のプログラムに参加した人は約 38,600 名、獲得した外部資金の総額は約 7 億 5 千万円だったという<sup>15</sup>。

この中で、総合評価 S を獲得した二つのコンソーシアムが、受講者数、起業数ともに好成績を

## 日本のアントレプレナーシップ教育の課題と展望

収めている。名古屋大学が主幹を務めたコンソーシアムでは、2017年度から2021年度までの5年間で受講者数11,075人、起業数51件を数えた。早稲田大学が主幹を務めたコンソーシアムでは、5年間で2万人を超える受講者と、38件の起業を実現したという。

とはいえ、先に述べたように、学部と大学院に在籍する300万人ほどの学生のうち、年間約1%しかアントレプレナーシップ教育を受講していない。しかも、受講者はEDGE-NEXTコンソーシアムに参加した大学に集中しているものであり、広がりが見られない点が深刻である。また、万のオーダーの受講者数に対して数10件の起業数という実績も十分ではないだろう。図表3で示したように、日本の大学でのアントレプレナーシップ教育のあり方が知識の教授に偏っていることが、受講者数や起業数の拡大に結び付きにくい原因の一つだとすれば、それは改善しなくてはならない。この点は、次章で紹介する先進的な事例をヒントに、改めて考えてみたい。

## 4. 先進的なアントレプレナーシップ教育の事例

### ① バブソン大学での遊びの実践

日本の大学におけるアントレプレナーシップ教育では知識の教授が中心になっている。それに引き換え、先進的とされるアントレプレナー教育を提供している海外の大学で、知識と同様に重視しているのが実践であるように見受けられる。なかでも、U.S. News<sup>16</sup>など各種調査でアントレプレナー教育のトップにランクされるバブソン大学の実践演習は、日本に留まらず世界の伝統的な大学の形式的なアントレプレナー教育と大きく趣を異にする。

バブソン大学のハイディ・M・ネック教授らは、受講生のマインドセットがよりアントレプレナー的なものに移行するために必要な訓練は、実践に基づく方法を教育者が活用することで促進できると主張する。そして中核的な実践は5つに分類でき、それらは遊びの実践、共感の実践、創造の実践、実験の実践と省察の実践であるとする<sup>17</sup>。

「共感」以降の実践については名前を聞く限りにおいて違和感がないが、一つ目の遊びの実践には少なからず驚かされた。その中の一例である「パズルと物語」という演習<sup>18</sup>について詳しく紹介する。

本演習はオンラインでの実施を前提として作られており、Zoomのブレイクアウトルームで行われる。2部構成の第1部がジグソーパズル競争、第2部が物語の描画演習である。各チーム5名で5チームという構成がモデルケースになっている。第1部では、講師が指定したジグソーパズルのウェブサイトアクセスし、チームで70ピース程度のパズルを完成させる。講師はモニターで各チームの進捗を確認しつつ、ブレイクアウトルームを巡回して状況を把握する。一つのチームが完成させたら終了する。通常、勝利チームは約7分でパズルを完成させるという。

第2部では、再び同じチームでブレイクアウトルームに入り、講師が選んだ単語（例えば「カメラ」）にまつわる物語を、Google図形描画スペースのなかで作っていく。描画はフリーハンドのほか、インターネットからの画像の挿入、テキスト、線、図形の挿入などによって行う。時間

は 10 分間とする。完成できないチームもあると思われるが、それも想定内である。時間が来たらメインセッションに戻って、チームごとに短時間で物語を説明してもらう。

すべての発表が終わったら、参加者全員に、ジグソーパズルと物語のどちらが良かったか投票してもらい、それぞれを選んだ理由を書いてもらう。全員で一つの Google ドキュメントに向かって理由を書くことになり、混沌とするが楽しめるという。ジグソーパズルを選んだ理由としては、例えば「明確な終わりがあるから」「それぞれの動作に正解と不正解があったから」「すぐに作業に取りかけられるから」などが挙げられる。物語を選んだ理由としては、例えば「創造的だから」「正解と不正解がないから」「1 つの単語から多くの可能性が広がるから」などが挙げられる。

理由が出揃ったら、講師は次のような質問をする。「回答全体に共通するテーマはありますか」「クラス全体で作成した表を見て、どのような結論に達しましたか」「本演習によって明らかにしようとしているのは何だと思いますか」。

ジグソーパズルはマネジャー的思考に、物語はアントレプレナー的思考に通ずる、というのが種明かしである。ジグソーパズルは、目標が明確に定義され、計画し、組織し、統制し、主導することで達成されるという、マネジャーのプロセスになっているのに対し、描画では、様々なことが不確実で曖昧で、同じリソースを与えられても別の物語が描かれるという、アントレプレナーのプロセスになっている（図表 5）。

図表 5. パズルと物語の二分法

（出所：島岡他 (2022)<sup>19)</sup>

マネジャー的（パズル）		アントレプレナー的（物語）	
大きく計画を立てる	⇔	小さな行動を起こす	
必要なものが得られるまで待つ	⇔	持ち合わせているもので始める	
期待利益	⇔	許容可能な損失	
直線的	⇔	反復的	
最適化	⇔	実験	
何としても失敗を避ける	⇔	失敗を受け入れ活用する	
競争的	⇔	協働的	
知っていることができる	⇔	知らないことができない	
データを得る⇒計画する⇒行動する		行動する⇒学ぶ⇒構築する	
「行動するために学ぶ」		「学ぶために行動する」	

受講生に気付いてほしいことは、概略次のようなことである。

- ・アントレプレナーが何をすべきか迷っているときの唯一の選択肢は行動することである。

## 日本のアントレプレナーシップ教育の課題と展望

- ・アントレプレナーは必要なものからではなく、持っているものから始める。
- ・事業は人間の行動によって差別化される。最も優れていることより、唯一であることを重視すべきである。
- ・しかしアントレプレナーシップは何の計画もない、際限ない創造力のことではない。キーワードという「北極星」は必要である。

そして、講師は最後に、どちらの形態の思考も必要だが、私たちのほとんどはすでにマネジャー的思考が得意であり、この授業ではアントレプレナー的マインドセットを養うことに重点を置いている、と説明する。

遊びの実践の演習にはそのほかに、経営のシミュレーションを行う「バブソン航空機会社」<sup>20</sup>、創造力やチームワークの涵養に役立つ「着席バケツ玉入れ」<sup>21</sup>、材料と時間の制約の中で魅力的なプロダクトを製作する訓練である「パン焼き競争的な脚本制作活動」<sup>22</sup>などが用意されている。

## ② バブソン大学でのその他の実践

バブソン大学における中核的な5つの実践教育の、その他4つの実践についても、簡潔に取り上げたい。

共感の実践の一つである「ある日の出来事」という演習では、商品やサービスを購入する人々を想定し、性格・関心事・趣味・生活環境・職業などの情報を付与したうえで、それらの人々のニーズに共感し、それらを満たすためにはどうすれば良いかを理解することを目指す。そのために受講者は、顧客とその周りの人々に扮して、顧客の典型的な1日を再現した寸劇を演じる<sup>23</sup>。また「暗闇の中の手探り」という演習では、部屋を真っ暗にして、電気のない生活を送る世界中の人々に共感し、教育・健康・仕事など日常生活への様々な影響について考える<sup>24</sup>。そのほか、受講者同士でアントレプレナーと投資家の役割を演じるピッチの訓練<sup>25</sup>や、顧客体験への共感を養うカスタマージャーニーマップ<sup>26</sup>などの演習が取り入れられている。

創造の実践の一つである「成長のための選択肢を検討する」という演習では、アンゾフのマトリクスを用いて成長戦略を考える<sup>27</sup>。「国連の持続可能な開発目標を通じて未来を創る」という演習では、ブレインストーミングを行って、SDGsを機会領域に適用するよう受講者に促す<sup>28</sup>。そのほか、ヘッドライン・ハート・ヘッド・ホープという4つの「H」によるフレームワークでピッチを行う演習<sup>29</sup>、アイデアボードを使ってアイデアを素早く可視化する演習<sup>30</sup>、チームに分かれて公共政策の在り方を論ずる演習<sup>31</sup>などが取り入れられている。

実験の実践演習の一つである「包摂的なアントレプレナーのリーダーシップ能力としてジェンダー感覚を涵養する」という演習は、受講者が自分自身の潜在的なジェンダーバイアスを認識するところから始まる。次にこれらの思い込みを、アイデアの創造・イノベーション・コミュニケーション・権限などのテーマに沿って明らかにしていく。最後に、受講者自身の環境で、より包摂的で生産的な成果を生み出すためのパイロット実験を設計する<sup>32</sup>。そのほか、ビジネスモデル・キャンバスを活用してアイデアを吟味する演習<sup>33</sup>、7週に及ぶ講義の2週目に「何かアントレプ

レナー的なこと」を行い、4週目に「今までやったことのないこと」を行い、6週目に「拒絶されると分かっていること」をするという、マインドシフトの演習などが取り入れられている。マインドシフトの目的は、結果が予測できないときに行動を起こす勇気を養い、失敗や拒絶の恐怖を克服することであるという<sup>34</sup>。

最後の省察の実践演習は、それまでの実践と異なり、内省による気づきや自己理解が求められる。内容の紹介は省きタイトルだけを並べると、「未来を思い描く」「なぜあなたに投資する必要があるのか」「自省—新たなベンチャーの立ち上げにおける創設者のアイデンティティ」「『自分』という本物のブランドを設計する」といった具合である<sup>35</sup>。

このように、バブソン大学ではアントレプレナーシップ教育としてオーソドックスなフレームワークや理論を用いる場合も、座学に留まらず実践することで受講者に深い理解を促すことができている。参照した著書『世界一のアントレプレナーシップ育成プログラム』の冒頭に書かれていることが本質的な方針を示している。すなわち『『何を教えるか』ということと同じくらい、『どのように教えるか』が重要である』ということである<sup>36</sup>。

### ③ その他の大学での先進的アントレプレナーシップ教育

U.S. News のアントレプレナー教育ランキングで2位、同じくビジネススクールランキングで首位に位置付けられているのがスタンフォード大学である<sup>37</sup>。スタンフォード大学のアントレプレナーシップ教育の方法論は、デザイン思考とリーンスタートアップに代表される。これらは限られたリソースを活用して起業を実現する方法論であり、また起業だけでなく様々な課題解決にも活用できるものである。特徴的なプログラムとしては、工学系学部とビジネススクールが共同で設立した“d.School”や、シリコンバレーで注目されるスタートアップのケーススタディをはじめとする、実用性の高い工学系学生向けのプログラムである“Stanford Innovation and Entrepreneurship Program”などが挙げられる。シリコンバレー内に位置するという地の利も十分に活かした教育を行っている<sup>38</sup>。

シンガポール国立大学では、2000年に設立されたNUS Oversea Collegeのアントレプレナーシップ教育に、2020年度までに約2,800人が参加し、その卒業生によるスタートアップが600社を超えるという成果を上げている。最大の特徴は、入学するとまずインターンとして海外のスタートアップで働くことである。起業は触れて見習う必要があると考えられているためである。インターンの派遣先は米国各地のほか、ミュンヘン、上海、北京等12都市に及ぶ<sup>39</sup>。

ミュンヘン工科大学のアントレプレナーシップ教育の最大の特徴は、大企業を含む多くの企業や、政府（EU、国、州、都市）との強力な連携であろう。提携する企業は千社に及び、そのうちBMW・ジーメンス・SAPなど百社と非常に強い関係を構築しているという。具体的には、大学から企業へ社内起業家育成や社内起業プロジェクト支援などのサービスを提供する一方、企業からはスタートアップへの出資や、学生の起業をサポートするメンターの派遣などを行っている。EU、ドイツ、Bavaria州は資金を提供し、ミュンヘン市はキャンパスの土地を提供している。講



## 日本のアントレプレナーシップ教育の課題と展望

義内容は、初期のビジネスモデル、事業計画、製品プロトタイプから、IPO に関する内容まで、スタートアップジャーニーの 90%をカバーしているという<sup>40</sup>。

このほかにも、マサチューセッツ工科大学、清華大学、浙江大学などが特徴的なアントレプレナーシップ教育を実施する大学として知られている<sup>41</sup>。+

## 5. アントレプレナーシップ教育の課題と展望

### ① 日本のアントレプレナーシップ教育の課題と展望

本稿の締切日であった 2024 年 10 月 31 日に、「ステーション Ai(エーアイ)」が開業した。ステーション Ai は、名古屋市長区鶴舞公園南側に愛知県が整備した日本最大のスタートアップ支援拠点で、名古屋大学と岐阜大学を運営する東海国立大学機構などが研究・教育に参加し、運営はソフトバンク子会社が担う。開業時に新興企業 500 社が加入し、5 年後に千社を目指すという。世界最大級のフランスの支援拠点「ステーション F」をモデルとし、米テキサス大オースティン校や中国・清華大、シンガポール国立大など、海外の大学・研究機関とも連携する。また、開設時点で、トヨタ自動車や中部電力などパートナー企業約 200 社も参画する。東海国立大学機構の松尾清一機構長は「今まで一つの大学や企業には難しかったことが横につながってできるようになる。この仕組みに貢献しない手はない」と、大学側も積極的に協力する姿勢を強調した。起業に有望な分野として、モビリティや先端材料など製造分野やバイオ・ヘルスケア分野を挙げた<sup>42</sup>。

このようにアントレプレナーシップ教育を含むスタートアップ支援の取り組みは日本でも盛んになりつつあるが、目立った成果が見えるまでには至っていない。松尾機構長は、日本のスタートアップ支援が「20 年以上遅れている」とし、図表 4 で示したコンソーシアム「Tokai-EDGE (Tongali) プログラム」などの実績を紹介しつつも「それぞれ小粒で世界から見えない」状況だったと話した<sup>43</sup>。

世界から見えないほど成果が小粒であることはもちろん問題だが、成果とは何かという点については注意が必要である。アントレプレナーシップ教育の「見えやすい」成果はスタートアップの数だが、それにも増して重要なことは、アントレプレナー的発想や振る舞いができる人材の育成であろう。その結果として、企業の中で活躍する人材も増え、スタートアップも生まれるということである。したがって、日本のアントレプレナーシップ教育の課題はまずもって、受講生が少なすぎるという点ではないだろうか。

再三触れているように、日本では毎年、学部と大学院に在籍する学生の約 1%しかアントレプレナーシップ教育を受講していない。アントレプレナーシップに興味を持つ学生が集まるバブソン大学の教員が「私たちのほとんどはすでにマネジャー的思考が得意であり…アントレプレナー的マインドセットを養うことに重点を置いている」と述べるほど、アントレプレナー的な発想や振る舞いは、教育を受けずに獲得することが難しいものである。大半の学生がその教育を受けず

に社会に出ていく日本の現状では、アントレプレナーシップの醸成は極めて困難だと言わざるを得ない。

この事態を打破するには、産学官の強力な連携による支援の仕組みを作りつつ、魅力ある教育プログラムにより学生を吸引する必要があるだろう。

ステーション Ai の取り組みはステーション F をモデルにしたスタートアップ支援の拠点だが、大学を中心に見ればミュンヘン工科大学のアントレプレナーシップ教育に通じるものでもある。筆者が客員として関わる東海国立大学機構（名古屋大学）の卓越大学院プログラムでも東海地方の企業からメンターを迎えていることから、ステーション Ai でもミュンヘン工科大学と同様の、メンターを通じた取り組みが展開されることが予想される。また、シンガポール国立大学との連携から、インターンとして海外のスタートアップで働く機会を提供するようになることも十分に考えられる。こうしてみると、産学官の強力な連携による支援の仕組み作りは、国際レベルに追いつくことがさほど難しいわけではなさそうにも見える。

より困難に思われるのが、魅力ある教育プログラムによる学生の吸引である。スタンフォード大学のデザイン思考やリーンスタートアップ、バブソン大学の様々な実践教育について、考え方やフレームワークを知識として教えている大学なら、日本国内でも少なくないだろう。問題は知識として教えるだけでは十分ではないということである。

「どのように教えるか」という点において特色ある手法を考案し、継続的に実践し、それが先輩から後輩へ口コミで広がって、アントレプレナーシップ教育を受講する学生が増えていく。しかもそのような現象が全国的に次々と起きる。そういう萌芽が目に見える形になれば、マスメディアやソーシャルメディアの力も借りて飛躍的に拡大する日が来るかもしれない。

特定の学部については、文部科学省の指導によって、アントレプレナーシップ教育を何単位か必修化するという手段も考えられなくはないが、魅力あるプログラムになる前に必修化に走れば、そういう学部を目指す学生が減るだけになる恐れもある。地に足を付けた活動が求められる。

## ② SBI 大学院大学のアントレプレナーシップ教育の課題と展望

考え方やフレームワークを知識として教えているという点では、本学でも概ね同様である。「事業計画演習ゼミ」の中で、ペルソナ分析、カスタマージャーニーマップ、アンゾフのマトリクス、ビジネスモデル・キャンバスなどを扱う教員は少なくない。また私の「オペレーションズ・マネジメント」の授業では、製品開発プロセスの中でデザイン思考の要素やリーンスタートアップについて説明しているし、SDGs 調達についても扱っている。しかし、『何を教えるか』ということと同じくらい、『どのように教えるか』が重要である」という視点に立つと、少なくとも私は多くの場合において、さしたる工夫もなくレクチャーしていると認めざるを得ない。

その中で、実践を伴う教育になっている場面も幾らか存在する。たとえば、事業計画演習の冒頭に、受講生が持つアイデアについて同僚や近い人たちに意見を聞くことを課している。その際、手放しでの賞賛や全否定ではなく、懸念される点は何か、どこを改善すれば可能性が出てく

## 日本のアントレプレナーシップ教育の課題と展望

るかといった点を聞き出すように指導している。また、事業計画演習の中盤では原価企画の観点から、PSM 分析<sup>44</sup>を行ってエビデンスを持って価格設定を行うことを課している。その際、少なくとも 20 名にアンケートを実施するよう指導している。そのほか、私の授業に限ったことではないが、毎回の報告がピッチ演習になっている。

実践を伴う教育という点について、「組織変革演習ゼミ」では、所属企業のマネジメント層にプロジェクトを説明して承認を得、定めた目標と優先課題を達成すべく活動して、その結果を発表するという建付けになっている。そのほかにも一部に実践を取り入れた授業は複数存在する。

また、「経営者に学ぶベンチャー企業経営」では、毎回アントレプレナーをゲストに招き、本学講師がファシリテーターを務めながら、ゲストからビジネスモデルや体験談を聞く。

このように SBI 大学院大学では知識の教授だけに留まらない授業も幾らか存在するが、バブソン大学やスタンフォード大学などに比べれば、その割合は少ない。特色ある魅力的な授業の開発に、引き続き努めていく必要がある。

ただし、例えば実践教育についてバブソン大学の完全コピーを目指すという姿勢は正しくないだろう。若い学部生を対象としたプログラムを、社会人としての実績を積んだ平均年齢 40 歳程度の本学の学生に課しても、うまくいくとは限らない。「どのように教えるか」が重要であるという理念は共有すべきだが、その方法は私たち自身で考え出さなければならない。

## 6. まとめ

日本で国民の起業に関する意識・認識が低い重大な理由の一つが、大学をはじめとするアントレプレナーシップ教育の立ち遅れであろう。文部科学省は次世代アントレプレナー育成事業 (EDGE-NEXT) などの施策を展開してきたが、成果は限定的である。

先進的なアントレプレナー教育を提供している海外の大学では、知識と同様に実践を重視している。バブソン大学では、『何を教えるか』ということと同じくらい、『どのように教えるか』が重要』だとして、遊び、共感、創造、実験、省察の 5 つの中核的な実践教育を実施している。スタンフォード大学では、デザイン思考やリーンスタートアップをはじめ、シリコンバレー内に位置するという地の利も活かした教育を行っている。そのほかにも特色あるアントレプレナーシップ教育を実施している大学は少なからず存在する。

アントレプレナーシップ教育を含むスタートアップ支援の取り組みは日本でも盛んになりつつあるが、目立った成果が見えるまでには至っていない。アントレプレナーシップ教育の成果として重要なのはスタートアップの数よりも、アントレプレナー的発想や振る舞いができる人材の育成であろう。その点に鑑みれば、日本のアントレプレナーシップ教育の最大の課題は受講生が少なすぎるといえる点だと思われる。

この事態を打破するには、産学官の強力な連携による支援の仕組みを作りつつ、魅力ある教育プログラムにより学生を吸引する必要があるだろう。ステーション Ai の取り組みは支援の仕組



み作りへの有効な対応策の一つであると評価できる。一方、魅力ある教育プログラムによる学生の吸引はより困難だと思われる。特色ある手法を考案し、継続的に実践し、口コミなどで広がっていく地に足をつけた活動が求められている。

SBI 大学院大学では知識の教授だけに留まらない授業も幾らか存在するが、バブソン大学やスタンフォード大学などに比べれば、その割合は少ない。社会人大学院生に対して、例えばバブソン大学の実践演習をそのまま取り入れることが有効とは限らないが、「どのように教えるか」が重要であるという理念は共有すべきであろう。特色ある魅力的な授業の開発に、引き続き努めていく必要がある。

### <注>

- 1 2021 年が約 16,100 社だったのに対し、2023 年では約 22,000 社に増えた。
- 2 2021 年が 3,305 社だったのに対し、2023 年では 1,000 社近く増え、4,288 社になった。
- 3 増えた 2 社は、GO 株式会社と Sakana AI 株式会社である。
- 4 経済産業省 (2024)
- 5 宮島堇 (2024.6.5)
- 6 参加 49 か国は次の通り。オーストリア・ブラジル・カナダ・チリ・中国・コロンビア・クロアチア・キプロス・エジプト・フランス・ドイツ・ギリシャ・グアテマラ・ハンガリー・インド・インドネシア・イラン・イスラエル・日本・ラトビア・リトアニア・ルクセンブルグ・メキシコ・モロッコ・オランダ・ノルウェー・オマーン・パナマ・ポーランド・プエルトリコ・カタール・韓国・ルーマニア・サウジアラビア・セルビア・スロバキア・スロベニア・南アフリカ・スペイン・スウェーデン・スイス・台湾・トーゴ・チュニジア・アラブ首長国連邦・英国・米国・ウルグアイ・ベネズエラ。
- 7 Babson College (2023)
- 8 文部科学省 (2021.7.30)
- 9 同前書
- 10 同前書
- 11 同前書
- 12 同前書
- 13 文部科学省 (2022)
- 14 前掲, 文部科学省 (2021.7.30)
- 15 同前書
- 16 U.S.News (2024.4.8)
- 17 Neck, Brush, & Greene (2021) (島岡・朝日・山川監訳 (2023) 『世界一のアントレプレナーシップ育成プログラム』 翔泳社)
- 18 同前書
- 19 同前書
- 20 同前書
- 21 同前書
- 22 同前書
- 23 同前書
- 24 同前書
- 25 同前書

## 日本のアントレプレナーシップ教育の課題と展望

- 26 同前書
- 27 同前書
- 28 同前書
- 29 同前書
- 30 同前書
- 31 同前書
- 32 同前書
- 33 同前書
- 34 同前書
- 35 同前書
- 36 同前書
- 37 前掲, U.S.News (2024.4.8)
- 38 文部科学省 (2021)
- 39 同前書
- 40 同前書
- 41 細沼藹芳 (2017)
- 42 中日新聞 (2024.10.13)。
- 43 同前書
- 44 PSM は Price Sensitivity Measurement で、価格感度分析ともいう。ある商品やサービスについて、「これ以上高いと買わない価格」「少し高いと思う価格」「安いので買おうと思う価格」「これ以上安いと品質が不安な価格」の 4 つを開き、上限価格・妥協価格・理想価格・下限価格を導き出す手法のことである。

### <参考文献>

- Babson College (2023) “*Global Entrepreneurship Monitor 2022/2023 Global Report*”, p154.  
<https://www.gemconsortium.org/file/open?fileId=51147>, (2024.10.4 閲覧)
- Heidi M. Neck, Candida G. Brush, & Patricia G. Greene (2021) *Teaching Entrepreneurship, Volume Two* (島岡未来子・朝日透・山川恭広監訳 (2023) 『世界一のアントレプレナーシップ育成プログラム』 翔泳社, 3/20-22/50-81/105-113/130-137/149-167/181-190/234-249/259-276/287-292/304-334/392-469 頁)
- U.S.News (2024.4.8) “Methodology: 2024 Best Business Schools Rankings”, <https://www.usnews.com/education/best-graduate-schools/articles/business-schools-methodology>, (2024.10.18 閲覧)
- 経済産業省 (2024) 「スタートアップの力で社会課題解決と経済成長を加速する」, 9 頁 [https://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/kaisetsushiryou\\_2024.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/kaisetsushiryou_2024.pdf), (2024.10.3 閲覧)
- 中日新聞 (2024.10.13)
- 細沼藹芳 (2017) 「アントレプレナーシップ教育の日・米・中比較」『SBI 大学院大学紀要 第 5 号』, 77-82 頁
- 宮島 堯 (2024.6.5) 「世界のスタートアップ・エコシステムランキング発表、日本は 21 位」JET-RO, <https://www.jetro.go.jp/biznews/2024/06/31b93e0671a185ae.html>, (2024.10.4 閲覧)
- 文部科学省 (2022) 「次世代アントレプレナー育成事業 (EDGE-NEXT) 終了評価結果について」, [https://www.mext.go.jp/a\\_menu/jinzai/edge/1400289\\_00002.htm](https://www.mext.go.jp/a_menu/jinzai/edge/1400289_00002.htm), (2024.10.6 閲覧)

文部科学省 (2021) 「令和 2 年度 大学におけるアントレプレナーシップ教育に関する調査報告書\_3 章以降」, 150/157/162-163 頁, [https://www.mext.go.jp/content/20211115-mxt\\_sanchi01-000018853\\_03.pdf](https://www.mext.go.jp/content/20211115-mxt_sanchi01-000018853_03.pdf), (2024.10.18 閲覧)

文部科学省 (2021.7.30) 「科学技術・学術審議会 産業連携・地域振興部会 (第 2 回) 『アントレプレナーシップ教育の現状について』」, 2/5-7/10-11/13 頁 [https://www.mext.go.jp/content/20210728-mxt\\_sanchi01-000017123\\_1.pdf](https://www.mext.go.jp/content/20210728-mxt_sanchi01-000017123_1.pdf), (2024.10.6 閲覧)

## 生成 AI パーソナルアシスタントが拓く起業の新時代

経営管理研究科 教授

重田 孝夫

### 【要約】

起業家に求められる資質や能力をすべて備えている人は多くありません。生成 AI のパーソナルアシスタントを導入することで、起業家は自身が不得手とする分野でも効率的に対応できるようになり、ビジネスアイデアをより円滑に実現することが可能になります。また、AI の支援により時間とリソースを節約し、より戦略的な意思決定に集中することができます。

例えば、技術畑の出身でマーケティングの知識・経験が乏しくても、生成 AI のパーソナルアシスタントは、市場調査や顧客データの分析を通じてトレンドや消費者行動のパターンを特定する支援ができるだけでなく、ブログ記事、ソーシャルメディア投稿、広告コピーなどのコンテンツを自動生成し、効率的にマーケティング活動を展開するのに役立ちます。

生成 AI パーソナルアシスタントとは、一般的な生成 AI チャットボットではなく、Open AI の GPTs や RAG を使った生成 AI のように専門分野別に学習させた特化型の生成 AI です。

### 【キーワード】

生成 AI   起業   個別支援   GPTs   RAG

### 【目次】

1. はじめに
2. 起業家の課題と生成 AI のソリューション
3. 生成 AI パーソナルアシスタントの仕組みと特徴
4. 生成 AI パーソナルアシスタントのユースケース
5. 生成 AI パーソナルアシスタント導入による効果
6. 生成 AI パーソナルアシスタントの今後の展望と課題
7. まとめ

## 1. はじめに

### 1.1 起業家と生成 AI：新たなパートナーシップの誕生

近年、人工知能（AI）の急速な発展は、私たちの生活や働き方を大きく変えています。特に生成 AI の登場は、さまざまな産業に新しい可能性をもたらし、起業家の間でも注目を集めています。生成 AI は、業務効率と生産性を向上させ、人間がより高度な思考に集中できる環境を提供します。

これまで、起業家にはビジネスアイデアの創出、市場調査、資金調達、マーケティング、経営など多岐にわたる知識とスキルが求められてきました。しかし、一人で全てをこなすのは容易ではなく、多くの起業家が時間やリソースの不足に悩んでいます。こうした状況で、生成 AI は起業家にとって強力な味方となります。

### 1.2 生成 AI パーソナルアシスタントがもたらす変革

本論文では、生成 AI の中でも特に注目すべき「生成 AI パーソナルアシスタント」に焦点を当て、起業家の環境にどのような変革をもたらすかを考察します。生成 AI パーソナルアシスタントは、OpenAI の ChatGPT や Google の Gemini のような一般的なチャットボットとは異なり、特定の業務を支援するために特化された AI モデルです。例えば、投資家向けプレゼンテーション作成や社員のコーチング、広告戦略の立案など、起業家が日々直面する課題に対して、専門知識と経験に基づいたアドバイスを提供します。

生成 AI パーソナルアシスタントの導入によって、起業家は以下のようなメリットを得られます。

- ・ 時間とコストの削減：従来、人間が行っていた多くの作業を自動化し、時間とコストを大幅に削減します。
- ・ 生産性の向上：生成 AI によるアイデア出しや資料作成の支援で、業務を効率的に進められます。
- ・ 専門知識の補完：起業家の苦手分野をサポートし、より高度なビジネスを展開できるようになります。
- ・ データに基づいた意思決定：大量のデータを分析し、最適な意思決定をサポートします。

例えば、従来は農協経由でのみ販売していたブドウ栽培家が、一般消費者向けに食用ブドウの販売を始めるケースを考えてみましょう。栽培に関する知識や経験は豊富でも、マーケティングや経営については初心者の場合、Web サイトの構築や SNS 投稿、資金計画、人材確保などの幅広いスキルが必要になります。生成 AI パーソナルアシスタントは、それぞれの分野で専門家を雇うのと同じような支援を効率的に提供するため、こうした課題の解決に大いに役立ちます。

### 1.3 分野・テーマ別の個別支援

分野やテーマごとに人間の専門家に依頼すると、多大なコストが発生します。これは、受験生が国語や数学などの教科ごとに家庭教師を雇うのと似ています。しかし、生成 AI ならば僅かな

## 生成 AI パーソナルアシスタントが拓く起業の新時代

費用で、分野ごとの支援を受けられます。例えば、2024 年の衆議院選挙では、スピーチライターを雇ったことのない政治家が生成 AI を利用し、演説原稿の作成・チェックを行いました。その結果、演説会場の聴衆に合わせたスピーチ原稿が迅速かつ低コストで作成されました。

本論文では、生成 AI パーソナルアシスタントが起業家に与える影響を多角的に分析し、以下の点を明らかにします。

- ・ 生成 AI パーソナルアシスタントが解決する起業家の具体的な課題
- ・ 生成 AI パーソナルアシスタントの具体的なユースケース
- ・ 生成 AI パーソナルアシスタントの導入によって、起業家の働き方やビジネスモデルがどのように変わるか
- ・ 生成 AI パーソナルアシスタントの今後の展望と可能性

本論文が、特にリソースが限られている起業家やビジネスパーソンにとって、新たなビジネス展開や働き方の参考になれば幸いです。また、政治家や教育者、学生など幅広い方々にも役立つ内容となることを期待しています。

## 2. 起業家の課題と生成 AI のソリューション

### 2.1 起業家が抱える多様な課題

起業家は革新的なアイデアを形にし、事業を成功させるために、多岐にわたる課題に直面しています。これらの課題は、ビジネスモデルの構築、市場調査、資金調達、マーケティング、人材育成といった広範囲に及びます。

従来、起業家はこれらの課題を、限られた時間とリソースの中で、自らの経験と知識に頼って解決してきました。今日ではインターネット環境が整っているため、ラップトップ・パソコンやスマートフォンを使い、グーグルやダックダックゴーで調べることで、必要な知識や情報を迅速に得ることが可能です。しかし、多くの問題に迅速かつ柔軟に対応することが求められる現代において、一から調査し、すべてのタスクをこなす時間的余裕はありません。

具体的に、起業家が抱える主な課題は以下の通りです。

- ・ 専門知識の不足：技術革新が進み、市場の変化も激しい中、すべての分野に精通することは難しく、特に専門性の高い分野での知識不足が課題となります。
- ・ 時間とリソースの制約：限られた時間と資金の中で多くのタスクを迅速にこなす必要があります。
- ・ 迅速かつ柔軟な対応：テクノロジーや市場環境の急速な変化により、ビジネスモデルや戦略の迅速な見直しが求められます。

### 2.2 解決できる課題

生成 AI パーソナルアシスタントは、上記の課題を解決するための強力なツールです。生成 AI

が対応できる具体的な課題は以下の通りです。

- ・ 市場調査の効率化：生成 AI は、大量のデータを短時間で分析し、市場トレンドや顧客ニーズを正確に把握できます。これにより、より効果的なマーケティング戦略の立案が可能になります。
- ・ コンテンツ作成の自動化：ブログ記事、SNS 投稿、年次報告書、プレスリリースなど多様なコンテンツを生成することで、コンテンツマーケティングの効率化が図れます。
- ・ ビジネスモデルの検証：多様なビジネスモデルを迅速にシミュレーションし、最適なモデルを選択できます。
- ・ 資金調達資料の作成：投資家向けのプレゼンテーション資料やビジネスプランを短時間で高品質に作成できます。
- ・ アイデア創出の支援：過去のデータやトレンドを基に、新しいビジネスアイデアの創出を支援します。
- ・ 人材育成の支援：人材育成プログラムの作成や社員のコーチングを支援します。

### 2.3 生成 AI パーソナルアシスタントがもたらすメリット

生成 AI パーソナルアシスタントは、単なるツールではなく、専門知識を持つパートナーとしてビジネス成功を強力にサポートします。生成 AI パーソナルアシスタントを導入することで、起業家は以下のメリットを享受できます。

- ・ 時間とコストの削減：従来手作業で行っていた業務を自動化することで、時間とコストを大幅に削減できます。
- ・ 生産性の向上：生成 AI が様々なタスクを支援することで、起業家はより付加価値の高い業務に集中でき、生産性が向上します。
- ・ 意思決定の質の向上：データに基づく客観的な分析結果を提供し、質の高い意思決定をサポートします。
- ・ リスクの軽減：計画や施策の展開に伴うリスクを事前に想定し、対策を講じることが可能です。
- ・ 出来栄の評価：投資家向けのピッチや社員のコーチングなどでの「評価」を得ることにより、実行結果の改善やスキルアップが図れます。例えば、アメリカのケネディ大統領は若い頃から有名な政治家のスピーチを学びましたが、1953 年に上院議員に就任して以降は、スピーチライターのテッド・ソレンセンから助言とフィードバックを受けてさらに上達し、1961 年の大統領就任演説や 1963 年のベルリンでの有名な演説を生み出しました。

生成 AI パーソナルアシスタントは、一般の Web 情報ではなく、特定の分野の知識やデータを学習した AI であるため、回答の正確性が高く、誤情報の混入やハルシネーションのリスクが抑えられます。



生成 AI パーソナルアシスタントが拓く起業の新時代

### 3. 生成 AI パーソナルアシスタントの仕組みと特徴

#### 3.1 生成 AI の基礎知識

生成 AI パーソナルアシスタントの仕組みを理解するには、生成 AI の基礎知識が欠かせません。生成 AI は、学習した情報をもとに、指示（プロンプト）に応じて新しいテキスト、画像、音楽などを生成する技術です。大規模なデータセットを学習することで、人間が作成したような自然なコンテンツを生成します。

生成 AI の基盤となる技術には以下が含まれます。

- ・人工ニューラルネットワーク：人間の脳神経回路を模倣した数学モデルで、大量のデータを学習することで複雑なパターンを認識します。
- ・大規模言語モデル（LLM）：膨大なデータセットで訓練された AI モデルで、次に来る単語を確率的に予測し、人間の言葉の構文や意味を理解します。
- ・自然言語処理（NLP）：人間の自然言語をコンピュータが理解し処理する技術で、生成 AI の対話機能の基盤です。
- ・機械学習：過去のデータから学習して予測や新しい情報生成を行う技術で、例えば将棋の対局データから良い手を自動で学ぶことが可能です。

#### 3.2 大規模言語モデル（LLM）とベクトル検索

生成 AI におけるベクトル検索は、大規模データから関連情報を迅速かつ正確に検索し、生成モデルに提供する重要な技術です。役割は以下の通りです。

- ・関連情報の抽出：テキスト、画像、音声などをベクトルに変換し、類似度に基づいて関連情報を検索します。
- ・生成モデルへの入力：検索結果を生成モデルの入力として使用し、より文脈に適したコンテンツ生成を支援します。
- ・パーソナライズ：ユーザーの検索履歴や嗜好に基づき、パーソナライズされた情報を提供します。

ただし、ベクトル検索には以下の課題があります。

- ・次元数の問題：高次元ベクトル空間では計算コストが増え、検索に時間がかかる場合があります。
  - ・類似度の評価：コサイン類似度など評価方法が複数あり、データやタスクに最適なものを選ぶ必要があります。
  - ・データの質：ベクトル化されたデータの質が検索精度に大きく影響します。
  - ・解釈の困難さ：高次元ベクトルは意味の理解が難しく、モデルの解釈が困難です。
  - ・前処理の重要性：トークン化、ストップワード除去などの前処理がベクトル化には不可欠です。
- ベクトル検索は高度な自然言語処理を可能にする重要な技術ですが、性能はデータの質やベク



トル化手法など様々な要素に左右されます。

### 3.3 プロンプト

生成 AI は、プロンプト（指令文）の工夫が必要です。例えば「タイガー・ウッズのメジャー優勝数は？」と聞くよりも、「ゴルフのメジャー大会の種類とタイガー・ウッズの優勝実績を教えて」と具体的に問うことで、より精確な回答が得られる可能性が高まります。

また、正解が必ずしも存在しない質問、例えば「15 歳の娘への誕生日プレゼントに何がおすすすめ？」などは、対象者の嗜好や過去の購入履歴をプロンプトに含めることで、より適した回答が得られます。このようにプロンプトの質が結果に大きく影響するため、プロンプト・エンジニアリングが重要です。

### 3.4 生成 AI パーソナルアシスタントの仕組み

生成 AI パーソナルアシスタントは、以下のような作業を通して構築します。

- ・ 専門知識の学習：現在の生成 AI は特定分野の知識をすべて学んでいるわけではないため、使用する分野の知識を学習させる必要があります。
- ・ 手順や役割の明確化：生成 AI の役割、対象ユーザー、タスク、入力・出力形式などを分野ごとに明確に設定します。これにより利用の際にプロンプト作成の手間が軽減されます。
- ・ サンプルの学習：既知の答えがない質問への対応力を高めるため、実例を学習させることで精度を向上させます。
- ・ フィードバックによる強化学習：ユーザーからのフィードバックを基にモデルを改善し、より正確な情報を提供できるようになります。

### 3.5 生成 AI パーソナルアシスタントの特徴

生成 AI パーソナルアシスタントは、一般のチャットボットに比べて以下の特徴を持ちます。

- ・ 専門知識の習得：特定分野の知識を学習し、高度な支援を提供します。
- ・ 評価能力：専門分野での計画やプレゼンテーションを評価し、フィードバックを提供します。
- ・ パーソナライズ：ユーザーの目標や過去の行動を学習し、個別対応します。

表：生成 AI パーソナルアシスタントと汎用生成 AI の違い

	生成 AI パーソナルアシスタント	汎用生成 AI（例：GPT-4）
目的	特定のタスクや分野に特化した対応	幅広いタスクや分野に対応
学習データ	特定分野のデータを重点的に使用	多様な分野・形式のデータを総合的に使用
性能	専門分野において高いパフォーマンス	多様なタスクで安定した性能

## 生成 AI パーソナルアシスタントが拓く起業の新時代

<b>使用用途</b>	特定の質問応答、文書生成、データ分析など専門用途	一般的な質問応答、生成タスク、対話全般
<b>モデルのサイズ</b>	分野特化により小規模で軽量の設計が多い	より大規模で汎用的な構造
<b>更新頻度</b>	特定タスクのニーズに合わせて更新	全般的な改善や大規模アップデートが中心
<b>利用のしやすさ</b>	専門的知識があるユーザーには直感的で扱いやすい	一般ユーザーでも直感的に利用しやすい
<b>柔軟性</b>	特定の分野や指示において最適化されている	幅広いタスクに柔軟に対応可能
<b>カスタマイズ</b>	特定タスクに合わせてさらにカスタマイズ可能	一般用途のまま使われることが多い
<b>利用コスト</b>	特定分野限定で効率化されるため低コストで運用可能	高性能であるがコストも高い
<b>例</b>	医療、法律、金融、教育など専門分野の GPT	チャット、文章生成、一般知識の回答など多用途の GPT-4

一方、繰り返し利用する頻度の少ないタスクに対して、生成 AI パーソナルアシスタントを作成するのは個人や企業にとって効率的ではありません。これが導入に向けての最大の課題でしょう。これに対しては例えば、各地方自治体が相互に利用できるプラットフォームを政府が提供するという形で対応することが求められます。

### 3.6 GPTs

OpenAI には有料会員向けに GPTs というユーザーがカスタマイズできる生成 AI サービスがあります。そしてアップル社のアプリストアと同じように一般ユーザーが作成した GPT が公開されている GPT ストアがあり、数百万の GPTs が利用可能です。

ビジネス戦略用 GPT や広告に利用する特定のテーマの画像生成用の GPT など多種多様なものが存在していますので、利用用途に応じたものを探して使ってみるのがよいでしょう。利用目的を指定すると、どんな GPTs があるのかを探してくれる GPT も存在します。

指示文や学習データをアップロードして自分で GPT を作った場合には、それらの情報を将来、自社専用のサーバーに格納して、それを利用したオリジナルの生成 AI を構築することが可能です。

## 4. 生成 AI パーソナルアシスタントのユースケース

生成 AI パーソナルアシスタントは、起業家の様々な業務を効率化し、新たな価値を生み出す可能性をもっています。ここでは、具体的な活用事例を 4 つの分野に分けてご紹介します。

### 4.1 マーケティング分野

市場調査：

- ・ 市場データを分析し、顧客のニーズやトレンドを迅速に把握できます。
- ・ 競合他社の動向を分析し、自社の強みと弱みを明確化できます。
- ・ 新規市場の開拓に役立つ情報を収集、提供できます。

コンテンツ作成：

- ・ ブログ記事、SNS 投稿、Web サイト、年次報告書、プレスリリースなどのコンテンツを作成できます。
- ・ ターゲット層に合わせたパーソナライズされたコンテンツを作成できます。
- ・ それらのコンテンツの評価、改善のための助言を提供できます。
- ・ A/B テストの結果に基づいて、コンテンツを最適化できます。

広告戦略：

- ・ ターゲット層に合わせた広告コピーを作成できます。
- ・ 広告効果を測定し、広告戦略を改善できます。

### 4.2 ビジネスモデル構築

アイデア検証：

- ・ 新しいビジネスアイデアを多角的に検討できます。
- ・ 競合との差別化ポイントを明確化できます。

ビジネスプラン作成：

- ・ ビジネスプランの骨子を自動生成できます。
- ・ 資金調達に必要な情報を効率的にまとめることができます。

### 4.3 資金調達

投資家向け資料作成：

- ・ 投資家向けのプレゼンテーション資料やビジネスプランを、短時間で高品質に作成できます。
- ・ 投資家の質問に迅速かつ的確に回答できます。

ピッチ練習：

- ・ ピッチ練習の相手として、AI を活用できます。
- ・ 投資家からのフィードバックをシミュレーションできます。

生成 AI パーソナルアシスタントが拓く起業の新時代

#### 4.4 人材育成

社員教育：

- ・ 社員向けの研修資料や教育プログラムを自動生成できます。
- ・ 個々の社員に合わせた学習プランを作成できます。

コーチング：

- ・ 社員のスキルアップを支援するコーチングを提供できます。
- ・ キャリアプランの作成を支援できます。

#### 4.5 その他

顧客対応：

- ・ 顧客の購買履歴や属性に基づいたパーソナライズされた提案を行うことができます。
- ・ チャットボット機能を活用し、顧客からの問い合わせに自動で対応できます。

プロジェクト管理：

- ・ タスク管理、スケジュール管理、進捗管理などを支援できます。

アイデア創出：

- ・ 過去のデータやトレンドを基に、新たなビジネスアイデアを考案することができます。

上記はあくまで一例であり、生成 AI の活用方法は、企業の規模や業種、そして起業家のニーズによって多岐にわたります。

### 5. 生成 AI パーソナルアシスタント導入による効果

生成 AI パーソナルアシスタントの導入は、企業、特にスタートアップ企業において、多岐にわたる効果をもたらします。

#### 5.1 生産性の向上

- ・ 作業時間の短縮：従来、人間が長時間かけて行っていた作業を生成 AI が短時間で処理できるようになります。例えば、市場調査やレポート作成、プレゼンテーション資料作成の時間が大幅に削減されます。多くの企業で事例が報告されており、レポート作成の作業時間が 2 割から 6 割削減できる場合もあります。
- ・ 創造的な業務へのシフト：ルーティンワークの自動化により、従業員はより創造的な業務に集中できるようになります。
- ・ 人材不足の補完：生成 AI は多様なタスクを同時に処理できるため、人材不足の補完としても役立ちます。

## 5.2 意思決定の質の向上

- ・ データに基づいた意思決定：大量のデータを分析し、客観的な情報を提供することで、精度の高い意思決定を支援します。
- ・ リスクの軽減：新規事業の立ち上げや戦略展開に伴うリスクを事前に想定し、回避できるようにします。
- ・ 迅速な意思決定：情報収集から意思決定までのプロセスを高速化し、アジャイルな対応が可能となります。

## 5.3 コスト削減

- ・ 人件費の削減：ルーティンワークの自動化やレポート作成の効率化により、人件費を削減できます。
- ・ 外部委託費の削減：外部コンサルタントやマーケティング会社、翻訳会社などへの依頼を減らすことが可能です。
- ・ 投資回収の可能性：生成 AI ツールへの初期投資は、生産性向上やコスト削減によって短期間で回収できる可能性があります。

## 5.4 イノベーションの促進

- ・ アイデア創出の加速：既存のデータや情報を組み合わせ、新たなアイデアを生み出すサポートができます。
- ・ 実験の加速：新しいビジネスモデルや製品の検証を迅速に行えます。
- ・ 市場変化への対応：市場環境の変化に迅速に対応し、新たなビジネスチャンスを見出します。

## 5.5 顧客満足度の向上

- ・ パーソナライズされたサービス：顧客一人ひとりのニーズに合わせたサービスを提供できます。
- ・ 迅速な対応：顧客からの問い合わせに迅速に対応できます。
- ・ 製品やサービスの質の向上：顧客の声を分析し、製品やサービスの改善に役立ちます。

生成 AI パーソナルアシスタントの導入は、企業の生産性向上、意思決定の質の向上、コスト削減、イノベーションの促進、顧客満足度の向上といった多岐にわたる効果をもたらします。ただし、データの質、セキュリティ、倫理的な課題などの問題もあります。これらの課題を克服し、生成 AI を効果的に活用することで、企業は持続的な成長を実現できる可能性を秘めています。

## 6. 生成 AI パーソナルアシスタントの今後の展望と課題

生成 AI パーソナルアシスタントは、その専門性と幅広い応用可能性から、今後も急速な普及が期待されます。本セクションでは、生成 AI パーソナルアシスタントの今後の展望と、導入に

## 生成 AI パーソナルアシスタントが拓く起業の新時代

際しての課題を考察します。

## 6.1 今後の展望

- ・ 高度な専門性：生成 AI は、より高度な専門知識を習得し、特定の業界や業務に特化したパーソナライズ支援を提供できるようになるでしょう。すでに医療分野では、診断支援や医薬品開発の支援といった用途での活用が進んでいます。今後は、産官学の協力を通じて分野別にベースモデルが開発され、プロンプトで個別情報を補う、または RAG（Retrieval-Augmented Generation）を通じて提供するといった形が広く普及していく見込みです。
- ・ 多様なモダリティ対応：生成 AI は、テキストだけでなく、画像、音声、動画など複数の形式のデータを処理し、より人間らしいコミュニケーションを実現するでしょう。
- ・ 自律学習能力の向上：過去のデータだけでなく、リアルタイム情報を収集し自己学習することで、さらに高度なタスク実行が可能になると期待されます。
- ・ 自律的なタスク遂行：2024 年 10 月に富士通がビデオ会議の会話内容から業務データを推測し、関連資料を自動生成する自律型 AI サービスを発表。スタートアップ企業サカナ AI は実験から論文執筆までを自動化するシステムを開発したと発表しています。将来的には、コンシエルジュ的な AI に質問すると、複数の AI が連携してタスクを自律的に遂行する形が一般化すると予想されます。

## 6.2 課題と解決策

生成 AI パーソナルアシスタントの活用にあたっては、以下の課題に留意する必要があります。

- ・ 倫理的な問題：学習データに含まれる偏見がコンテンツに反映される可能性があります。公平性を確保するため、多様なデータを用いて学習することが求められます。
- ・ 著作権：生成 AI が生成したコンテンツの著作権帰属の問題があり、明確なガイドラインが必要です。
- ・ プライバシー：ユーザーの個人情報保護の観点から、厳重なセキュリティ対策が求められます。
- ・ 環境への負荷：生成 AI は、大規模モデルの学習やサーバーでの大量計算により、膨大な電力を消費します。増大する需要に応じつつ環境負荷を抑えることが社会的課題です。
- ・ 説明可能性：生成 AI の判断過程がブラックボックス化しており、その決定理由の説明が難しい場合があります。

これらの課題に対して、以下の対策が考えられます。

- ・ 多様なステークホルダーとの連携：政府、企業、研究機関が連携して倫理的なガイドラインを策定し、社会全体で合意を形成します。
- ・ 透明性の確保：生成 AI のアルゴリズムや学習データの公開を進め、透明性を高めます。
- ・ 環境への配慮：消費電力が少ない AI モデルの開発に加え、用途に応じて電力消費を抑えるモデルを活用します。

これらの課題を克服し、生成 AI を社会の利益に活用するためには、さまざまなステークホルダーが協力し、持続可能な社会の実現に向けて取り組んでいく必要があります。

## 7. まとめ

生成 AI パーソナルアシスタントは、私たちの働き方や生活を大きく変え、企業の成長を加速し、社会全体の進歩に貢献する可能性を秘めています。

生成 AI パーソナルアシスタントが普及する未来社会では、次のような変化が期待されます。

- ・ 個人の能力拡張：生成 AI は人間の能力を拡張し、より創造的な活動に集中できる環境を提供します。
- ・ ビジネスモデルの変革：生成 AI を活用した新しいビジネスモデルが誕生し、既存の業界や企業に配慮しながら、社会にやさしいイノベーションをもたらすでしょう。
- ・ 生産性の向上：少子高齢化が進み労働人口が減少する社会においても、生産性の向上が実現し、より豊かな社会を目指すことが可能です。

人間と AI の共存：人間と AI が協力し合い、複雑な社会課題を解決していくことが期待されます。産官学による連携促進を図れば、生成 AI パーソナルアシスタントが社会全体で利用され、必要に応じて便利に使える仕組みが構築されることが期待されます。例えば、中学生や高校生、大学生の学校の授業を支援する生成 AI を、各学校や教師単位ではなく、国レベルで共同開発することで、導入のハードルが下がり、より多くの学生が恩恵を受けられるでしょう。同様に、地方再生や復興計画の質向上を目指した生成 AI を産官学が共同で開発すれば、地方自治体はリソースをより有効に活用できるようになります。

また、日本では他国に比べてアントレプレナーの割合が相対的に低いとされていますが、ビジネス分野で生成 AI パーソナルアシスタントを活用することで成功する起業家が増えれば、Society 5.0 時代にふさわしい産業構造の転換を円滑に進めることが期待されます。

### 参考文献

- ・ ハムザ・ムッダシル他「AI による意思決定の質は、ほぼ人間の CEO を凌駕する」Diamond ハーバード・ビジネス・レビュー、2024 年 12 月 2 日、原文は "AI Can (Mostly) Outperform Human CEOs" Harvard Business Review, September 26, 2024
- ・ グラハム・ケニー、ガンナ・ボグレブナ「戦略変更を事前に検証できる生成 AI とデジタルツインの活用」Diamond ハーバード・ビジネス・レビュー、2024 年 11 月 26 日、原文は "Digital Twins Can Help You Make Better Strategic Decisions" Harvard Business Review, September 23, 2024
- ・ ジュリアン・デ・フレイタス、エリー・オフエック「ブランドマネジメントを AI で強化する」Diamond ハーバード・ビジネス・レビュー、2024 年 12 月号 原文は "How AI Can Power

生成 AI パーソナルアシスタントが拓く起業の新時代

Brand Management” Harvard Business Review, September-October 2024

- ・本郷 喜千著『ChatGPT 誰でも 1 時間でできる！ はじめての GPTs のつくり方』standards 2024 年
- ・日立製作所 Generative AI センター監修『実践 生成 AI の教科書』株式会社リックテレコム 2024 年
- ・「25 年は AI 「代理人」 が働く」日本経済新聞 2024 年 12 月 30 日
- ・「気が利く AI マルチに働く ツールから相談相手へ変わる関係」日本経済新聞 2025 年 1 月 1 日



# ハイアール創業者<sup>ちょうずいみん</sup>張瑞敏のアントレプレナーシップ

## —アントレプレナーシップ・モチベーションを高めるため—

経営管理研究科 教授

細沼 藹芳

### 【要約】

ハイアール創業者<sup>ちょうずいみん</sup>の張瑞敏氏は如何に優れたアントレプレナーシップを育成するために3つ重要なポイントを提起した。それは「環境」、「精神力」と「働きかける力」である。「環境」はアントレプレナーシップ成長するための土壌と空間であり、「精神力」は物事を行うための意欲、自信、協調性などのことを指し、アントレプレナーシップ育成するための種となる。また、アントレプレナーシップを育成するために、個人や組織に対して、独立心、創造性、リーダーシップ、挑戦意欲を引き出し、アントレプレナーとしての資質を伸ばすための働きかけが必要である。この「働きかける力」は3つ目のポイントとなる。

本論文は張瑞敏<sup>ちょうずいみん</sup>氏のアントレプレナーシップを取りあげて、ハイアールの成功モデルを紹介した。また、「環境」、「精神力」と「働きかける力」といった3つの側面からアントレプレナーシップの育成とモチベーションを高めるための要素について考察した。

### 【キーワード】

アントレプレナーシップ アントレプレナーシップ・モチベーション ハイアール

### 【目次】

1. はじめに
2. アントレプレナーシップの先行研究
  - 2.1 アントレプレナーシップの研究方向
  - 2.2 起業意志に関する研究例：Olivier Giacomini ら（2011）の研究
  - 2.3 アントレプレナーシップ教育、育成と気質に関する研究例：金間（2018）の研究
  - 2.4 アントレプレナーシップの構成要素と特質に関する研究例：佐藤（2006）の研究
  - 2.5 アントレプレナーシップの教育に関する研究例：細沼（2017）の研究
3. ハイアール社創業者<sup>ちょうずいみん</sup>張瑞敏のアントレプレナーシップ
  - 3.1 ハイアールという企業

## ハイアール創業者張瑞敏のアントレプレナーシップ

### 3.2 ハイアールの成功要因

### 3.3 張瑞敏ちょうずいみんと社内起業家

### 3.4 張瑞敏ちょうずいみんのアントレプレナーシップの特徴

## 4. 「従業員一人一人が CEO」→社内起業家輩出の秘訣

### 4.1 ハイアール ME の種類

### 4.2 ハイアール ME の特徴

### 4.3 ハイアール ME の強み

## 5. 考察

### 5.1 「環境」

### 5.2 「精神力」

### 5.3 「働きかける力」

## 1. はじめに

アントレプレナーシップ教育、育成と気質といった研究分野において、日本国内ではアントレプレナーの気質、起業意欲やアントレプレナーシップ・モチベーションに関する研究蓄積が乏しいと指摘されたことがある。また、アントレプレナーは生まれながらの資質だけではなく、むしろ生後の環境や知識に大きく影響されるものであると指摘されたこともある。

世界的に注目されているアントレプレナーの一人はハイアールグループ創設者の張瑞敏ちょうずいみんである。張瑞敏ちょうずいみんは2015年、2017年、2019年と2021年に、連続4回「Thinkers 50」（2年に1度選ばれる世界の経営思想家トップ50）に選ばれ、特に彼のアントレプレナーシップが世界的に注目されている。2021年11月5日、張瑞敏ちょうずいみんが取締役会長を辞任した。彼は経営の表舞台から姿を消したが、彼が生み出した伝説的なビジネスモデルと経営理念が受け継がれ、ハイアールに影響を与え続けている。

張瑞敏ちょうずいみん氏は如何に優れたアントレプレナーシップを育成するために3つ重要なポイントを提起した。それは「環境」、「精神力」と「働きかける力」である。

本論文は張瑞敏ちょうずいみん氏のアントレプレナーシップを取りあげて、ハイアールの成功モデルを紹介した上で、「環境」、「精神力」と「働きかける力」といった3つの側面からアントレプレナーシップ・モチベーションを高めるためのポイントを確認することを目的としている。

## 2. アントレプレナーシップの先行研究

### 2.1 アントレプレナーシップの研究方向

アントレプレナー（Entrepreneur）という言葉は、日本では「起業家」「企業家」というような翻訳されることが多い。そのため、アントレプレナーシップ（Entrepreneurship）という言葉

は「起業家精神」、あるいは「企業家精神」と翻訳されることが多い<sup>1</sup>。一方、「企業家精神」について、デジタル大辞泉（小学館）では「新しい事業の創造意欲に燃え、高いリスクに果敢に挑む姿勢」とであると定義した。アントレプレナーシップは事業の創造などに対する創造意欲を持って挑戦し、困難にも立ち向けてやり遂げていく姿のことだと理解できる。

アントレプレナーシップに関する研究は 20 世紀後半から盛んになり、研究方向が大きく 2 つに分かれている。1 つ目はアントレプレナーシップの定義、重要性和理論レベルに関する研究である。2 つ目は、起業意識、アントレプレナーシップ教育、育成と気質に関する研究である。本論文は 2 つ目の内容を中心に一部の研究例をレビューする。

## 2.2 起業意識に関する研究例：Olivier Giacomini ら（2011）の研究

Olivier Giacomini ら（2011）では、アメリカ、アジアとヨーロッパの学生たちの起業の意識、動機、起業する際に起こりうる障害的要素、および異なる地域によって生じる文化的要素などについて述べた。Olivier Giacomini ら（2011）において、アントレプレナーシップ・モチベーションの要因として以下の 5 つのグループが挙げられた。1）最初のグループは、「組織のトップであること」、「人を管理する」、「雇われ側の給料よりも稼ぐ」、「個人の富を築く」、「高い社会的地位を得る」、「家族の伝統を継承する」といった 6 つの要素の結合である。この結合は富・利益の追求や社会的地位の追求を表すものである。2）第 2 のグループには、「自分のアイデアを実行するチャンス」、「個人の独立」、「経済的に自立するチャンス」の 3 つの動機が含まれる。3）第 3 のグループには、「自分自身で何かを創造する」、「雇用を創出する」の 2 つの動機が含まれる。4）第 4 のグループは、「生活の質を向上させる」と「自由な時間を増やす」という 2 つの動機で構成されている。これは自己啓発的なモチベーションと指摘された。5）最後のグループには、「公正な報酬を受け取る」、「専門職への不満」、「適切な仕事を見つけるのが難しい」という 3 つの動機で構成されている。これは専門家への不満によるアントレプレナーシップ・モチベーションの向上要因であると指摘された<sup>2</sup>。

アントレプレナーシップ・モチベーションとして、上記 5 つのグループ、16 個の要因が挙げられたが、学生たちの出身地によって、重視された要因の順位が異なる。まず、インド出身の学生にとって、富・利益と社会的地位の追求というモチベーションが、他のグループの要因と比較して最も重要であると指摘され、アメリカ出身の学生と中国出身の学生の場合はインド出身の学生と同じ傾向があり、やや高いである。最も低いのはスペイン出身の学生である<sup>3</sup>。また、独立へ

1 細沼薫芳「アントレプレナーシップ教育の日・米・中比較」『SBI 大学院大学紀要（アントレプレナーシップ特集 第 5 号）』2017 年、p83。

2 Olivier. Giacomini, Frank. Janssen, Mark. Pruett, Rachel. S. Shinnar, Francisco. Llopis and Bryan. Toney, Entrepreneurial intentions, motivations and barriers: Differences among American, Asian and European students, International Entrepreneurship and Management Journal, 7 (2), (2011), p.227。

3 Olivier Giacomini ら（2011）, p.229。

## ハイアール創業者張瑞敏のアントレプレナーシップ

の欲求は、アメリカとインド出身の学生にとって最も重要である。さらに、ベルギー、インド、アメリカ、中国出身の学生にとって、第3グループの「何かを創造する」が大きなモチベーションになる。特に中国出身の学生は「何かを創造する」ためのビジネスを始めることに敏感であると指摘された。一方、第4グループで示された自己啓発的要因は、アメリカ出身の学生が最も敏感であり、第5グループで示された「専門家への不満」といった要因はインド出身の学生が最も敏感であると指摘された<sup>4</sup>。

## 2.3 アントレプレナーシップ教育、育成と気質に関する研究例：金間（2018）の研究

金間（2018）では、アントレプレナーシップ教育、育成と気質といった研究分野をさらに詳しく整理し、研究方向を以下の3つとまとめた。1）アントレプレナーシップを育成する仕組みや教育プログラムに関する課題、2）意欲、態度、場の形成など、アントレプレナーの気質に関する課題、3）歴史、国民性、商習慣など、国や地域によって異なる文化や地理的要因に関する課題<sup>5</sup>。

また、論文の中で、「アントレプレナーの気質や起業意欲については、残念ながら最も研究蓄積が乏しい領域と言える…ただし、やはり国内では乏しいものの、世界的には一般にアントレプレナーシップ・インテンションというキーワードで研究蓄積が急速になされつつある。特に、アントレプレナーシップ教育の効果はこのアントレプレナーシップ・インテンションの向上に表れているとする研究報告は多い<sup>6</sup>」と指摘した。

さらに、「アントレプレナーというのは生まれながらの資質ではなく、むしろ生後の環境や知識が彼らの起業意欲に影響を与える<sup>7</sup>」とレビューした。金間（2018）では、大学生や大学院生のアントレプレナーとしての気質について実証研究を行い、日本の大学生の起業意欲が低いと指摘した。なぜならば、日本の大学生が起業を意識する際に、「個として独立するため」「組織の長になるため」「仕事造りのため」「人を雇い管理するため」といった4つの要素が低いと指摘し、その低さが起業のモチベーションの低さに繋がると思われる。一方、「地域社会に貢献するため」といった要素が起業モチベーションの向上に繋がっていると指摘した。

## 2.4 アントレプレナーシップの構成要素と特質に関する研究例：佐藤（2006）の研究<sup>8</sup>

佐藤（2006）はアントレプレナーシップの心理学的特徴と成功した企業家の特徴について分析した。この研究で、アントレプレナーシップの一つ重要な構成要素は「好奇心の発現と充足」

<sup>4</sup> Olivier Giacomini ら（2011）, pp.229-230。

<sup>5</sup> 金間大介「若年人材のアントレプレナーシップ・モチベーション」『研究 技術 計画』Vol. 33, No. 2, 2018, pp134-135。

<sup>6</sup> 金間大介、2018, p.135。

<sup>7</sup> 金間大介、2018, p.136。

<sup>8</sup> 佐藤善信「企業家精神の心理的分析」『ビジネス&アカウンティングレビュー』2006-03-30 関西学院大学専門職大学院経営戦略研究科、pp.29-44。

と「好奇心と不安の克服」であると指摘した。具体的に言えば、「「好奇心は、新規性、複雑性、不確実性、そして葛藤といった特性を持つ刺激や活動に対するプロアクティブで意図的な行動を促す」が、そのことは必然的に、当事者を「新規性、複雑性、不確実性、そして葛藤」という矛盾した未知の情報や体験に直面させることになる。この場合に、そのような情報や体験に不安を感じるなら、好奇心が十分に発揮されなくなる。それでは、好奇心の発現にともなう不安を克服する要因」がアントレプレナーシップの重要な構成要因である。

佐藤(2006)はアントレプレナーシップのもう一つ重要な構成要素は、「ポジティブ・エモーション（以下は PE と称す）と自己効力感<sup>9</sup>」であると指摘した。PE は肯定的、嬉しいや楽しいなどの前向きの感情である。PE の役割について、Barbara L. Fredrickson (2001)<sup>10</sup> は「The Broaden-and-Build Theory of Positive Emotions (PE の拡大と構築理論)」という理論を提起した。この理論によれば、ポジティブな感情の経験が人々の瞬間的な思考と行動のレパートリーを広げ、それが身体的（物理的）、知的リソースから社会的、心理的リソースに至るまで、永続的な個人的リソースを構築するに役立つとのことである。一方、佐藤(2006)は Barbara L. Fredrickson の理論を使って、「起業家にとって夢（希望）の追求が重要なことは言うまでもない。夢の追求は、典型的な内発的動機づけであるし、また希望（夢）は最も強力な PE の一つである<sup>11</sup>」と指摘し、さらに「成功した企業家に共通したさらなる特徴は、自己の課業遂行能力に対する自己認識である自己効力感の高さである<sup>12</sup>」と指摘した。

## 2.5 アントレプレナーシップの教育に関する研究例：細沼（2017）の研究

細沼(2017)<sup>13</sup>ではアントレプレナーシップについての先行研究をレビューした。論文の中では、まずアントレプレナーシップの諸概念に関する先行研究をレビューし、日本、アメリカ、中国におけるアントレプレナーシップ教育の特徴と実態について説明した。また、アントレプレナーシップ教育の有効性を高めるため、「基礎教育の段階からアントレプレナーシップ教育を行う」、「地域発展とアントレプレナーシップ教育との一体化」、「女性向けのアントレプレナーシップ教育を強化する」、「教育内容とサポート体制の整備」、「教員の質の向上」の重要性を提起した。

ただし、その論文において、アントレプレナーシップ・モチベーションといったテーマに関して触れてなかった。

<sup>9</sup> 佐藤善信（2006）、p.35。

<sup>10</sup> Barbara L. Fredrickson (2001) , “The Role of Positive Emotions in Positive Psychology: The Broaden-and-Build Theory of Positive Emotions” , Am Psychol. 2001 March; 56(3): 218-226.

<sup>11</sup> 佐藤善信（2010）、p.37。

<sup>12</sup> 佐藤善信（2010）、p.38。

<sup>13</sup> 細沼藹芳、2017、pp.71-89。

ハイアール創業者張瑞敏のアントレプレナーシップ

### 3. ハイアール社創業者 張 瑞敏<sup>ちょうずいみん</sup>のアントレプレナーシップ

#### 3.1 ハイアールという企業

ハイアールは中国の山東省青島市を本拠地とする中国を代表する企業の一つである。1984 年創業ごろのハイアールは、扇風機、冷蔵庫などを生産する民営の工場で、経営不振のため、倒産寸前まで陥った。1984 年以後のハイアールはイノベーションと組織変革などを行い続け、「ブランド確立戦略（1984 年～ 1991 年）」、「多角化戦略（1992 年～ 1998 年）」、「国際化戦略（1999 年～ 2005 年）」、「グローバル・ブランド戦略（2006 年～ 2012 年）」、「ネットワーク戦略（2012 年～ 2019 年）」、と「エコシステムブランド戦略（2019 年 12 月～現在）」などの発展段階を経て成長してきた<sup>14</sup>。

2024 年 10 月時点でハイアールの HP が公開されている情報によれば、ハイアールグループの事業展開は現在 160 カ国と地域に及んで、10 億人以上のユーザーにサービスを提供している。「ハイアールスマートホーム」、「ハイアール電器」、「ハイアール・バイオメディカル」、「盈康生命」といった上場企業 4 社を含め、ユニコーン企業 5 社、ガゼル企業 22 社、等数多くの事業を創出している。また、これらの幅広い事業を支えているのは、ハイアールグループのグローバルネットワークである。ハイアール社は世界中に 10+N のオープン・イノベーション・システム、25 カ所の工業団地、122 カ所の製造拠点、108 カ所のセールス拠点と 143,330 カ所に及ぶ販売ネットワークを有している。さらに、ハイアールは IoT 時代をリードするエコシステムを発展させ、初めてかつ唯一の IoT エコシステムブランドとして「世界で最も価値のある 100 ブランド」に入選された<sup>15</sup>。

一方で、「世界で最も価値のある 100 ブランド」とはマーケティングデータおよびアナリティクスの世界でブランド評価専門として有名なカンター社（KANTAR 本社：ロンドン）が発表されたランキングである。2019 年 6 月 11 日、「2019 BrandZ Top 100 Most Valuable Brands in the World」のリストがニューヨークで正式に発表され、ハイアールは「Internet of Things Ecological Brand」として選ばれた。「Internet of Things Ecology」は 2019 年の BrandZ Global List の新しいカテゴリーであり、ハイアールはこのカテゴリーでリストに載った世界初のブランドとなった<sup>16</sup>。なお、2024 年 10 月時点、ハイアールは 6 年連続で「世界で最も価値のある 100 ブランド」にランクインした。2019 年に 89 位で、2024 年は 58 位と順位を上げている<sup>17</sup>。

<sup>14</sup> 細沼藹芳「組織変革とダイバーシティ経営の推進～ハイアール社の組織変革の事例を中心に」『SBI 大学院大学紀要』第 10 号、2023 年、pp.43-44。

<sup>15</sup> ハイアール社 HP より編集 [https://www.haier.com/jp/about-haier/haier-group/?spm=jp.Contact.HaierJP\\_pad.footer\\_141106\\_20190530.1](https://www.haier.com/jp/about-haier/haier-group/?spm=jp.Contact.HaierJP_pad.footer_141106_20190530.1)（閲覧日：2024.10.2.）

<sup>16</sup> ハイアール社（中国）HP：<https://www.haier.com/about-haier/history/>（閲覧日：2024.10.2.）

<sup>17</sup> 「ハイアールは、6 年連続で「最も価値あるグローバル・ブランド TOP100」にランクイン」Haier Japan Region「New Release」2024 年 6 月 17 日。<https://haier.co.jp/images/2024/06/ec8ca560d7885ec93b9a322038c43902.pdf>（閲覧日：2024.10.2.）



また、ハイアール社の業績も注目されている。Gary Hamel & Michele Zanini (2023) によれば、「過去 10 年間、ハイアールの中核である家電事業は、粗利益が年率 22%、売上高が年率 20% 増加する勢いで成長を続けてきた。また、同社はベンチャー企業の設立によって、20 億ドル以上の株式時価総額を創造している<sup>18)</sup>」。ハイアール社のこのような実績を有し、名実ともに世界的トップレベルの企業となっている。

### 3.2 ハイアールの成功要因

Gary Hamel & Michele Zanini (2023) はハイアールの成功要因が、従来型のマネジメント・モデルを徹底的に見直した結果であり、ハイアールの会長兼 CEO、張瑞敏<sup>ちようずいみん</sup>が率いた型破り的な改革の結果であると指摘した。具体的に、Gary Hamel & Michele Zanini (2023) は張瑞敏<sup>ちようずいみん</sup>の改革が以下の 3 つの目的にフォーカスしていると述べた。1) 全従業員を起業家に変える。2) 従業員とユーザーの距離を「ゼロ」にする。3) ウェブを中心として拡大し続けるエコシステムの中で、ハイアールが中核企業となる<sup>19)</sup>。

また、これらの目的を達成するためのビジネスモデルは 2005 年に導入された「人単合一」(RenDanHeYi: integrating order with personnel) モデルと、2012 年に導入された「人単合一」(RenDanHeYi) 2.0 (Win-Win) モデルであったと指摘された<sup>20)</sup>。このモデルの一番大きな特徴は従業員を社内起業家のように扱うだと言われている。

張瑞敏<sup>ちようずいみん</sup>は「人単合一」の本質について以下のように語った：「全従業員がユーザーへの価値創造に直接責任を負い、従業員一人一人が CEO になる」<sup>21)</sup>。従業員全員が社内起業家になり、彼らは自分のプロジェクトやチームをリードする責任感を持ち、また自由度や決裁権があることに 1 つのモチベーションになるだろう。さらに、社内起業家が新しいビジネスモデルや製品、サービスを創出し、成功させることも重要なモチベーションになる。従業員の潜在能力を掘り起こし、組織の活性化ができたことがハイアールの一つの成功要因であると考えられる。

### 3.3 張瑞敏<sup>ちようずいみん</sup>と社内起業家

張瑞敏<sup>ちようずいみん</sup>はハイアール社の創業者である。2013 年に張瑞敏<sup>ちようずいみん</sup>は社内ベンチャー (VB) 制度を導入し、「これからは 6 万人の社員一人ひとりが創業者でなければならない<sup>22)</sup>」と語った。2016 年 6 月の『日本経済新聞』は、ハイアールが「誕生させた VB は 3 年で 180 社。新事業の立ち上

<sup>18)</sup> Gary Hamel & Michele Zanini『ヒューマノクラシー「人」が中心の組織をつくる』英治出版、2023。Kindle 版、p.180 (全 548 ページ)。

<sup>19)</sup> Gary Hamel & Michele Zanini (2023)、p.180。

<sup>20)</sup> 細沼藹芳 (2023)、p.50、p.52。

<sup>21)</sup> 焦玲玲「“希望交出去的不是一个帝国、而是一个生态系统” 海尔张瑞敏“交棒”」中国房地产报、2021.11.15、第 009 版、p.2。

<sup>22)</sup> 「ハイアール、社内 VB で変革へ 人材・アイデア発掘」『日本経済新聞』、2016 年 6 月 17 日。  
<https://www.nikkei.com/article/DGXLZ003709370W6A610C1FFE000/> 閲覧日：2024.10.2)

## ハイアール創業者張瑞敏のアントレプレナーシップ

げにとどまらず既存事業との相乗効果を引き出し、成熟市場での新たな生き残りの道を探る…妊婦向けのテレビ台、スマート宅配ボックス、考える電子オープンなど小回りのきく VB ならではのアイデア商品を生み出してきた。100 社以上が年商 1 億元以上だ」<sup>23</sup>と報道した。

誕生された VB の特徴について、以下のように述べられた。「社内 VB を育む仕掛けが青島市内のハイアール本社工場の一角にあるインキュベーション施設「創客基地」だ。本社工員や工場従業員らが立ち上げた数十社が入居する。工場がすぐそばにあるから生産や品質検査などの工場設備を借りられる。法務や税務などは社内の専門部署が全面支援。一方で VB を立ち上げる社員にも出資を義務付け、経営することの自覚を持たせる。」<sup>24</sup>

通常の起業と異なり、社内起業家はハイアールのリソースを活用することができ、ある程度リスクを抑えることが可能だと考えられる。要するに、社内起業家たちはマーケティング、法務、情報、ブランドなど、ハイアールに必要なサポートを獲得しやすい環境にいる。さらに、経営することの自覚を従業員に持たせることで、従業員一人一人のモチベーションを高め、企業全体の競争力の向上に繋がると考えられる。2013 年以後、ハイアールは積極的に社内起業家を発掘し、育成し、サポートをしつつある。

### 3.4 張瑞敏のアントレプレナーシップの特徴

張瑞敏はアントレプレナーシップの本質について、以下のように語った：「新しい時代のアントレプレナーシップは企業家自身の理念に基づいていなければならない。企業家はその使命感を持ちながら、あらゆるリソースを計画的に管理し、活用し、従業員たちが十分に活躍できるようなプラットフォームを構築する必要がある。そして、従業員たちはこのプラットフォームを通じて、自分自身の伝説を作れるようにすること<sup>25</sup>」。また、彼はアントレプレナーの育成が「木」を育つことではなく、「アントレプレナーシップを森のように成長させること<sup>26</sup>」と語った。

彼はこの理念に基づいて、従来の階層的な組織を解体し、よりフラットで自律的なプラットフォーム組織へと変革させた。従業員は自ら意思決定を行い、自律的に動くことが求められている。ハイアールでは、従業員が「ミニ CEO」として小さなビジネスユニット＝ME を運営することで、責任感とアントレプレナーシップの向上を図っている。目指ことはたくさんの従業員がアントレプレナーになり、「アントレプレナーシップを森のように成長できること」である。

## 4. 「従業員一人一人が CEO」→社内起業家輩出の秘訣

前述したように、2013 年に張瑞敏は社内ベンチャー（VB）制度を導入した。それを機にハイ

<sup>23</sup> 『日本経済新聞』2016 年 6 月 17 日、同上。

<sup>24</sup> 『日本経済新聞』2016 年 6 月 17 日、同上。

<sup>25</sup> 張瑞敏「讓企業家精神成長為一片森林」『南方企業家』2017.10。p21。

<sup>26</sup> 張瑞敏（2017）、p.21。



アールの社内からたくさんのアントレプレナーが誕生された。ハイアールの社内ベンチャーは ME とも呼んでいる。ME はマイクロエンタープライズ（小規模事業）の略である。2023 年時点で、ハイアールは「自社を 4000 以上もの小規模事業（ME）に分割した。1 つの ME の人員は 10 ～ 15 人程度だ<sup>27</sup>」と述べられた。社内起業家輩出の秘訣の 1 つは ME の成功だと考えられる。

#### 4.1 ハイアール ME の種類

Gary Hamel & Michele Zanini (2023) はハイアール ME の種類と特徴について説明した<sup>28</sup>。

##### 1) 「自己変革型 ME」

ハイアール ME の 1 つのタイプは自己変革型 ME である。このタイプの ME はハイアール従来の家電事業部から生まれたものである。ME のメンバーは市場や顧客に直接向き合い、変化する市場と顧客ニーズに誰よりも早く対応することが求められる。このタイプの ME はハイアール社内に凡そ 200 個あると言われている。また、このタイプの ME は「ユーザー ME」とも呼ばれている。

##### 2) 「インキュベーター ME」

2 つ目のタイプはインキュベーター ME である。このタイプの ME は自社発の新しいスタートアップ企業、特にフィンテックのスタートアップ企業がほとんどである。これらの ME が自律的に市場で新しい価値の創出を図っている。社内には凡そ 50 個あると言われている。

##### 3) 「ノード ME」

3 つ目のタイプはノード ME である。このタイプの ME は「自己変革型」などの ME に部品を設計、製造、販売、マーケティング、人事などのサポートを行う ME である。ノード ME は凡そ 3800 個があると言われている。

#### 4.2 ハイアール ME の特徴

##### 1) ME の結成は自由で、自主的である。

ME は社内の指示で作られたものではなく、従業員たちが自由で、自主的に作った組織である。例えば、社内起業家を目指している従業員はオンラインでアイデアを投稿し、そのビジネスに興味を持っている人を募集し、支持や合意などを得れば、ME を結成することになる。

##### 2) サイバースペース上で ME が連携している。

ハイアールは IoT 時代の企業として、サイバースペース上で其々の ME が連携できるように構築されている。その特徴について、「ウェブは非常に多様でありながら、共通の技術基準によってまとめられている。それによって、サイバースペースのなかを行き来できるし、サイドどうし

<sup>27</sup> Gary Hamel & Michele Zanini (2023)、p.181。

<sup>28</sup> Gary Hamel & Michele Zanini (2023)、pp.181 - 182。

## ハイアール創業者張瑞敏のアントレプレナーシップ

がデータなどの共通の資源を交換できるようにもなっている<sup>29)</sup>と指摘された。個々の ME の間で情報、技術、顧客基盤などのリソースがよりタイムリーで、スムーズに共有できるような環境が築きされ、シナジー効果の向上が期待できると考えられる。

### 3) 市場の視点から成長の目標を設定する。

ME が目標を設定する際に、昨年の業績を基準として考えるのではなく、「外側から」考えて設定すると言われている。「外側から」というのは、外部の専門調査機関によって、「製品ごとに世界中の成長率のデータを集め、それを使って ME の目標を設定する<sup>30)</sup>」。例えば、「自己変革型 ME」は、調査機関を使って、市場における特定のセグメント、製品カテゴリーの規模と成長を予測し、成長率のデータを作成する。さらに、地域を細かく分けて、細かい市場やユーザーの情報を収集する。これらの総合的な情報をベースに ME の目標を算出する。一方、製造関係の「ノード ME」は、外部のベンチマークを参考にして、コストの削減、納期の短縮、品質の改善などの目標を設定する。Gary Hamel & Michele Zanini 氏はこのような成長目標のことをリーディング・ターゲットと呼んでいる。

### 4) ME 同士は自由に交渉し、合意ができた場合は契約などを結べられる。

ハイアールの ME は他の ME と自由に交渉し、契約などを結ぶことが可能である。具体的には以下のように述べられている。「すべての ME は他の ME と自由に契約できるし、契約しなくてもよい。一般的に、ユーザーとなる 1 つの ME は 10 あまりのノード ME と契約を結んでいる。もし、外部の業者のほうが必要に合ったサービスを提供してくれると思ったら、外部の業者と契約できる。社内でも社外でも、ほぼ上級幹部の介入なしに、交渉して合意を結ぶことができる<sup>31)</sup>」。

従来の大企業の場合は、研究開発、製造、財務、IT、人事などのサポート部門は現場の事業部門にサービスを提供し、例えそのサービスが非効率だったとしても、独占的にサービスを継続的に提供できる状況である。また、社内取引の価格は上級管理者などによって決められることが一般的である。一方、ハイアールの自己変革型 ME は、自分たちの成長目標（リーディング・ターゲット）を念頭に置いて、ノード ME に入札を求め、ノード ME を選ぶ。買い手の ME と売り手の ME はサービスの内容、値段などについて交渉し、合意ができた場合は契約を結ぶことになる。競争力のない、あるいは求めているサービスを提供できないノード ME は事業を停止される可能性がある。

### 5) ME の報酬は事業の業績に左右される。

ME たちが結んだ契約の中に、ノード ME の報酬は自己変革型 ME の業績に連動するというような条項が明記されている。要するに、すべてのノード ME に所属している従業員たちの報酬は自己変革型 ME の業績に左右される。

<sup>29)</sup> Gary Hamel & Michele Zanini (2023)、p.182。

<sup>30)</sup> Gary Hamel & Michele Zanini (2023)、pp.182-184。

<sup>31)</sup> Gary Hamel & Michele Zanini (2023)、p.186。

## 6) ME は大幅の裁量権を持つ。

ME のメンバーは経営責任者になり、大幅の裁量権を持ちながら、ME の運営を行う。具体的に以下の裁量権を持つ<sup>32</sup>。

- ・ 戦略の面：どんなビジネスを行うかを決め、社内あるいは社外の事業体とパートナーシップを結ぶ権利を有する。
- ・ 人材の面：人材を採用し、役割を割り当て、職場での互いの関係を定義する権利。
- ・ 分配の面：賃金を決め、ボーナスを支給する権利。

## 7) ME の責任と分配

ME が持つ大幅の裁量権には大きな責任が伴う。各 ME の成長目標は、役割別に週ごと、月ごと、四半期ごとの目標に分解され、ME メンバーの業績を評価する。また、ME メンバーの基本給が低く設定され、基本給の他には成果給が設置されている。成果給の支給基準は以下 3 つの業績数値を超えているかどうかで判断される<sup>33</sup>。

- ・ ベースライン：ME の業績（売上、利益など）がベースラインの目標を超えたら、メンバーたちには超えた分の業績に応じてボーナスが支給される。
- ・ VAM(バリュー・アジャステッド・メカニズム)：VAM は Value Adjusted Mechanism の略である。ハイアールはこの VAM 指標を使って、ME が予測された利益や収益目標に達したかどうかを確認し、その結果に応じて報酬、インセンティブなどが決められる。具体的な評価方法について、Gary Hamel & Michele Zanini(2023)は以下のように説明した。「四半期のベースラインとリーディング・ターゲットの中間点である VAM 目標を超えると、チームのボーナスは 2 倍になる。この時点、従業員は自分自身の資金を投資するオプションを手に入れる。通常は特別の投資アカウントに 1 万 5000 元(約 2200 ドル)を入れられる。次の四半期も VAM 目標に到達すると、投資金額から 100% の配当を受けられる」。
- ・ VAM 年間目標：VAM 目標を 4 回連続で超えることができれば、チームがプロフィット・シェアリング (Profit Sharing) の権利を得られるようになる。ハイアールの Profit Sharing 権利は一種の利益分配制度である。純利益のうち VAM 目標を超えた分の 20% が ME チームに分配される。また、20% のうちの 30% は翌年のボーナス資金としてプールされる。Gary Hamel & Michele Zanini (2023) の調査によれば、ME がリーディング・ターゲットに達した年には、利益分配額がさらに増え、時には 40% を超えることもある。

## 8) ME リーダーの競争制度

ハイアール文化の 1 つは、「従業員一人一人が CEO」である。従業員の誰であっても、もし新しいアイデアを持っていれば、新しい ME を作って、チームメンバーを率いて、社内起業ができる。

一方、もし ME が「3 か月連続でベースラインの目標を達成できないと、自動的にリーダーの選挙がスタートする。ベースラインの目標を達成できても VAM 目標を達成できないと、メンバー

<sup>32</sup> Gary Hamel & Michele Zanini (2023)、p.202。

<sup>33</sup> Gary Hamel & Michele Zanini (2023)、pp.202-204。

## ハイアール創業者張瑞敏のアントレプレナーシップ

の3分の2の賛成があれば、リーダーをやめさせることができる<sup>34</sup>。新しいチームリーダーの選出は競争である。立候補たちはチームメンバーの前に自分の事業計画をプレイステーションする。メンバーたちはその中から新リーダーを選ぶ。万が一、立候補たち全員がチームメンバーに支持を得られない場合は、チームリーダー選挙が最初からやり直しになる。

ハイアールの文化では、従業員の誰であっても、自分がMEのリーダーに相応しいと考えたら、チームに立候補できるし、また他のMEに売り込むこともできる。もし、その人の事業計画に説得力があれば、チームリーダーの交代も可能になる。

### 4.3 ハイアールMEの強み

ハイアールのMEは従来の巨大な組織をたくさん小規模の自律的な事業ユニットに分割することで、組織の活性化や組織全体目標の達成を図る経営手法である。MEの強みは以下であると考えられる。

#### 1) 組織の成長目標の明確さ

各MEは明確なリーディング・ターゲットを設定し、成長目標を達成させる責任を持つ。各MEは企業内の起業家集団として組織を運営し、MEリーダーとメンバーたちは自主的に戦略を策定し、明確な責任を持ちながら事業を運営する。

#### 2) 徹底的なユーザー中心主義

ME(特に自己変革型ME)は市場・ユーザーを直接に相手にする。「ゼロ距離」を目指しながら、ユーザーのニーズを迅速的に吸い上げる。自己変革型MEはノードMEと協働し、目指すのは最適な製品やサービスを最短納期で提供することである。ユーザー満足を最優先的に実現できることが大きな強みになる。

#### 3) 活発的なイノベーション活動

ハイアールのイノベーションの起点は「ユーザー中心」である。各MEはユーザーのニーズやフィードバックに応じて製品やサービスの開発を行う。また、オープンイノベーションがハイアールイノベーションのもう一つの特徴である。ハイアールは、外部企業、学術機関、専門家などと連携したオープンイノベーションを推進している。自社単独では得られない新しい技術やノウハウを活用し、より豊富なアイデアの創出を図る。

#### 4) プラットフォーム構造の活用

ハイアールのプラットフォームは「ユーザー価値の創造」を中心としたエコシステム型プラットフォームである。社内のMEチーム、社外のパートナー、ユーザーが協働で価値を創造できるように構築されている。ハイアールのすべてのMEは何らかのプラットフォームに所属している。ME間の連携のチャンスを見つけ、促進することがプラットフォームオーナーの仕事である。

また、ハイアールのプラットフォームは、ユーザーのニーズを出発点とし、製品開発やサービ

---

<sup>34</sup> Gary Hamel & Michele Zanini (2023)、p.203。

ス提供を進める「ユーザー中心主義」を徹底している。このプラットフォームはオープンイノベーションの考えを取り入れた。要するに、外部のパートナー、専門家やスタートアップ企業などのリソースを取り入れて、新しい製品やサービスを迅速に開発・提供できる環境である。ME の強みの一つはこのようなプラットフォームを活用できたことだと考えられる。

#### 5) 成果に対するインセンティブシステムの確保

ME は利益や成果に基づいた報酬制度を取り入れ、従業員のモチベーションを向上させることができた。業績に応じて、収益の一部が ME 内でシェアされる仕組みがあり、成果に対するインセンティブが確保されている。このインセンティブシステムは従業員個人の貢献度や市場、業績の状況に応じて、報酬が調整される仕組みであり、従業員のモチベーション向上だけではなく、従業員の自主性、自律性、創造性の向上、個人のキャリア成長、アントレプレナーシップの促進にも繋がれると考えられる。

## 5. 考察

ちようずいみん  
張 瑞敏は約 10 年間でたくさんの社内起業家を育成した。彼は如何に優れたアントレプレナーシップを育成するための重要なポイントを提起した。それは「環境」、「精神力」と「働きかける力」である。

### 5.1 「環境」

「環境」はアントレプレナーシップ成長するための土壌と空間である。ハイアールの場合は、柔軟な組織構造と組織文化がよい「環境」になる。

ハイアールのプラットフォーム組織は、意思決定が早まり、アイデアが形になりやすくなる組織だと考えられる。このような柔軟で、フラットな組織がアントレプレナーシップの育成に適していると考えられる。また、プラットフォーム上の ME には多様なバックグラウンドやスキルを持つメンバーによって構成されているので、様々な視点からのアイデアや解決策が生まれやすくなる環境になる。

アントレプレナーシップ成長の空間として、ハイアールの失敗を許す企業文化が挙げられる。ハイアールの従業員は誰であっても、何回でも ME リーダーにチャレンジできる文化を有している。失敗から学び、挑戦し続けることが成長につながるため、失敗を許容し、リスクを取りやすい企業文化がアントレプレナーシップの育成にとって重要である。

### 5.2 「精神力」

「精神力」は物事を行うための意欲、自信、協調性などのことを指し、アントレプレナーシップ育成するための種となる。

前述した佐藤（2006）の研究によれば、アントレプレナーにとって夢（希望）の追求が重要

## ハイアール創業者張瑞敏のアントレプレナーシップ

なことであり、夢を追求することが、典型的な内発的動機づけである。張瑞敏<sup>ちようぜいみん</sup>は「従業員一人一人がCEO」といった目標を掲げて、すべての従業員に夢を与え、重要なアントレプレナーシップ・モチベーションになっていると考えられる。

また、Olivier Giacomini ら（2011）の研究によれば、中国の若者のアントレプレナーシップ・モチベーションとして、「富・利益と社会的地位の追求」と「何かを創造する」が挙げられた。ハイアールの ME システムはこのような夢を叶える方法として導入され、従業員のアントレプレナーシップ・モチベーションの起爆剤となり、アントレプレナーシップ育成するための種となっている。

### 5.3 「働きかける力」

アントレプレナーシップを育成するためには、個人や組織に対して、独立心、創造性、リーダーシップ、挑戦意欲を引き出し、アントレプレナーとしての資質を伸ばすための働きかけが必要である。「働きかける力」が3つ目のポイントである。

ハイアールの ME は、自主性、自律性の高い組織であり、チームメンバーたちの創造力や挑戦意欲を最大的に引き出すことを目指している。また、インセンティブシステムが明確であり、ME の成功は従業員一人一人の成功につながり、社内のアントレプレナーシップの育成に貢献している。

前述したように、すべての ME は何らかのプラットフォームに所属している。各プラットフォームにはオーナーがいる。オーナーは ME の上司でもなく、ME に命令などを下すこともない。オーナーの日常の仕事は「統合ノード」というノードによって行われている。具体的な仕事はプラットフォーム上の ME たちのコラボレーションを促進することである。もう 1 つ重要な仕事は、社内と社外のリソースを活用し、新しい ME を誕生させ、プラットフォームを拡大させることである。「統合ノード」の働きがプラットフォーム上の活性化に繋がる。このような一連の施策や ME 間の協働が全体的に大きな働きかける力となり、アントレプレナーシップを成長させていると考えられる。

アントレプレナーシップを育成するため、「環境」「精神力」と「働きかける力」が不可欠であり、ハイアールの ME は 1 つの成功例である。また、ME は企業の枠を超えた協働とユーザー中心戦略を基盤とする、進化的な組織として注目されている。

#### <参考文献一覧>

- Gary Hamel & Michele Zanini 『ヒューマノクラシー「人」が中心の組織をつくる』英治出版、2023。
- Barbara L. Fredrickson (2001) , “The Role of Positive Emotions in Positive Psychology: The Broaden-and-Build Theory of Positive Emotions”, Am Psychol. 2001 March; 56(3): 218-226.



- Olivier. Giacomini, Frank. Janssen, Mark. Pruett, Rachel. S. Shinnar, Francisco. Llopis and Bryan. Toney, Entrepreneurial intentions, motivations and barriers: Differences among American, Asian and European students, International Entrepreneurship and Management Journal, 7(2), (2011)
- 佐藤善信「企業家精神の心理的分析」『ビジネス&アカウンティングレビュー』2006-03-30 関西学院大学専門職大学院経営戦略研究科、pp.29-44。
- 細沼藹芳「アントレプレナーシップ教育の日・米・中比較」『SBI 大学院大学紀要（アントレプレナーシップ特集 第 5 号）』2017 年
- 金間大介「若年人材のアントレプレナーシップ・モチベーション」『研究 技術 計画』Vol. 33, No. 2, 2018
- 細沼藹芳「組織変革とダイバーシティ経営の推進～ハイアール社の組織変革の事例を中心に」『SBI 大学院大学紀要』第 10 号、2023 年
- 張瑞敏「讓企業家精神成長為一片森林」『南方企業家』2017.10
- 焦玲玲「“希望交出去的不是一个帝国、而是一个生态系统” 海尔張瑞敏“交棒”」中国房地產報、2021.11.15, 第 009 版
- ハイアール社（日本）HP：[https://www.haier.com/jp/about-haier/haier-group/?spm=jp.ContactHaierJP\\_pad.footer\\_141106\\_20190530.1](https://www.haier.com/jp/about-haier/haier-group/?spm=jp.ContactHaierJP_pad.footer_141106_20190530.1)（閲覧日：2024.10.2.）
- ハイアール社（中国）HP：<https://www.haier.com/about-haier/history/>（閲覧日：2024.10.2.）
- Haier Japan Region「New Release」<https://haier.co.jp/images/2024/06/ec8ca560d7885ec-93b9a322038c43902.pdf>（閲覧日：2024.10.2.）



アントレプレナーとアントレプレナーシップ

## アントレプレナーとアントレプレナーシップ

経営管理研究科 教授  
太齋 利幸

### 【要約】

30 年ほど前に勤務していたソニー生命のライフプランナー時代を振り返り、当時のアントレプレナーやアントレプレナーシップについて再考する。そこから現在にかけて多くのアントレプレナーが誕生しているが、その人たちに焦点を当て、様々な切り口のあるアントレプレナーシップについて詳述する。最後に、未来のアントレプレナーやアントレプレナーシップについて研究しまとめとする。

### 【キーワード】

ライフプランナー、ビジョン、行動、失敗、倫理観、イントレプレナー、イノベーション

### 【目次】

- 1 はじめに
- 2 ライフプランナーとアントレプレナー
- 3 アントレプレナーシップ
- 4 様々なアントレプレナー
- 5 未来のアントレプレナー
- 6 おわりに

## 1 はじめに

本学は起業家育成の大学院である。開校から 17 年が経ち 633 名の卒業生を輩出し、実際に起業された学生もそれなりに増えてはきている。それにも拘わらず、我が国の 1 年間に起業された企業数は極めて少なく、通称 GEM レポート（2022/2023 年版）の「起業活動率」によると、49 か国中 44 位なのである。さらには、同 GEM レポートによると、身の回りで 2 年以内に起業した人を知っているランキング、起業に対する自信ランキング、起業アイデアの機会認識ランキングすべてにおいて日本は圧倒的な最下位となっている。（山川,2024）この根本原因はサラリーマン思考の人間が多く、アントレプレナーシップを持つ人が少ないためと推察する。戦後日本の

学校教育にその原因の一端はある。しかし筆者は、自分でいろいろ学んだり、体験することによってこのままではいけないと思うに至った。そこで、16 年世話になった信用金庫を退職し、ソニー生命に転職した経験から振り返り、アントレプレナーとアントレプレナーシップについて研究してみたい。

## 2 ライフプランナーとアントレプレナー

### (1) ライフプランナー

1981 年 4 月 1 日、朝刊各紙に『きょうから生命保険が変わる / ライフプランナーが変える』というヘッドコピーの広告が載った。それから 15 年経ち、やっとそのキャッチフレーズの訴えが現実味を帯びて注目されるようになった。まさに生保業界に地殻変動が起きつつあり、筆者がソニー生命に入社したのはその翌年、1997 年 8 月 1 日であった。はっきり言ってフォローの風が吹いていた。1 か月の研修期間が終わっていざ出陣。このころの支社でのお決まりは、「3 日で 10 件、5 日で 15 件、1 か月 50 件、毎週挙績」であった。研修で学んだいわゆるニードセールス、コンサルティングセールスを実践し、このお決まりのノルマを無事達成した。その要因として挙げられるのは、既存の保険会社の商品は既製品で、ソニー生命の商品は CS に拘ったオーダーメイドであり、違いは歴然であった。さらにフォローの風というのは、当時の予定利率が高く、商品内容だけでなく利回りでも優位性があったため、現在加入している他社の生命保険を解約してソニー生命の保険に入り直しても明らかにお客さまが得する状況であった。ただし、あくまでもソニー生命の基本的なものの考え方、ソニー生命の原点である以下の 4 つが根本にあり、顧客に受け入れられたのだと推察する。筆者もこの考え方に共感し、転職を決めたのである。

ソニー生命の原点、①生命保険会社本来の目的…生命保険の本来の目的は、個人に経済的な安定を保障することである。従って、生命保険を購入する際、どのような保険が最も適しているかは、個人個人のニーズにより大きく異なる。②オーダーメイドの保険設計…ソニー生命は豊富な商品を自由に組み合わせて、オーダーメイドの保険商品を設計することにより、消費者個人個人の真のニーズに応えることを目的とする。③プロフェッショナルのライフコンサルタント…個人のニーズに基づいた商品を販売するためには、十分に訓練された良質な外務員の存在が不可欠である。そのためソニー生命は、専業の男子外務員を中心とした販売活動を行う。彼らは単に保険の知識のみならず、法律、経済、税務等について幅広い理解力とそれを応用できるだけの能力を有し、顧客に対しては、プロフェッショナルなライフコンサルタントとしての役目を果たすことを目的とする。④定期的な見直し…個々の家族の必要とする金額は、新たに子供が生まれたり、収入源に変化があったり、その他の事情によって変化する。保険設計もまた、こういった変化を計算に入れて定期的に見直すことが必要である。

ソニー生命のライフプランナーは常にこの「原点」を胸に、「人生の伴奏者」としてお客さまの人生とともに歩み続けている（ソニー生命、2024）。

## アントレプレナーとアントレプレナーシップ

## (2) アントレプレナー

ソニー生命の始まりは「ソニー・プルデンシャル生命」である。井深大氏とともにソニーを創立した盛田昭夫氏が、ソニーグループに金融機関がほしいとの思いから苦勞して作り上げたのである。当初は銀行を作りたかったのだが、大蔵省や業界の壁が厚く断念。そこにプルデンシャル会長のマクノートンが手を差し伸べ、「ソニー・プルデンシャル生命」が誕生したと聞いている。

その盛田昭夫氏は、かつて彼らライフプランナーのことを「アントレプレナー」と呼んだ。独立起業家と訳そうか。一国一城の主といってもいい。考えてみれば、波風を立てなければ順調に出世街道をのぼりつめていくことを約束されていたようなポジションを捨てて、下手をすると家族ともども路頭に迷いかねないリスクに挑戦するという厳しい状況にさらされながら、だからこそ彼らアントレプレナーは燃える（渡部，1995）。この頃から「アントレプレナー」という言葉がソニー生命では頻繁に使われるようになり、目指す対象にもなっていった。

「アントレプレナー」とは、フランス語で「仲介人」や「貿易商」を表す言葉で、今では「何もないところから事業を立ち上げる人」「起業家」という意味で使われることが一般的である。（PERSOL，2024）以下にソニー生命を代表する「アントレプレナー」の活躍を少し紹介してみたい。

まずはN氏、大学で西洋史を学び、「人間、目先の営利や栄達に振り回されるのではなく、恬淡と自然に振る舞う生き方に幸福がある。どんな働き場であってもいい、ただ自分が自分であるというアイデンティティを見出して働けば、それは尊い。」という考えの持ち主である。某大手印刷会社からの転職組で、やるからには絶対に成功すると心に決め、ルーキーでありながら海外グランドコンベンションの基準をクリアしたまさしく「アントレプレナー」である。

次に、そのN氏が「人生のグランドデザインができてい」と表現したA氏。千葉の信用組合で支店長をやったからの転職組である。信用組合就職時にすでに、「いずれ独立して何か自分でやりたい」と考えていた。前職のお陰で人脈がしっかり地域に根差しており、つまりはベースマーケットに恵まれ、その人脈を厚くしてその紹介をたぐり、継続的に新規顧客を追い続け業績を伸ばした。その後営業所長として活躍した。

次は某信販会社からの転職組のI氏である。彼は前職を退職するときに揉めてしまい、前職での人脈にはこちらからのアプローチはしないことにしていた。スタートに当たって欠かせないベースマーケットを失ったものの、天性の人懐っこさで新たな人脈を創り上げ、それで好発進に繋げて業績を伸ばした。「自分の責任で一切を好きにできる、そしてやっただけそのまま結果として報いられるってのは、ストレスも感じないし、曰く言い難い。」と話している。

次は製薬会社のMRからの転職組のS氏である。ターゲットが医者であるため門前払いも多かったが、誠心誠意で説明すると契約してくれる人も中にはいた。そして、「今まで生命保険のことを相談する人がいなかったんだよ、そうかキミがやるのか。じゃあ相談に乗ってよ」と膝を乗り出す人が多かったのには、彼自身、そんなに信賴していただいていたのかと感激を禁じえなかった。それどころか、次から次へと友人知人を紹介してくれる医者もいた。まさにベースマー

ケットを活かすことができた好例である。このおかげで、わずか半年で MDRT という生命保険の営業をする者としては最高の榮譽ともいわれる業績を達成せしめた。よく、「一見おとなしい人に、往々にして内に秘めた芯の強さを感じさせる人がいる」といわれるが、S 氏はその典型であろうか。

ソニー生命には有能なアントレプレナーがたくさんいるが、最後は NN 氏で締めたい。この人は筆者が在職中に何度もチャンピオンになった人である。鹿児島育ちの彼は幼いながら「いずれ何かで身を立てたい」と考えて育ち、「何者かでありたい」と願い、大学受験で上京する。就職先は大手のセラミック会社。ここで「何者かであろう」とした。そして、思い続けた彼は、とことん働き者で、黙々と粉骨砕身働くことを厭わない。まさに朴訥な人柄そのものである。そうして彼はその会社を代表するセールスマンの一人になった。その 8 年後、ソニー生命のリクルーターの「ソニー生命はいい会社」という言葉と彼の「何者かでありたい」と考え続けた自分を重ね合わせ転職を決意した。そして、入社後「5 年間は社長賞を目指す」と目標を立て、週日はオフィスのある新宿にワンルームマンションを借りて寝泊まりし業務に励み、キチンと目標を達成し、さらには後半の 3 年間はチャンピオンに輝いたのである。

彼らライフプランナーは、幼い頃の記憶にしまったまま内に眠らせていた稚気を再び呼び覚まし、それを立派に大人の理性と知性で味付けして、人生半ばで大いに羽を伸ばし働きに働いているようである。本来人間は皆自由自在なのである。所与の組織にとらわれる謂われは何一つなく、人間関係のしがらみに自縄自縛になる理由も全くない。基本的に、まずは自立した存在であっていい。そのうえでわが事を成し遂げる自由は誰にもある。

当時の会長である盛田昭夫の弟盛田正明は、「心身ともに健康であること。それが人生の成功者であり、我がソニー生命のライフプランナーは、まさにアントレプレナーとして人生の成功者。そういう成功者を輩出することがソニー生命の求める制度であり、社風。それはソニーグループに脈々と流れる文化です。」と言う（渡部，1995）。

### 3 アントレプレナーシップ

#### (1) アントレプレナーシップとは

アントレプレナーの心にあるものがアントレプレナーシップである。アントレプレナーシップの定義としては以下のものがある。

「企業家精神。新しい事業の創造意欲に燃え、高いリスクに果敢に挑む姿勢」デジタル大辞典(小学館)

「イノベーションを武器として、変化の中に機会を発見し、事業を成功させる行動体系」ピーター・ドラッカー（経営学者）

「コントロールできる経営資源を超越し、機会を追求する姿勢」ハワード・ステューブンソン（米ハーバード・ビジネス・スクール教授）

## アントレプレナーとアントレプレナーシップ

姿勢と定義されることもあれば、行動全体と定義されることもある。アントレプレナーシップは起業家でなければ発揮できないわけではなく、企業内の新事業や新商品開発のプロジェクトリーダー、何代も続く家業で変革を試みる後継者、起業を目指す学生など、多くの人々がアントレプレナーシップを発揮している（PERSOL, 2024）。

### (2) アントレプレナーシップが求められる背景

今、アントレプレナーシップが求められる最大の理由は、低下する日本の国際競争力を回復するカギと考えられているからだと推察する。一方、働く側の目線で見ると、テレビCMで流れる転職サイトなどの多さからも雇用形態の変化に対応するための資質ともいえる。

国際競争力の指標の一つに、国際経営開発研究所（IMD）が発表している「世界競争力ランキング」がある。これによると、2024年日本は38位となっている。実は我が国は、1989年から1992年まで4年連続で1位に選ばれ、1996年までは5位以内をキープしていたにも拘らず、それ以降は大きく順位を落とし、近年は2021年31位、2022年34位、2023年35位、そして今回の38位とランクを落とし続けている（NewSphere, 2024）。その要因としては、政府や民間部門の効率性が低下しているものと思われるが、その根本原因として、日本人の一人一人がサラリーマン思考にどっぷりと浸かり、いわゆる起業家精神、アントレプレナーシップが欠如していることが挙げられると思う。新たな価値を見出していく考え方や姿勢によってイノベーションを創出し、グローバル化にも対応できるアントレプレナーシップを持つ人材が、競争力回復のために、企業や社会から強く求められている。

### (3) アントレプレナーシップ発揮に必要なスキルや資質

アントレプレナーシップを発揮する人材に必要なものとしては、一般的には、以下のようなスキルや資質が挙げられている。

- ・リスクに対してポジティブである
- ・未来をイメージできる
- ・解決したい社会課題がある
- ・優れたマネジメント能力がある
- ・新たなビジネスモデルやイノベーションを生み出す創造性がある
- ・人脈・人的ネットワークの構築力がある
- ・学び続ける精神を持つ
- ・力強いリーダーシップがある

特に「リスクに対してポジティブである」「未来をイメージできる」「解決したい社会課題がある」の3つは基本的な資質と考えられている（PERSOL, 2024）。

前述したソニー生命のライフプランナーは、波風を立てなければ順調に出世街道をのぼりつめていくことを約束されていたようなポジションを捨てて、下手をすると家族ともども路頭に迷い

かねないリスクに挑戦するという転職の決断をしたことから、リスクに対してポジティブである人と言える。新たな事業を起こしたり、新商品を開発したりするためには不可欠な資質である。

自発的に考える人材という観点からも、先々を見据える能力は欠かせない。また、目標に向けてリアリティーを持って取り組むためには、未来を明確にイメージする能力も重要である。前述のソニー生命の NN 氏はこの資質の持ち主と言える。

やりたいこと、解決したいことが自分の中に明確にあり、それらと向き合いながら取り組んでいこうとする「志」を持っていることも、アントレプレナーシップに必須の資質である。前述の N 氏や A 氏はこの資質の持ち主と言える。

## 4 さまざまなアントレプレナー

### (1) イーロン・マスク

イーロン・マスクは、1971 年南アフリカで生まれ、幼少期から科学と技術に強い興味を持っていた。彼の少年時代は、自己学習とプログラミングに没頭しており、わずか 12 歳で自作のゲーム「Blastar」を販売している。彼の知的好奇心と革新への情熱は、この頃から顕著だったと言える。その後、カナダのクイーンズ大学を経て、ペンシルバニア大学で経済学と物理学を学び、スタンフォード大学での博士課程に進むも、2 日で中退し起業の道を選択した。この決断から、彼がいかに実践的で、理論よりも行動を重視する人物であるかがわかる。彼の哲学は、「世界を変えるには実際に行動しなければならない」という強い信念に基づいている。

イーロン・マスクが創業・関与した企業としては、PayPal、SpaceX、Tesla、Neuralink、The Boring Company など有名どころがたくさんある。彼の経営哲学は、「リスクを恐れず、世界を変えるために行動する」ことにある。彼は多くのプロジェクトにおいて、大きなリスクを伴う挑戦を続けてきた。例えば、SpaceX の初期段階でのロケット発射失敗は会社を倒産に追い込んだが、諦めずに挑戦を続け、最終的に成功を収めている。また、彼のビジョンは、常に「未来に向けた壮大な目標」を持つことにある。例えば、Tesla の電気自動車の普及による持続可能なエネルギー社会の実現や、SpaceX の火星移住計画など、彼が掲げる目標は、非常に大胆で長期的である。これらのビジョンが彼の活動を方向付け、従業員や投資家の共感を呼び、企業の成長を促していると言える。

イーロン・マスクの活動は、様々な産業に大きな影響を及ぼしている。彼の取組みによって、宇宙開発、自動車産業、エネルギー産業、医療技術、都市インフラといった分野で革新的な変化が起きている。特に、SpaceX がもたらした宇宙産業の民間化や、Tesla が牽引する電気自動車市場の拡大は、業界のパラダイムシフトを促している。また、彼の取組みは社会や経済にも広範な影響を及ぼしている。Tesla の電気自動車の普及は、化石燃料に依存した経済構造から脱却し、クリーンエネルギーへの移行を促進している。一方で、Neuralink のブレイン・マシン・インターフェース技術は、人間の認知能力の拡張や医療分野での応用が期待されており、将来的に社会の



## アントレプレナーとアントレプレナーシップ

あり方そのものを変える可能性を秘めている。(Note, 2024)

以上から、イーロン・マスクは、前述したアントレプレナーシップを発揮しやすい人材の資質のほとんどすべてに当てはまっているように思う。さらに追加で挙げるとすると、「行動力」である。何事も行動しなければ始まらないのである。

## (2) ジェフ・ベゾス

ジェフ・ベゾスは、1964 年アメリカ合衆国ニューメキシコ州で生まれた。彼はプリンストン大学でコンピューター科学を学び、卒業後はウォールストリートのヘッジファンドで働いた。しかし、起業の衝動に駆られ、1994 年アマゾン創業した。アマゾンは、当初オンラインの書籍販売業者としてスタートしたが、ベゾスのビジョンはより大きく、より野心的なものであった。彼はアマゾンを実行インワン・のオンラインストアとして展開し、その後も様々な業種に進出してきた。現在アマゾンは、電子商取引、クラウドコンピューティング、映画やテレビの制作、音楽ストーリーミング、人工知能技術、宇宙開発など、様々な分野で事業を展開している。ジェフ・ベゾスは、その起業家精神と優れた経営手腕で、世界一の富豪となった。

ジェフ・ベゾスの成功の背後には、彼独自の経営哲学やビジョンがある。彼は顧客のニーズを重視し、革新的なアイデアや戦略を駆使して事業を展開してきた。また、彼はリスクを恐れず、失敗から学びながら常に前進してきた。また、慈善活動家としても活動しており、自身の財産の一部を慈善事業に投じており、社会貢献にも力を入れている。彼は常に変化に対応し、創造的なリーダーシップを発揮している。

最後に、彼の名言を紹介しておく。

- ① 軸を変えずに戦略を立てよ
- ② 顧客至上主義
- ③ 長期的なビジョンを持ち続ける
- ④ 安価で提供することを重視する
- ⑤ 顧客のニーズに基づいて考える
- ⑥ 情熱を持って取り組むこと
- ⑦ 失敗を恐れずに挑戦すること (ビジネス用語一覧, 2024)

ジェフ・ベゾスもイーロン・マスク同様、アントレプレナーシップを発揮しやすい人材の資質のほとんどすべてに当てはまっているようである。

## (3) ケイシー・ウォール

次は、前述した二人ほどメジャーではないが、2015 年に「未来をつくる起業家～日本発スタートアップの失敗と成功 20 のストーリー」という書籍を出版したケイシー・ウォールを採り上げる。彼はアメリカ出身で、リクルート会社であるウォール・アンド・ケース CEO 兼創業者である。幼少期はサウジアラビアで過ごし、アメリカの大学を卒業後、日本に移り住む。彼は人材紹介会



社のほかにベンチャー投資会社を運営しているが何度も失敗を重ねてきた。以下に、この書籍を出版するにあたって採り上げた日本の IT 企業のアントレプレナー 22 人の共通項について語っている部分を紹介したい（名古，2024）。

「アメリカでは、『Failure is celebrated』（失敗は祝福である）という。つまり、失敗はネガティブ因子ではなく、むしろポジティブに評価される。だから皆、失敗談を自信たっぷりに語る。日本では逆に、ビジネス以外の場であっても、失敗は恥ずかしいことのように捉えられがち。だから私は、あえて遠い存在の成功体験ではなく、自分にもっと近い存在の失敗談にフォーカスし、そこにちりばめられた成功への気づきや面白みをシェアしたいと考えた。スタートアップが何億で買収されたというニュースではなく、もっと人間的でパーソナルな起業ストーリーを、より多くの人に向けて発信したかったのだ。」

「これは結果論ではあるが、今回取材した起業家たちは、総じて子供の頃から家族の中でも学校でも『変わり者』扱いされてきたと嬉しそうに話している。彼らの内面は複雑で、誰もが典型的な優等生タイプだったわけではない。人生の様々な局面で、他者と同じ選択をすることを嫌い、常にユニークで他とは違っていたい、と強く望んでいた人たちである。ちなみに私自身、まさにそんな子供であった。つまり、起業家になる人たちは往々にして、生来、図らずも既存のルールを壊してきた人たちなのだ。」もちろん、既存のルールをディスラプト（攪乱）すること自体が、起業家になるための原動力では決してない。本書で紹介されている起業家たちを導いたものは、素晴らしいプロダクトやサービス、あるいはシステムをつくりたいというピュアなエネルギーだ。

「成功への欲求は誰にでもある。ただ、成功する人の場合は、それをやらなければ死んでしまうというくらいの強い情熱を持っていることが特徴である。それを実現するためには、『NO』とすることを恐れないし、進んで難しい決断を下す覚悟がある。失敗が歓迎されない日本の社会の中では、それはとても孤独でダメなことです。その意味では、彼らはとてつもなく精神的に強い人たちだと言える。」

「日本では、例えば数百億で売却するというようなアメリカ式の明確な『出口』があるわけではない。彼らの中には、自身を起業家と認識していなかった人もいるくらい、ある意味金額で測られる成功には無頓着な人もいる。けれども、アメリカの起業家たちとは明らかに異なるプライドやステイタスがある。特に、日本のエリート大学を卒業し、マッキンゼーなどでキャリアを積んだ人たちは、日本の素晴らしさを世界に示したいという欲求が強く、日本人としての高い矜持を持っている。日本人らしさに裏打ちされたプロダクトを、日本という枠組みを超えて、いかにグローバルなマーケットで成功させるか、ということに価値を見出している。しかも、彼らにとってのインセンティブは利益を最大化することではない。組織自体をいかに最大化し、ステイタスを高め、地域に雇用をもたらすことでコミュニティに還元できるか、といったことの方が、彼らをドライブしている。富に対する、このような非貪欲的なモチベーションは、とても日本的で素敵だと思う。」

ケイシーは、今回出会った 22 人の起業家たちのストーリーから、起業するにあたって不可欠

## アントレプレナーとアントレプレナーシップ

な3つのポイントを以下のようにまとめた。

### ① 富を得ることを企業の第1目的にしないこと

投資家たちは、起業家たちの熱い情熱に共感してこそ投資するのであり、個人の金儲けに付き合ってくれるほど安易ではない。

### ② プロダクトファーストに考えること

自分で妥協を許してしまうようなものは、そもそも本気で欲していなかったのだ、と考える。本当の起業家は、常にユーザーのニーズを考えたプロダクトを追求する。

### ③ よいチームを作ること

自分が心からリスペクトできる人と組むべきで、よきチームに囲まれて仕事ができる環境を、自ら作り出す必要がある。

ここでは、前述した「アントレプレナーシップを発揮しやすい人材の資質」にはないものが出てきた。どれも必須の内容ではあるが、特によいチームを作るとは重要である。例えば、ソニーの前身である東京通信工業を設立した井深大氏は、盟友盛田昭夫だけでなく、太刀川正三郎、樋口晃、田島道治という強力な仲間がいたのである（立石，1998）。考えるに、一人で創業するケースは稀のように思う。

## (4) 原村正紀

ここからは日本人を採り上げたい。筆者の母は栃木県益子町の出身だが、その近くの真岡市出身の原村正紀氏である。1966年生まれの58歳。大手商社での会社員勤務を経て2000年に健康・美容分野のオリジナル商品とシステムを開発するエコロ・インターナショナルを設立、社長に就任。競馬に興味のある方は、今年の皐月賞、日本ダービーに出走したエコロヴァルツをはじめとするエコロの馬が複数いることをご存じであろう。その馬主である。

自分と同じように、肌の悩みを抱える人を救いたいと製品開発に着手する。しかし、なかなか上手くいかず、試作をしては失敗を繰り返した。常識を当てはめてもダメ、既成概念にとらわれない新しい発想が必要だと気づき研究した結果、肌に優しい天然のL-アミノ酸をベースにした、これひとつで髪・顔・全身に使用できる商品を開発した。肌の免疫を高める観点での配合成分に拘り、肌に悪い防腐剤などの有害化学物質を一切使用しないと決めている。ところが、商品には絶対的な自信を持って全国津々浦々まで営業に出向いた原村であったが、成果は芳しくなく、手ごたえを感じるまでに3年かかった。たまたま購入いただいた京都の建築会社の部長から、ニギビに悩んでいた娘さんに効果があったと連絡があり、その頃からこのようなケースがどんどん増え、あとは口コミで広がっていった。SNSの効果も大きい。

彼は成功の要因として次のように述べている。『『成功とは最後の失敗の後に訪れる。』だが、多くの人は『最後の失敗』が見えないので途中で諦めてしまう。例えば、あと3回失敗したら必ず次は成功するとわかっていたら、みんな4回目に挑戦しますよね。でも、実際は成功までにあと何回失敗すればいいのかわからないから、その前に多くの人は諦めてしまう。最後までやり

続けた人が成功するのです。それと凡事徹底ですね。目を見て挨拶をする。約束を守るなど、単純で当たり前のことをやり続ける。それだけです。」(ニューズウィーク日本版, 2024)

筆者も講演会などで「諦めなければ願いは必ず叶う」と「100% 雨を降らせる雨乞いの祈祷師」の話をする。おわかりだろうが、雨が降るまで 3 日でも 4 日でも祈祷をし続けるのである。何事も諦めない。これも「アントレプレナーシップを発揮しやすい人材の資質」に加えてもいいようである。

#### (5) 松下雄哉

最後は、関西で絶大な人気を誇る「ちょっと辛いが、ほんまに旨いキムチ」や漬物ブランド「匠 洛庵」を始め、漬物の製造販売を展開している老舗「天政松下」の代表取締役社長松下雄哉氏を採り上げる。1982 年大阪生まれ。2004 年大学卒業後、2007 年に天政松下入社、2017 年代表取締役社長に就任。地域に愛される漬物の味を守りつつ、事業の多角化と人材育成により成長を推進している。

独自のマーケティングセンスで消費者ニーズをとらえ、漬物市場に新たなトレンドを創り出す天政松下。2014 年に発売した浅漬「野菜が摂れる 10 品目」は、野菜を手軽に摂るための新しい食スタイルとして若年女性層を中心に支持を集め、全国的な「サラダ系浅漬」ブームを巻き起こした。昨年に容器形態や量目のリニューアルを図ったことで再び売上げが伸長。「漬物グランプリ 2023」の浅漬・キムチ部門金賞も受賞した(日本食糧新聞, 2023)。

彼が社長に就任して最初に取り組んだのは経営理念の刷新だが、重要なのはそれを従業員が理解し、カルチャーとして根付かせること。「経営理念とは何か」を理解することは、会社に属しつつどう社会貢献するかを実践していく上で不可欠だと考える。さらに彼が重要視するのが会計の知識である。「組織が大きくなると、経営陣、マーケティング部、営業部、製造部、経理部など仕事は役割分担されがちになる。しかし、自分たちの営業成績や業務内容の範疇でしかビジネスを理解しないと、部分最適になってしまい、部門間での利益の取り合いといった摩擦を生む。一方、社員が会計の知識を有し、財務諸表を読むことができれば、誰もが企業全体の利益・財産を考えられる『強い組織』に成長させることが可能になるはずである。」

また、同社はアウトプットの一環で社内起業を推進しており、この 3 年間で 3 社が誕生した。1 社目は「株式会社とうがらしのやまだ」というキムチブランド。味だけは妥協しないという強い信念のもと、設立 4 年目で全国展開を成し遂げた。さらに、2023 年には関西の学生ベンチャーと協力し、SNS の運用代行を手掛ける「株式会社ゼロベア」を設立。彼は、「学生ベンチャーのメンバーと話していると知らない情報がたくさん入ってくる。新たな知見を採り入れれば、本業にもシナジー効果をもたらすはず。」と言う。3 社目は今年 7 月に設立した漬物の POS データ解析を BI ツール化し販売するシステム会社「株式会社 Tate」である。7 年前に自社開発したシステムを同業他社へ販売する。

AI やロボットがいくら台頭しようとも、最終的には会社を成長させるのは人と人とのつなが

## アントレプレナーとアントレプレナーシップ

りだ。人材こそが企業の資本という確固たる考えのもと、同社は独自の人材育成システムで自律型組織を形成していく（ニューズウィーク日本版，2024）。

私も人材育成は企業にとって重要な柱の一つだと思っており、30年近く企業研修に携わってきた。ゴーイングコンサーン、即ち企業を続けていくためには人を育てていく必要がある。そのためには、業務知識やスキルだけでなく、本学で教えているような人間学も重要な要素と言える。

## 5 未来のアントレプレナー

### (1) アントレプレナーとイントレプレナー

ここまでテーマであるアントレプレナーとアントレプレナーシップについて述べてきたが、ここからは未来のアントレプレナーについて考えてみたい。前述の通り、我が国における起業率は他国に比べて圧倒的に低い状況にある。その原因としては、前述の他に、失敗を恐れ、行動するのに躊躇するナイーブな人が多く、今いる心地よさそうな場所つまりコンフォートゾーンから踏み出す勇気がないことも挙げられる（山川，2024）。しかし、予測不能な VUCA（Volatility：変動性、Uncertainty：不確実性、Complexity：複雑性、Ambiguity：曖昧性）の時代において、従来通りの安定を求めることが正しいのかは疑問が残る。これからは、今までのようなリスクを恐れず、夢に向かって突き進んでいく起業家（アントレプレナー）を増やしていくことも必要だが、企業内においてアントレプレナーシップを持ち、新しい商品やサービスを考えて事業化していくイントレプレナーを増やしていくことがより重要になってくるのではないだろうか。そうすることによって、停滞している日本経済が活性化し、日本社会全体の底上げとなり、ふたたび世界に伍する存在となってくるのである。

### (2) イントレプレナー

イントレプレナーとは、社内ベンチャーを中心に進められることが多く、社内で新しいアイデアを打ち出し、企業の一部門として新しい製品・サービスという具体的な形にし、事業化していく推進者のことである。そこで求められるスキルは、強いビジョンと卓越した行動力。イントレプレナーの育成には、座学だけでなく、実践が不可欠である。志をどう持つべきかを教育するとともに、課題を持たせて新たな事業を立ち上げさせたり、新規事業開発室のような組織に配属したり、実体験が不可欠となる。すでに社内ベンチャー制度などを導入し、イントレプレナーを育成・支援するプログラムを実施している企業も少なくない。しかし、企業風土や文化がアントレプレナーシップの発揮を阻害するケースがある。企業はアントレプレナーシップを発揮しやすい環境を作ることが、育成よりも大切なかもしれない。というのは、誰だって周囲の影響からは逃れられないからである。

アントレプレナーとイントレプレナーの最大の違いは、イントレプレナーがアントレプレナーシップを備えた社員である点である。社員であるため、社内に蓄積されているリソースを活用で

きたり、社内の様々な部門の協力を得られたりというメリットがある。一方で、新しいアイデアが既存事業を基準として評価されてしまう懸念もある。組織全体が旧来の考えから脱却できなければ、新事業の重要性や価値が社内で共有されず、その推進を制約し、停滞あるいは頓挫させてしまう可能性もある。社内に蔓延している常識を払拭できなければ、ビジョンと行動力を持った人材がいたとしても、事業を成功に導くことはできない。それはつまり、アントレプレナーシップを活かせる企業風土や文化があるかないかで決まると言える。

ちなみに、アントレプレナーシップを発揮しやすい企業としては、①反発から守られて、失敗が認められていること ②既存事業の成功体験を引きずらないこと、既存事業の影響が少ないこと ③社内の制約をトップが取り払えることが挙げられる。

市場環境が短期間で激変してしまう現在において、従来通りのやり方でビジネスを展開するだけでは、持続的な成長は望めない。イノベーションを起こして新事業や新製品を創出するとともに、成功に向けて企業の体質までも改善できる可能性を秘めたアントレプレナーシップは、今後ますます重要視されていくはずであろう（PERSOL, 2024）。

### （3）これからのアントレプレナーとは

最後に、これからのアントレプレナーについて述べてみたい。ここでピーター・F ドラッカーの登場である。ピーター・F ドラッカーといえば、オーストリアの経営学者でマネジメントの父と呼ばれている。彼の著書である「イノベーションと企業家精神」から学びを得たい。まずはイノベーションである。イノベーションとは、意識的かつ組織的に変化を探すことである。それらの変化が提供する経済的、社会的イノベーションの機会を体系的に分析することである。そして、企業家はイノベーションを行う。イノベーションは企業家に特有の道具である。イノベーションは富を創造する能力を資源に与える。それどころか、イノベーションが資源を創造する。と言い切る（ドラッカー, 2015）。アントレプレナーにイノベーションは必須のようである。

一方、ドラッカーの最後の教え子という山川恭弘氏は、ビジョンを持つことが起業家・挑戦者の第一歩と言いつつ、「夢から始めること」「ビジョンを持つこと」を不可欠としている。そして、その夢、それを実現するビジョンは、企業家が進む道筋を示す羅針盤であり、事業を進める原動力でもある。そして、人を巻き込む力にもなる。この夢、ビジョンに共感した人が力になってくれるのである。次に彼は、行動することを強く訴えている。行動することで世界は変わる。挑戦することで自己理解を深め、夢を実現することができる。伝える力が育まれる。その手に何も持っていなくても、夢とそれを実現したいと思う行動力があれば、何だってできる。先ず行動しよう。そして、失敗したらそれはマイナスではなく、次に活かせる糧になる。失敗には必ず価値がある。と失敗を推奨している。また彼は、「本当の失敗とは、挑戦しないことだ」とも言っている。筆者も同感で、小中学生への挨拶などでは「失敗を恐れるな、そこから多くを学べる」と話すことにしている。また、先行き不透明な時代だからこそ、過去から未来を予測しろと言っている。その基本は自分から踏み出すことであり、そこから起こる様々なリアクションは、すべて自



## アントレプレナーとアントレプレナーシップ

分の行動から起こっている。アクションしたからこそアクションがあり、それに対応していくことができる。つまり、少し未来を知ることができる。これを繰り返すことで、未来予測の精度が上がっていく。これこそ起業家に求められる行動である。また、起業家こそ永遠にスキリングを続ける存在であると言う。起業の準備段階から実際の起業、その成長段階、それぞれで求められるスキルは違う。ただ、自分だけでできないことは信頼できるチームメイトに託すことはできるが、それでも学び続ける必要があるのは当然である（山川，2024）。筆者も死ぬまで勉強を続けるという意思を持っている。最後にもう1点、倫理観である。アントレプレナーに限らないが、倫理観は人間として必ず持たなくてはならないもの、いや、人間にしか与えられていないものだと思う。ところが、巷ではよく、「今だけ金だけ自分だけ」という言葉を耳にする。倫理観を失った人が多いことを物語った言葉だと思う。特に政治家や経済界、企業家に対して使われているものと認識している。また、周りを見ても自己中心的な人が多いことに失望している。せめて真のアントレプレナーには倫理観を持って活動してほしい。

まとめとしては、夢とビジョンを持ち、失敗を恐れず行動し、学びと倫理観を最後まで持ち続け、信頼できる仲間とともに起業して、成功に導いてほしい。

## 6 おわりに

結論として、未来のアントレプレナーについてまとめてみたが、もう一方で、イントレプレナーを育てる必要性も感じている。ただし、こちらは組織の意識を変えないとならないケースが多く実際問題としてハードルが高い気がしている。その原因としては、企業の上層部には頭の固い比較的年齢の高い人が多く、新しい考えを拒む傾向にあるからである。しかし、それができないと日本全体が沈んでしまう懸念があり、何とかしたいところである。具体策としては、これと言って妙案は浮かんでこないが、国が主導して、コンサルタントなどを活用して、企業に対してイントレプレナーの必要性を訴えていくことはやってほしいと思っている。とりあえず筆者としては、日本経済の底上げをすべく、本学において一人でも多くのアントレプレナーシップを持った起業家育成を心掛けたい。

### 【参考文献】

- ・NewSphere（2024.7.18）「Economics 4 年連続 1 位だった日本の「競争力」、なぜ低下し続けるのか？ IMD 世界ランキング」<https://newsphere.jp/economy/imd-world-competitiveness-ranking-2024/?msockid=3b21c3adb2626bdf1d78ce6ab3886ab6>（2024.10.10 閲覧）
- ・Note（2024.10.3）「テクノロジーの革命家イーロン・マスクのビジョンと未来への影響」<https://note.com/cyberwar9999/n/n37b011f3399e>（2024.10.11 閲覧）
- ・PERSOL（2024.1.17）「アントレプレナーシップとは？求められる理由と必要スキル・育成方

- 法を簡単に解説」<https://www.persolgroup.co.jp>(2024.10.9 閲覧)
- ・ソニー生命ホームページ (2024.10. 9 閲覧)
  - ・立石泰則 (1998)『井深大とソニースピリッツ』日本経済新聞社 .52 頁。
  - ・名古屋真耶 (2015.7.19)「海外の一流ヘッドハンターがモノ申す！できる日本人アントレプレナー 22 人の共通項」<https://www.gqjapan.jp/life/business/20150627/entrepreneurs> (2024.10.11 閲覧)
  - ・ニューズウィーク日本版 (2024.10.1) Special Advertising Section エコロ・インターナショナル社長 原村正紀 42.43 頁。
  - ・ニューズウィーク日本版 (2024.10.1) CHALLENGER The Extra Edge 松下雄哉 36.37 頁。
  - ・P・F・ドラッカー (2015) (上田惇生編訳)『イノベーションと企業家精神【エッセンシャル版】』ダイヤモンド社 . 7.11.12 頁。
  - ・日本食糧新聞電子版 (2023.7.15) Tea Forte 漬物特集：天政松下・松下雄哉社長 ニーズとらえトレンド創出 (2024.10.11 閲覧)
  - ・ビジネス用語一覧 (2024)「ジェフ・ベゾスとはどんな人？名言から年取からユダヤとの関係について」<https://visionwork.co.jp/business/management/1999.html> (2024.10.11 閲覧)
  - ・山川恭弘 (2024)『バブソン大学で教えている世界一のアントレプレナーシップ』講談社. 50.56.72.82-84.90.100.121.154.155.203 頁。
  - ・渡部靖樹 (1995)『ソニー生命アントレプレナーの挑戦』出版文化社 . 13.21.34-43.54-78.241-242 頁。



中長期の企業価値向上と対話の高度化

## 中長期の企業価値向上と対話の高度化

### ーインベストメント・チェーンを通じた取組みの促進ー

経営管理研究科 教授

上田 亮子

#### 【要約】

中長期的な企業価値向上は、上場会社から運用機関、アセットオーナーに至るインベストメント・チェーンでの価値移動を通じて、最終的には国全体の発展につながる。このような仮説に基づいて、コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コード、アセットオーナー・プリンシプルが策定、運用されている。さらに、企業価値向上を促進するために、企業と投資家との建設的な対話が期待され、その前提として十分なディスクロージャーが求められる。ここでは、財務情報とともに、サステナビリティを含む非財務情報の重要性が高まっている。本稿では、中長期の企業価値向上と対話の高度化のための制度整備と課題について考察を行う。

#### 【キーワード】

インベストメント・チェーン、アセットオーナー、機関投資家、アセットオーナー・プリンシプル、スチュワードシップ・コード

#### 【目次】

1. はじめに
2. アセットオーナーの意義
3. アセットオーナー・プリンシプル策定の背景
4. アセットオーナー・プリンシプル
5. おわりに

## 1. はじめに

政府は、2023 年 12 月 13 日に「資産運用立国実現プラン」<sup>1</sup>を公表した（図表 1）。それに先立ち家計の安定的な資産形成の観点から、2022 年 11 月 28 日に「資産所得倍増プラン」<sup>2</sup>が公表され、NISA の制度拡充・高級化、金融経済教育機構の設立等を含む金融経済教育の充実等が進められている。また、企業の持続的な成長と企業価値の中長期的な向上、金融・資本市場の機能の向上の観点から、さらなるコーポレート・ガバナンス改革を促進するため、2024 年 4 月 26 日に、金融庁において「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」<sup>3</sup>が取りまとめられ、具体的な取組みが進行中である。そして、インベストメント・チェーンの主体である機関投資家については、資産運用業の高度化とアセットオーナーシップ改革が実践されることとされ、2023 年 12 月 12 日に、金融庁において「金融審議会市場制度ワーキング・グループ資産運用に関するタスクフォース報告書」<sup>4</sup>が公表され、資産運用業の高度化に関する提言が行われた。

このように、政府においてはインベストメント・チェーン全体を通じた価値の向上を通じて、国全体の成長を目指す政策を推進してきた。ところが、図表 1 の資産運用立国実現プランが示すインベストメント・チェーンにおいて、資金提供者としてもっとも重要なプレーヤーであるアセットオーナーについては、所管省庁が異なる等の制度的な事情もあり、アセットオーナー全体を網羅する施策は十分行われてこなかった。そのため、インベストメント・チェーンにおいては、アセットオーナー改革が最後に残されたピースであった。このような背景から、政府が進める資産運用立国実現プランを完成させるため、主要なアセットオーナーを所管する各省庁をまとめることができる内閣官房において、アセットオーナーに対する行動指針の策定が行われることとなった。

関係省庁および有識者による複数回の議論とパブリックコメントを経て、2024 年 8 月 28 日に、内閣官房新しい資本主義実現本部事務局より、アセットオーナー・プリンシプル<sup>5</sup>が公表された。アセットオーナーはインベストメント・チェーンにおいて、個人との連結点にある要である。インベストメント・チェーンを巡っては、上場会社に対するコーポレートガバナンス・コード、機関投資家に対するスチュワードシップ・コードがすでに 10 年以上にわたって運用されている。

---

1 内閣官房「資産運用立国実現プラン」（2023 年 12 月 13 日）

2 内閣官房「資産所得倍増プラン」（2022 年 11 月 28 日）

3 金融庁「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム - 「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」意見書（6） -」（2024 年 4 月 26 日）

4 金融庁「金融審議会市場制度ワーキング・グループ資産運用に関するタスクフォース報告書」（2023 年 12 月 12 日）

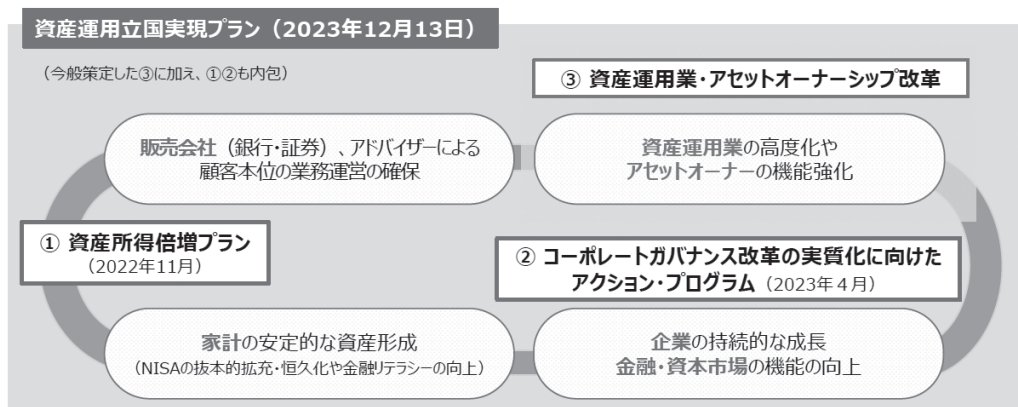
5 内閣官房新しい資本主義実現本部事務局「アセットオーナー・プリンシプル」（2024 年 8 月 28 日）

中長期の企業価値向上と対話の高度化

今回、アセットオーナー・プリンシプルが策定されたことにより、インベストメント・チェーンが受益者までつながることとなった。その意味で、アセットオーナー・プリンシプルはインベストメント・チェーンの最後のピースを埋めるものであり、その意義は大きい。

本稿は、アセットオーナー・プリンシプルが策定された背景について、インベストメント・チェーンの環境変化と課題について俯瞰的に検討したうえで、アセットオーナー・プリンシプルの各原則のポイントについて分析を行う。インベストメント・チェーンにおけるアセットオーナーの役割を発揮するために期待される行動のあり方について考察したい。

図表 1 資産運用立国実現プランの概要



出所：金融庁「資産運用立国実現プラン（概要）」（2023年12月13日）

## 2. アセットオーナーの意義

### （1）アセットオーナーの範囲

インベストメント・チェーンの重要な主体である機関投資家については、その性質や役割により、運用機関とアセットオーナーとに分類することができる。スチュワードシップ・コード<sup>6</sup>によれば、運用機関とは「資金の運用等を受託し自ら企業への投資を担う『資産運用者としての機関投資家』」、アセットオーナーとは「当該資金の出し手を含む『資産保有者としての機関投資家』」と定義される。アセットオーナーの属性は多様であり、スチュワードシップ・コードの議論において主たる対象とされた年金基金（公的年金、共済組合、企業年金）、保険会社等に限らず、財団法人や大学・学校法人等、その他の政府系ファンド等さまざまなアセットオーナーを内含する概念である。

アセットオーナーの監督当局は、年金基金は厚生労働省、保険会社は金融庁、大学・学校法人

<sup>6</sup> 金融庁「『責任ある機関投資家』の諸原則 <日本版スチュワードシップ・コード>～投資と対話を通じて企業の持続的な成長を促すために～」（2020年3月24日）

等は文部科学省と、それぞれの制度や設立趣旨に基づいて異なっている。アセットオーナーの投資活動についても、アセットオーナーの設立趣旨、根拠法令に基づいた事業内容に沿って行われるものであり、運用方針等はそれぞれのアセットオーナーの性格によって異なる。そのため、制度の垣根もあり、アセットオーナーについての共通の規律作りは簡単ではなかった。

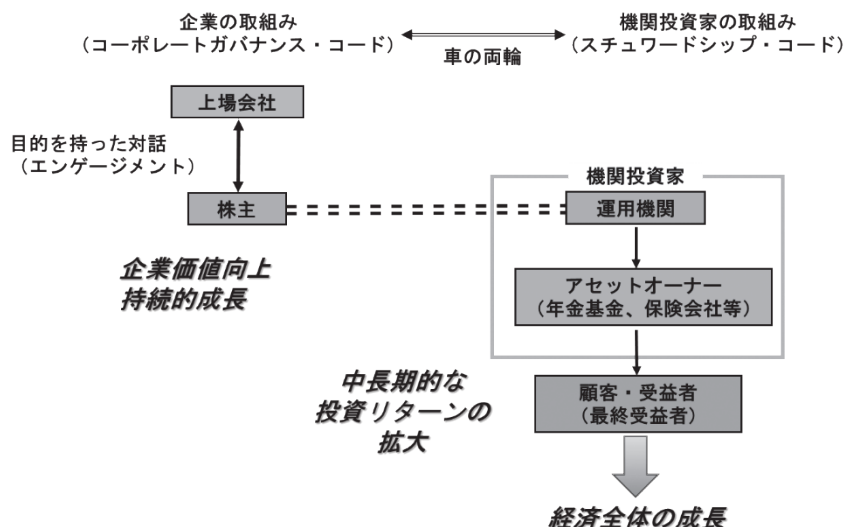
しかしながら、インベストメント・チェーンにおいては、アセットオーナーは機関投資家として重要な位置づけである。このような観点からは、実際に投資活動を行っているアセットオーナーについては、投資活動における機関投資家としての役割は共通するところも少なくない。例えば、スチュワードシップ・コードについては、スチュワードシップ・コードを所管する金融庁、年金基金を所管する厚生労働省、各共済組合を所管する省庁等と監督省庁は異なるが、インベストメント・チェーンを通じた価値向上というコードの実効性を高めるために、公的年金や企業年金、共済組合においても、スチュワードシップ・コードの受け入れが進められてきたところである。

スチュワードシップ・コードへの署名は、責任ある投資家としてのスチュワードシップ活動というすでに行われている投資活動の一環として、対応が行われてきた側面がある。その前提である、運用方針の策定、投資判断やリスクマネジメント、ガバナンス体制の整備等については、それぞれのアセットオーナーによる自発的な取組みに依拠しているのが実態である。アセットオーナーに対しては、多くの場合、所管省庁によるモニタリングが行われており、追加的に横断的な監督プロセスの設置は当面の課題ではないと考えられる。しかしながら、機関投資家として資産運用を行う場合には、具体的な運用戦略等はアセットオーナーの性質により異なるとしても、体制整備、方針策定、ディスクロージャー等は共通する部分も少なくない。また、設立趣旨にかかわらず、アセットオーナーのインベスト・チェーンにおける位置づけや役割は、共通の部分が多い。このようなインベストメント・チェーンにおける機関投資家としてのアセットオーナーの役割は、グローバルにも共通であり、資産運用立国を目指すわが国としては、機関投資家としてのアセットオーナーの行動規範の策定は大変重要であると考えられる。

このような背景からは、省庁横断的な取組みとして、内閣官房においてアセットオーナー・プリンシプルの策定が進められたことで、資産運用立国の残されたピースが完成し、わが国のインベストメント・チェーンを通じた価値向上を目指す一連の制度がつながると評価することができる。

中長期の企業価値向上と対話の高度化

図表 2 インベストメント・チェーンを通じた価値向上



出所：筆者作成

## (2) アセットオーナーの種類と資産規模

アセットオーナー・プリンシプルの策定にあたっては、単独での資産規模が多い年金基金や共済組合等の公的年金のほか、基金・法人数が多い企業年金や学校法人等を主たる適用対象として、議論が進められた。アセットオーナー・プリンシプルにおいて、アセットオーナーとして想定される主な主体は、図表3の通りである。世界最大規模の年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）（所管省庁：厚生労働省、以下同）をはじめ、国家公務員共済組合連合会（KKR）（財務省）、地方公務員共済組合連合会および地方公務員共済組合等の地方公務員共済組合連合会グループ（総務省）、日本私立学校振興・共済事業団（文部科学省）、企業年金連合会（PFA）（厚生労働省）、国民年金基金連合会（厚生労働省）、独立行政法人中小企業基盤整備機構（経済産業省）、独立行政法人勤労者退職金共済機構（厚生労働省）等の公的年金の性質を有する主体が含まれる。また、私的年金として、主体数が多く全体の資金量も多い企業年金（DB）（厚生労働省）も主要なアセットオーナーである。そのほか、生命保険会社ならびに損害保険会社（金融庁）は、民間企業であるが、契約者から集めた中長期的な資金を機関化してインハウスで運用あるいは外部に運用を委託しているという意味で、重要なアセットオーナーとして位置づけられる。また、いわゆる大学ファンドと呼ばれる国立研究開発法人科学技術振興機構（JST）のほか、国立大学法人・大学等を設置する学校法人等は、従来は機関投資家としてはカテゴライズされてこなかったが、資産運用を行うアセットオーナーであり、アセットオーナー・プリンシプルの対象と位置づけられている。

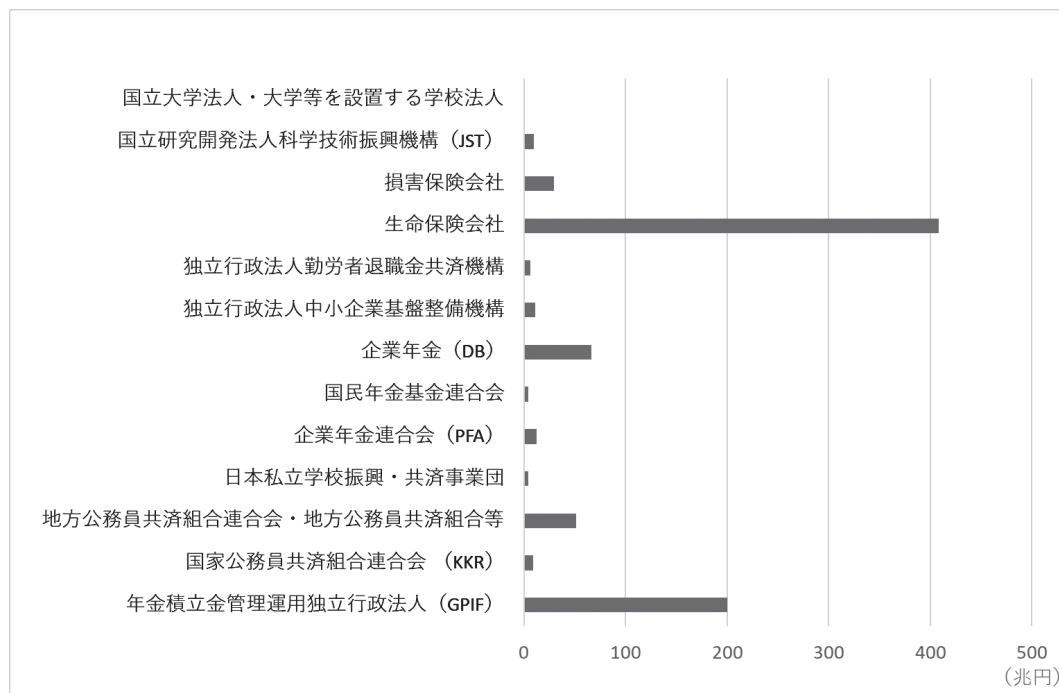
図表 3 アセットオーナーとして想定される主な主体

	種別	所管省庁	実施主体数	スチュワードシップ・コード受入表明
年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF)	年金	厚生労働省	—	○
国家公務員共済組合連合会 (KKR)	年金	財務省	—	○
地方公務員共済組合連合会・地方公務員共済組合等	年金	総務省	—	○
日本私立学校振興・共済事業団	年金	文部科学省	—	○
企業年金連合会 (PFA)	年金	厚生労働省	—	○
国民年金基金連合会	年金	厚生労働省	—	○
企業年金 (DB)	年金	厚生労働省	11,545	62
独立行政法人中小企業基盤整備機構	年金	経済産業省	—	○
独立行政法人勤労者退職金共済機構	年金	厚生労働省	—	○
生命保険会社	保険	金融庁	42	20
損害保険会社	保険	金融庁	33	4
国立研究開発法人科学技術振興機構 (JST)	大学等	文部科学省	—	○
国立大学法人・大学等を設置する学校法人	大学等	文部科学省	N/A	1

出所：内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局 アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会「アセットオーナー・プリンシプル策定に向けた基礎資料」（2024 年 3 月 7 日）

中長期の企業価値向上と対話の高度化

図表 4 主たるアセットオーナーの資産規模



出所：内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局 アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会「アセットオーナー・プリンシプル策定に向けた基礎資料」（2024 年 3 月 7 日）

### 3. アセットオーナー・プリンシプル策定の背景

#### (1) アセットオーナーのフィデューシャリー・デューティー

わが国においては政策として「成長と分配の好循環」を実現するために、インベストメント・チェーンを通じて家計の資金が成長投資に向かい、その価値向上の恩恵が関係に還元するという資金の好循環が目指されている。インベストメント・チェーンにおいては、家計、金融商品の販売会社、企業、運用機関、アセットオーナー等の各主体が、資金の流れと価値創出に向けて機能を発揮することが必要である<sup>7</sup>。

なかでもアセットオーナーは、インベストメント・チェーンにおいて、受益者を背後に抱える機関と位置づけられ、金融資本市場を通じて企業・経済の成長の果実を受益者等にもたらすという重要な役割を負っている。ここでいう受益者とは、受益者として制度上位置付けられている年金基金の年金加入者等の存在に限定されない。受益者には、アセットオーナーの資産運用の成果

<sup>7</sup> 内閣官房内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局 アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会「アセットオーナー・プリンシプル（案）」（第4回配布資料「資料1」）（2024年6月3日）、「背景及び目的 1.」参照。



により、直接的または間接的に利益を享受する主体として、各アセットオーナーが位置付けるステークホルダーも含まれる。例えば、大学等の学校法人の資金運用は、自己資金の運用であるが、資産運用の成果は、環境整備の資金として教職員や学生が利益を享受することができる。アセットオーナー・プリンシプルにおいては、アセットオーナーのステークホルダーについて、受益者等、資金拠出者等（寄附者、出資者、株主等）、その他損益の影響を含まれる者等を網羅する概念であると位置づける。アセットオーナーによりステークホルダーはさまざまであり、ステークホルダーの範囲もアセットオーナーにより異なると指摘している。アセットオーナーが意識すべきステークホルダーの対象は、多様で幅広い。

このようにアセットオーナーが配慮すべき受益者等のスコープが定められる。そのうえで、アセットオーナー・プリンシプルにおいては、アセットオーナーは、受益者等の最善の利益を勘案して、その資産を運用する責任（フィデューシャリー・デューティー）を果たすべきであると明記された。そして、アセットオーナー・プリンシプルにおいては、フィデューシャリー・デューティーを果たしていくうえで有用と考えられる共通原則を定めるものとされる<sup>8</sup>。

わが国には、フィデューシャリー・デューティーの概念は法令あるいは判例法において確立していないが、さまざまな法令においてフィデューシャリー・デューティーを基礎とする善管注意義務や忠実義務等の個別の義務が法定されている。実務上も、さまざまな関係性において生じうる課題が、フィデューシャリー・デューティーの概念によって解決されることが可能である。例えば、法令違反ではないものの立法趣旨から問題があるような場合への対処等は、個別規定の背景にあるフィデューシャリー・デューティーが明確化されることで、行為者の判断の拠り所となり、なすべき行為の方針が明確となる。したがって、わが国の公的な規範において、初めてフィデューシャリー・デューティーについて明確化されたことは極めて大きな変革であると考えられる。

## （２）アセットオーナー・プリンシプルの目的

アセットオーナーのうち年金基金や保険会社のようにすでにスチュワードシップ・コード等を受け入れており、その前提として運用方針や組織体制の整備を行っているアセットオーナーにおいては、アセットオーナー・プリンシプルの受け入れに際して、特段追加的な対応を行う必要は少ないと考えられる。アセットオーナー・プリンシプルの受け入れ表明とディスクロージャーの実施が求められるくらいであろう。

これに対して、現状では資産運用の体制が十分整備されていないアセットオーナーにおいては、アセットオーナー自身の設立趣旨に沿った運用目的、それに基づく運用目標および運用方針を定めるところから始めなければならない。資産運用の目的や時間軸、リスク許容度等は、組織の設立趣旨と密接に関連するため、本質的な部分から検討を行うことが必要となる。大学や学校法人

<sup>8</sup> 前掲注 7、「背景及び目的 2.」参照。

## 中長期の企業価値向上と対話の高度化

等の教育機関のなかには、資産運用の主体としての意識を持たないまま大学事務の一環として収支および資産管理が行われていたところも少なくないと思われる。このようなアセットオーナーについては、アセットオーナー・プリンシプルの受け入れは、経営上大変重要な意思決定をいくつも行う必要もあり、そのうえで体制整備、ディスクロージャー等を実施しなければならず、負担感の大きさへの懸念も大きいと考えられる。

しかしながら、どのような組織であっても、資産を保有し、管理するなかで、現預金等のキャッシュポジションをどの程度にするか、預金の場合には定期預金と普通預金それ以外等のどれが適切なのか、そのうえで余剰資金や将来資金については組織の成り立ちや運営目的ののっとって、適切な資産運用のあり方を検討していると考えられる。現在のような複雑で変化の激しい環境下においては、すべての金融商品についてはリスクを考慮することが求められ、資産全体のポートフォリオを俯瞰して、管理、運営することは求められよう。資産運用は損失が生じるリスクを有しており、事前に十分な準備を行っていても必ずリターンを得られるという性質のものではない。資産運用は当然のこととしてリスクを内含していることから、そのマネジメントが大変重要な要素となる。組織の目的に見合った、リスクの管理、リターンの目標を検討することが重要である。そうすることで、経済および金融資本市場の環境の変化により資産運用に損失が生じた場合であっても、運用方針の策定や運用プロセスの整備を行っていることで、ステークホルダーに対しては強靱なガバナンスに基づいた資産運用の結果であると示すことができ、フィデューシャリー・デューティーを果たすことにも通じる。フィデューシャリー・デューティーを果たしていると認められる場合には、仮に資産運用で損失が生じたとしても、組織の責任、まして関係者個人の責任を問われる余地は少なく、組織を守ることにもつながる。

この点について、アセットオーナー・プリンシプルの活用方法として、受益者等の最善の利益を追求するための備えがあることを自ら点検し、ステークホルダーに対してあるいは対外的に示すことで理解や対話、協働につなげ、運用力の向上を図るという PDCA サイクルを有効に回す手段としての活用が提示されている<sup>9</sup>。

## 4. アセットオーナー・プリンシプル

### (1) アセットオーナー・プリンシプルの構成

アセットオーナー・プリンシプルは、アセットオーナーが受益者等の最善の利益を勘案してその資産を運用する責任を果たしていくために、5つの原則を策定している。このような責任をフィデューシャリー・デューティーと呼ぶことが、アセットオーナー・プリンシプルにおいて明記された。アセットオーナーは、自らの置かれた状況に応じて、受益者等に適切な運用の成果をもたらすことができるよう、アセットオーナー・プリンシプルに定められたアセットオーナー共通の

<sup>9</sup> 前掲8、「背景及び目的 3.」参照。

原則を受け入れることが期待される。これは、内容を詳細に定める細則主義（ルールベース・アプローチ）に対して、原則主義（プリンシプルベース・アプローチ）と呼ばれる。プリンシプルには法的拘束力はないため、アセットオーナーは、それぞれの状況に応じ、プリンシプルの趣旨や内容を検討したうえで、プリンシプルを受け入れるかどうかを判断することとなる。そして、プリンシプルの受け入れに際しても、全ての原則を一律に実施しなければならないわけではない。プリンシプルは、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードと同様に、「コンプライ・オア・エクスプレイン」のアプローチが採用されている。これは、「原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか」という手法であり、アセットオーナーは実情に応じて、プリンシプルの各原則、補充原則を実施することができる。

### 図表 5 アセットオーナー・プリンシプルの 5 原則

アセットオーナーが受益者等の最善の利益を勘案して、その資産を運用する責任（フィデューシャリー・デューティー）を果たしていくために、

- 原則 1. アセットオーナーは、受益者等の最善の利益を勘案し、何のために運用を行うのかという運用目的を定め、適切な手続に基づく意思決定の下、経済・金融環境等を踏まえつつ、運用目的に合った運用目標及び運用方針を定めるべきである。また、これらは状況変化に応じて適切に見直すべきである。
- 原則 2. 受益者等の最善の利益を追求する上では、アセットオーナーにおいて専門的知見に基づいて行動することが求められる。そこで、アセットオーナーは、原則 1 の運用目標・運用方針に照らして必要な人材確保などの体制整備を行い、その体制を適切に機能させるとともに、知見の補充・充実のために必要な場合には、外部知見の活用や外部委託を検討すべきである。
- 原則 3. アセットオーナーは、運用目標の実現のため、運用方針に基づき、自己又は第三者ではなく受益者等の利益の観点から運用方法の選択を適切に行うほか、投資先の分散をはじめとするリスク管理を適切に行うべきである。特に、運用を金融機関等に委託する場合は、利益相反を適切に管理しつつ最適な運用委託先を選定するとともに、定期的な見直しを行うべきである。
- 原則 4. アセットオーナーは、ステークホルダーへの説明責任を果たすため、運用状況についての情報提供（「見える化」）を行い、ステークホルダーとの対話に役立てるべきである。
- 原則 5. アセットオーナーは、受益者等のために運用目標の実現を図るに当たり、自ら又は運用委託先の行動を通じてスチュワードシップ活動を実施するなど、投資先企業の持続的成長に資するよう必要な工夫をすべきである。

出所：内閣官房新しい資本主義実現本部事務局「アセットオーナー・プリンシプル」（2024 年 8 月 28 日）

## （2）アセットオーナー・プリンシプルの 5 原則

### ①原則 1 運用目的・運用目標・運用方針の策定

原則 1 および関連する補充原則は、機関投資家として基本的な体制整備、方針策定を求めるも

## 中長期の企業価値向上と対話の高度化

のである。アセットオーナーは、自らの設立趣旨や目的、受益者・ステークホルダー等の性質等により、資産運用のあるべき姿も異なる。そのため、誰のために、何のために資産運用を行うのかという観点から、運用目的を定めなければならない（補充原則1－1）。そして、その運用目的に基づいて、リターンやリスクに関する運用目標を策定することになる。そして、運用目標を達成するために、資産ポートフォリオや運用方針を定めることが求められる（補充原則1－2）。

アセットオーナーが、運用目的、運用目標、運用方針を定める場合には、適切な手続きの整備と専門的知見に基づいた判断を行うことが求められる（補充原則1－3）。そして、運用目的や運用目標に基づいて、経済・金融・市場環境等を勘案して、運用方針を定期的に検証し、必要に応じて見直さなければならないとされる。

ただし、アセットオーナーのなかには、運用目的等が法定されている場合もあるが、そのようなアセットオーナー（例えばGPIF等）の場合には、すでに体制整備が行われているところが多いと推測される。大学・学校法人等については、今後プリンシプルの受け入れにあたって、新たに対応が求められる場合もあろう。原則1は、機関投資家としての基本的部分であり、アセットオーナー・プリンシプルの根幹であることに留意しなければならない。

## ②原則2 資産運用の知見および人材の確保

原則2および関連する補充原則は、アセットオーナーの資産運用に関する専門的な知見および人材の確保について定める。原則1に基づいて定める運用目的・運用目標を達成するために、必要となる人材を確保することが必要である。また、内部人材だけでは十分ではない場合には、外部人材の活用も検討することが求められる。

アセットオーナーは、資産運用およびリスク管理を継続的かつ適切に運営できるよう、自らにどのような知見が必要であるかを把握、確保するとともに、監督と執行それぞれが機能するガバナンス体制を構築すべきであるとする（補充原則2－1）。資産運用にはリスク管理体制の整備が必然であることから、運用委員会やリスク管理委員会等のそれらを確保するためのガバナンス体制の整備を求めるものである。

運用目的に照らして必要がある場合には、資産運用の経験がある運用担当責任者（いわゆるチーフ・インベストメント・オフィサー（CIO））を選任することを求める（補充原則2－1）。運用担当責任者は、フィデューシャリー・デューティの観点から、受益者等の利益を第一に行動し、金融機関等との間で利益相反関係にないことが必要である。あるいは、内部人材の確保が難しい場合等には、アセットオーナーは、外部人材の登用、または、金融機関・外部時コンサルティング会社・OCIO（Outsourced Chief Investment Officer）<sup>10</sup>・業界団体その他の外部組織の活用を検討すべきであると述べる（補充原則2－2）。

<sup>10</sup> 金融庁「企業年金を取り巻く状況に関する調査 最終報告書」（ボストン・コンサルティング・グループ合同会社への委託調査）（2022年3月）は、英米の中小企業年金におけるOCIOの活用状況について報告されている（同11頁）。

### ③原則 3 リスク管理を含む適切な運用方法、委託先の選定

アセットオーナーは、受益者の最善の利益の観点から、リスク管理を含む適切な運用方法を検討し、運用委託先を検討しなければならない（原則 3、補充原則 3－1）。アセットオーナーに十分なリソースが確保できる場合には、自家運用を選択することもできる（脚注 10）。そこでは、運用資産の分別管理、運用目的に照らした適切な分散投資、VaR（Value at Risk）等の定量的なリスク分析を踏まえた運用リスクの管理を行うことが求められる。

他方、外部の金融機関に資産運用を委託する場合には、利益相反等を勘案して、運用委託先を選定しなければならないとし、定期的な見直しを求める（原則 3、補充原則 3－5）。しかしながら、わが国のアセットオーナーについては、特に公的年金のフィー体系について、世界的にも最低水準であるとの指摘が多い。わが国の資産運用業界を発展させるためにも、適切な水準のフィーを支払うことが期待される。また運用委託先への報酬については、運用委託先がもたらす付加価値に応じたものとすべきであると明記し、資産運用だけではなく複数の機能を委託する際には、機能毎に付加価値に見合うか検討することが重要であるとする。例えば、信託銀行や保険会社は、企業年金からゲートキーパーや業務代行を兼ねたサービス（総幹事会社と呼ばれる）を受託しているが、パッケージでの報酬ではなく、具体的なサービスの機能別に報酬を設定する場合を想定している。また、アクティブ運用等においては優秀でパフォーマンスの高い運用機関を採用する観点から、海外ではよく見られる仕組みである成功報酬制度の活用についても、言及されている（プリンシプル注記 13）。

### ④原則 4 ステークホルダーへの説明責任（見える化）

アセットオーナーのステークホルダーは、第一義的には受益者等である。しかしながら、受益者等以外にも、資金拠出者等（寄附者、出資者、株主等）、その他損益の影響を受ける者等が存在する場合がある。各アセットオーナーによってステークホルダーは多様であり、その範囲も様々に異なる。例えば、大学・学校法人等の資金については、寄附金等を原資とする場合には、大学自身の資金であり、厳密には受益者は存在しない。しかしながら、大学・学校法人等の資金については、その運用結果が学生、研究者等の教育、研究環境の整備に大きな影響を与えるため、大学・学校法人等の経営状況に関しては重要なステークホルダーである。このようなステークホルダーに対しては、資産運用の状況について、十分な情報開示が必要である。その場合には、多様なステークホルダーにとって分かりやすい内容で（補充原則 4－1）、比較可能な形での説明が求められる（補充原則 4－2）。

### ⑤原則 5 アセットオーナーのスチュワードシップ活動

アセットオーナーは、インベストメント・チェーンにおいて重要な役割を果たしていることから（図表 2）、アセットオーナー自らあるいは運用委託先を通じて、投資先企業やその事業環境についてのエンゲージメント（建設的な「目的を持った対話」）を行い、投資先企業の中長



## 中長期の企業価値向上と対話の高度化

期の持続的な企業価値向上を即することが求められる。そして、スチュワードシップ責任を果たすに当たっては、自らの規模や能力等を踏まえつつ、日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ表明をした上でその趣旨に則った対応を行うことを検討すべきであるとする（補充原則５－１）。しかしながら、企業年金については 11,459 基金のうち<sup>11</sup>、2024 年 6 月時点で 84 基金のみがスチュワードシップ・コードに署名している<sup>12</sup>。受益者が明確な企業年金においては、アセットオーナー・プリンシプルやスチュワードシップ・コードの受け入れが期待されること、母体企業との関係、リソースの問題等があり、取組みが進んでいない実態がある。インベストメント・チェーン全体の価値が向上することで、アセットオーナー自身の投資パフォーマンスが向上し、ひいては国民経済全体の成長にもつながる。

企業年金のように個別の基金のリソースが十分ではない場合等を念頭に、複数のアセットオーナーが協働して運用委託先のスチュワードシップ活動に対するモニタリング（協働モニタリング）を行うことも選択肢として提示している（補充原則５－１）。これに該当する具体的な取組みの事例として、企業年金連合会において、企業年金スチュワードシップ推進協議会が設立されている。

また、ステークホルダーの意向や運用目的を勘案したうえで、投資先企業の持続的成長に資するサステナビリティ投資を行うことについても述べられている（補充原則５－２）。取組み例として、運用委託先へのサステナビリティを配慮した運用を求めること、PRI（責任投資原則）への署名についても言及されており、PRI に署名する公的年金が増加している。

## ５．おわりに

アセットオーナー・プリンシプルを受け入れるアセットオーナーのリストは、政府のウェブサイトにおいて公表される<sup>13</sup>。この情報開示の第一弾として、9 月 30 日公表分では、17 機関が受け入れを表明した。公的年金・共済組合が中心で、それ以外では、生命保険会社 2 社および企業年金 1 基金であった。大学や学校法人についてはこの時点では受け入れ表明は出されていないが、報道によれば、複数の大学も受け入れを予定しているとの報道もされている<sup>14</sup>。これら以外にも、受け入れ表明の準備を進めているアセットオーナーもあり、今後の受け入れの拡大が期待される。次回は本年 12 月末までに受け入れ表明を行ったアセットオーナーのリストを、来年

<sup>11</sup> 厚生労働省「確定給付企業年金の事業状況等（2021（令和 3）年度）」参照。11,459 基金のうち、規約型が 10,732 基金、基金型が 727 基金である。規約型は母体企業との一体性や利益相反等の観点から、スチュワードシップ・コードを受け入れが遅れている。

<sup>12</sup> 金融庁「第 1 回スチュワードシップ・コードに関する有識者会議 事務局説明資料（資料 4）」（2024 年 10 月 18 日）5 頁参照。

<sup>13</sup> 内閣官房ウェブサイトにおいて、アセットオーナー・プリンシプル、受け入れ機関等の関連する情報が提供される。

<sup>14</sup> 日本経済新聞「企業年金、国の行動規範受け入れ 0.01% 人材不足背景に」（2024 年 10 月 11 日）



1 月初めに公表し、以降は月 1 回程度更新する予定となっている。

アセットオーナー・プリンシプルに基づいて、アセットオーナーがガバナンスや運用体制や整備を行うことを通じて、直接的には受益者・ステークホルダーの資産を保全することにつながる。資産運用は每期必ずリターンを生むという性質のものではなく、グローバルな経済・社会情勢や金融資本市場の不透明性が高まり、資産運用のパフォーマンスへのインパクトも大きい運用環境下においてはとりわけ、損失につながることもある。その場合も、結果としてマイナスリターンであったとしても、リスク管理ならびに投資判断プロセスが適切に運営されていれば、アセットオーナー自身を守ることにつながる。資産運用力を高めることを通じて、中長期の運用パフォーマンスの向上にもつながろう。スキルやリソース不足を不安視するアセットオーナーも少なくないと推察されるが、プリンシプルの内容は、運用目的の策定等の資産を有するアセットオーナーにとっては、きわめて基本的な体制整備も含まれている。内部だけでの対応が困難な場合には、外部のスキルやリソースの活用も提示されている。このようなアセットオーナーの状況を踏まえて、アセットオーナー・プリンシプルの適用方法は、それぞれのアセットオーナーの実態に合わせてコンプライ・オア・エクスプレインのアプローチで柔軟な対応を可能とする仕組みとなっている。

アセットオーナーはインベストメント・チェーンにおいて、受益者をつなぐ要の役割を果たしている。また、公的年金や共済組合はもとより、大学・学校法人等や企業年金といった多くのアセットオーナーは、わが国の社会および経済の将来に向けた持続可能性を確保する観点からも大変重要な存在であり、社会的使命も負っている。したがって、アセットオーナーにおいては、プリンシプルの趣旨を理解し、組織防衛の観点から、それぞれの実態に即してプリンシプルをどのように受け入れるかについての検討を行うことが期待される。

#### 【参考文献】

1. 金融庁「企業年金を取り巻く状況に関する調査 最終報告書」（ボストン・コンサルティング・グループ合同会社への委託調査）（2022 年 3 月）
2. 金融庁「「責任ある機関投資家」の諸原則 <日本版スチュワードシップ・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～」（2020 年 3 月 24 日）
3. 金融庁「金融審議会市場制度ワーキング・グループ資産運用に関するタスクフォース報告書」（2023 年 12 月 12 日）
4. 金融庁「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム—『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』意見書（6）—」（2024 年 4 月 26 日）
5. 金融庁「第 1 回スチュワードシップ・コードに関する有識者会議 事務局説明資料（資料 4）」（2024 年 10 月 18 日）

中長期の企業価値向上と対話の高度化

6. 厚生労働省「確定給付企業年金の事業状況等（2021（令和3）年度）」
7. 内閣官房「資産所得倍増プラン」（2022 年 11 月 28 日）
8. 内閣官房「資産運用立国実現プラン」（2023 年 12 月 13 日）
9. 内閣官房「アセットオーナー・プリンシプル」（2024 年 8 月 28 日）
10. 日本経済新聞「企業年金、国の行動規範受け入れ 0.01% 人材不足背景に」（2024 年 10 月 11 日）

# 企業価値担保権と予想信用損失引当（ECL）の活用

## —貸出のビジネスモデルの転換に向けて—

経営管理研究科 教授

宮内 惇至

### 【要約】

2024 年に企業価値担保権が法制化され、2025 年には予想信用損失引当（ECL）の国内ルールの中協議が開始される見通しである。本稿では、先行している米国の実情を踏まえて、これらの制度変更が邦銀の貸出のビジネスモデルに及ぼす影響について考察する。とくに、従来の清算型倒産を踏まえた資産（物的担保）ベースの貸出モデルから再生型倒産を前提とするキャッシュフロー（CF）ベースの貸出モデル（いわゆる事業性融資）へと転換する道筋を展望する。また、日本経済において、産業の新陳代謝を活発化し、生産性を高め、ショックに対するレジリエンシーを改善するためには、こうした貸出モデルの転換が必要である点について検討する。さらに、転換を進めるうえで当局や金融機関が克服すべき課題や留意点を整理する。

### 【キーワード】

企業価値担保権、全資産担保、予想信用損失引当（ECL）、DCF 法、キャッシュフローベース貸出、資産（物的担保）ベース貸出、事業性融資

### 【目次】

1. はじめに
2. 効率的な米国の企業再生と後手に回る日本の企業再生
3. 企業価値担保権
4. 予想信用損失引当（ECL）
5. 貸出のビジネスモデル転換の必要性
6. 貸出のビジネスモデルを転換するための留意点
7. おわりに

## 1. はじめに

先進国におけるコロナ後の経済回復を比較すると、米国の強さと日本の弱さが目立つ。この点は、リーマンショック後も同様だった。いずれも米国では生産性が急上昇しており、ショック後に生産性が低迷する日本とは対照的である。この違いの原因のひとつとして、ショックに対応して資源を効率的な部門へと再配分する経済機能の格差を指摘できる。とくに米国の倒産システムの効率性が産業の新陳代謝と資源の再配分を促進している点が重要である。米国の倒産システムの効率性を支えているのは、早期に円滑な再生策を施す貸出のビジネスモデルである。そして、こうしたビジネスモデルの制度的基盤として、借手企業のキャッシュフロー（CF）に基づく経済価値を反映した「引当制度」と「担保制度」が機能している。

日本の倒産システムは、90年代の不良債権問題を経て、従来の清算型倒産に加えて再生型倒産という選択肢が加わった。もっとも、米国に比べて再生型の処理件数は依然として限られており、清算型の倒産を前提とした金融慣行が根強く残っている。借手企業の業況が悪化しても、債権放棄を伴う思い切った再生策が講じられないまま、低金利の貸出による延命が図られ、時間の経過とともに企業のフランチャイズバリュー（技術力、人的資本、顧客基盤）が失われ、資源の再配分が効率的に進まないでいる。この結果、経済はショックに脆弱で、生産性の改善が進まない。

こうしたなか、日本でもようやく「予想信用損失引当（ECL）」や「企業価値担保権」などの「貸出の経済価値」を基本とした制度の整備が動き出している。もっとも、貸手と借手が新制度の狙いを理解し、貸出のビジネスモデルの改革に繋げられるか、成否は今後の制度設計と経済主体の運用にかかっている。本稿では、これらの制度が経済の効率性を高め、ショックの下で生産性を改善するとともに、金融システムを安定化するメカニズムについて解説する。さらに、制度改革を進めるうえでの留意点を考察する。

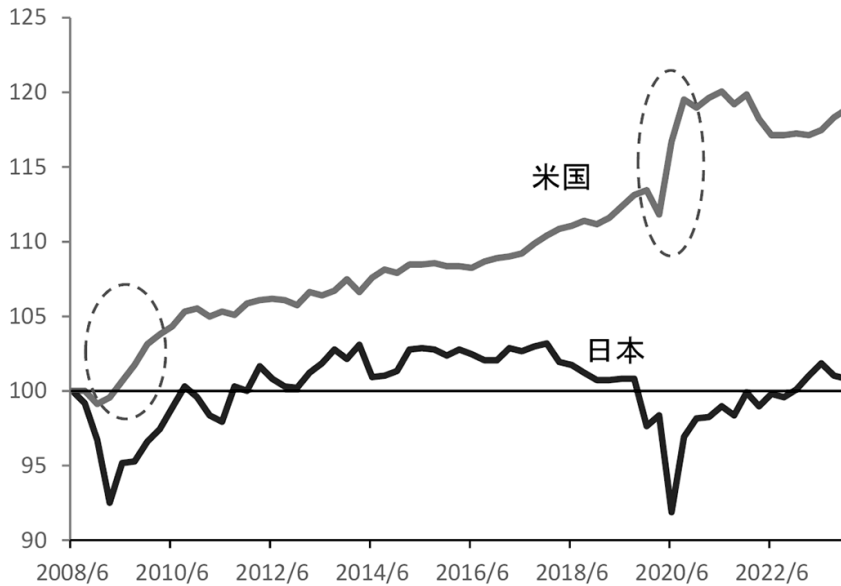
以下、第2章で、ショックに対する日米経済の対応力の格差の背景にある米国の倒産システムや貸出のビジネスモデルの効率性について展望する。第3章、第4章では、企業価値担保権とECLについて機能面を中心に整理する。第5章で、わが国にとっての貸出のビジネスモデルを転換する意義や必要性について整理し、その際の課題や留意点について第6章で検討する。

## 2. 効率的な米国の企業再生と後手に回る日本の企業再生

### （1）経済ショック後の日米の労働生産性の格差

図表1は2008年以降の日米の労働生産性の変化を示している。15年間ほぼ横ばいの日本に対し、米国は約2割の上昇を示しており、大きな格差がある。とくに、米国の労働生産性は2008年のリーマンショックや2020年のコロナショックの際に大きく上昇し、その後も高水準を維持しているが、日本では、ショックの際に大きく労働生産性が低下し、元の水準に復するのに時間を要しており、その後も横ばいで推移している。

図表 1 日米の労働生産性



(注) 2008 年 4-6 月 = 100

(出所) 菅野 (2024)、OECD

こうした動きの一因は、ショックの直後に米国では失業が増加する一方で、日本は生産が低下しても雇用をできるだけ維持するという雇用慣行の違いが影響している面もある。しかし、ショックの後で生産が回復し、米国で雇用が回復した後も、生産性の格差は残っている。背景としては、ショックに際して、米国は高生産性部門への経済資源の再配分を効率的に進める一方、日本は資源配分が固定的なことが指摘されている。

ショックの後に資源が円滑に再配分されない背景として、日本における雇用の流動性の低さや低金利政策が挙げられるが、これに加えて、倒産制度が非効率的なために新陳代謝が円滑に進まず、いわゆる「ゾンビ企業」が増えやすいことも指摘されている。

コロナ禍に際して各国で資金繰り支援融資が広範に行われたため、その後遺症として、本来、市場から退出すべきだった企業が低金利貸出で支えられて、いわゆる「ゾンビ企業」となり、過剰債務が回復の足枷になるのではないかと、との懸念が国際的に広がった。このため、「ゾンビ企業」に関する研究が世界各国で進められたが、押し並べて「ほかの先進諸国と異なり、米国ではゾンビ企業は少なく、経済効率や景気回復の阻害要因になっていない」との結論に至っている。その背景として、米国の銀行が早期の企業再生などにより不良債権の増加を抑止していること、したがって、業況の悪化した企業を信用コストに見合わない金利で支援し続ける「エバーグリーン貸出」は米国では少ないこと、米国の効率的な倒産システムがそれらを可能にしていること、など

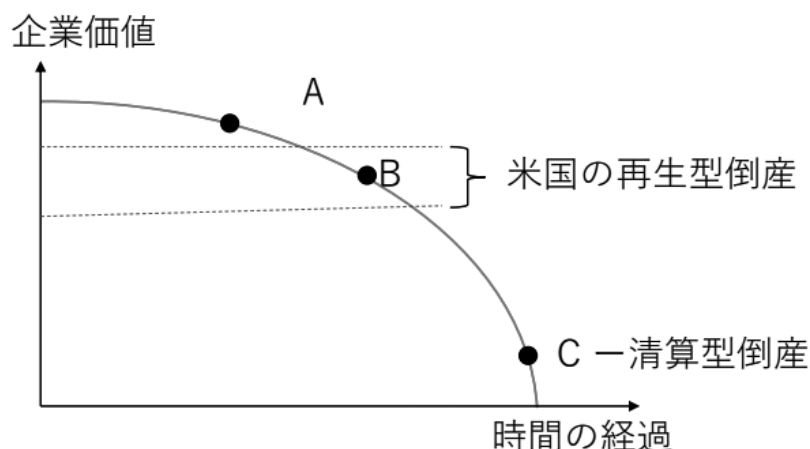
## 企業価値担保権と予想信用損失引当（ECL）の活用

が指摘されている<sup>1</sup>。

## （２）日米の倒産処理システムの違いとその背景

第２図は日米の倒産処理の違いを簡単に図示している。業況が悪化していく企業について、横軸に時間の経過、縦軸に企業価値を示している。米銀の場合、借手企業の企業価値が一定程度低下すると（Ａ）、その企業を Watch List に入れて、集中的な監視の対象とする。さらに企業価値が低下すると（Ｂ）、私的整理ないし Chapter 11（倒産法 11 条）に基づく倒産で、企業再生のプロセスに入ることが一般的である。日本の場合、エバーグリーン貸出で抜本的な再生が先送りされ、企業がゾンビ化し、最終的に業況改善の見込みがなくなった段階（Ｃ）で清算型の倒産に至るケースが一般的である<sup>2</sup>。

図表２ 業況が悪化する企業の企業価値（イメージ）



（出所）筆者作成

再生が遅れることで、業況が悪化した企業は顧客基盤や人的資本、ノウハウを急速に失うほか、追加融資を受けることが難しいため、有望な投資機会があっても逸失してしまう。事業再生は早期に踏み切ることが効率的であり、経済資源を有効活用することにつながる。

米国の事業再生が効率的な背景には、Chapter 11 などの法制度が整備されていることもあるが、より基本的には米銀では、企業のキャッシュフロー（CF）や企業価値（貸出の経済価値）

<sup>1</sup> McGowan et al. (2018)、Jorda et al. (2020)、Becker and Ivashina (2021)、Lian and Ma (2021)、Favara et al. (2024)、Kornejew et al. (2024) など。

<sup>2</sup> 日本では民事再生法が 2000 年に施行されたが、再生型の倒産の比率は限定的なものにとどまっている。これは、後述するとおり、引当や担保などの制度が清算型倒産を前提としている点が金融機関の行動様式を固定化していることも影響している。



に着目する貸出のビジネスモデルが一般的であることを指摘できる。そして、こうした「CF 貸出」を支えている制度的基盤が、①経済価値ベースの引当会計と②全資産担保である。

米国では、借手企業の業況悪化の初期から DCF 法に基づく引当が 1990 年代に導入された。これが、2020 年代に入って、さらに徹底され、すべての貸出に対して DCF 法での引当を適用する ECL を導入している。また、米国の全資産担保は日本の企業価値担保権のモデルとなっている担保の登記制度である。その対象はノウハウや顧客基盤などの無形資産を含むビジネスモデル全体である。これは、貸出の経済価値を担保としているとみてもよい。

第 4 章でみるように、米国の DCF 法や ECL では貸出の経済価値の下落分が引当の対象となり、個別引当として損失が計上され、自己資本比率が低下する。このため、本格的な企業再生に踏み切った際の債権放棄額や、貸出債権を売却する際のディスカウント額は、おおむね引当と一致するので、これらの処理に踏み切る際に新たな損失や資本比率の低下がほとんど生じない。こうしたことから、処理を先送りするインセンティブが削がれ、適時の処理がなされやすくなり、エバーグリーン貸出、ゾンビ企業、清算型倒産などが減少する。さらに、銀行は借手の CF をモニタリングし、改善しようとするインセンティブを持つ。

また、第 3 章でみるように、業況が悪化した借手の企業価値は、株主に帰属する部分がほとんどなくなっているため、概ね貸出の経済価値と一致する。これが全資産担保の対象となる。貸出の保全是、伝統的な物的担保の清算（売却による換価）ではなく、全資産担保に基づく CF の価値、すなわち企業価値ないし貸出の経済価値に依存している。経済学では、前者を物的担保ベース貸出（資産ベース貸出）、後者を CF ベース貸出と呼ぶこともある<sup>3</sup>。CF に基づく経済価値を担保とするので、銀行は借手企業の CF をモニタリングし、ともに改善に取り組むインセンティブを持つ。さらに、借手企業の経営体制では、十分な再生が図れないほど業況が悪化した場合には、銀行は全資産担保を踏まえて再生のイニシアティブを取ることが出来る。

一方、日本の企業再生は依然として低調に推移している。政府は、中小企業の企業再生を促進するべく、近年、様々な施策を講じている<sup>4</sup>。これに呼応して、金融機関側でも、早期の経営改善や事業再生を意識した体制整備が進められている。しかし、政府の狙いどおりに早期の企業再生が軌道に乗っているとはいいがたい。倒産事例の多くは清算型で処理されている。また、銀行と企業が協議して打ち出す再生策は、多くの場合、徹底した債権放棄を伴っておらず、過剰債務状態が解消されないため、十分な再生策となりえていない。

以下では、こうした現状を打破する観点も踏まえつつ、企業価値担保権と ECL に期待される機能について整理する。

<sup>3</sup> 日本の金融庁や銀行が「事業性融資」と呼んでいるビジネスモデルは CF ベース貸出に近いものと考えられる。

<sup>4</sup> たとえば、監督指針の改正、中小企業事業再生ガイドラインの整備、REVIC（地域経済活性化支援機構）の再生支援体制の強化、再生系サービスの活用促進、経営者保証に依存しない融資慣行の醸成、など。日本銀行（2024）を参照。

### 3. 企業価値担保権

#### （１）企業価値担保権とは

2024年6月に「事業性融資の推進等に関する法律」が成立した。その目玉が企業価値担保権の創設である。日本の金融界にとって企業価値担保権の概念は新奇で、十分に理解が浸透しているとは言い難い。2026年末の施行に向けて金融機関の態勢整備が急がれている。

金融庁の解説によれば、従来の物的資産を担保とするケースと異なり、企業価値担保権は無形資産（ノウハウ、顧客基盤等）を含むビジネス全体を担保の対象としている。換言すれば、事業性、すなわち将来CFを担保にできる。この結果、事業（CF）に対する銀行の関心が高まり、タイムリーな経営改善支援が期待できることが効用として強調されている。

企業価値担保権の最大の効用は、単なる経営改善支援を超えて、早期の企業再生を円滑に実施できる点にある。また、ビジネスモデルを担保として押さえられる結果、物的担保を持たないスタートアップやサービス産業への貸出が容易になり産業構造の変化に対応できる。

#### （２）伝統的な物的資産担保と企業価値担保権との保全方法の違い

企業価値担保権の本質についての理解を深めるために、清算時の保全方法について、これまでの物的資産担保と比較してみよう。まず、銀座の小さな商店が店の土地を担保に借入する場合（ケース１）と、森の中のショッピングセンターを営む企業が、その土地建屋を担保に融資を受ける場合（ケース２）を比較してみたい。

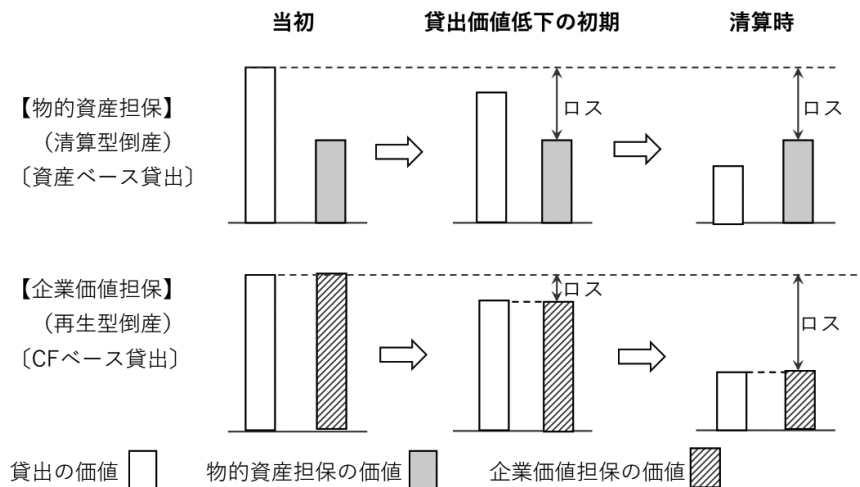
ケース１では店の業況（CF）が悪化して、利払いが滞っても、清算時に担保の土地を売却すれば十分に回収が可能になる。これは借手のCFと担保価値とが無相関だからである。一方、ケース２ではショッピングセンターの業況（CF）が悪化すれば、担保のショッピングセンターの土地家屋の価値も低下する。森の中の土地家屋の価値は、ショッピングセンターとして活用する以外にほとんど価値がないからである。このため、清算して土地家屋を売却しても貸出の回収は既に低下したCFの割引現在価値（企業価値）にとどまる。これは、ケース２では担保の価値が可変的で、CFと担保価値が相関しているためである。

CFと相関の高い担保の場合、有効な保全策は事業を継続してCFを改善することである。したがって、ケース１は清算型の倒産を、ケース２は早期の再生型倒産を前提としていると言える。ここで、ケース１は伝統的な物的担保に基づく資産ベースの貸出であり、ケース２はビジネスモデルを担保に取ったCFベース貸出と考えられる。

この点を図表３で説明する。図は伝統的な物的担保に基づく資産ベース貸出（上段）および企業価値担保権に基づくCFベース貸出（下段）とそれぞれの担保価値との関係を示している。それぞれの担保について、左から順に、当初時点、貸出価値が低下して間もない時点、清算時点、を示している。当初時点では貸出の価値は毀損していないが、右に行くにしたがって低下する。物的担保の価値は貸出の価値と無相関だから一定である。このため貸倒損失（ロス）は一定で、

貸手に早期に事業再生をするインセンティブは乏しい。一方、企業価値担保権の価値は、業況悪化時には貸出の経済価値とおおむね一致しているので、貸出価値の低下と並行して低下する。したがって、貸手のロス拡大していく。こうした状況の下では、貸手はロスを小幅に止めるために早めに事業再生に踏み切るインセンティブを持つ。

図表 3 貸出の経済価値と各種担保価値



(出所) 筆者作成

ここで、「企業価値担保は業況悪化時に価値が低下するから保全にならない」という見方は適当ではない。もし貸手に有効な企業再生策を立案する能力があるのであれば、企業価値担保権で保全したうえで、貸出価値の低下が小さい段階で再生に踏み切る方がロスは小さい。

一般に、再生型倒産を前提とする CF 貸出では、担保となる CF の最大化を図るインセンティブが働くため資源の非効率性が小さい。一方、清算型倒産を前提とする伝統的担保では、倒産までの間、十分な価値を生まない企業が温存されるうえ、担保を有効に活用するインセンティブに乏しいこともあって、マクロ経済に非効率をもたらしている。

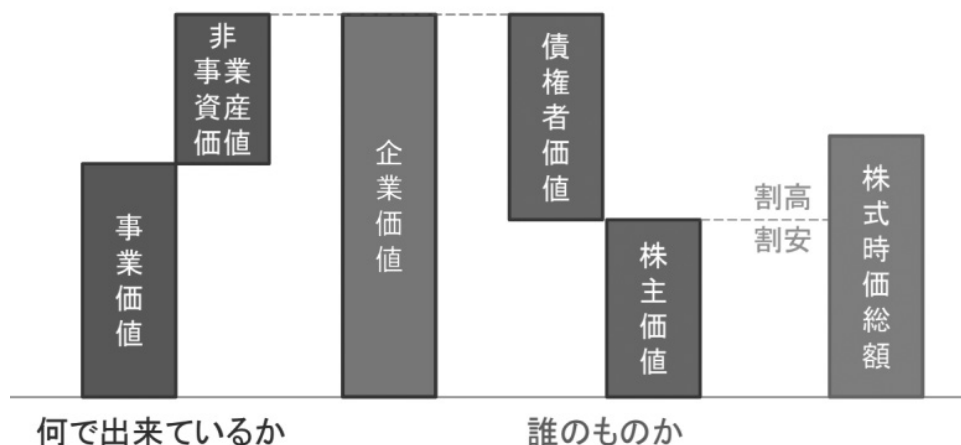
### (3) 企業価値担保権と貸出の経済価値との関係

次に企業価値担保権と貸出の経済価値の関係について整理しておきたい。ファイナンスの基礎的な理論は、企業価値を図表 4 のようにブレイクダウンしている。図の企業価値の左側は、企業価値が何でできているかという構成を示している。右側は企業価値が誰のものかという帰属を示している。まず、企業価値の構成をみると、事業価値と非事業資産価値から構成されている。ここで、事業価値は事業が生み出す CF の割引現在価値である。なお、非事業資産とは事業に使われていない遊休不動産、絵画、ゴルフ会員権、純投資の株式などであるが、以下の議論では無視

## 企業価値担保権と予想信用損失引当（ECL）の活用

することとする。

図表 4 事業価値、企業価値、株主価値の関係



出所：石野（2022）

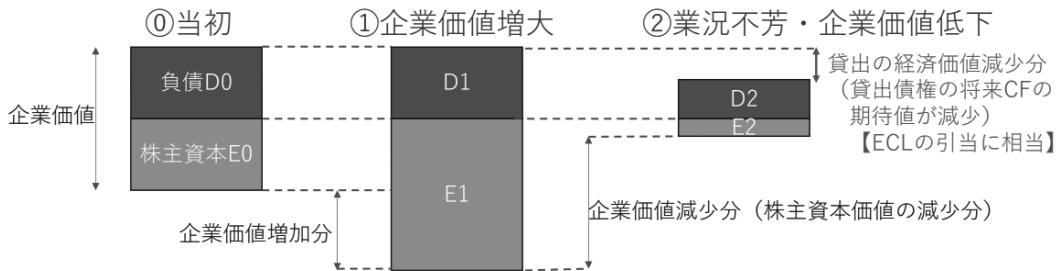
次に、図の右側は企業価値の帰属を示している。これは株主の取り分（株主価値）と貸手の取り分（債権者価値）に分けられる。企業が社債を発行していなければ、債権者価値は貸出の経済価値と考えてよい。株主価値は直接計測することはできないが、企業価値から債権者価値（多くの場合、額面）を差し引いた残高が株主価値と考えられる。

企業価値は、図表 5 のように、当初（局面①）は株主価値（資本 E0）と債権者価値（貸出の経済価値＝負債 D0）とに分けられる。

企業業績（CF）が当初の予想以上に好調になると（局面②）、企業価値が上昇する。このとき上昇部分（アップサイド）のほとんどは株主に帰属し（E1）、債権者価値（貸出の経済価値：D1）はほとんど変わらない。これは、貸出から生じる将来 CF がほとんど変わらないためである<sup>5</sup>。

<sup>5</sup> 厳密に言えば、若干、倒産確率が低下することで、わずかながら信用コストが改善するので、将来 CF の予想も改善するが、通常は限界的と考えてよい。

図表 5 企業価値の帰属



出所：筆者作成

次に、企業の業況が悪化し、企業価値が低下すると（局面②）、株主価値（E2）はゼロ近傍まで下落する。さらに、企業価値が低下すると、信用コストをカバーするだけの利払いができなくなり、貸出の将来 CF の割引現在価値である債権者価値（貸出の経済価値：D2）も低下する。こうした状況では、E2 はほとんどゼロなので、企業価値は債権者価値（貸出の経済価値）D2 と概ね同じになる。企業価値担保権を実行できるのは、局面②のような状況なので、担保価値は債権者価値といえる。

局面②において、DCF 法ないし ECL で引当てれば、貸出の額面（D0）と貸出の経済価値 D2 の差額が引当てられる。引当額は貸出の将来 CF の現在価値の減少分だからである。したがって「企業価値担保権の価値」（貸出債権の価値）と「貸出額面－ECL 引当」とは概ね一致する。企業価値担保権と ECL は表裏の関係といえる。

#### （４）企業価値担保権の効用

以下では、改めて企業価値担保権の効用について整理しておきたい。これまで見てきたように、企業価値担保権に基づく貸出では、銀行は、①借手企業の CF を詳細にモニタリングする、②早期の経営改善ないし企業再生によりロスの拡大を抑止する、③担保権に基づいて企業再生を円滑に進められる。また、これらに伴い CF（ないし事業性）に関する貸手と借手の対話が深まる。

さらに、経済のサービス化、DX 化に伴って、銀行は物的担保を取って保全を図る従来型の貸出では対応できない新たな貸出を求められており、企業価値担保権を活用すれば、対応が可能になる。たとえば、IT などの物的資産を持たないスタートアップ向け貸出はもとより、資産価値と CF が相関する、リゾートプロジェクト、脱炭素等の ESGs 対応等の新技術向けファイナンス、などである。

日本の貸出市場では、担保となる資産を持つ企業へ貸出が集中しており、過当競争に陥るケースが目立つ。一方で、成長領域にある企業であっても、担保となる資産を持たないと十分に資金が供給されていない。企業価値担保権により、こうした状況を打破することができる。

## 企業価値担保権と予想信用損失引当（ECL）の活用

採算の観点でもCF貸出は過当競争に陥る可能性が低く、企業再生での収益機会もある。ただし、CFモニタリングは相応にコストがかかる可能性がある点には留意が必要である。

また、清算時の担保や保証等による回収に依存しないことから、経営者保証を回避することができる。事業承継を妨げ、挑戦の意欲を削ぐ経営者保証が回避できれば、効率的なM&Aの促進や起業の活性化などの効用が期待できる。

マクロ的にみると、タイムリーな経営改善や事業再生は、資源の無駄を省き、産業間での資金配分、資源配分が最適化され、日本経済の生産性向上につながることを期待できる。

## 4. 予想信用損失引当（ECL）

### （1）ECLの仕組み

予想信用損失引当（ECL：Expected Credit Loss）は、世界金融危機後の国際的な金融規制改革の議論の中で、FSB（金融安定理事会）において国際基準として合意され、欧米各国では2020年前後に相次いで実施された。一方、日本では国内会計ルールの見直しに関するASBJ（企業会計基準委員会）での議論がいまだに決着しておらず、海外に比べて大きく実施が遅れている。

以下では、FSBやIASB（国際会計基準審議会）での議論に基づき、ECLの本質的な意味合いと狙いを説明する。

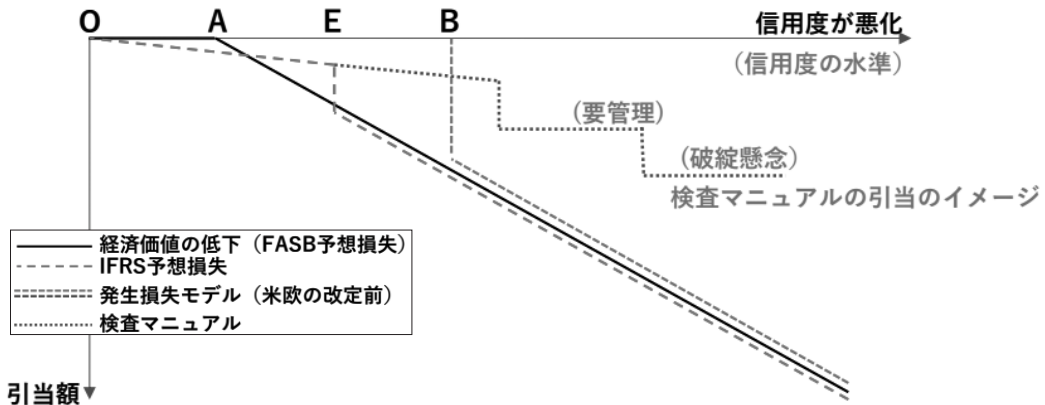
図表6は各種の引当モデルと貸出の経済価値との関係を示している。横軸に貸出先の信用度の悪化、縦軸に貸出の経済価値の低下と各種ルールが求める引当水準を示している<sup>6</sup>。Aは貸出の経済価値が低下し始める信用度である。信用度がさらに悪化すると、経済価値は実線に沿って低下する。FASB（米国財務会計審議会）のECLルールでは、貸出債権の将来CFの悪化による割引現在価値（DCF）の低下を引当てるので、現在価値の低下とFASBでのECL引当は一致する。欧州が採用する国際会計基準（IFRS）は、図表6のEまで信用度が悪化するとDCFベースの引当に移行する<sup>7</sup>。信用度がEより良好なら簡便法として1年間の信用コストを引当てる。

<sup>6</sup> ECLは「信用度の水準」ではなく、「当初対比の信用度の悪化」が基準である。これは経済価値評価と整合的な整理である。図表6は当初の信用度が十分に高いケースを示している。

<sup>7</sup> 信用コストベースからDCF法に引当額の算定方法を変更する基準点（E）はSICR（重大な信用リスクの増大）と呼ばれている。



図表 6 各種引当モデルと経済価値との関係



出所：筆者作成

欧米では 2000 年前後から「発生損失モデル」を採用し、DCF 引当を広範に導入していた。このモデルでは借手の信用度が一定程度まで低くなることをトリガーとして DCF 引当を行う（図表 6 の B）<sup>8</sup>。また、トリガーに至るまでの間は貸倒実績率（信用コスト）を引当てる実務慣行が定着していた。

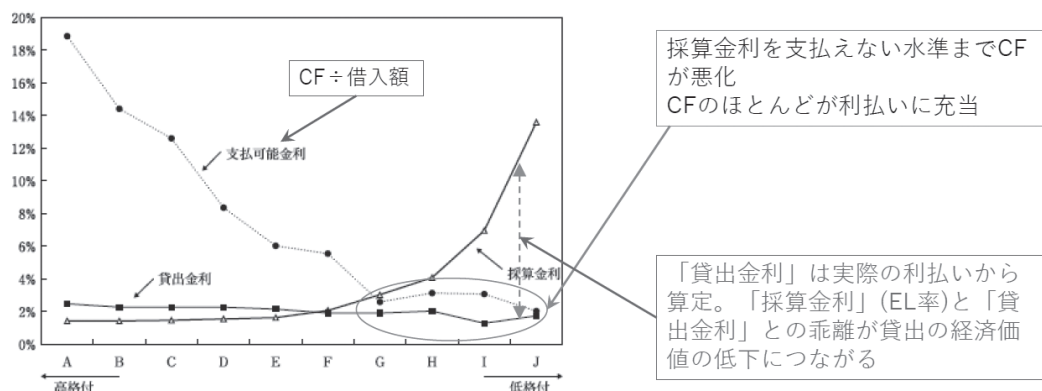
なお、米国では発生損失モデルの下で、既に CF ベース貸出が普及していた。貸出モデルへの影響という点では、発生損失モデルと ECL は程度の差はあれ、目指す方向は同じである。ECL は発生損失モデルを一段と推し進めて、より早い段階から DCF 法を適用するので、貸出の経済価値との整合性がこれまで以上に高まる。ECL の導入は、銀行により合理的な不良債権処理を促すものといえる。

次に、企業の信用度の低下、CF、貸出の経済価値の関係について整理したい。図表 7 は不良債権問題が深刻だった日本の 2000 年代初頭の貸出市場における格付別の採算状況を CRD の債務者企業の財務データをもとに示している。

<sup>8</sup> トリガーは「損失事象（減損の客観的証拠）」が発生すること、すなわち「貸出をスケジュールどおり回収できない『可能性がかなり高い（probable）』場合」と定義されていた。トリガーは「信用度の水準」であり、図表 6 の横軸は「当初対比の信用度の悪化」なので、同じ軸で表わすことはできないが、ここでは当初の信用度が十分に高いケースを前提とすることで、同じ軸で表現している。なお、検査マニュアルの引当のイメージも「信用度の水準」に基づいている。

## 企業価値担保権と予想信用損失引当（ECL）の活用

図表 7 格付別採算状況



注：貸出金利＝（債務者企業の）支払利息・割引料÷有利子負債　採算金利＝信用コスト率＋都銀短プラ  
 支払可能金利＝CF÷有利子負債　CRDの12万社が対象。格付はCRD信用評点ベース  
 出所：日本銀行（2003）より筆者作成

図表7の「支払可能金利」はCFをすべて利払いに充てたときに支払える金利の水準を示している。低い格付になるほどCFが低下するので、支払可能金利も低くなる。一方、統計的に銀行が損失を被らない水準である「採算金利」は信用コストの上昇を反映して低い格付になるほど急速に上昇する。「貸出金利」は、借手企業の利払いから算出しており、不良債権については減免後に実際に支払われた金利である。

採算を確保するためには貸出金利が採算金利を上回る必要があり、高い格付けの正常先への貸出では採算が取れているが、正常先下位（G）あたりから採算金利を下回る。こうした先では支払可能金利が低下しているので、それ以上の利払いを要求すれば借手が破綻する。借手の破綻を貸手が回避しようとするれば、金利を採算水準以下に減免せざるをえない。

ここで、採算金利が貸出金利を下回る部分は実質的な貸出のCFの低下を示している。この低下が将来にわたって続くとすれば、貸出の現在価値は低下する。貸出の経済価値は図の格付Gあたりから徐々に低下し、信用度が悪化するにつれて急速に低下することがわかる。

## （2）ECLの国際標準化

次に、ECLが国際標準とされた経緯を振り返るとともに、その狙いを整理したい。

リーマンショックと国際金融危機の発生を契機として、発生損失モデルの問題点が明らかになった。米欧の銀行のなかに、危機に際して、DCF法で評価するトリガーがやや恣意的なのを奇貨として、DCFベースでの引当を先送りする（図表6のBが示すトリガーを意図的に遅らせる）銀行が散見された。この結果、不良債権の処理が先送りされ、傷口が拡大した。こうした銀行は概して自己資本が脆弱な銀行だっただけに、その後の銀行破綻の続出につながり、金融システム

不安を増幅した（図表 8）。

図表 8 ECL 導入の経緯

2008 年 (リーマンショック)	米欧の銀行では、DCF 法での評価のタイミングが遅れ、不良債権処理が後手に回って銀行破綻が続出し、金融システム不安を増幅（プロシクリカリティ）
2010 年代半ば	ECL を国際標準とすることが FSB で合意された
2020 年前後	欧米主要国が ECL を実施
2020 年代半ばにかけて	段階的に ECL を自己資本比率に反映
(日本) 2020 頃から	ASBJ が ECL の国内ルールを本格化 ⇒ 24 年度中の市中協議、27 - 28 年ごろ導入を目指す

出所：筆者作成

こうした引当制度の不備はプロシクリカリティ（経済の変動を増幅する作用）として問題視され、国際的な金融制度改革の対象とされた。そして、2010 年代の半ばに、FSB（金融安定化理事会）が ECL を国際標準とすることを決定した。

FSB は、発生損失モデルのトリガーが恣意的に遅れることがプロシクリカリティの原因のひとつと特定した。トリガーのように一定の基準を境に会計ルールを変えると、いわゆるクリフエフェクト（引当の急増）が発生するので、これを回避しようとして会計制度の運用が歪みやすい。ECL はトリガーに伴うクリフエフェクトが小さいので、ECL が国際基準として採択されたのである。

国際合意を受けて、各国の会計基準策定主体が ECL の具体的な国内ルールの策定に着手し、欧米主要国を中心に 2020 年前後から相次いで実施に移された。バーゼル銀行監督委員会も、ECL の自己資本比率への反映方法を検討し、導入から数年かけて段階的に反映することとした。

### （3）後手に回る日本の ECL 導入

一方、日本での ECL の国内ルール策定は世界の動きから大きく遅れている。2019 年末の金融検査マニュアルの廃止が ECL 導入の好機だったが、旧検査マニュアル別表の引当手法の継続が容認されるなど、主要国が ECL 導入を準備するさなかに、貸出の経済価値とはほど遠い、B/S 重視で清算型の倒産処理を前提とした資産査定制度に基づく引当が温存された。ASBJ は 2023 年に ECL の国内ルールについての議論を本格化し、現在は 2025 年の公表に向けて市中協議案を検討している。

2019 年の制度改正により、一般引当についてはフォワードルッキング引当などが導入された。しかし、金融機関のインセンティブに影響を与える個別引当を中心に、旧検査マニュアル廃止以前と同様の引当方法が引き続き基本とされている。このため、図表 6 のように、要管理、破綻懸念、

## 企業価値担保権と予想信用損失引当（ECL）の活用

実質破綻などの引当額は、ECLで算定される経済価値の低下部分を下回っている。また、資産査定基準は、経済合理性が乏しいうえ、クリフエフェクトが生じやすいため、解釈が恣意的に歪められがちで、経済価値対比でみた実質的な引当不足に拍車をかけている。この結果、処理策を先送りするインセンティブが生じている。

なお、2019年の制度改正で、一般引当については、フォワードルッキング引当の導入や貸倒実績率の長期化などの施策が導入されたが、これにより、収益好調時に会計上の損益を恣意的に平準化しながら自己資本比率を保つことが出来るようになった。これは、銀行の健全性にとってプラスにならないばかりでなく、市場に誤ったシグナルを送っている<sup>9</sup>。

2019年の見直しは、米銀の引当金の約8割が一般引当であることを理由に、一般引当にフォーカスしているが、的外れな改定だった。むしろ「なぜ米国では個別引当が少ないのか」という点を分析して、事業再生や債権売却により個別引当の対象が早期に処理されるメカニズムに焦点を当てるべきだった。結果的に日本の会計制度のガラパゴス化が進行してしまった<sup>10</sup>。

なお、日本で一般引当が重視される一つの背景として、海外であればECLや発生損失モデルでのDCF法で正常先下位、要注意先、要管理先などの引当は個別引当の対象となるが、日本では一般引当で対応されている。これらは「備え」としての一般引当に分類すべきではなく、既に経済価値が低下した部分なので、個別引当と分類して、規制上は資本を削って対応すべき部分である。こうした点でも、日本の引当制度に基づく自己資本規制の運用は歪められており、とくに国内基準行では国際基準に比べて資本比率が過大評価となっている<sup>11</sup>。また、こうしたことが実質的なエバーグリーン貸出の増加につながっている。

#### （４）ECL導入のメリット

ECLが本来の形で日本に導入されれば、以下のように様々なメリットが期待できる。

- ① 将来CFベースの引当額算定は、CFに着目した貸出のビジネスモデル（事業性融資）の定着に寄与する。経営改善や事業再生につなげるため、あるいは引当額を抑制するため、CFのモニタリングを強め、CFを巡って借手と議論するインセンティブとなる。
- ② 企業再生に際して、追加的な損失が発生しない。このため、後述するように、企業再生を先送りするインセンティブが削がれる。
- ③ 経済全体の生産性向上につながる。CF重視が金融機関の資源配分機能を高め、また、借手もCFを重視して企業価値を高める経営が可能となる。適時の企業再生は、借手のゾンビ化を防ぎ、経済の資源効率を向上させる。

<sup>9</sup> 国内基準行では一般引当が資本にカウントされるため、一般引当を増やしても自己資本比率は低下しない（むしろ上昇するケースもある）。

<sup>10</sup> 一般引当を見直した背景には、金融円滑化法や金融緩和長期化などの影響で倒産が減少し、貸倒実績率が低下したため、一般引当が減少していることが問題視されていた点も挙げられる。

<sup>11</sup> 国内基準行ではTier 1とTier 2の区分がないため、一般引当増は資本比率に影響しない。

- ④ ASBJ が中小金融機関用に検討しているように、信用度の水準ベースで ECL を算定すれば、採算割れの貸出が引当の対象となるため、過剰な低金利競争が抑止される。
- ⑤ 現行の引当ルールに内在する自己資本比率の過大評価が改められる。
- ⑥ 金融機関経営の透明性が向上し、市場から適切な規律付けがなされる。不透明感の払拭は金融システムの安定につながる。
- ⑦ ECL は国際標準であり、自己資本比率規制も ECL を前提に設計されている。ECL の導入は日本の金融システムと金融機関に対する国際的な信認の向上に寄与する。

以上のメリットのベースにあるのは、経済価値を正確に把握し、それに基づいた評価・管理・会計・規制を進めることが、金融システムや経済全体の効率性の向上につながり、生産性を高められる点である。重要なのは、金融システムがよりよく機能するためには、価格体系やインセンティブを歪める基準を排除し、経済価値に基づく意思決定が行われる環境を整備することが重要という点である。

#### (5) ECL と企業再生、企業価値担保権

以上を踏まえて、あらためて ECL と企業再生、企業価値担保権との関係を整理しておく。

企業再生において十分な再生策を講じるためには、貸出価値の低下分を DES (Debt Equity Swap) あるいは債権放棄ないしディスカウントして売却 (M&A) をする必要がある。そうしなければ債務超過状態を解消することができず、新たな資金が既存の債権者への実質的なトランスファーになるので、追加資金を得ることが困難だからである。

貸出債権の価値の低下分を引当てることで、抜本的な再生策を打っても会計上の損失や自己資本比率の低下が発生しない。この結果、タイムリーな再生の意思決定が先送りするメリットがなくなる。DCF/ECL により価値の低下を的確に反映すれば、会計面でも規制面でも、再生を先送りするようなインセンティブの歪みを惹き起こさないということである。

企業価値担保権と ECL との関係をあらためて整理すると、業況悪化で CF のほとんどが利払いに回る局面にある企業では、

「企業価値担保権の価値」 $\div$ 「企業価値」 $\div$ 「貸出債権の価値」=「貸出額面 - ECL 引当」

という関係が成り立つ。ECL も企業価値担保権も同じ将来 CF の割引現在価値がベースにある。ECL の拡大を抑止することと、企業価値担保権の価値の低下を抑止することは、ともに同じ CF の改善を目指すことにほかならない。ECL と企業価値担保権は表裏の関係にあり、親和性の高い制度である。借手の CF のモニタリングと事業の理解、合理性の高い再生策に基づく早期の企業再生などを進めるうえで、二つの制度は車の両輪といえる。

5．貸出のビジネスモデル転換の必要性

（１）貸出のビジネスモデルの比較

ECL の下で銀行がエバーグリーン貸出で不良債権を抱え続ければ、自己資本比率が大きく低下する。このため、早期の処理が必須となる。早期の処理を視野に入れば、CF のモニタリング高度化、企業価値担保権とコベナントの設定などが広がり、再生型倒産が一般化していく可能性がある。このように、企業価値担保権と ECL が所期の効果を発揮すれば、物的担保ベースの貸出から CF ベース貸出（事業性融資）へと貸出のビジネスモデルを転換する道筋が見えてくる。

図表 9 は二つの貸出のビジネスモデルの特徴を比較している。従来の物的担保ベース貸出は、清算型倒産を前提としており、回収は担保の売却が原資となるので、貸手は物的担保の確保が重要となる。一方、CF ベース貸出のビジネスモデルでは再生型の倒産を前提としており、事業再生により CF を立て直すことで、貸出に伴う損失の抑制を図る。

図表 9 各種貸出のビジネスモデルの比較

	CF ベース貸出	物的担保ベース貸出
倒産制度	再生型 (Chapter 11、民事再生法、私的整理)	清算型 (Chapter 7、日本の大部分の倒産処理)
処理の結果	人的資本の喪失を抑止、物的資産も残存 顧客基盤等フランチャイズバリューも維持	人的資本、ノウハウ、のれんは失われる 物的資産を流動化（換金）
担保	実質的にビジネスすべて	特定の資産（不動産、設備、在庫等）
損失の抑制	早期事業再生で損失抑制、貸出価値を維持	担保の差押・売却により損失を回収
貸出の制約	貸手は CF を注視 相対的に貸出余地が広い	貸手は担保資産価値を注視
引当	将来 CF の現在価値ベースの ECL と親和的	清算価値ベース（貸出額－物的(担保)価値） の引当と親和的
経済への影響	資産価値の下落に対する耐久性が高い 貸手は CF のモニタリングを強化 借手には高い CF を生み出すインセンティブ 迅速な再生がデット・オーバーハングを抑止 経済のサービス化に適応可能	資産価値下落に対して脆弱 （担保のフィードバック効果）  デット・オーバーハングが発生 経済資源の無駄が多く、生産性を阻害

出所：Lian & Ma（2021）、野村総合研究所（2024）などを参考に筆者作成

物的担保ベース貸出（清算型倒産）では、人的資本、ノウハウ、顧客基盤などが失われ、機械設備などの物的資産も清算に伴い売却される。一方、CF ベース貸出（再生型倒産）では、失業や人的資本の喪失を抑止し、機械設備やノウハウ、顧客基盤などのフランチャイズバリューも維持できるので、資源の無駄が小さい。



また、物的担保ベース貸出では、物的担保となる資産の保有状況により貸出額が制約され、物的資産に乏しい企業は貸出を受けにくい。一方、CF ベース貸出では、将来 CF が見込めれば貸出を受けやすいので、貸出の範囲が広がる<sup>12</sup>。

物的担保ベース貸出のモニタリングは CF よりも担保資産の価値や借手企業の財務バランスに注目しがちである。一方、CF ベース貸出では、貸手は、借手企業と CF の維持改善に努めるとともに、最適な再生処理のタイミングを計る必要もあって、CF（事業性）をモニタリングするインセンティブが強い。

経済への影響としては、物的担保ベース貸出は資産価値の下落に対して脆弱である。担保価値が下がることで貸出が抑制され、それがさらなる資産価値の低下を生む悪循環に陥りやすい。一方、CF ベース貸出は資産価値の下落に対する耐久性が高い。

また、資産担保ベース貸出では、早期処理のインセンティブに乏しく、エバーグリーン貸出に伴う借手企業のデット・オーバーハングやゾンビ化の問題が生じやすい。こうした経済資源の無駄遣いがマクロの生産性を押し下げる可能性もある。一方、CF ベース貸出は迅速な再生がデット・オーバーハングを抑止し、効率的な資源の再配分を可能にする。

## （2）貸出のビジネスモデル転換の意義

日本経済の現状に鑑みれば、物的担保ベースから CF ベースへと貸出のビジネスモデルを転換する必要性が高まっている。以下では、日本の経済・金融にとっての、貸出のビジネスモデル転換の意義について整理する。

第一に、事業再生を基本とすることが、産業の新陳代謝を促進する。その結果、経済資源の効率的な配分が可能になる。従来のように、エバーグリーン貸出が経済資源の有効活用を阻む体制から脱却できる。とくに、早期の事業再生は、清算型の倒産に比べて人的資源やノウハウの喪失を抑止することができるため、失業の増加や地域経済の崩壊といった問題を抑制することができる。マクロ的に見ても、経済全体の生産性向上が期待できる。

第二に、CF や企業価値の向上に向けて、銀行と借手企業とが共通の目標として協働するインセンティブを持てる。従来の貸出モデルでは銀行は、ともすると清算価値の確保に腐心し、物的担保や保証に安住して、保守的な対応に偏りがちで、CF や企業価値の改善や事業再生への取り組みに十分な対応をしてこなかった。ビジネスモデルの転換により、コベナンツを材料に早い段階から CF の改善に関する対話を重ねるインセンティブが貸手と借手に生じることが期待できる。

第三に、貸出の余地が広がり、これまで以上に広範な企業に対して融資が可能になる。従来は物的担保が貸出額の制約となっていた。しかし、企業価値が担保の対象となることで、物的資産を持たない企業でも CF を生み出すノウハウがあれば融資を受けることができる。経済のソフト

---

<sup>12</sup> 企業価値が物的担保の価値を上回るのは、①物的資産の組み合わせは、物的資産個々の価値の合計を上回る価値を創出する、②人的資本が価値を生む、③企業特殊性があるため、多くの物的資産は清算時の価値が企業存続時を下回る、④清算に伴い流動化コストが生じる、等が原因と一般に整理されている。

## 企業価値担保権と予想信用損失引当（ECL）の活用

化、DX化に対応するうえでも貸出のビジネスモデルの転換が喫緊の課題といえる。

第四に、早期の事業再生により不良債権の発生を抑止できる。不良債権の広がりを抑止してプロシクリカリティを抑えることが金融システムの安定に寄与する。

第五に、閉塞感のある地域金融機関の経営状況を打開するうえでも、貸出のビジネスモデルの転換は大きな役割を期待できる。これまでの物的担保ベースの貸出はある意味でコモディティ化している。物的担保ベース貸出では、企業の価値や収益力を評価するノウハウは重要ではなく、担保評価のような低付加価値のノウハウさえあれば、誰にでもできるコモディティ化した貸出方式といえる。この結果、担保になる資産を有する企業に貸出が集中し、金融機関は低金利競争に陥って経営体力を消耗している。こうした状況から脱却するうえでも、ビジネスモデルの転換が重要である。CFをモニタリングし、企業再生を企画推進するにはノウハウと労力が必要だが、それに見合った収益性も期待できる。

## 6. 貸出のビジネスモデルを転換するための課題・留意点

### （1）政策面の課題と留意点

以下では、企業価値担保権とECLの導入ないし再生型モデルへの転換にあたっての課題と留意点を簡単に整理する。

#### ①不良債権関連の枠組みの抜本的な見直し

まず、現行の不良債権を実質的に定義し、引当額算定のベースとなっている旧金融検査マニュアル別表を完全に廃止し、金融再生法の開示債権を見直す必要がある。金融検査マニュアルは2019年末に廃止されたが、引当に関しては、旧金融検査マニュアル別表の手法を踏襲することが認められたため、多くの金融機関が引き続き別表を基本としている。別表が示す自己査定区分は清算型の倒産モデルや物的資産担保を前提として構築されており、ビジネスモデルの転換にとって阻害要因となる。金融再生法の開示債権も基本的には旧金融検査マニュアルと同様に清算型倒産を前提とした枠組みであり、抜本的な見直しが必要であろう。

また、自己査定や引当の際の担保評価も、CFとの関連の観点から物的担保としての有効性を厳格に検証する必要がある。物的担保への強い依存の背景には、CFとの関連が高い物的資産の信用リスク削減効果を過大に見積もってきた実務がある。清算型倒産モデルを拍車するだけに、厳格な担保評価に基づく会計処理や資本規制の運用が重要であろう。

#### ②一般貸引と個別貸引

現在の正常先や要注意・要管理の引当は基本的に一般引当とされている。しかし、欧米では、要管理債権は企業再生の対象である。また、要注意や正常先下位でも、ECLでDCF法により算定された引当は価値の減損を表しており、将来の損失発生への備えである一般引当ではなく、個

別引当とすべきであろう。

資本規制上、一般引当は国際基準行では Tier 1 が減少するものの、一定の範囲内で Tier 2 への算入が認められている。また、国内基準行では引当の資本への算入が可能である。このため、国内基準行では引当に伴う規制資本の低下が生じないので、一般引当では企業再生の先送りインセンティブを削減できない。国際基準行でもインセンティブは弱い。引当金の分類は、引当の本来の意味合いや資本規制を通じた適時処理のインセンティブの観点から見直しが必要である。また、国内基準は国際基準との整合性を高めるべきであろう。

### ③誤解の払拭

ECL の効果について、多くの誤解があり、当局はこれらの誤解の払拭にも努めるべきであろう。とくに、「早期の企業再生は失業の増加に繋がる」との誤解が多い。しかし、早めの企業再生で CF を改善することは、長い目で見て雇用の維持に貢献する。むしろ再生策を先送りする方が最終的に大幅な人員整理につながる可能性が高いため、失業を増やす惧れが大きい。

「ECL で引当が急増する」との懸念も根強い。しかし、近年の信用状況の下では標準的な金融機関のローンポートの傷み度合いは小さく、ECL を導入しても大幅な引当増となる金融機関は一部にとどまるだろう。欧州の大手銀行の例を見ても 3 割程度の増加にとどまっている。当局は数値例などを示しながら、金融機関の過剰な警戒感を鎮める必要がある。

「ECL は不況時に銀行の貸出余力を削減するのでプロシクリカル」との批判もある。しかし、ECL はプロシクリカリティを抑制するために国際基準に採択されている。金融機関が先行きのリスクに高い感度を持ち、自らの自己資本の毀損を最小限にとどめて貸出余力を維持することで、金融システムが安定し、結果的にカウンターシクリカルになる点が重要である。

「将来 CF の算定が恣意的」との批判もある。確かに将来 CF の見通しはばらつきを伴うが、経済合理的に議論すれば一定の範囲に収斂するはずである。米国では将来 CF を合理的に見積もる調査会社が市場機能を支えている。むしろ現行の査定ベースの引当の方が、クリフエフェクトが発生しやすい構造に加え、経済合理性に乏しいこともあって、恣意的な運用に陥りやすく、結果的に銀行によって引当算定手法が大きく異なっている。経済合理性が高い ECL が定着すれば、恣意的な状況はむしろ改善するものと考えられる。

### ④市場整備

再生型モデルへの転換にあたっては、早期の企業再生を支える市場の整備も課題である。とくに、貸出債権流動化市場の活性化が重要である。現在は、市場の流動性が低いため、貸出債権の売却価格が CF ベースの経済価値の算定額と乖離している。このため、処理のインセンティブが歪められている面がある。かつての不良債権処理の過程で流動化市場が動き始めたかに見えたが、その後の金融円滑化法などの企業延命策の下で流動化市場は活力を失った。貸出債権の受け皿の拡充など市場機能を強化する施策が必要であろう。

## 企業価値担保権と予想信用損失引当（ECL）の活用

## ⑤その他

公約保証の見直しも課題である。近年、公的保証は整備強化されているが、清算型倒産を選択するインセンティブを強めるものであり、企業再生になじまない零細企業を対象を限定するなどの適切な制度設計が必要である。

私的整理の多数決制の導入や、債権放棄の慣行の確立などについても官民が協力して進めていくことが期待される。

## (2) 金融機関にとっての課題と留意点

ECLの下で企業価値担保権やECLを活用してCF貸出へとビジネスモデルを転換するうえで、金融機関の側にも以下のような課題がある。

## ① ECLの計算方法

第一の課題は、ECLの計算方法の確立である。将来CFを適切な割引率で割り戻す必要がある。もとより将来CFの計測にはばらつきがある。M&Aなどで企業価値を求めると、立場によって算定結果に乖離があるのが普通である。もっとも「貸出の経済価値」に関しては、難易度はそこまで高くないだろう。

正常先については、例えば格付けごとにグルーピングして集合的に減損を評価することが一般的である。統計的なEL(期待損失率)の悪化からECLを算定することができる。既存の与信管理の枠組の応用で算定可能といえよう。

一方、信用状況が悪化した貸出先については、将来CFを個別に推計する必要があるが、手法はDCF法と同様で新奇なものではない。信用状況の悪化した企業のCFは低迷してほぼ一定の利払いになるケースが多いことも計算を容易にしている。また、米国では統計的手法やAIを用いて将来CFの予想をする業者が登場しており、重要な市場インフラとなっている。日本でもREIT市場の拡大に伴い、ビッグデータを用いて不動産のCF予測を行い、値付けする業者が登場しており、市場の効率化に貢献している。ニーズに合わせて、定量化を支援する枠組みは自ずと整備されていくものであり、ECLの計測に過度に悲観的になるべきではない。

なお、企業価値担保権の設定に際して、「企業価値」の計測は必須ではない。図表5に示したように、企業価値は株主と債権者が有しており、すべてが貸手のものではない。また企業価値の上昇分はほとんどが株主に帰属する。このため、銀行としては企業価値に大きな関心を寄せる必要はない。企業価値担保権は、借手企業がコベナントに抵触し、期限の利益を喪失する状況になってから実行する。前述のとおり、この段階での企業価値担保権の価値は「貸出額面－ECL」である<sup>13</sup>。

<sup>13</sup> 株主価値の厚みはバッファとなるので、住宅ローン等ではLTV（借入額の対住宅価格比率）が重視されている。もっとも、スタートアップを除けば、バッファの厚みはインタレスト・カバレッジ・レシオでおおよそ把握できるので、企業価値を算定する必要性は乏しい。

## ②与信管理体制の整備

CF 貸出では、CF のモニタリング、タイムリーな経営改善策についての対話や企業再生策の準備が必要になる。そのための中間管理体制の整備が重要となる。その際、コベナントを企業価値担保権に合わせて設定し、借手との CF 改善を巡る対話のベースとすることがポイントとなる。コベナントは借手が期限の利益を喪失する状態を明示するものだが、同時に貸手と借手との共通の物差しとして中間管理における情報交換のベースとなる。金融機関は適切なコベナントを設定するスキルが必要となる。

さらに、金融機関自身での再生専門家の育成も急務である。金融円滑化法や、その後の金融行政のもとで、倒産や再生が減少するなかで、金融機関の企業再生に関するノウハウが弱体化している。米国では企業再生に関してインベストメントバンクが大きな役割を果たすが、同時に銀行も再生のタイミングや、再生後の与信や CF 改善策などで主体的な役割を果たしている。

## ③ポートフォリオ・マネジメントの復活

2000 年代半ばに不良債権処理を進める中で、ポートフォリオ・マネジメントが脚光を浴び、メガバンクで体制整備がすすめられた。ポートフォリオ・マネジメントとは、クレジットリスクをまとめて管理し、クレジット・デリバティブなどを用いたヘッジや機動的な債権売却などを通じてリスクの最適化を図る枠組みである。また、行内にクレジットリスクのプライシングを徹底し、業績評価に反映することで、与信業務のリスク・リターンを最適化するインセンティブを行内全体に徹底し、合理的な経営を進めることを目指している。

しかし、金融円滑化法や低金利政策の下で倒産が減少するにつれて、ポートフォリオ・マネジメントを強化する機運も後退した。メガバンクでは相次いで担当部署を廃止し、取り組みを後退させている。CF 貸出への転換を進め、経営の合理性を高めるためには、ポートフォリオ・マネジメントの強化が不可欠といえよう。

## ④定量的リスク管理体制の整備

再生型倒産への転換に伴い、デフォルトの定義は大きく変化するものと考えられる。これにより倒産確率 (PD) は上昇し、デフォルト時損失率 (LGD) は低下する。また、従来の格付とは異なる格付モデルとなる可能性もある。また、ECL のもとで与信コストの発生パターンは従来と異なってくる。さらに、より時価的に損失が生じる下で、UL (非期待損失) や EL をどのように定義していくべきか、新たな検討が必要である。

## 7. おわりに

技術革新の下で、産業構造の変化を円滑に進めるためには、企業価値担保権や ECL を活用して貸出のビジネスモデルを CF ベースに転換することが重要である。なぜなら、企業価値・経済



## 企業価値担保権と予想信用損失引当（ECL）の活用

価値に基づく評価・管理・ルールは、資源配分の適正化や効率性の向上につながるからである。資源の潜在価値を最も有効に活用していくためには、透明性が高く歪みのないルールを設計して、価格機能を生かした合理的な意思決定を行う必要がある。企業価値担保権や ECL は歪みのない経済価値での評価を可能にする強力なツールといえる。

現時点では、政府の諸施策にもかかわらず、企業再生は低調に推移している。しかし、企業価値担保権と ECL は革命的なゲームチェンジャーになりうる。

2002 年の竹中プランでは DCF 法での引当を大口の要管理債権に適用することで、大手行の不良債権の処理が一気に加速した。当時、既に民事再生法の整備、産業再生機構の設立、公的資本注入の枠組みなどが用意されていたが、大手行に対して不良債権処理のインセンティブ付けをするためには、DCF 法での引当が最後のピースとして不可欠だった。結果的に、DCF 法の導入により、当時、最大の課題だった大手行の大口不良債権の処理が進捗した。

今次局面でも REVI や中小企業事業再生ガイドラインなど既存の諸施策（第 2 章参照）が所期の機能を発揮するためには、金融機関が企業再生に乗り出す必要がある。合理的な判断をインセンティブ付けするうえで、ECL と企業価値担保権が強力なツールとなるだろう。

企業価値担保権は 2026 年中に実施される。ECL の実施は 2 年ほど遅れる見込みだが、ECL の実施が決まれば、処理の負担を平準化する観点から銀行は先取りして不良債権の処理に乗り出すだろう。両者は絶妙なタイミングで同時に機能し始めることが展望できる。これらの施策が企業再生を円滑に進め、さらには貸出のビジネスモデルを転換へとつなげるべく、関係者には明確な将来像をもって各施策の運用を進めることを期待したい。

## 【参考文献】

石野雄一（2022）、『道具としてのファイナンス（増補改訂版）』、日本実業出版社

菅野雅明（2024）、「激動する国内外の経済・金融情勢」、『幹の会』（5 月 15 日）

日本銀行（2003）、「貸出の経済価値の把握とその意義——金融機関・企業のビジネスモデルの変革に向けて」、4 月

日本銀行（2024）、「第 2 回 企業価値向上支援ワークショップ『地域金融機関による事業再生支援（早期対応等）の取り組み』を開催」、日本銀行ホームページ、7 月 4 日

[https://www.boj.or.jp/finsys/c\\_aft/aft240704a.htm](https://www.boj.or.jp/finsys/c_aft/aft240704a.htm)

野村総合研究所（2024）、「『事業性に着目した融資実務の影響に関する定量的な分析を行った文献調査及び有識者へのインタビュー調査』最終報告書」、金融庁ホームページ、4 月 19 日

<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20240419/20240419.html>

宮内淳至（2015）、『金融危機とバーゼル規制の経済学——リスク管理から見る金融システム』勁草書房、9 月

宮内淳至（2023）、「ポストコロナの事業再生と引当～予想信用損失モデルが整える事業再生と事業性貸出の環境～」『資本市場アップデート』3 月号



- Becker, B. and V. Ivashina (2021), “Corporate Insolvency Rules and Zombie Lending,” *ECB Forum on Central Banking* 2021.
- Favara, G., C. Minoiu, and A. Perez-Orive (2024), “Zombie Lending to U.S. Firms,” *FRB Atlanta Working Paper* 2024-7, Aug.
- Financial Stability Forum (2009), “Report of the FSF Working Group on Provisioning,” Mar.
- Jordà, O., M. Kornejew, M. Schularick and A. M. Taylor (2020), “Zombies at Large? -- Corporate Debt Overhang and the Macroeconomy,” *FRB NY Staff Report* No. 951, Dec.
- Kornejew, M., C. Lian, Y. Ma, P. Ottonello and D. Preze (2024), “Bankruptcy Resolution and Credit Cycles,” *NBER Working Paper*, 32556, May.
- Lian, C. and Y. Ma (2021), “Anatomy of Corporate Borrowing Constraints,” *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 136, Issue 1, Feb.
- McGowan, M. A., D. Andrews, and V. Millot (2018), “The Walking Dead? – Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries,” *Economic Policy*, 33 (96).
- Scott, R. (1986), “A Relational Theory of Secured Financing,” *Columbia Law Review*, Vol. 86, June.

ESG と取締役の義務・責任について

## ESG と取締役の義務・責任について

### —中国法の動向を素材に—

経営管理研究科 教授

盧 暁斐

#### 【要約】

「ESG の取組みが当然である」とされる風潮の中、本論文は、中国法を題材とし、会社法における ESG（環境・社会・ガバナンス）導入の妥当性について疑問を投げかけるものである。特に、中国においては取締役の義務規定が不完全であり、義務違反に対する責任追及が十分に機能していない現状がある。このため、ESG を新たな義務として導入するよりも、まず既存の規定を強化することが優先されるべきであると論じる。また、ESG はガバナンスの一助として位置づけられるべきであり、すべての企業に一律に義務化することには慎重であるべきだとする。本論文は、ソフトローによる緩やかなガイドラインが適していると考え、ESG の強制導入が中長期的な利益の犠牲や経営の柔軟性の喪失を招くリスクを指摘する。特に中国の法環境においては、株主利益最大化の原則を重視し、ESG の取組みを企業のコンプライアンス順守と積極的な経営判断に委ねることが合理的であると結論づけている。

#### 【キーワード】

ESG、取締役の義務・責任、信認義務、コーポレート・ガバナンス、中国会社法

#### 【目次】

- 一 問題の背景と会社法が直面する課題
- 二 中国法における取締役の義務・責任規制と ESG
- 三 若干の検討
- 四 まとめに代えて

昨今、環境・社会・ガバナンス（ESG）基準は、世界のコーポレート・ガバナンスにおいて重要な要素として位置づけられている。そして、ESG の潮流に対して会社法がどのように対応すべきかは、世界各国の会社法に共通する課題である。本小論では、2024 年に改正された中国会社法を対象に、ESG と取締役の義務および責任に関する若干の考察を行う。ESG 規制のあり方に関しては多様な議論が展開されており、短期間で統一見解を得ることは難しいが、ESG の理念に賛同する一方で、形式的・盲目的な取組みや過剰な価値判断の進行には懸念がある。本小論では、これらの課題について冷静な検討と実効的な対応の必要性を提唱することを目的としている。

## 一 問題の背景と会社法が直面する課題

### 1 背景

冒頭で触れた通り、ESG はニッチな関心事から、国連の持続可能な開発目標（SDGs）達成に向けた世界的な取り組みに後押しされ、急速に持続可能な企業戦略の中心的な柱へと変貌を遂げている。ESG 要素を企業戦略に取り入れることは、長期的な企業価値を高めるだけでなく、企業の社会的責任の履行、経営の透明性の確保等に対するステークホルダーの要求の高まりに確実に応えることにもなる。そして、世界各国の規制当局は、企業の ESG 対応を促進するために規制を強化し、機関投資家をはじめとする株主も ESG 経営を厳しく求めるようになってきている。これに伴い、企業が ESG に関して果たすべき法的責任の追及も強まっている。加えて、ESG パフォーマンスの発揮と企業価値との相関性等についての実証研究も多数行われ、その中、実践と企業の財務パフォーマンスの改善との間には強い相関関係が存在することが実証研究によって示されている<sup>1</sup>。ESG リスクを軽視する企業は、財務パフォーマンスの低下や風評被害に直面し、市場の監視や規制当局からの圧力も増すというリスクを抱えている。

他方、ESG 風潮が高まる反面、ESG 格付けの不一致や、ESG 情報公開におけるデータの透明性や一貫性の欠如、規制の非整合性等の問題も浮き彫りになっている。たとえば、異なる ESG 評価機関が異なる基準を用いることにより、企業の格付け結果にばらつきが生じることを指摘しており、これが企業に対してどの ESG 基準を優先すべきかの混乱をもたらす要因となり、ESG イニシアチブの戦略的实施に混乱を招く可能性があるとの指摘がある<sup>2</sup>。また、ESG データの透明性と評価基準の一貫性の欠如が投資家や利害関係者に誤った情報を提供するリスクも強調されている<sup>3</sup>。つまり、世界的にも、「企業は ESG 課題に必ず取り組まなければならないことなのか」、「ESG は企業価値の向上に貢献しているのか」についてはいまだにコンセンサスが得られておらず、だ

<sup>1</sup> Schoenmaker, D., & Schramade, W. (2022). *Principles of Sustainable Finance*. Oxford University Press. pp. 39ff.

<sup>2</sup> Kotsantonis, S., & Serafeim, G. (2019). Four Things No One Will Tell You About ESG Data. *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(2), pp.50-58.

<sup>3</sup> Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and Social Responsibility: A Review of ESG and CSR Research in Corporate Finance. *Journal of Corporate Finance*, 66.

## ESG と取締役の義務・責任について

れがどのように解決すべきかという議論は大きく分かれている<sup>4</sup>。

なお、ESG 対応が単純な課題ではなく、企業ごとに異なる複雑な問題であるということである。企業の規模や特性、取り巻く政治・社会環境によって、ESG への取り組み方は大きく異なる。さらに、世間からの ESG 対応に対する強い要請が、企業の利益向上と必ずしも一致するわけではなく、むしろ矛盾することもしばしばある。このような状況において、経営者は短期的な利益を追求するか、長期的 ESG 目標の達成を優先すべきかという相反する要求の間でジレンマに陥り、どちらを優先すべきかについて大きな困惑が生じている<sup>5</sup>。

## 2 会社法上の課題

ESG と企業経営の命題に対しては多元的・他分野的な対応が求められる。会社法範疇での検討は、いくつか根本的なかつ前提的な問いに直面する。まず、2019 年にアメリカビジネス・ラウンドテーブル（Business Roundtable）が、企業の目的は、「株主のみならず、すべてのステークホルダーのための長期的な価値の生み出し」と声明を出し<sup>6</sup>、株主至上主義との決別を告げ、世界に大きなインパクトを与えた<sup>7</sup>。上記の状況を踏まえ、ESG の浸透は企業の目的の再調整をもたらすのか。そしてもたらすのであれば、会社法のスタンスとしても、株主至上（shareholder primacy）主義をステークホルダー主義へ変更しなければならないか<sup>8</sup>。ESG の取組みについては、会社法規制の構築と見直しによる対応が必要なのか、あるいは会社法の範囲外で十分に対応できるか。また、ESG を会社法内部に取り入れるなら、取締役の義務・責任体系にどのような立法論上および解釈論上の課題をもたらすか、その内容と範囲はおのずと拡大するか<sup>9</sup>。ESG への取組みの促進と

4 三和裕美子「企業が考えるべき持続可能な社会とは何か？—アンソロポセン指数から見た企業の役割」Quick Biz. Retrieved October 22, 2024, from <https://corporate.quick.co.jp/biz/anthropoceneindex/miwa01/>（最終確認 2024 年 10 月 25 日）Larcker, D. F., Tayan, B., & Watts, E. M. (2022). Seven myths of ESG. *European Financial Management*, 28(4), 869-882.

5 Gillan, Koch & Starks, *supra* note 3, p.50. このジレンマは特に、投資家の多様な期待が企業にプレッシャーを与える中で顕著である。株主の一部は短期的な利益の最大化を望む一方、機関投資家や社会的責任を重視するステークホルダーは ESG への積極的な取り組みを要求する。たとえば、環境規制に適応するための多額の投資は、短期的には収益性を損なう可能性があるが、長期的には企業の競争力や持続可能性を強化するものであると指摘される。

6 Business Roundtable. (2019). *Business Roundtable redefines the purpose of a corporation to promote an economy that serves all Americans*. Business Roundtable. <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>（最終確認 2024 年 10 月 30 日）

7 品川仁美「コーポレート・ガバナンスの収斂についての検討—ステークホルダー主義に関連して」法学 86 巻 4 号（2023）377 頁。

8 野田博「ESG 重視の潮流と会社法」名城法学 69 号 1-2 (2019)377 頁以下。郑少华=王慧「ESG 的演变、逻辑及其实现」上海财经大学学报 2024（4）130 頁以下。陈景善=何天翔「公司 ESG 分层治理范式：董事信义义务的嵌合模式选择」郑州大学学报（哲学社会科学版）56 卷 3 期（2023）43 頁以下。

9 蒋大兴「ESG 对董事义务的改造：从商业判断到社会判断的进化」中国法学 2024（4）88 頁以下。

評価について、ハードローとソフトローはそれぞれどのような機能を分担すべきか<sup>10</sup>。これらの問題をめぐって、各国で大きく議論されているものの、必ずしも正論があるわけではなく、現行法制を根本的に覆すような改革は近々起きないのであろう。なぜならば、ESG と会社法との関係は、根本的なところでは現代資本主義のあり方そのものにかかわる大きな問題である<sup>11</sup>。このように考えると、ESG と企業価値向上の関係、また ESG と会社法の関係についてはまだ定論が存在しない状況であり、会社法における個々の問題に対して ESG の導入を当然な前提とすることについては、慎重な検討が求められるであろう。

### 3 中国における ESG の発展と会社法<sup>12</sup>

中国は 2020 年の国連総会で、2030 年までに二酸化炭素排出量のピークを迎え、2060 年までにカーボンニュートラルを達成することを目標に掲げた。2003 年以降、政府主導の環境保護および企業ガバナンスに関する政策等の後押しにより、国有企業や上場企業を中心に ESG 対応が推進されてきた。しかし、環境（E）や社会（S）の分野では顕著な進展が見られる一方で、ガバナンス（G）分野の指標は依然として低い水準にある。多くの企業は、ESG 理念を認識し、導入している一方で、その取り組みは量的側面に偏重しており、具体的な ESG 経営の整備は十分とはいえない。このように、ESG の理念は、中国の「共同富裕」や「農村振興」の国家戦略と合致しており、大きな進歩を遂げてきたが、それに関する法的枠組みの整備が不十分であり、具体的な規制も断片的かつ不完全なままである。その結果、企業は規制の解釈や遵守に困難を抱え、コンプライアンスの取り組みにおいて混乱が生じ、グリーンウォッシュの不祥事も散見されている。

中国の会社法は「中国の特色ある社会主義」というイデオロギーのもと、欧米や日本の規制を参考に整備されているが、法の趣旨と実際の運用との間に大きな隔たりが見られる。これは、中国の法制度に特有の側面が色濃く反映されているためである。この背景には「会社は誰のものか」という議論が存在し、株主至上主義、ステークホルダー主義、国家中心主義、労働者中心主義、経営者中心主義といった多様な価値観が影響を与えている。さらに、各国において採用される主義は法の形式的側面と実質的側面で異なる場合が多く、時代の変化によっても異なる傾向がある<sup>13</sup>。中国では、2005 年の会社法改正以降、建前としては「株主至上主義」が掲げられているが、実際の運用では国家中心主義や場合によっては経営者中心主義が反映され、政府や企業管理者が主導するケースが目立つ。このため、形式上の規定と実際の執行の間に独自の特色が生じて

<sup>10</sup> 高橋真弓「会社法と ESG 課題への対応：序論的考察——役員間のジェンダーバランスの問題を素材として」一橋法学 21 巻 2 号（2022）226 頁。

<sup>11</sup> 高橋・前掲（注 10）229 頁。

<sup>12</sup> 中国における ESG の発展状況、ESG 情報開示規制、および改正会社法の ESG に関連する全体な規制に関する詳しい説明は、拙稿「中国における ESG 法規制と動向—2023 年会社法改正を踏まえて」国際取引法学会誌 6 号（2025 年 3 月刊行予定）を参考されたい。

<sup>13</sup> 品川・前掲（注 7）373 頁。

## ESG と取締役の義務・責任について

おり、法の運用上の柔軟性が一定の役割を果たしている。

中国では、2005 年に CSR 規定（旧会社法第 5 条）が導入され、2023 年改正の新会社法において ESG 理念が正式に取り入れられた。すなわち、「会社は経営活動を行う際、従業員や消費者などの利害関係者の利益、および生態環境保護といった社会的公益を十分に考慮し、社会的責任を果たさなければならない。国家は企業が社会公益活動に参加し、社会的責任報告を公表することを奨励する」と規定されている。この改訂は、企業の社会的責任を強化し、国家が企業の社会的責任を重視していることを反映している。加えて、新会社法の分則では、従業員の利益保護、ガバナンスモデルの新設、情報開示の強化が図られている<sup>14</sup>。しかしながら、ESG 要請の具体的な要件や法的効力は不明確な点が多く、規制の実効性には課題が残る。取締役の義務と責任に関する規制は今回の改正で大幅に見直されたものの、ESG に直接関わる条項は盛り込まれていない。環境や社会的課題への対応、ガバナンス改善についても、取締役の経営行動における「してもよい範囲（積極的な ESG 対応）」と「しなければならない範囲（義務的な ESG 対応）」をどのように区別し、解釈するかは未解決の課題である<sup>15</sup>。

## 二 中国法における取締役の義務・責任規制と ESG

### 1 新会社法における取締役の義務・責任規制

中国会社法では、取締役、監査役、上級管理職の資格、義務と責任についてももっぱらの一章をもって定めている（8 章）。それによれば、取締役などは、法律、行政法規及び定款を遵守しなければならない（179 条）。180 条において、忠実義務と勤勉義務を分けて定義した。すなわち、取締役などは、会社に対して忠実義務を負い、自己の利益と会社の利益が衝突しないように措置を講じ、職権を利用して不正な利益を得てはならない（同条 1 項）。また、取締役などは、会社に対して勤勉義務（注意義務と同様）を負い、職務を遂行する際、会社の最大利益のために管理者として通常期待される合理的な注意を払わなければならない（同条 2 項）。また、取締役などが会社に対する勤勉義務および忠実義務に違反し、会社に損害をもたらした場合には、損害賠償責任を負う（188 条）と規定されており、当該責任を追及するために株主代表訴訟が認められている点は旧法と変わりがない。さらに、日本法における取締役の第三者に対する責任は、旧法において規定がなされていなかったが、新会社法において新たに導入され、取締役等は、職務執行において故意または重過失により他者に損害を与えた場合に損害賠償責任を負うとされている（191 条）。

日本法での取締役の会社に対する忠実義務が善管注意義務に包含されるという「同質説」と異なり、中国では、勤勉義務と忠実義務は別個の義務であるという米国法に類似した「異質説」を

<sup>14</sup> 拙稿「中国会社法の最新改正に関する一考察：改正草案を踏まえて」SBI 大学院大学紀要 11 号（2024）148 頁以降を参照。

<sup>15</sup> 野田・前掲（注 8）370 頁を参照されたい。



採用している<sup>16</sup>。また、取締役の義務について、理論的根拠として従来から学説上の対立があり、取締役と会社の関係は、日本法と同様に委任関係にあると主張する説もあれば、英米法のように信託法理に基づき、会社に対して信託義務を負うと主張する学説が対立しており、いまだに定論に至っていない。もっとも、従来から学説では、勤勉義務と忠実義務を合わせて「誠信義務」と称されていたが、2018 年会社法の修正時前後から、「誠信義務」に代わって、「信託義務」と統一的に称されるようになった<sup>17</sup>。この点に関しては、立法過程を探ると、当時の勤勉義務と忠実義務の導入は英米法における信託義務を参考にしたものであったことが見て取れる。一方で、中国では英米法とは異なり、まず勤勉義務と忠実義務という下位概念を定め、それに基づき信託義務を解釈論上その下位に位置付ける手法が取られたと指摘されている<sup>18</sup>。

旧法の下では、特に勤勉義務に関して条文上の明確な定義が存在せず、司法の場でも適用が困難を極めた。実務においては、「不法行為法上の注意義務と類似する」と解釈した判例がある一方で、「法令または定款に違反がない限り、勤勉義務違反とならない」とした判例もあり<sup>19</sup>、一定の一貫性に欠けていた。特に、会社内部規定に対する違反や業務執行における懈怠により会社が損害を被った場合には、裁判官は解釈をできるだけ縮小し、勤勉義務違反としての認定は慎重に行われ、義務違反が問われることがほとんどなかった<sup>20</sup>。一方、忠実義務についても、利益相反取引や競業取引の承認手続きにおいて不明確な点が多く、忠実義務違反の認定が統一されず、判例においても混乱が見られた。

このような実務上の問題を受けて、新会社法では前述した通り規制が見直され、取締役の忠実義務および勤勉義務の定義も新たに規定され、これにより司法実務で直面していた解釈上の曖昧さを解消することが目指されている。立法者の説明によれば、次のように捉えられる<sup>21</sup>。すなわち、忠実義務の基準に関して、忠実義務は主に取締役と会社の利益が対立する場合に関するものであり、取締役は会社に対する義務と自己の利益または他者に対する義務が衝突することを防がなければならない。取締役の利益が会社の利益と対立する場合、会社の利益を優先し、自己または第三者の利益を図ってはならないとされる。また、取締役等は会社との利益相反取引、事業機会の取得、競業取引といった典型的な自己行為について、取締役会または株主総会に報告し、取締役会または株主総会での承認を得ることが求められ、取締役会での決議時には関連する取締役は議決に参加できないと設け（182 条～186 条）、取引手続きの公正性の確保を狙いとしている。他

<sup>16</sup> 拙稿「取締役等義務と責任・株主代表訴訟」王雲海等編『よくわかる中国法』（ミネルヴァ書房、2019）140 頁。王建文「论董事“善意”规则的演进及其对我国的借鉴意义」比较法研究, 2021（1）105 頁以降。

<sup>17</sup> 李建伟＝马可欣「信义义务体系化设计的公司法方案」『河南社会科学』2024 年第 5 期 36 頁以降。

<sup>18</sup> 同上。

<sup>19</sup> 张洁＝唐瑛培「新公司法对董监高勤勉义务司法审判之影响」君合律师事务所（2024 年 1 月 8 日）<https://www.junhe.com/legal-updates/2345>（最終確認 2024 年 10 月 25 日）。

<sup>20</sup> 同上。

<sup>21</sup> この部分は、林一英「公司法第二次修订对公司法律制度的完善与未来展望」（全国人大法工委经济法室）法学家 2024 年 4 期 89 頁以降

## ESG と取締役の義務・責任について

方、勤勉義務については、取締役がその職務を遂行する際に求められる行動基準が法律で定められ、「善良な管理者基準」に基づくものと明確化された。これは、同等の職位や同様の状況下で一般的に求められる行動を基準とし、取締役がその義務を履行する際に一定水準の注意義務と知識が要求されることを示している。

さらに、支配株主および実質的支配者による支配力の濫用を抑制するため、従来の総則における規制が十分に機能していなかったことを踏まえ、新会社法ではイギリス法の「事実上の取締役」や「影の取締役」の概念を参考にした新たな規制が導入された。具体的には、取締役を務めていなくても実質的に会社の業務に関与する支配株主や実質的支配者については、取締役の忠実義務および勤勉義務の規定が適用される（180条3項）。さらに、支配株主や実質的支配者が取締役や上級管理職に対して会社または株主の利益を損なう行為を指示した場合、その取締役や上級管理職と連帯して責任を負うと規定された（192条）。これらの新たな規制の理論的な背景については、支配株主が会社に対して信託義務を負うべきかをめぐって学説上で意見が対立している<sup>22</sup>。そのため、イギリス法を参考にしながら、あえて理論的な疑問を避け、より直接的な規定を設けたと考えられる。しかしながら、事実上の取締役や影の取締役として認定する要件や立証責任については明示されておらず、今後の司法実務における解釈に委ねられている部分が多いと言わざるをえない<sup>23</sup>。

## 2 取締役の信託義務違反に関する裁判例——ESG との関連

中国において、取締役の忠実義務違反に関する裁判例は数多く存在する一方で、勤勉義務違反に関する裁判例は限定的である。司法実務上、勤勉義務違反はコンプライアンス（合規義務）違反と同様の扱いを受ける傾向にあり、取締役が業務執行の過程で法令に違反した場合に、勤勉義務違反と判断されることが多い。しかし、こうしたケースの多くは、各部門法に基づく刑事罰や行政罰にとどまり、勤勉義務違反による損害賠償責任が会社に対して問われる例はほとんど見られない。

ESGに関連して取締役が勤勉義務を怠り、行政制裁を受ける事例も多く存在する。たとえば、ST三维（化学工業）は環境汚染により7度の行政処分を受け、2,858,448人民元の罰金を科された。さらに、年次報告書の記載が実態と異なっていたため、代表取締役および他の取締役に虚偽表示の責任が問われ、証券监督管理局により会社には60万円の罰金、取締役に警告および最高10万円の罰金が科された<sup>24</sup>。本件では、深セン取引所の処分決定書で「取締役が勤勉義務に違反した」との文言が示されていたものの<sup>25</sup>、取締役は行政処分のみが課され、勤勉義務違反につい

<sup>22</sup> 同上。

<sup>23</sup> 众成清泰律师事务所「新公司法中“影子董事”与“事实董事”规则研究」（2024年6月）  
<http://www.zclawyer.com/news/2468>（最終確認 2024年10月25日）

<sup>24</sup> 中国证券监督管理委员会 <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100200/c1000469/content.shtml>。

<sup>25</sup> 深セン取引所 [https://www.szse.cn/www/disclosure/notice/general/t20180619\\_550874.html](https://www.szse.cn/www/disclosure/notice/general/t20180619_550874.html)

て会社または株主からの責任追及はなされなかった。もう一例として、ST 康美事件が挙げられる。2019 年、ST 康美（製薬会社）は巨額の粉飾決算、虚偽記載、賄賂などの不正行為により、証券監督管理委員会から行政罰および刑事罰を受けた。さらに、中国で初めて証券紛争に基づく代表者集団訴訟が提起され、取締役は会社と連帯して投資者に対して 24.59 億人民元の損害賠償責任を負うとされた<sup>26</sup>。本件では独立取締役に対して多額の連帯責任が課され、中国における独立取締役の辞職が相次ぐ事態を引き起こした。しかしながら、この責任追及はすべて証券法違反に基づくものであり、会社に対する勤勉義務違反を理由とする責任は問われていなかった。

このように、取締役の会社に対する勤勉義務は依然として曖昧かつ抽象的な概念であり、具体的な認定基準が確立されていない状況にある。また、勤勉義務を明確に適用した判例もほとんど見られない。しかし、近年の裁判実務では一部の裁判官が信認義務の原則を積極的に適用し、取締役や監査役、高級管理者の勤勉義務違反を認定する事例が少数ではあるが現れつつある。その一例として、深セン開曼斯曼特会社と胡某生らによる会社利益の損害賠償紛争事件が挙げられる。本件では、最高裁判所の裁判官が、胡某生ら 6 名の取締役が株主の出資金の催促を怠ったことを勤勉義務違反と認定し、連帯して開曼斯曼特社に 491 万米ドルの賠償を命じた。この事例に見られるように、中国においては取締役の不作为が勤勉義務違反とされるケースが少しずつ出始めている<sup>27</sup>。とはいえ、取締役が通常求められる義務範囲を超えて積極的に業務を遂行する場合、特に ESG 活動への積極的な関与が含まれる場合には、その行為が義務違反に当たるか否かの判断が極めて難しいとされる。

### 3 ESG の会社法への組み込めについて

中国の学説においては、ESG 要素を会社法に組み込むべきとの見解が広く支持され、その正当性と必要性が強調されている。また、ESG 理念を会社法に導入するためのアプローチも多様に提案されており、中でも取締役の義務を拡充することが ESG の実現に向けた不可欠なステップと位置づけられている。

理論的根拠としては、第一に、企業の本質や目的の変化が指摘される。従来、株主至上主義のもとで会社の目的は株主利益の最大化とされてきたが、これによって社会や環境に様々な弊害が生じた。こうした弊害に対処するため、企業は会社の長期的利益の最大化を図ることを目的とすべきであり、株主のみならず、幅広い関係者の利益を考慮することが求められるように根本的な変革が進んだ。この変革を促進したのが ESG の台頭であり、ESG 要素を会社法に取り入れることは企業の目的が転換している現状に適合するものとされる<sup>28</sup>。

第二に、会社法と ESG の理念が一致している点と中国の実情を考慮する点が挙げられる。会

<sup>26</sup> (2020) 粵 01 民初 2171 号。

<sup>27</sup> 最高人民法院 (2018) 最高法民再 366 号民事判决书。

<sup>28</sup> 彭雨晨「董事 ESG 监督义务的法理逻辑与规范构造」《财经法学》2023 (6) 49 頁。陈景善 = 何天翔「公司 ESG 分层治理范式: 董事信义义务的嵌合模式选择」《郑州大学学报》2023(3)44 頁。

## ESG と取締役の義務・責任について

社法と ESG のポリシーは共に持続可能な成長を目指しており、その方向性は一致しているとされる。従来、会社法の目的を実現する手段として「有限責任」や「所有と経営の分離」が適用されてきたが、時代の変化に伴い、企業の持続的成長を支えるためには新たなツールとして ESG の導入が必要とされるようになっていく。中国の実情を踏まえると、企業は単に社会資源を享受する存在ではなく、調和社会の創造者としての役割が期待されているため、会社法に ESG 要素を組み込むことは、質の高い企業成長を促進し、共同富裕の実現にも寄与すると考えられる<sup>29</sup>。

第三に、投資家の ESG に対する認識の転換も重要な根拠として挙げられる<sup>30</sup>。投資家が ESG 支持者へと転じた背景には倫理的・政治的な要因もあるが、主たる理由は経済的側面にある。気候変動や社会問題の複雑化に伴い、投資家は分散投資だけでは対処できない系統リスクに直面しており、ESG はこうしたリスクの識別と監視に有用である。また、環境危機の深刻化に伴い、ESG の導入は政府からの支持を受け、規制回避や社会的評価の向上にも寄与する。さらに、ガバナンス改革の進展により、ESG が取締役会の責任として位置づけられ、統一的な ESG 情報開示が投資判断に不可欠とされるようになっていく。加えて、機関投資家や資産管理者による株式所有の集中化も進み、ESG は投資家にとってより魅力的な指向となっていると考えられる。

第四に、中国固有の社会的・経済的要因も ESG 導入の根拠として重視される。環境問題や社会格差の解消が重要な課題とされる中、中国政府は環境保護と社会的調和を政策の中心に位置づけている。「中国の特色ある社会主義」の下、企業には国家の発展戦略に従い、公的利益を優先する責任が求められている。この方針は会社法にも反映されており、ESG の法制化は企業の行動を統一し、持続可能な社会の実現を促進しようとする意図があると考えられる。

上記のように、ESG を会社法に組み込む必要性和正当性は中国で広く認識されている。立法当局や理論界においても、ESG 理念は中国の実情に合致しており、ほぼ異論なく受け入れられている。この前提のもとで、ESG をどのように会社法に取り入れるかについては、コンプライアンス、ESG 委員会の設置、ESG 情報開示の強化、取締役の義務の拡張、会社の自主的な ESG ガバナンスの構築など、さまざまな手法が検討されている。その中で、ESG を実現するメカニズムは以下のように分類されると論じられている<sup>31</sup>。つまり、①組織法メカニズム：企業の性質の再定義、会社定款の目的条項の改正、取締役会に ESG 委員会などの機関を設置することや、取締役の義務を新設または拡張することが含まれる。②取引法メカニズム：取引契約を通じて ESG 義務を設定し、取引相手に環境保護などの ESG 義務の遵守を求める。③規制法メカニズム：監督機関による企業の ESG 報告書の強制開示といった行政規制や、訴訟を通じて ESG 政策を推進する訴

<sup>29</sup> 朱慈蘊＝吕成龍「ESG の兴起与現代公司法の能动回应」中外法学 2022 (5) 1242 頁以降。その背後に、コーポレート・シティゼンシップ (corporate citizenship) 理論に基づいている。これは、会社には株主のために価値を創出するだけでなく、社会全体との契約があり、ESG 経営を通じて社会的・政治的に「良き市民」としての役割を果たすべきだという主張である。Greenfield, K. (2012). Corporate citizenship: Goal or fear. University of St. Thomas Law Journal, 10(4), 960.

<sup>30</sup> 鄭＝王・前掲 (注 8) 130 頁。

<sup>31</sup> 以下、蔣・前掲 (注 9) 98 頁参照。



訟規制が含まれる。この中で、会社法における議論は主に①に集中しているが、企業が他社と契約を行う際に人権保護や環境保護を求めることは②に該当し、ESG 情報の開示については③と合わせて強化し規制することが求められると考えられる。

もう一つのアプローチとして、ESG の導入について「授権性 (enabling)」と「強行性 (mandatory)」の視点から検討されている<sup>32</sup>。ESG の理念は、企業が社会や政府からより多くの責任を求められる形で現れると同時に、投資家やその他の利害関係者が企業の意思決定に影響を期待する形で表れる。前者は規制者と企業の関係で、企業に ESG 事項を強制的に考慮させるものだが、後者は契約当事者間の関係で、企業機関は会社法に基づき各主体の要望を調整する役割を担う。新会社法 20 条は、ESG をより明確かつ法的なものへと進化させたが、ESG 事項の範囲が広いため、ガバナンス要件として組み込む際には慎重さが求められる。すべての ESG 関連事項を義務化すると取締役の業務に混乱を招き、経営に支障をきたす恐れがある。反面、ESG 要請を単なる道徳的勧告とみなすと、ESG の実効性が期待できないという。このように、20 条の法的性質については、任意規定か強制規定かをめぐって議論が続いており、その解釈次第で取締役の義務範囲も変わる。

#### 4 ESG を取締役の義務に組み込むことをめぐる議論

上記の議論を踏まえ、学説では、ESG を取締役の義務に組み込むために、立法上または解釈上どのような工夫が必要かは論じられている。解釈論上のアプローチとしては、ESG 時代において、取締役は株主のみならず、従業員、サプライヤーチェーン、地域社会、消費者といった利害関係者、さらには国家や国際環境への影響まで考慮する必要があると主張されている<sup>33</sup>。そのため、取締役の義務履行基準は「経営判断」から「社会判断 (Social judgement)」へと移行しつつある。しかし、ESG 投資と経済利益の関係や短期利益と長期利益、ESG 要素間の曖昧さにより、取締役の ESG 義務の履行の判断が難しく、ビジネス判断と社会判断が衝突する場合の調整が課題とされる<sup>34</sup>。そのため、取締役がビジネス判断を行う際には、会社の商業利益を図りつつ、可能な限り社会判断と衝突しないよう配慮することが求められる。ビジネス判断と ESG の任務が同時に達成されるよう努め、また、ESG 関連業務を決定・実行する際には合法的なビジネス利益も考慮し、ビジネス判断と社会判断のバランスを保つことが必要とされていると論じられている<sup>35</sup>。

また、ESG 目標を実現するには、取締役の二つの義務が重要であると指摘される<sup>36</sup>。一つは監督義務であり、中国会社法では取締役の監督義務が明確に規定されていないが、ESG リスクを考慮することが監督義務に含まれるべきとされる。ESG 関連の監督義務には、①コンプライアンス

32 以下、郭雳 = 武鴻儒「ESG 趋向下的公司治理现代化」北京大学学报 2023 (4) 149 頁以下参照。

33 蔣・前掲 (注 9) 102 頁。

34 蔣・前掲 (注 9) 105 頁。

35 蔣・前掲 (注 9) 107 頁。

36 彭・前掲 (注 28) 56 頁以降。

## ESG と取締役の義務・責任について

義務（ESG に関する法令の順守監督）と②重大なビジネスリスクとしての ESG 事項（食品安全、気候変動など）の管理が含まれると分析される。もう一つは、情報開示義務、すなわち、ESG 関連情報の透明性と信頼性を確保する責務があるとされている<sup>37</sup>。そのほか、解釈論による対応は不明確であり、勤勉義務と忠実義務と別に、ESG 義務、またはコンプライアンス義務を新たに設ける必要があるとの主張も見られる<sup>38</sup>。

さらに、ハードローとソフトローの組み合わせによる対応も唱えられている。すなわち、ESG を取締役の信託義務に組み込むにあたり、道徳性や曖昧さ、主観性のある ESG の特徴を考慮し、慎重な規制アプローチが必要であるとされる<sup>39</sup>。ESG と企業成長の関係が未証明の中で、柔軟な規制は取締役の裁量拡大による形骸化のリスクがあり、逆に厳格な規制では保守的な経営を招きかねない。これを踏まえ、ESG 責任は 3 つのレベルに分けられるべきである。第一はコンプライアンス義務で強行規定による対応が求められる。第二は従業員や消費者など会社に直接関係する利害関係者の保護義務で、主に強行規定としつつ、ソフトローによる補助も必要とされる。第三は生態環境保護などの社会公益に関する義務であり、その複雑性からソフトローを通じて取締役が ESG 要素を経営判断に組み込むことを促進すると論じられている<sup>40</sup>。

このように、新会社法の下で ESG 関連の規制が導入・強化されたにもかかわらず、取締役が ESG に関してどの範囲まで義務を果たすべきかという重要な課題には依然として多くの問題が残されていると言わざるを得ない。

### 三 若干の検討

上記の議論は盛んに行われているが、その前提には ESG の有用性と必要性が仮定されている。すなわち、ESG の取り組みが企業価値の向上に確実に寄与し、さらに ESG 要素を会社法に組み込むことが企業の発展に欠かせない道であると当然視されている。しかし、果たしてそうであろうか。

#### 1 ESG と企業のパフォーマンスについて

ESG の取り組みは企業のパフォーマンスと正の関係にあると主張する実証研究が多くみられる中、先ほどでも触れたように、ESG の企業発展への影響に関しては、必ずしも肯定的な結果をもたらすとは限らないとの見解も示されている。例えば、ESG と財務パフォーマンスの関連性に関する研究のうち、約 58% が肯定的な結果を示しているが、13% は中立、21% は混在した結果、

---

<sup>37</sup> 同上。

<sup>38</sup> 裴健宇「ESG 理念进入董事义务体系的公司法路径」吉林工商学院学报 2023(3)109 頁以降。

<sup>39</sup> 陳＝何・前掲（注 8）47 頁以降。

<sup>40</sup> 同上。



さらに 8% は否定的な影響を示していると報告されている<sup>41</sup>。また、中国の上場企業を対象とする回帰分析によれば、ESG パフォーマンスが企業の財務パフォーマンス（ROA）にプラスの影響を与えると結果もある一方で、その効果には企業の状況や経営の柔軟性によって違いがあることが確認されている<sup>42</sup>。よって、ESG の効果は一様でなく、慎重な評価が必要と示された。

また、スタンフォード大学ビジネススクールの研究によれば、ESG の定義、実施方法、および企業の業績やファンドのパフォーマンスに与える財務的・非財務的影響について、多くの不確実性が存在することが指摘されており、一般的に受け入れられている ESG に関する 7 つの「神話」を取り上げ、その多くが経験則に基づかないものであると批判されている<sup>43</sup>。

さらに、他国の動向を考慮すると、アメリカでは反 ESG の傾向が強まっていることが確認される。この傾向は、リベラルと保守の対立、化石燃料産業の保護、ESG 投資自体の曖昧さという 3 つの要因に起因し、最初の 2 つの要因は政治的対立に利用されているが、最後の要因は ESG 投資のアドホックな性質に対する批判に関連しているとも指摘されている<sup>44</sup>。

このように、ESG の導入が企業の成長や利益向上に与える効果には不確実性が残り、その有効性について慎重な評価が求められている。特に短期的な利益との相反や、ESG 要素間の相互作用の複雑さが影響を及ぼし、投資家や企業はそのリスクとコストについても考慮する必要があるとされる。したがって、ESG が企業に与える影響は状況に応じて異なり、必ずしも一貫してプラスの影響をもたらすわけではない。

## 2 株主至上主義とステークホルダー主義の是非

前述した通り、会社法の観点からはステークホルダー論が ESG の導入に理論的な根拠を提供している。中国の会社法規制は諸外国の規制を参考に制定されており、理論的な枠組みは従来から株主至上主義を基盤として採用してきたが、現状では、株主利益の保護の欠如が会社法上重要な問題となっている。また、ステークホルダーの利益が重視されるといっても、積極的な取り組みというよりも法令順守に限られている。確かに、学説では、中国会社法の原則としてステークホルダー論を採用すべきだという主張が圧倒的に多い<sup>45</sup>。しかし、ステークホルダー論には複雑

<sup>41</sup> Whelan, T. (2021). ESG and Financial Performance. The NYU Stern Center for Sustainable Business (partnering with Rockefeller Asset Management).

<sup>42</sup> Wu, et al. (2021). "An empirical analysis of the impact of ESG on financial performance: the moderating role of digital transformation. Front. Environ. Sci., 10 August 2023 Sec. Environmental Economics and Management Volume 11 - 2023 | <https://doi.org/10.3389/fenvs.2023.1256052> (最終確認 2024 年 10 月 25 日)

<sup>43</sup> Larcker, D. F., Tayan, B., & Watts, E. M. (2022). Seven myths of ESG. European Financial Management, 28(4), 869-882.

<sup>44</sup> 御代田有希「アメリカにおける ESG 投資の拡大と論争 ―グローバル・ガバナンスへの示唆」Issue Briefing No. 45. (2023 年 11 月 3 日).

<sup>45</sup> 李燕「利益相关者保护的《公司法》表达：结构与可能」华东政法大学学报 2023(5)109 頁以下。また、刘俊海「论新《公司法》的四项核心原则」北京理工大学学报 2022 (4)。

## ESG と取締役の義務・責任について

さが伴う。近年のアメリカにおけるステークホルダー主義へのコミットメントは、多くの場合、ステークホルダーの待遇改善を目的とした実質的な計画というよりも、見せかけに過ぎないとされている<sup>46</sup>。ステークホルダー主義の容認は企業に大きなコストを課し、企業リーダーの説明責任を低下させることで、株主からの監視が弱まり、業績の悪化や経済的利益の縮小を引き起こすリスクがある。また、ステークホルダーを保護するという幻想が強まることで、ステークホルダーを実質的に保護するための効果的な改革を妨げたり遅らせたりする可能性もあると指摘されている。中国の学説においても、ステークホルダー論は特定の社会的・経済的背景がなければ経営者が責任を回避する口実になり、資本経済に悪影響を及ぼすとの批判が存在する<sup>47</sup>。

アメリカでの株主至上主義からステークホルダー主義への転換は、極端な株主至上主義の弊害を除去する必要に迫られた結果である<sup>48</sup>。それに対して、中国では、支配株主による権利濫用による少数株主の利益侵害、株主権保護に関する規制の不備、株主代表訴訟を通じた経営者の責任追及の実効性の欠如など、株主保護に関する問題が十分に対応されているとは言えない。つまり、中国においては、アメリカのような「極端な」株主至上主義を採用した歴史はなく、むしろ株主保護が依然として最優先の課題として位置付けられている。また、中国では取締役の信託義務自体が理論的に未確立であり<sup>49</sup>、「会社の最大の利益」をめぐる判断において、「長期的利益」と「短期的利益」、「株主の利益」と「その他のステークホルダーの利益や公益」とが衝突した際にどのように対応すべきかということは、取締役にとって永遠のテーマである。会社法上の明確な指針がなければ、「複雑性」や「バランス」という概念が単なる弁解に使われ、会社の利益向上やステークホルダー利益の確保に寄与しないと懸念される。

以上の理由から、中国の現状を考慮すれば、新会社法においては、株主利益の最大化という伝統的な原則が放棄されたわけではなく、むしろより重視されるべきであると考えられる。経営判断において「株主の利益を中心に」行うことは、中国において依然として必要であり、他のステークホルダーの利益保護や公益の促進は、株主利益が十分に確保されたことを前提に、コンプライアンスの順守と取締役の積極的な経営判断に委ねるのが合理的であろう。

### 3 ESG 義務を取締役の義務に導入することについて

「過ぎたるは及ばざるがごとし」と言うように、ESG の過熱が様々な問題を引き起こしている現状には懸念が生じる。多くの企業は、外部の世論や投資家からの圧力により、経営の方向性を見失いつつあり、こうした盲目的な期待や追求は経営陣や取締役会に大きなジレンマをもたらす

46 Bebachuk, L. A., & Tallarita, R. (2020). The illusory promise of stakeholder governance. *Cornell L. Rev.*, 106, 91.

47 邹星光「公司利益相关者保护的务实路径：重申股东至上原则」*环球法律评论* 2024（4）107 頁。

48 品川・前掲（注 7）373 頁。

49 郭富青「我国公司法移植信义义务模式反思」*学术论坛* 2021(5)72 頁以降。

ている<sup>50</sup>。特に、ESG が行き過ぎることによって「株主の利益の保護」や「短期利益の追求」があたかも悪であるかのように扱われることには注意が必要である。

筆者は、ESG 理念を会社法に反映することに反対しているわけではない。企業が SDGs 目標に貢献し、持続可能な価値創造や国際競争力の向上を図り、さらに規制の統一と経営の透明性を促進するために、ESG 基準は一助となり得る。ただし、ESG は目的そのものではなく、会社法における ESG の導入は企業のガバナンス強化や持続的成長を支えるためのツールと見なすべきだという立場である。また、ESG 基準には複雑性と多様性が伴い、これがリスクとなる可能性もある。基準は業種や地域、企業の規模によって異なるため、画一的な基準は企業の自由な経営を阻害する恐れがある。特に中小企業にとっては、ESG 基準の遵守が追加のコストやリソース負担となり、柔軟な経営を難しくする。また、ESG への長期的な投資は企業の安定性に貢献するとされるが、短期利益が犠牲になる場合には株主の期待に応えにくく、株主訴訟のリスクが高まる可能性がある。さらに、ESG 義務の強化により「グリーンウォッシュ」が助長されるリスクも存在する。ESG に積極的に取り組んでいると装うだけで実質的な成果が伴わない場合、投資家や消費者の信頼を損ねる恐れがあるため、慎重な対応が求められる<sup>51</sup>。

さらに、中国の会社法における取締役の義務・責任に関する規制が不完全であるため、ESG 要素の導入を慎重に検討する余地はほとんどないといえる。具体的にいえば、取締役の義務違反は依然として深刻な問題であるにもかかわらず、規制の不備や義務違反の認定基準の不明確さから、取締役が勤勉義務違反によって民事責任を追及される事例は極めて少ない<sup>52</sup>。また、取締役の義務内容には監督義務の有無や内部統制構築義務の範囲など、解決すべき多くの課題が存在する。例えば、義務違反の認定において経営判断の原則が適用されるか否かが議論されており、勤勉義務や忠実義務の基準が単なる過失責任で足りるのか、それとも重過失責任が要求されるべきかについても未だ統一的な見解が得られていない。そのような中で、ESG への積極的な取り組みが会社に損失をもたらした場合、取締役の責任範囲をどのように判断するかについても、「してもよい範囲」として解釈上明確にする必要がある。さらに、新会社法では、事実上の取締役、影の取締役、第三者に対する責任に関する規制が導入されたが、これらの規制の適用に関する司法判断には未解決の課題が多い。こうした規制の不完全さが、ESG 導入に向けた法的基盤の整備を急ぐよりも、既存の義務や責任の明確化と強化が優先されるべきであることを示唆している。この状況下では、取締役に対して ESG 義務を課すことで新たな不確実性や混乱が生じ、現状の法制度にさらなる複雑さが加わる恐れがある。

ようするに、中国の会社法においては、現状では ESG を包括的に導入する余裕がなく、導入

<sup>50</sup> Gassmann, P., & Jackson-Moore, W. The CEO's ESG dilemma: Finding their own authentic true north on ESG can help companies navigate society's expectations and investors' demands. PwC. (2022) Retrieved from <https://www.pwc.com/gx/en/services/sustainability/the-ceos-esg-dilemma.html>.

<sup>51</sup> Kotsantonis & Serafeim, *supra* note 2,56.

<sup>52</sup> 郭・前掲（注 49）79 頁。

## ESG と取締役の義務・責任について

の必要性も必ずしも認められない。むしろ、十分な解釈論を展開することにより、既存の会社法の枠組みで ESG への対応が可能であると考えられる<sup>53</sup>。

#### 四 まとめに代えて

本稿では、中国法を素材に、ESG の取締役の義務に組み込むことについて検討し、若干の意見を述べた。繰り返し強調したいのは、ESG は目的ではなく、会社法においてはより良いガバナンスを実現するための一助として位置付けられるべきである。上場会社に対しては「社会の公器」として社会的な責任を求める一面があるため、ソフトローによる規制に従うことが適切であると考えられるが、すべての会社に適用される会社法においては、ESG は法令の遵守を促すに留めるべきである。

ESG の適用範囲が広すぎると、その焦点がぼやけ、具体的な問題解決につながらない可能性がある。また、投資者のニーズは変化し続けており、現在 ESG が注目されているからといって、将来も同様であるとは限らない。そのため、立法者や研究者は、ESG の視点から一度離れて、会社法そのものにおいて、常に存在する株主、会社、経営者、債権者間の利害衝突の解決に注目することが求められる。短期的な利益の追求も含めて、どのように利益衝突を調整するかについて考察することが必要であり、その枠組みの中で ESG を適切に位置付けることが現実的であろう。

---

<sup>53</sup> 日本法での解釈論としては、野田・前掲（注8）を参照。

# 中世東寺の寺内算用状における研究史

## —会計史的視座の構築を見据えて—

経営管理研究科 准教授

三光寺 由実子

### 【要約】

本稿では、中世寺院会計史研究の構築を念頭に、鎌倉・室町時代を中心に、教王護国寺（以下、東寺）の寺内算用状を扱う先駆的研究を鳥瞰図的に概観する。管見による限りにおいては、1970 年代に日本史・日本経済史領域を主として荘園領主経済ならびに寺院経済の転換期の財務的裏づけとして、中世東寺の寺内算用状が補足的かつ巨視的分析に用いられ出し、東寺内組織や寺内金融へと関心が移る中で、寺内算用状そのものを研究対象とする微視的分析が増えていく。日本国内における中世東寺の寺内算用状を用いた研究は、日本史関連の領域を超え、会計史領域でも漸次扱われ、より学際的な広がりをもてつつある。一方、国際的な議論の場においては、中世東寺を含め、寺院の会計史料を用いた研究が僅少であり、今後いかにして国内を超えた会計史研究を展開していくのが課題として浮き彫りになった。

### 【キーワード】

中世 東寺 会計史 寺内算用状 光明講方

### 【目次】

- 1 はじめに
- 2 史料論概説
- 3 東寺寺内算用状の研究史
- 4 国際的会計史研究にむけたアプローチ —光明講方算用状研究から考える—
- 5 おわりに

## 1. はじめに

本稿では、中世寺院会計史研究を行うことを見据え、特に、鎌倉・室町時代を中心とした、東寺の寺内算用状を扱っている既存研究をレビューし、各々の研究における会計記録の位置づけを

## 中世東寺の寺内算用状における研究史

考えてみたい。すなわち当該会計記録は従来、どのような分野において研究対象とされ、その既存研究が会計記録を用いて、何に主眼を置き、いかなる方法で、何を解明しようとしたのかを検討したい。そして、中世寺院の会計記録の研究は、会計史的見地に立つ中で、新たな知見を加える可能性を孕んでいるのかを考察したい。なお、次に述べる史料論にもあるように、東寺をはじめとする、今日残された中世寺院の文書群はあまりに多く、当然のことながら会計関連の記録も多岐に渡り、「会計記録」といってもその種類は様々ではない。中世の寺院における「会計記録」として、収支記録簿は広く一般に想定されるであろうが、借用状や、時として割符や切符も含まれ、それを連想させる文書には個人差がある。本稿における「会計記録」については、ひとまず、寺院が経営活動を営むにあたり必要不可欠と考えられる会計帳簿、例えば収支記録簿や日記帳のような主要簿、および決算報告書に該当する書類を想定しておきたい。ただし、いわゆる主要簿ないし決算報告書と即座に判断できるものに加え、補助簿か否か入念な判断を要する会計記録についても、現時点で、それが寺院経営において必須であると見なせるものについては、ここに含めることにしたい。

## 2. 史料論概説

本論に先んじ、今も残る、中世寺院の史料、特に会計記録に関する、ごく簡単な史料論について触れておきたい。中世寺院は、時代の潮流の中、多くの文書群を世に残している。実際に、日本の中世以前の文書の過半は社寺関係の文書である。とりわけ畿内の大社寺の文書が大半を占め、しかもほとんどが、古代から中世にわたって社寺経済の基礎をなした社寺領荘園に関するものである<sup>1</sup>。

寺院の中でも最も史料が残っているとされるのが、東寺である<sup>2</sup>。その東寺に伝えられた今日も残る、東寺百合文書と総称される史料は、文書群約2万5千通に及び、その中でも充実しているのが14世紀から16世紀あたりの文書である<sup>3</sup>。この東寺百合文書の中には、多くの「算（散）用状」が存在する<sup>4</sup>。算用状とは、検注帳によって年貢基準が決定された後にその荘園ごとに作成された年貢・公事の年間収支決算書をいう<sup>5</sup>。

そもそも、国衙の官物や荘園年貢などの数量を郡郷司や荘官などの納入者が計算することを「結解」、これを提出した報告書を「結解状」という。結解状には、国司・荘園領主などが勘定（算勘）をして判を据えた。やがて「結解」という言葉は、単に計算を意味する「算用」という語句に取っ

---

1 佐藤 [1997] 38 頁。

2 佐藤 [1997] 38-39 頁。

3 東寺百合文書 WEB [hyakugo.kyoto.jp](http://hyakugo.kyoto.jp)（最終閲覧日：2024 年 10 月 29 日）

4 阿諏訪 [2004] 182 頁。

「算用状」は「散用状」と表記することもある。本稿では史料用語以外は「算用状」に統一して表記する。

5 佐藤編 [1997] 50 頁；阿諏訪 [2004] 182 頁。



て代われ、「結解状」は「算用状」と呼ばれるようになる<sup>6</sup>。寺院に残る算用状の種類には、「莊園算用状」、「寺内算用状」がある。前者は、莊園現地で作成して莊園領主たる寺院に提出したものである（年貢算用状などと称されることもある）。後者は、「莊園算用状」をもとに法会や諸行事の実施に関する経費や収支計算のための寺内の実務担当者が作成した寺内算用状である<sup>7</sup>。

寺院に残る会計記録を用いた先駆的研究は、莊園算用状を用いた研究に端を発するように思われる。寺院に残る会計記録を用いた先駆的研究は、竹内〔1935〕を筆頭に、莊園領主経済における収支の整理として登場する<sup>8</sup>。しかしながら、それらは、戦前の細川〔1930〕でもみられるような、中世封建社会を自給自足経済とする観念が、会計記録を研究材料にしつつも、脈々と受け継がれていったものであった。

さらに、従来、算用状は領主制度論を中心とした議論の中で領主と百姓間での年貢納入をめぐる相克、すなわち農民闘争史研究において副次的な史料として用いられることはあったことや<sup>9</sup>、莊園算用状に着目した研究の傾向としては、莊園現地の守護などとの関係を考察することを主たる目的とし、その記載内容を検討するか、莊園算用状が莊園現地の情報を抽出するための研究材料としての位置づけに傾斜せざるを得なかったことが、近年指摘されている<sup>10</sup>。

他方で、「寺内算用状」は数の多さから等閑視されてきた<sup>11</sup>。しかしながら、今日、寺内算用状研究も少しずつではあるものの、確実に蓄積されつつある。本稿では、この日本中世寺院の中でもひととき残存史料の多い東寺の「寺内算用状」を用いた研究に焦点をあて、その研究の動向を取り上げ、今後の会計史研究の可能性について考えてみたい。

### 3. 東寺寺内算用状の研究史

#### (1) 莊園領主経済史の中の会計記録

佐々木〔1972〕の視点

管見による限りにおいては、研究対象として東寺の寺内算用状を用いた初期の研究の一つに佐々木〔1972〕がある。そしてそれは、中世後期の莊園領主経済における転換期を、会計記録から読み取るため、具体的には鎌倉時代以降の莊園領主経済が、崩壊に至るまでの諸段階における領主経済の循環構造、財政収支、経営の動的分析を試みている。とりわけ、佐々木〔1972〕は領主経済に対応した中世の商品流通の関連を具体化する目的で、各段階の莊園領主経済の収支

6 佐藤〔1993〕229頁（「結解」の項）；阿諏訪〔2004〕182頁。

7 阿諏訪〔2004〕182頁。

8 竹内〔1935〕は、原題「平安朝に於ける醍醐寺の経済的研究」歴史地理、第67巻2・3・5号を指し、後に、竹内〔1999〕に「三 寺院に於ける莊園経済の成立—醍醐寺の研究—」として収録される。本稿の参考文献では、竹内〔1999〕として記載する。

9 阿諏訪〔2004〕182-183頁。

10 青木〔2018〕20-21頁。

11 阿諏訪〔2004〕182-183頁。

## 中世東寺の寺内算用状における研究史

内容を把握する媒体として、算用状に光を当てたといえる<sup>12</sup>。

佐々木〔1972〕は、寺院経済が漸次窮迫する事例の一つとして、東寺五方を提示している。東寺五方は、寺内の渉外担当を担った、寺内各部門から選出された人員により構成された寄合組織である。そして東寺には、各部門の独立採算に近い寺内経済の運営に関する収支計算書があり、算用状の形で数多く残存しているとし、寺内算用状としての五方算用状の存在を明らかにしている。そして同氏は、五方算用状から、五方独自の荘園・所領がなかったこと、最大の収入をなしていたのが「十分一」という、特定の荘園・所領・敷地から貢納された寺納年貢の十分の一で供給されていたこと、五方財政が一時期を除き借入に大きく依存していたことなどを示している。着目すべきは、五方の借入先は1450年代初頭までは外部の土倉・高利貸からによるものであり、1460年代以後は、東寺内の造営方などの相互融資に切り替えられている点である。佐々木〔1972〕は、東寺五方の経済について、土地からの収入の減少にともなう領主経済の直線的な崩壊を阻止し、領主層に再生・反動の時間と機会を与えたと評価している<sup>13</sup>。

佐々木は〔1972〕は荘園（領主）経済史、荘園制解体史、そして商品・貨幣経済の領主経済への介入に触れている点から、商業史・貨幣史にも位置する研究といえる。佐々木〔1972〕にのっての会計記録とは、荘園領主経済の実態を、具体的に、そして動的に分析するために必要な数値データの情報源であり、何よりもまず、一つの組織における連続した財務数値を入手できることが重要であったように思われる。さらに、それらの数値を複数の組織から得ることで、比較的長期の荘園領主経済の動向を把握することを意図している。また、東寺五方の例にみるごとく、荘園解体期に、寺内金融が果たした役割について、僅かながら触れている点についても着目すべきであろう。

## 岡田〔1982〕の視点

佐々木〔1972〕の研究は、荘園領主経済の研究の中でも、東寺の寺内算用状を主たる研究対象としたものとしては、岡田〔1982〕が受け継いでいる。岡田〔1982〕において明らかにしていることは、主として東寺五方の財政運営と組織である。

岡田〔1982〕が佐々木〔1972〕を継承した研究として、新たに加わった視点は、会計記録を財務データのソースとして用いるのみならず、算合（収支決算の監査）や算用状作成者を基に、時系列に、五方財政運営や組織の変遷を辿る手がかりとして扱っていることであろう。

具体的には、五方算用状にみる算合から、五方が廿一口方の分化した組織であることを明示している。また、永正年間の五方算用状の記載方法の変化に着目し、「水田方」という収入項目には換算や和市など、複雑な様式が追加されていること、また、これは浮足方など、組織と直結している洛中散在所領を基盤とした東寺内の別の寺僧組織において、応仁・文明の乱以前より用いられていた手法と同様であることを明らかにしている。すなわち、五方において新しく加わった

<sup>12</sup> 佐々木〔1972〕219-249頁。

<sup>13</sup> 佐々木〔1972〕237-244, 248頁。

所領が、五方に直結していたことを、五方算用状の作成者の変化<sup>14</sup>に加え、五方算用状の記載の変化と関連付けて読み解いている。さらに、五方における寺内金融については、佐々木 [1972] の考える寺外金融から寺内金融への直線的な移行に、異論を唱え、寺院内部における得分の再配分であることを説明している<sup>15</sup>。つまり佐々木 [1972] は、寺内金融たるものは、銭の動きが寺内内部に限定され、利子がかかっても低率であることが多く、寺内金融とは寺内内部における得分の再配分という色彩が強いと主張する<sup>16</sup>。

しかし、結局のところ、寺内金融については未解明な部分が多く、僅かな事例の説明以外は言及を留めて、詳細は継承する研究に託している<sup>17</sup>。一方で、五方算用状の記載が途中から東寺内部の他の組織の算用状の記録を踏襲し出した可能性が高いことなど、算用状の綿密な分析による記録の変化を見出している点は着目に値する。

#### 田中 [1994] の視点

五方算用状を研究の材料とし、佐々木 [1972] そして岡田 [1982] の影響を受けつつも、寺内の会計記録に新たな分析視覚を取り入れたのが田中 [1994] である。田中 [1994] は、中世後期に史料上頻出するようになる「礼銭」や「礼物」について授受する折衝のシステムや贈る側の現実的な要請などの場面を想定しつつ、貢納や商品流通以外での動きを荘園領主と幕府との関係の中で明らかにしようとしたものである。田中 [1994] は、いくつかの事例を掲げて、礼銭がいかなる場面で授受されるものなのかを考察し<sup>18</sup>、それを踏まえた上で、東寺から東寺奉行に

<sup>14</sup> 応永・文明の乱以前から同乱後の文明 16 (1484) 年までは、納所が二人で担当していたのに対し、以降は、公文所 (惣公文) が単独で作成している (岡田 [1982] 104-105 頁)。

<sup>15</sup> 岡田 [1982] は、五方の収支のうち、借入金として扱われるものと、そうでないものがあることを指摘している。前者については、佐々木 [1972] でも言及されるように、寛正以前は、主として土肥などの特定の土倉・高利貸より、五方は借り入れている (佐々木 [1972] 241 頁)。

寛正 3 年 (1462) 以降、五方において土倉からの借入がなく、特に造営方からの借入が増加している。そして、この「無利子借入」は、利子どころか本銭も返済しないのが一般的であることを指摘している。また、後者については、算用状において、借入先を明記しない借入金のうち、供僧が仲介して祠堂銭のような、寺外の高利貸から借用する事例を挙げ、永正年間以後、寺外の高利貸からの借入が復活しており、佐々木 [1972] のように「寺外の高利貸→寺内金融」と単純化することへの警告を鳴らす (岡田 [1982] 97-102 頁)。

<sup>16</sup> 岡田 [1982] 102 頁。

<sup>17</sup> 岡田 [1982] 96-112 頁。

<sup>18</sup> 礼銭の用例と広がりについて、田中 [1994] は、「幕府 (室町殿) への権力・権限の集中化により (ア) 荘園貢納の確保や段銭免除の実現や裁判など、寺院などの荘園領主側の経済基盤に関わる現実的な要請の実現のための將軍や幕府要人への折衝費としての礼銭が増加してゆく傾向にあること、また同時に (イ) 幕府の統治や保護を受けるにあたって、御成や惣安堵といった儀礼的な側面における、新たな礼銭負担を背負うようになったこと、そして (ウ) 任料などが、官銭などを含めて、補任権者側の経済に組み込まれていき、その授受がシステムティックになされるようになること (田中 [1994] 126 頁)」を指摘している。

## 中世東寺の寺内算用状における研究史

贈られた礼銭や礼物が、東寺において渉外担当の役割を担う、五方の収支帳簿に記載されていた可能性が高いことを理由に、五方算用状を分析している。

田中〔1994〕は、「五方の収支帳簿を分析することによって、東寺奉行やその他幕府の要人に贈られた礼銭などの性格をも検討することができると考えられる<sup>19)</sup>」というように、五方算用状を、幕府関係への礼銭・礼物の支出の情報源として捉え、各年の支出項目、とりわけその中の礼銭支出に着目している。田中氏は、五方が、現実的な要請に係る折衝を行い、そこに伴う臨時的な礼銭を随時負担していたこと、また、五方の機能として、増加傾向にあった幕府に向けた儀礼的な礼銭を負担していたこと、さらに、年始の東寺奉行への礼銭が、継続的に五方から支出されており、当該礼銭の性格は、定期的な給与に近いものとして授受されていることにも言及している<sup>20)</sup>。

田中〔1994〕は、佐々木〔1972〕や岡田〔1982〕と同様、荘園領主経済史の一といえるものの、その関心は上の二つとは異なり、幕府との関係、そしてその関係にある種象徴する礼物・礼銭にあり、五方や五方算用状の中で、礼物・礼銭に直接的にかかわる項目に焦点を当て、算用状分析を行う手法を選択している。

## (2) 寺院経済と組織研究の深化と会計記録

以上のような、荘園領主経済史およびそれに近接する領域において、会計記録を用いた研究がなされる中で、その関心が、巨視的に財務数値をデータとして用いることから、寺内の機能や組織研究へと、より微視的な分析へ移っていた。

## 富田〔1986〕の視点

東寺の寺内算用状に関する先駆的研究において、唯一、仏事方算用状を対象としたのが富田〔1986〕である。仏事方とは、一年間の収支決算を他の法会と区別し、一つのまとまりとして清算された「仏事」についての、会計上のまとまりを指す。仏事方はあくまでも算用段階での会計上の単位にすぎない。それゆえ、法会奉行の得点を負担することはあっても、その指揮は受けず、また仏事方に独自の奉行が置かれなかった<sup>21)</sup>。

東寺の仏事方は、仏事ごとに定められた所領からの上分をもって、それぞれ独立採算を原則として行われた<sup>22)</sup>。これらの仏事の収支と、残金の支配（分配）を一・二度ごとあるいは数ヶ度ご

---

19 田中〔1994〕118頁。

20 田中〔1994〕117-126頁。

21 法会奉行は、仏事を含めた法会を執行・推進する組織である「法会方」の奉行を勤めるとともに、その所管の文書を手文箱に保管・保存し、任期の終わりに次の奉行に引き渡す役割を有した（富田〔1986〕27-28頁）。

22 所領や經理の事情によっては取り止められる仏事もあり、一年間に実際に行われる仏事は約70ヶ度であった（富田〔1986〕23, 25頁）。

とにまとめて報告した文書が、「○箇度仏事支配状<sup>23</sup>」である<sup>24</sup>。

一通の「支配状」に掲載されるいくつかの仏事は、時系列なものではなく、所領が近いことや、同一の年貢納入者や収納者、あるいは収納時期などの関係で一括されていた。しかもその組み合わせは毎年変わり、規則的なものではなかった。これらの仏事の一年間の収支の決算を行うにあたり、仏事ごとの収支と支配を時系列に整理し直す必要があった。そこで、支配状を仏事ごとに切断し、切断した断片を時系列に配置し、貼り継いでいく。このような支配状の断片を貼り継いだものは、一年分の収支の算用と勘定（監査）のために、朱書きの合点や数字修正を加えて仏事方算用状となる<sup>25</sup>。以上のようにして完成された仏事方算用状は元の支配状の姿を復元することを難しいものにしている<sup>26</sup>。

寺内算用状の存在に着目し、当該算用状の分析が、組織内部の活動を知るための一助となる点をいち早く見出したのが富田〔1986〕である。富田〔1986〕が、上記のごとく算用状の概説に加え、その具体的分析を踏まえ、仏事方の組織編制、さらに東寺における教行的寺院活動の全体像の中での仏事の位置づけを示した一方で、実際には今日に至るまでに、仏事方算用状に関するこれ以上の研究成果が公表されていない。仏事方算用状については、会計史的考察を行う余地が大いに残されている。

### （3）莊園領主経済史からの脱却のための会計記録

#### 阿諏訪〔2004〕の視点

中世寺院の会計記録を対象とした研究の中でも、既述の東寺における五方算用状の分析は、最も継承・発展されてきたものの一つといえよう。この五方算用状の収入を構成する約 40 から 50 パーセントを占める十分一については、「十分一方算用状」なる史料がある<sup>27</sup>。五方の最大の収入が「十分一」であることは、佐々木〔1972〕も述べるところであるが、岡田〔1982〕に至ってもその具体的内容は明らかにされていなかった。阿諏訪〔2004〕<sup>28</sup>では「十分一方算用状」の分析を通して、五方および寺家財政の再検討を試みている。具体的には、阿諏訪〔2004〕は、十分一方算用状の構成（永享二年分から享徳三年分までの金額・収支に関する内容・日付を示した一筆が月日ごとにならび、除分を差し引き残金を記載、算勘した日付と供僧の花押を据える）

<sup>23</sup> 以下富田〔1986〕に準じ、「支配状」と称す。

<sup>24</sup> 当該支配状は、一年分としては合計約 20 通作成されたと考えられる（富田〔1986〕23-24 頁）。

<sup>25</sup> なお、仏事用途の支配は、廿一口方の公文（惣公文）が行い、算用については廿一口方年預と廿一口方供僧の上臈が行っていた（富田〔1986〕28 頁）。

<sup>26</sup> 富田〔1986〕は文明 15 年分を初見とし、天正 6 年分を下限とする約 100 年間に、40 年分すなわち約 40 巻の算用状が確認できるという（富田〔1986〕23, 25 頁）。

<sup>27</sup> 阿諏訪〔2004〕184 頁。

<sup>28</sup> ここで取り上げる阿諏訪〔2004〕とは、主に、同著第六章「東寺十分一方算用状の分析」（初出 阿諏訪〔2003〕）を指す。



## 中世東寺の寺内算用状における研究史

および成立契機（永享2年の将軍義教の東寺御成時<sup>29</sup>の借錢の返済）、実際の作成者（借錢返済のための借物奉行）について述べ、さらには五方算用状とのかかわり（十分一方は、御成借錢の返済という役割を終えた後、五方に吸収される）などを考察し、その上で、寺内金融にまで踏み込んで議論している<sup>30</sup>。

ところで、阿諏訪〔2004〕は、従来の、荘園収入に焦点を当てた寺院経済史がもつ一義的な視点への懐疑の念に研究の発端があり、庶民信仰から生まれた資本である信仰財による信仰経済も、中世寺院社会の内部または周辺に、経済的様相として存在したことを提起している。また、阿諏訪〔2004〕は、「領主（寺院）経済」と、「寺家公人」の捉え方について、既存研究の問題を指摘している。前者については、いまだそれが個別領主による経済の自己完結性の志向にあることを指摘している。他方、寺家公人については、寺院の主体を学問僧侶と捉えつづけたことにより、寺家公人に対する視点が看過されてきたことを言及する<sup>31</sup>。

以上、阿諏訪〔2004〕は、十分一方算用状の分析を通じ、東寺の寺家財政とは、従来、五方算用状に端的に表れたといわれる対外交渉機能のみならず、寺内の収納下行・算用・借用などの活動にこそ本源があると考えている<sup>32</sup>。また、十分一方算用状の構造や、推定される帳簿組織、監査の痕跡について触れている点は、会計的分析に繋がるものといえる。さらに、阿諏訪〔2004〕では、十分一方算用状の分析にあたり、算用状の作成契機や、十分一方算用状が五方算用状に組み入れられていく中での記載と機能の変遷という、会計記録の意義に関わる言及も見受けられる。ここで行われた算用状分析が、個別領主による経済の自己完結性を前提とした従来の寺院経済史ならびに荘園領主経済史に与えるインパクトは大きい。

## 金子〔2004〕の視点

東寺の寺内組織において、最も頻繁に寺内金融、具体的には他組織への貸与を行ったとされるのが、東寺寺内の堂舎造営を担当する組織である造営方である。金子〔2004〕では、佐々木〔1972〕や岡田〔1982〕を深化させつつ、享徳年間から長祿年間を経て寛正年間にいたる15世紀中ごろの東寺造営方のあり方を検討している。すなわち、佐々木〔1972〕が想定した、東寺の寺院経済史における、寺外高利貸を避け寺内融資へという流れ自体には異論がないものの、寺内融資の主体である造営方に焦点を当てて考察することで、この時期の東寺経済の変化の理由をより明

<sup>29</sup> 将軍の御成とは、将軍が他所を訪れ、饗応を受ける行為を指す（阿諏訪〔2004〕199頁）。

<sup>30</sup> 阿諏訪〔2004〕は、借物奉行における運用という一種の寺内金融のかたちや、全体から一定の割合を決めて徴収するという東寺十分一方の慣習が、分一徳政令での金銭徴収法に与えた影響についても推測している。すなわち、阿諏訪〔2004〕において、寺内算用状を通じて、時として従来明らかにされてこなかった、当時の金融システムや施行された法制度の一側面が垣間見られることを示唆している（阿諏訪〔2004〕182-211頁）。詳細は阿諏訪〔2004〕参照。

<sup>31</sup> 阿諏訪〔2004〕24-33頁。

<sup>32</sup> 阿諏訪〔2004〕208頁。



確にしようとしている<sup>33</sup>。

造営方を中核とした東寺寺院経済の構造改革は、享徳 3（1454）年から同 4（1455）年に相次いで発生した、徳政禁制と段銭という二つの要因の結果として行われたものであった。すなわち、寺外の土倉・高利貸から貸し付けを受けていた東寺五方は、室町幕府より発布された徳政禁制をきっかけに基本的に造営方からの融資に切り換えた。他方、享徳 2（1453）年に賦課された造営段銭が享徳 4 年に収納され始め、造営方の管理下に莫大な資金が集積された。造営方は、これを基金に寺内各組織に対し本格的な融資を始めた。また、造営方の資金を借用する際に作成された借用状において、利率が無利子に設定された。金子〔2004〕は、この点について造営方よりの借用状は、本質的に利子の記載のない物銭の移動を示す文書である「預状」の可能性があると指摘する<sup>34</sup>。

上のような検討結果を導き出すにあたり、金子〔2004〕は造営方における寺内算用状と、その前段階に書かれた関連文書<sup>35</sup>を分析することで、造営段銭による収入の変化がいかに造営方にとってその後の財政運営に大きな変化をもたらすものであったのかを、実証している。

ところで、金子〔2004〕がその分析を始める前に触れている、京都府立総合資料館編〔1986〕では、造営方算用状の作成方法により時期を三区分している<sup>36</sup>。金子〔2004〕は、その区分を踏まえ「算用状の形式は、組織のあり方を反映しているものと思われる<sup>37</sup>」というが、このような区分は会計記録の一つの読み方として、会計史的考察においても時として必要になるであろう。

#### 田中〔2023〕の視点

上述の先行研究は、荘園領主経済や寺院個別経営史、そして寺家公人経済史というように、一応の領域の区分はあるものの、総じて日本中世史研究に属している。すなわち、日本中世史研究のうち、中世東寺の寺内算用状を研究対象としているものを選び取ってきたわけであるが、それ

<sup>33</sup> 金子〔2004〕77-79 頁。

<sup>34</sup> 金子〔2004〕79-92 頁。

<sup>35</sup> 例えば、「造営方段銭料足仕足注文」（「百合」や函 95 号）、「康正二年造営方用途注進状」（教五－1562 号）、「康正二年女御田年貢在庫有足注進状」（教五－1563 号）など。なお、「百合」とは東寺百合文書、「教」とは、教王護国寺文書を指す。また、今日、東寺百合文書の史料をデジタル化した東寺百合文書 WEB では、上記「造営方段銭料足仕足注文」（「百合」や函 95 号）は、「越前国段銭料足出納注文」（「百合」や函 95 号 1）、「造営方料足借用注文」（「百合」や函 95 号 2）、「造営方料足借用注文」（「百合」や函 95 号 3）のそれぞれを分けて表記し、総称は示さないなど、金子〔2004〕における史料名と若干異なるものもある。

<sup>36</sup> 第 1 期は康暦 3（1381）年から応永 10（1403）年までで、この時期の算用状は、公文が算用し廿一口方奉行が勘合ないし裏花押を据える。第 2 期は応永 18 年から同 31 年までで、納所が算用し、勘合・裏花押は見られない。第 3 期は永享 6（1434）年以降で、代官が算用し造営方奉行単独、あるいは奉行以下造営方の上首 6、7 人が勘合を行い、奉行が裏花押を据えている（京都府立総合資料館編〔1986〕53 頁；金子〔2004〕83 頁）。

<sup>37</sup> 金子〔2004〕83 頁。

## 中世東寺の寺内算用状における研究史

らは決して会計史研究を意図して行ったわけではない。これに対し以下で紹介する、田中孝治氏の研究は、寺院に残る会計記録を、会計史的観点をもって考察した先駆的研究といえる。それらの研究成果は、田中〔2014〕ならびに田中〔2023〕として上梓されており、我が国の近世における簿記（帳合法として以下詳述）について、それ以前の寺院の会計帳簿での記録計算構造と類似性があること、さらには帳簿の機能に関する発展過程を見出し、それを追究している点で一貫したものになっている。田中〔2014〕および田中〔2023〕が研究対象とした会計史料は日本古代から近世、さらには東アジアとかなり広域にわたるが、特に、田中〔2023〕第4章では、既存研究を継承しつつ、東寺内部における五方算用状、十分一方算用状、光明講方算用状といった東寺の寺内算用状に焦点を当てている。

田中〔2023〕は、田中〔2014〕において研究の主題となった、江戸時代の商人たちの帳合法を頂点とし、古代日本にまで遡り中世までの会計史料から帳合法が発達する前提を辿ることに加え、前近代の東アジア諸国の帳簿組織と、日本の帳合法の帳簿組織を比較する中で、帳合法の起源と軌跡を考究している。帳合法とは、江戸時代の商人たちの中で行われた先駆的な簿記法であり、多くの帳簿をもって、財産計算と損益計算の結果が一致する構造の決算報告書を作成することにその特徴がある<sup>38</sup>。

田中氏の研究は、一貫して、近世以前の会計帳簿より、わが国の簿記ならびに会計制度の発展過程を考察しようとするものである。例えば、中世東寺の寺内算用状である光明講方算用状の計算構造が、（前期繰越＋その他の収入）－当期支出＝次期繰越となり、これが田中〔2014〕で研究対象であった京都臨濟宗大徳寺の真珠庵に残る、真珠庵祠堂方納下帳と類似しており、これらの様式が、遡れば古代中国で用いられた「四柱計算法」に端を発する可能性を示唆している<sup>39</sup>。

古代から近世という時の経過の中で、帳合法や会計記録の発展段階を研究対象から、帰納的に導き出すことは、日本の簿記技術発展史の中で、田中〔2014〕および田中〔2023〕において、初めて行われた試みである。同氏の研究は、簿記の発展過程を辿るというアプローチにより、近世以前の日本会計史の可能性を本格的に切り拓いた画期的な試みであるといえよう。

## 青木〔2021〕の視点

近年の歴史学において、東寺に関する年貢算用状に加え<sup>40</sup>、寺内算用状を研究対象とした多くの研究成果を残し、看過できないのが青木氏によるもの算用状研究である。同氏の研究の特徴は、従来、歴史学領域において数量的裏づけの一として扱われることが多々あった算用状について、その研究の意義を問い直した点にある。以下、寺内算用状たる五方算用状を研究対象とした、青木〔2021〕について触れておきたい。

青木〔2021〕においては、東寺五方を「一四世紀後半に寺内に成立し、一六世紀中頃までそ

---

<sup>38</sup> 田中〔2023〕まえがき1頁。

<sup>39</sup> 田中〔2023〕150-151頁。

<sup>40</sup> 例えば、青木〔2018〕。

の存在が確認できる東寺の財政単位の一つ<sup>41</sup>」とし、その財政単位とは「人的構成員を必要条件とせず、何かしらの目的のために使用された予算概念を示すもの<sup>42</sup>」と定義している。東寺五方の場合、廿一口方がその収支管理を行い、公人（納所）が資金の出納を行っている<sup>43</sup>。

青木〔2021〕は五方の機能（寺内で財源が不足した案件に対する補てんのための財政単位）、五方と倉未進<sup>44</sup>の関係（倉未進を一定額残すことで、五方の運営や公人の私的な資金運用に活用）を導出している。さらに、同氏は、五方算用状研究を通じ、単なる経済状況の指標を示すのではなく、当時の寺院社会の金融的機能についても言及を広げている<sup>45</sup>。

青木〔2021〕において、看過しえない知見の一つに、「倉未進」の性質がある。青木〔2021〕では、決算時点で五方に残された金銭と捉え、五方における「倉未進」は、翌年度の収入に繰り越され、いわば繰越金として機能していることが提示されている。さらには、倉未進が一定度存在することより、五方の運営や、公人の私的な資金運用に資する機能について指摘している<sup>46</sup>。

青木〔2021〕における考察を、会計学的観点から鑑みると、「倉未進」のように会計上、一見、負債を想起させる項目について、本来的に何であったのか、その事例を辿りながら、その言葉が指しえたものを再確認する作業が必要になることに気づかされる。会計学による視点をもちつつも、今日の知識に依存せず、紡ぎ出せる限りの史実より、当該事項の本質的な意味に立ち返る必要性がここにあるのである。その点を指摘し、ある種今日の会計史分析への警告を告げる、同氏の研究アプローチの意義ははかり知れない。

#### 4. 国際的会計史研究にむけたアプローチ ―光明講方算用状研究から考える―

以上、国内における中世東寺の寺内算用状の研究の動向を概観した。ここでは、とりわけ国際的な会計史研究としての今後の算用状研究の展望を考えるために、東寺の寺内算用状の中でも光明講方算用状に焦点をあて、国内における既存研究、および国際的研究に位置づけられる拙稿も含め言及したい。

<sup>41</sup> 青木〔2021〕107 頁。

<sup>42</sup> 青木〔2021〕107 頁。

<sup>43</sup> 青木〔2021〕107 頁。

東寺五方の寺内における位置づけとしては、渉外費用を支出するための人的組織とする見方（佐々木〔1972〕、岡田〔1982〕、田中〔1994〕など）と、予算を意味する財政上の概念と考える見方がある（金子〔2014〕、青木〔2021〕など。ただし、青木〔2021〕はより広義）。

このような論者による位置づけの相違は、五方にかぎらず、廿一口方によって収支管理が行われている寺内算用状（例えば、光明講方算用状、造営方算用状）においても、今一度、その「方」の意味を再考する必要性を提示している。

<sup>44</sup> 青木〔2021〕は、五方における倉未進とは、決算時点での五方の残高と捉えている（青木〔2021〕125 頁）。

<sup>45</sup> 青木〔2021〕107-132 頁。

<sup>46</sup> 青木〔2021〕115-132 頁。

## 中世東寺の寺内算用状における研究史

## (1) 光明講方算用状における先駆的研究

管見によると、東寺内の光明真言講方（以下、光明講方）の金銭の融通、すなわち、宗教上の講が、定期的に行われる本来の祈願儀会を営むために、講の一般的な資源であった寄進料や田畠などの年貢収入だけではなく、金融機能を有するようになったことに、初めて言及したのが小葉田〔1932〕である。ただし、光明講方が貸付を実施したことを裏付ける光明講引付については提示しているものの、光明講方算用状には言及されていない<sup>47</sup>。光明講関係の史料について、経営に関するものを主としていることを見出したのが内藤〔1943〕である。内藤〔1943〕では、光明講関連文書から規模、儀礼の様子、収支額、貸付などを知ることができるとその概要を示し、光明講方算用状についても触れている。ここでは、算用状の記帳形式や収支の内訳に加え、その奥に書き添えることの多い、借書（借物ともいう）目録や、光明講引付の存在も明らかにしている。

次いで、小葉田〔1932〕、内藤〔1943〕は改稿され、各々、小葉田〔1978〕、内藤〔1978〕の中に収録される<sup>48</sup>。これらでは、光明講方算用状と借書目録に関する言及が確認されるが、いずれも東寺百合文書の翻刻のみに依拠している。つまり、光明講方算用状の先駆的な研究においては、光明講方の金銭の融通に光を当てつつも、限られた翻刻史料を頼りに分析を試みている。

これに対し、寺院史研究の進展の動向を踏まえ、中世寺院を抽象的な「荘園領主」と一義的に捉えることに警告を鳴らし、京都の住民に広がりつつあった弘法大師信仰に着目したのが馬田〔1982〕と橋本〔1989〕である<sup>49</sup>。橋本〔1989〕は、東寺百合文書エ函 174 号に一括登録されている、光明真言講法度条々置文などを光明講の新出文書として翻刻・紹介している。さらに橋本〔1989〕は、上記新出文書を含めつつ、根拠となる古文書と共に光明講方の運営の流れを、提示する<sup>50</sup>。それゆえ、橋本〔1989〕では算用状については多くを触れないものの、新出史料を紹介しつつ、史料に依拠して光明講方の運営面にも言及している点で光明講方研究に大きく寄与している。

馬田〔1982〕、そしてそれを改稿した馬田〔2006〕は、光明講方算用状を含めた現存史料を分析し、光明講方における資金の運用方法や、構成員、収支の動向、さらには算用状と関連文書の関係を検討している。同氏の研究における着目すべき成果は、光明講方の講衆の数、光明講方算用状上の金額、文書間の関係の変化から、光明講方の運営方法の変化を読み解いた点である。一例を挙げると、馬田〔2006〕は、講衆の人数は、応仁の乱直後に一時的な減少が見られるもののすぐに戻り、以降大きな変化が見られない一方、収支の規模は 16 世紀に入った頃から、極端に小さくなっているという。そして、光明講方算用状を分析する中で、応仁の乱後、毎

<sup>47</sup> 以下、詳細は小葉田〔1932〕および三光寺〔2014〕を参照。

<sup>48</sup> 小葉田〔1978〕は、小葉田〔1932〕を改稿すると共に、一部新しく書き加え 477-506 頁に収録している。内藤〔1978〕は、内藤〔1943〕を内藤〔1972〕として改稿し、当該改稿を底本として、第 3 章に収録している。

<sup>49</sup> 橋本〔1990〕は、橋本〔1989〕を第 5 章第 1 節に収録している。

<sup>50</sup> 橋本〔1989〕40-58 頁。

年 200 文の出銭<sup>51</sup>を行う人数が激減し、それに代わり、講会のたびに 15 文を支払う毎度 15 文の出銭へと形態が変わったこと、同時に算用状への記載方法も簡略化される傾向にあることを指摘する<sup>52</sup>。

以上のような既存研究を基盤に、簿記・会計史的観点に立ち光明講方算用状を再検討したものが、拙稿三光寺〔2014〕および Sankoji〔2020〕である。ここではまず、国内研究に属する三光寺〔2014〕について概説したい。三光寺〔2014〕では、東寺百合文書の中にある、15 世紀末の光明講方算用状を中心としつつ、当該算用状の関連文書をも用いた実証的検討を通じ、会計史的観点に立ち当該算用状および関連文書の機能を考究したものである。

三光寺〔2014〕においては、3 点の発見があった。第一に、光明講方算用状の作成に至るまでに、簿記一巡の手続きの中で用いられる各関連文書は、光明講方年貢算用状を除き、収入・支出の内容に応じて現金出納帳を分割したものと考えた。第二に、不良債権の処理直後である長禄 2 年（1458）から寛正 3 年（1462）までの光明講方算用状において、収支差額に、債権未回収額を含めて繰越が行われていた。したがって、当該算用状は、一時期とはいえ、単純な現金主義を脱したものを含むことを指摘した。第三に、光明講方の出銭の未進に関する算用状への記載時期と、収入の原始記録である光明講方料足注文の登場時期がほぼ合致していたことから、光明講方料足注文は、出銭の未進を把握する役割も担ったことを導出した。

要するに三光寺〔2014〕では、光明講方算用状を簿記・会計史的観点に立って分析することで、光明講方が抱いた債権の回収可能性への危惧が、帳簿組織や帳簿上での債権の認識に変化を与えるという事例を見出している<sup>53</sup>。

## （2）国際的研究を念頭に置いた光明講方算用状研究

同じ光明講方算用状研究を行いつつ、社会学的アプローチをも取り入れたのが Sankoji〔2020〕である。Sankoji〔2020〕の掲載元である *Accounting History* は、今日の会計史研究を代表する国際的な専門学術誌の一つである。とりわけ同誌は、会計の本質・役割・利用および影響について、批判的・解釈的な歴史研究を促進すると同時に、あらゆる形態の組織を分析対象とし、会計の歴史的發展に関する論稿を公表している<sup>54</sup>。

*Accounting History* (Vol. 11, No. 2, 2006 年 5 月発刊) では、特集号のテーマを「Accounting and Religion」とするなど、宗教組織の会計史研究は国際的に着目されつつある。他方、国際的な会計研究の専門学術誌における議論の中心は、欧米諸国の修道院などキリスト教圏の事例に傾

51 東寺関係者以外の人々において、毎年 200 文のこの出銭と称されるものを払うことが講衆の資格要件とされていた（馬田〔2006〕240 頁）。

52 馬田〔2006〕238-256 頁。

53 三光寺〔2014〕27-57 頁。

54 Sage Web サイト *Accounting History* Description  
<https://uk.sagepub.com/en-gb/eur/journal/accounting-history>（最終閲覧日：2024 年 9 月 26 日）；  
 中野・橋本・清水・澤登・三光寺〔2018〕37-38 頁。



## 中世東寺の寺内算用状における研究史

斜している<sup>55</sup>。Sankoji[2020]は、国や宗教の種別でいえば少数派に属する東寺百合文書の光明講方算用状を用いて、ギデنزの構造化理論<sup>56</sup>を分析視覚とし、会計が果たした機能を解釈しようと試みた研究である。

Sankoji[2020]では以下のことを提示した。すなわち、光明講方算用状、およびそこに継続的に記載されている債務記録から、光明講方は余剰資金を寺内貸付に充当するための会計システムを構築していた。そして、光明講方は不良債権問題を抱える中で、光明講方算用状の記載方法を変更することで、寺内貸付を継続しようと試みた。この会計上の行動は、東寺内組織の上層部からの特別な要請によるものではなく、光明講方による自発的な活動であった。以上より、東寺内における債権者たる光明講方と寺内債務者（他の寺内組織）という組織間の関係が危機に直面した際には、光明講方算用状を以て金銭に関する情報の管理を促進し、債権（者）—債務（者）関係を強化することができたと考えることが出来る。そして、Sankoji[2020]では、上記一連をギデنزの構造化理論における権力概念の分析と関連づけ、次のように解釈した。すなわち、ギデنزによると「権力」とは、一般的な意味合いで、人間の行為のもつ変換能力を示す。その意味での権力は、一連の出来事に対して、その出来事の経過を変更する目的で介入していく能力である<sup>57</sup>。つまるところ、光明講方算用状は、東寺において寺内貸付を可能とする媒体であり、当該算用状の記載の変化は、光明講方という行為者が、寺内貸付システムの崩壊を変更する目的で介入した変換行為たる「権力」であったのではないかと解釈している<sup>58</sup>。

## 5. おわりに

以上、本稿では、今後の中世寺院の会計史研究の可能性を検討するべく、鎌倉・室町時代を中心に、東寺の寺内算用状を取り扱っている既存研究を概観した。

日本国内における会計史研究に比較し、圧倒的に少ない国際的な会計史研究を今後展開していくことは容易ではない。本稿で紹介したように、Sankoji[2020]はギデنزの構造化理論から、算用状の機能と、会計記録の変化の意味を解釈しようと試みた。一方で、特に学際的会計史研究

<sup>55</sup> Cordery[2015] p. 433.

なお、Cordery[2015]はその調査対象を、*Accounting History*の掲載論文とするにとどまらず、*Accounting Historians Journal*、*Accounting, Auditing & Accountability Journal*などの会計研究の専門学術誌に掲載された宗教組織と歴史に関する論稿をも含んでいることに留意されたい。

<sup>56</sup> ギデنزの構造化理論は、イギリスの社会学者 Anthony Giddens が、自身の理論の全体像を体系的に提示したものである。ギデنزの構造化理論は、社会（学）理論の再構成を目指したものであり、機能主義、構造主義、ポスト構造主義、現象学、解釈学、シンボリック・インタラクショニズム、エスノメソドロジー、精神分析学、批判理論、マルクス主義などを批判的に咀嚼しつつ、自らの体系の中に包摂しようとした理論構築の試みである（菅野 [1991] 29 頁）。

<sup>57</sup> Giddens[1993] pp. 116-118（松尾・藤井・小幡訳 [2000] 194-196 頁）。

<sup>58</sup> ギデنزの構造化理論を用いた光明講方算用状の解釈を完全にここで説明することは難しい。詳細は、Sankoji[2020]を参照。



においては、近接する研究テーマであっても分析視覚によっては、後の研究にとって、既存の研究成果が大きな意味をなさない場合もあることに注意をしなければならない。例えば、死をめぐる会計と会計記録 (Accounting for and accounts of death) をテーマに既存研究の分類化を試みた Moerman and van der Laan[2022] は、Sankoji[2020] において死というものは、単なる事実の表明に過ぎない<sup>59</sup>と捉えている。

しかしながら、国内はもとより、国際的にも今後より果敢に議論に挑んでいくことでしか、潤沢かつ保管状況に優れた会計史料をもつ日本中世会計史研究の礎を築くことはできないのである。

#### 【参考文献】

- 青木貴史 [2018] 「中世後期東寺における算勘制度の展開」ヒストリア, 第 268 号, 28-53 頁。  
 ——— [2021] 「東寺五方の構造と寺院財政」ヒストリア, 第 289 号, 107-132 頁。  
 赤松俊秀編 [1960-1964] 『教王護国寺文書』第 1 ～ 5 巻, 平樂寺書店。  
 阿諏訪青美 [2003] 「東寺十分一方算用状の分析」東京大学史料編纂所研究紀要, 第 13 号, 8-22 頁。  
 ——— [2004] 『中世庶民信仰経済の研究』校倉書房。  
 馬田綾子 [1982] 「中世史部会共同研究報告 中世京都における寺院と民衆」日本史研究, 第 235 号, 28-48 頁。  
 ——— [2006] 「中世京都における寺院と民衆」久留島典子・榎原雅治編『展望日本歴史 11 室町の社会』東京堂出版, 238-256 頁。  
 岡田智行 [1982] 「東寺五方について」年報 中世史研究, 第 7 号, 96-112 頁。  
 金子拓 [2004] 「室町期東寺造営方の活動とその変質」史學雑誌, 第 113 巻第 9 号, 77-98 頁。  
 京都府立総合資料館歴史資料課編 [1986] 『第 3 回東寺百合文書展 東寺の造営』京都府立総合資料館。  
 小葉田淳 [1932] 「中世に於ける社寺の講に就て」歴史と地理, 第 27 巻第 2 号, 1-19 頁。  
 ——— [1978] 『日本経済史の研究』思文閣出版。  
 佐々木銀弥 [1972] 『中世商品流通史の研究』法政大学出版局。  
 佐藤和彦編 [1997] 『日本史小百科 <租税>』東京堂出版。  
 佐藤進一 [1993] 「結解」の項 (下中弘編『日本史大事典 第二巻』平凡社) 1229 頁。  
 ——— [1997] 『[新版] 古文書学入門』法政大学出版局。  
 三光寺由実子 [2014] 「15 世紀末東寺百合文書における光明講方算用状の分析」財務会計研究, 第 8 号, 27-57 頁。  
 菅野博史 [1991] 「アンソニー・ギデンズの権力論: 構造化理論における資源の概念をめぐる」

---

<sup>59</sup> Moerman and van der Laan[2022] p. 11.

中世東寺の寺内算用状における研究史

- 慶應義塾大学大学院社会学研究科紀要：社会学 心理学 教育学，第 31 号，29-36 頁。
- 竹内理三 [1999] 『竹内理三著作集 第三巻 寺領荘園の研究』角川書店。
- 田中孝治 [2014] 『江戸時代帳合法成立史の研究—和式会計のルーツを探究する—』森山書店。
- [2023] 『古代・中世帳合法の研究』森山書店。
- 田中浩司 [1994] 「中世後期における「礼銭」「礼物」の授受について—室町幕府・別奉行・東寺五方などをめぐって—」経済学論纂（中央大学），第 35 巻第 4 号，107-132 頁。
- 富田正弘 [1986] 「仏事方散用状について（上）」金澤文庫研究，第 276 号，23-32 頁。
- 内藤莞爾 [1943] 「附論 東寺光明講—僧侶講社竝に宗教講經濟講關聯の例として—」日本教學研究所研究報告，第 3 輯，85-120 頁。
- [1972] 「東寺光明講とその経営」古野清人教授古稀記念会編『現代諸民族の宗教と文化—社会人類学的研究—古野清人教授古稀記念論文集』社会思想社，439-464 頁。
- [1978] 『日本の宗教と社会』御茶の水書房。
- 中野常男・橋本武久・清水泰洋・澤登千恵・三光寺由実子 [2018] 「会計史研究の国際比較—『産業經理』の分析を中心として—」国土館大学経営論叢，第 8 巻第 1 号，33-83 頁。
- 永村眞 [1989] 『中世東大寺の組織と経営』塙書房。
- 橋本初子 [1989] 「中世東寺の光明真言講について」東海仏教，第 34 号，40-58 頁。
- [1990] 『中世東寺と弘法大師信仰』思文閣出版。
- 細川龜市 [1930] 『日本寺院經濟史論—中世寺領の研究—』啓明社。
- Cordery, C. [2015] “Accounting history and religion: A review of studies and a research agenda,” *Accounting History*, Vol. 20(4): 430–463.
- Giddens, A. [1993] *New Rules of Sociological Method: A Positive Critique of Interpretative Sociologies*, Second Edition, Stanford University Press（松尾精文・藤井達也・小幡正敏訳 [2000] 『社会学の新しい方法規準—理解社会学の共感的批判— [第二版]』而立書房）。
- Moerman, L and van der Laan, S. [2022] “Accounting for and accounts of death: Past, present and future possibilities,” *Accounting History*, Vol. 27, Issue. 1, pp. 6–23 (Article first published online, 2021).
- Sankoji, Y. [2020] “Accounting and power in the society of Buddhism: An analysis of the income and expenditure reports of Toji Temple, 1427–1532,” *Accounting History*, Vol. 25, Issue. 1, pp. 27–52 (Article first published online, 2018).

東寺百合文書 WEB

hyakugo.kyoto.jp（最終閲覧日：2024 年 10 月 29 日）

Sage Web サイト Accounting History Description

<https://uk.sagepub.com/en-gb/eur/journal/accounting-history>（最終閲覧日：2024 年 9 月 26 日）

## 〔判例研究〕 最三決令和 5 年 5 月 24 日集民 270 号 113 頁

### ― 譲渡制限株式の売買価格決定における

### 非流動性ディスカウント適用の是非と算定されるべき価値 ―

経営管理研究科 研究員

戸本 幸亮

#### 【要約】

会社法 144 条 2 項に基づく譲渡制限株式の売買価格について、最高裁が初めて法の趣旨を判示し、非流動性ディスカウントの適用を肯定した最三決令和 5 年 5 月 24 日集民 270 号 113 頁を取り上げて、① DCF 法による株式価値評価と非流動性ディスカウント適用の是非、② 譲渡制限株式の売買価格決定において算定されるべき価値を検討する。

#### 【キーワード】

譲渡制限株式の売買価格、非流動性ディスカウント、交換価値説、プロ・ラタ価値説、会社法 144 条 2 項

#### 【目次】

##### I. 事案の概要

##### II. 本決定の要旨

##### III. 検討

###### はじめに

###### 1. DCF 法による株式価値評価と非流動性ディスカウント適用の是非

###### 1-1. DCF 法による価値評価

###### 1-2. 非流動性ディスカウント

###### 1-3. 適用の是非を巡る議論

###### 1-4. 本決定の分析

###### 2. 譲渡制限株式の売買価格決定において算定されるべき価値

###### 2-1. 学説と裁判例

###### 2-2. 本決定と学説の関係

###### 2-3. 交換価値説とプロ・ラタ価値説の間の議論

〔判例研究〕 最三決令和 5 年 5 月 24 日集民 270 号 113 頁

## 2-4. 私見

### I. 事案の概要

本件は、X1 及び X2（以下、総称して「X ら」という。）が、Y らが有する X らの譲渡制限株式（以下、「本件各株式」という。）について、会社法 144 条 2 項に基づき売買価格の決定を申立てた事案である。

X らはいずれも株式の譲渡につき取締役会の承認をする旨の定款の定めがある株式会社であり、Y らが所有する株式の議決権割合は、X1 が約 18.8%、X2 が約 10.67% であった。

X らは、平成 28 年 2 月に本件各株式について Y らから会社法 136 条による譲渡承認請求を受けて、同年 3 月に譲渡を承認しない旨を通知した。X らは、同年 4 月に本件各株式を買い取る旨を通知した上で、会社法 144 条 2 項に基づいて、売買価格の決定申立てを行った。

#### 1. 第 1 審決定

広島地福山支決平成 30 年 5 月 25 日金判 1684 号 26 頁（以下、「第 1 審決定」という。）は、X ら株式はいずれも時価純資産法をとるべきとして、X1 株式を 1 株 10,678 円、X2 株式を同 5,300 円と決定した。

X1 株式について、X1 は税理士法人所属の公認会計士が作成した報告書に基づいて、類似業種比較法 2 割、時価純資産法 2 割、DCF 法 6 割を用いて、1 株 3,381 円（ $\div 1,769 \text{ 円} \times 0.2 + 9,769 \text{ 円} \times 0.2 + 1,790 \text{ 円} \times 0.6$ ）とするのが相当と主張し、Y らは時価純資産法により 1 株 10,678 円とするのが相当と主張したが、裁判所は次の理由で退けて、時価純資産法単独の評価を採用した。

まず、DCF 法について、① 5 年間の NCF の現在価値の合計額をもって評価時点の事業価値であるとしており、継続価値を反映していないこと、② 日本公認会計士協会「企業価値評価ガイドライン」が時価純資産法によって企業価値を評価すべきとした「企業価値評価を巡って対立している局面において、利害関係者を納得させるだけの収益予測や市場時価を得られず、結果的にネットアセットアプローチの採用しかない場合」、「インカムアプローチ等による評価額よりも時価ベースにおける純資産価値の方が大きい場合」に該当するとして、採用を否定した。

次に、類似業種比較法についても、相続財産評価基本通達が「取引相場のない株式の評価」方法として定める類似業種比準方式によるところ、「学説が強く批判するように、同通達の基準は、それが大量発生的な事象を機械的に処理する目的のものにすぎない、各方式の算定式がどうしてそのような算定式になっているのかが明らかでなく合理性が疑われる、類似業種比準方式については類似業種の選定に困難がともなう、などの問題」があり、「こうした学説の批判を考慮してか、近時の裁判例は、上記の国税庁通達の評価基準に依拠することはせず、その代わりに、評価対象会社の特徴に着目して、様々な評価方法を採用している」とした上で、「本件株式のように市場

価格のない株式の評価について、上記通達に依拠して類似業種比較法により株価を算定することは相当でない」として、採用を否定した。

X2 株式についても、同様の理由で時価純資産法単独の評価を採用した。

## 2. 原決定

広島高決令和 3 年 12 月 21 日金判 1684 号 21 頁(以下、「原決定」という。)は鑑定に基づいて、評価方法は、割引率は相手方らに類似する上場会社の株式に係る数値を用いた DCF 法によるべきとし、非上場会社の株式には市場性がないことを理由とする 30% の減価（非流動性ディスカウント）を適用することが相当であるとして、X1 株式は 5,266 円、X2 株式は 4,514 円と決定した。

### 2-1. 鑑定意見の要旨

原決定が採用した鑑定意見の要旨は次のとおり。

まず、第 1 審決定が時価純資産法を採用したことについて、「その理由は、日本公認会計士協会が策定した企業価値評価ガイドラインが、時価純資産法によって企業価値を評価すべき場合として 4 つを列挙しているところ、本件株式においては、その 4 つにのうち⑦企業価値評価を巡って対立する局面において、利害関係者を納得させるだけの収益予測や市場時価を得られず、結果的にネットアセットアプローチの採用しかない場合、及び、④インカムアプローチ等による評価額よりも時価ベースにおける純資産価値の方が大きい場合、のいずれにも該当すると判断されたことにある。しかし、上記⑦については、平成 29 年 2 月 1 日付けで X1 の「第 62 期—第 66 期 5 か年経営計画書」及び X2 の「第 35 期—第 39 期 5 か年経営計画書」（いずれも平成 28 年度から平成 32 年度まで。）が作成されているところ、いずれも過去の業績変動を逸脱しない範囲で合理的な収益予測が示されており、その信頼性に疑義を生じさせる点は認められなかった。また、上記④については、Y ら及び原決定が依拠する時価純資産評価額は、事業継続を前提としない清算を想定した金額になっておらず、清算を想定した場合には、DCF 法で評価した場合よりも低額になるから、X らにはいずれも上記④に該当する理由は認められない」とした上で、継続企業の価値評価をする場合、DCF 法を採用するのが原則であり、本件各株式の評価方法としても DCF 法を採用すべきであり、マーケットアプローチは採用すべきではないとした。

DCF 法による評価額は、まず X1 株式について、「① X1 の税引後営業利益が 3,200 万円、減価償却費等を考慮した後のフリーキャッシュフローが 3,200 万円であり、②株主資本コスト、負債資本コスト、株主資本比率を踏まえた加重平均資本コストが 4.153% となり、③企業価値は 10 億 5,500 万円となり、④企業価値から有利子負債等を控除した金額を発行済み株式数（自己株式控除後）で除した金額は 7,524 円となり、⑤この金額に非流動性ディスカウント 30%（非上場株式を売却するために費やす一般的な取引コストの控除分）を控除した残額 5,266 円が X1 株式の 1 株当たりの評価額になる」とした。

〔判例研究〕 最三決令和5年5月24日集民270号113頁

次にX2株式については、「①X2の税引後営業利益が300万円、減価償却費等を考慮した後のフリーキャッシュフローが300万円であり、②株主資本コスト、負債資本コスト、株主資本比率を踏まえた加重平均資本コストが3.666%となり、③企業価値は2億2,600万円となり、④企業価値から有利子負債等を控除した金額を発行済み株式数（自己株式控除後）で除した金額は6,448円になる。⑤この金額に非流動性ディスカウント30%を控除した残額4,514円がX2株式の1株当たりの評価額になる」とした。

## 2-2. 原決定の判断

原決定は、企業価値評価ガイドラインが、時価純資産法によって企業価値を評価すべきとする場合を、⑦④を含めて示しながらも、ネットアセットアプローチが会社の将来の収益獲得能力を評価額に反映しておらず、継続企業の株式価値評価としては一般的でないなどとして⑦④への該当性を否定して、継続企業価値の評価手法としてDCF法を用いるのが最も合理的であるとした。

さらに、非流動性ディスカウントを適用するのは不合理であるとのYらの主張に対しては、次のように判示して非流動性ディスカウントの適用を肯定した。

「Yらは、最一決平成27年3月26日民集69巻2号365頁や東京地決平成20年3月14日金判1289号8頁において非流動性ディスカウントの適用が否定されたことを根拠に、本件で非流動性ディスカウントを適用するのは不合理であると主張する」。

「しかし、これらの裁判例は、吸収合併等に反対する株主に係る株式買取価格決定申立事件において、当該株主が意図せず株式売却を余儀なくされたことを考慮して、非流動性ディスカウントを適用することを否定したものであり、株式の任意売却をした本件とは事案を異にしており、上記裁判例の射程は本件に及ばない。また、非流動性ディスカウントとして30%を採用したのは、我が国における一般的な減額率を採用したものであるが、本件で非流動性ディスカウントをしないでよい要素や30%よりも低い減額率を採用すべき事情が見当たらないのであるから、30%の減額率も不合理とはいえない」。

以上の原決定の決定を不服として、Xらは許可抗告を申立てた。

## II. 本決定の要旨

最高裁第一小法廷は、Yらの抗告を棄却して原決定が確定した。

「会社法144条2項に基づく譲渡制限株式の売買価格の決定の手続は、株式会社が譲渡制限株式の譲渡を承認しない場合に、譲渡を希望する株主に当該譲渡に代わる投下資本の回収の手段を保障するために設けられたものである。そうすると、上記手続により譲渡制限株式の売買価格の決定をする場合において、当該譲渡制限株式に市場性がないことを理由に減価を行うことが相当と認められるときは、当該譲渡制限株式が任意に譲渡される場合と同様に、非流動性ディスカウントを行うことができるものと解される。このことは、上記譲渡制限株式の評価方法として



DCF 法が用いられたとしても変わるところがないというべきである」。

「もっとも、譲渡制限株式の評価額の算定過程において当該譲渡制限株式に市場性がないことが既に十分に考慮されている場合には、当該評価額から更に非流動性ディスカウントを行うことは、市場性がないことを理由とする二重の減価を行うこととなるから、相当ではない。しかし、前記事実関係によれば、本件各評価額の算定過程においては、相手方らに類似する上場会社の株式に係る数値が用いられる一方で、本件各株式に市場性がないことが考慮されていることはどうかかわれない」。

「したがって、DCF 法によって算定された本件各評価額から非流動性ディスカウントを行うことができると解するのが相当である」。

「以上と同旨の原審の判断は、正当として是認することができる。所論引用の判例（最一決平成 27 年 3 月 26 日民集 69 巻 2 号 365 頁）は、事案を異にし、本件に適切でない。論旨は採用することができない」。

### Ⅲ. 検討

#### はじめに

本決定は、最高裁における初めての譲渡制限株式の売買価格決定事件であり、DCF 法による算定結果へ非流動性ディスカウントの適用を肯定したこと、譲渡制限株式の売買価格決定の趣旨を判示したことに意義がある。

合併等の組織再編における反対株主の買取請求に際しての買取価格決定（会社法 786 条。以下、「買取価格決定」という。）事件である最一決平成 27 年 3 月 26 日民集 69 巻 2 号 365 頁（セイコーフレッシュフーズ事件。以下、「最決平成 27 年」とする。）が、DCF 法を含む収益還元法による評価への非流動性ディスカウントの適用を否定したことから、裁判目的の価格決定における非流動性ディスカウント適用の適否は議論となっていた。また、売買価格決定において算定すべき価値についても、交換価値説とプロ・ラタ価値説が対立していたところ、最高裁が売買価格決定の趣旨を示したこともあって、これを扱った論考が相次いで公表されている。本稿ではこれらの議論を分析して、私見を述べる。

#### 1. DCF 法による株式価値評価と非流動性ディスカウント適用の是非

会社法の規定に基づいて株式の価格決定の申立てを受けた裁判所は、その制度の趣旨に従い、合理的な裁量によって価格を形成すべきであり、どのような場合にその評価手法を用いるかは裁判所の合理的な裁量に委ねられていると解すべきであるが、評価手法の内容、性格等からして考慮することが相当でないと認められる要素を考慮して価格決定をすることは許されない（最決平成 27 年）。買取価格決定事件である最決平成 27 年は、非流動性ディスカウントを考慮することが許されない要素と判示したことから、本決定が示した売買価格決定の制度趣旨と非流動性ディ

〔判例研究〕 最三決令和 5 年 5 月 24 日集民 270 号 113 頁

スカウント適用の是非については、検討する意義がある。

### 1-1. DCF 法による株式価値評価

多くの売買価格決定事件では複数の算定方法を併用した評価を採用しているが<sup>1</sup>、本件は DCF 法単独の評価を採用した。原決定は、「DCF 法は、評価対象会社が有する事業の収益力を有効な期間内におけるキャッシュフローによって評価する手法であり、継続企業の価値評価にふさわしい方法とされている」とし、「本件各株式の評価方法としては、インカムアプローチのうち DCF 法が最も合理的であると認められるのであり、これを採用した鑑定意見は相当である」として時価純資産法を採用すべきとした Y らの主張を退けた。

DCF 法とは、株式や不動産等の資産が将来生み出すキャッシュ・フローを予測し、事業のリスクを反映した割引率（加重平均資本コスト；WACC）で割り引いて事業価値（エンタープライズ・バリュー；EV）を求め、これに非事業用資産を加算した上で、有利子負債などの株主以外に帰属する価値を控除して、株主に帰属する価値を求める評価方法である<sup>2</sup>。

配当還元法による評価が少数株主にとっての価値を評価するとされるのに対して、DCF 法はキャッシュ・フローを支配できることを前提とした評価のため、これによって算定された評価はコントロール・プレミアムを含んだ支配株主にとっての価値とされる<sup>3</sup>。このため、売買価格決定で少数株主としての価格を算定しようとする場合には、DCF 法で算定した評価に対してマイノリティ・ディスカウントが適用されるべきことになる<sup>4</sup>。

Y らは少数株主といえるが、原決定が採用した鑑定は、（少なくとも明示的には）DCF 法による評価結果にマイノリティ・ディスカウントを適用していない。後述するプロ・ラタ価値説の論者は、売買価格決定において支配株主と少数株主の評価に差があってはならないとするが、必ずしもプロ・ラタ価値説をとらない立場からも、役員報酬への期待等による支配株主と少数株主の価格差は、現実社会にあったとしても法的判断として反映させるべきではないから、非訟事件手続における株式評価においては、支配株主の評価から減価しないことを原則的な取扱いとすべき

<sup>1</sup> 売買価格決定事件の算定方法を整理した先行研究として、昭和 46 年から平成 27 年までの裁判例を纏めた、満井美江「本件判批」国土館法学 56 号（2023）195 頁、平成以降最近までの裁判例を纏めた、藤田友敬「譲渡制限株式の評価方法に関する一視点」松井秀征ほか編『商法学の再構築』（有斐閣・2023）99-100 頁、穴戸善一「非公開株式の評価再再論〔上〕」商事 2370 号（2024）7-11 頁がある。

<sup>2</sup> 池谷誠『論点詳解 係争事案における株式価値評価〈第 2 版〉』（中央経済社・2020）48-49 頁。

<sup>3</sup> 谷山邦彦『バリュエーションの理論と応用』（中央経済社・2010）334-335 頁、KPMG FAS『図解でわかる企業価値評価のすべて』（日本実業出版社・2011）149-150 頁。支配株主と少数株主にとっての価値が異なることを明示的に認めた大阪地決平成 25 年 1 月 31 日判時 2185 号 142 頁は、「少数株主にとって重視される配当に着目した評価方法である配当還元法を 20% の割合で考慮した加重平均を行っている。その配慮は合理的なものといえるから、それに重ねて更に少数株主であることを理由とした減額を行うべきではない」とした。

<sup>4</sup> 鈴木一功＝田中亘編著『バリュエーションの理論と実務』（日本経済新聞出版・2021）148 頁〔田中亘〕。

との有力な主張がなされている<sup>5</sup>。本決定がマイノリティ・ディスカウントに触れなかったのは、原審の鑑定がこれを採用しなかったにすぎないとの理解が正しいようなものの、支配株主と少数株主の価格差を否定する立場と整合的な評価が採用されたといえる。これについては、「2. 譲渡制限株式の売買価格決定において算定されるべき価値」で検討する。

## 1-2. 非流動性ディスカウント

### 1-2-1. 非流動性ディスカウントとは

上場会社の株式と比較して非上場会社の株式の流動性は低く、これを換金しようとするときには追加的なコストがかかるため、非上場会社の株価は上場会社よりも低く評価される（非流動性ディスカウント）<sup>6</sup>。

非流動性ディスカウントには、次の 3 種類があるとされている。即ち、①基礎評価額を少数株主が保有する上場株式の価値、最終評価額を非上場会社の少数株主にとっての株式の価値とする市場性欠如ディスカウント（discount for lack of marketability; DLOM）、②基礎評価額を上場会社の支配株主にとっての株式の価値、最終評価額を非上場会社の支配株主にとっての株式の価値とする閉鎖会社ディスカウント（private company discount; PCD）、③基礎評価額を非上場会社の支配株主にとっての株式の価値、最終評価額を非上場会社の少数株主にとっての株式の価値とする閉鎖会社少数株主ディスカウント（private company minority discount; PCMD）である<sup>7</sup>。DCF 法によって算定された価格は支配株主にとっての価値、類似会社比準方式による価格は少数株主とされ、これらは上場会社の  $\beta$  やマルチプルから算出するから、非流動性ディスカウントや、これに類似した調整を加えるまでは上場会社としての評価額といえる。

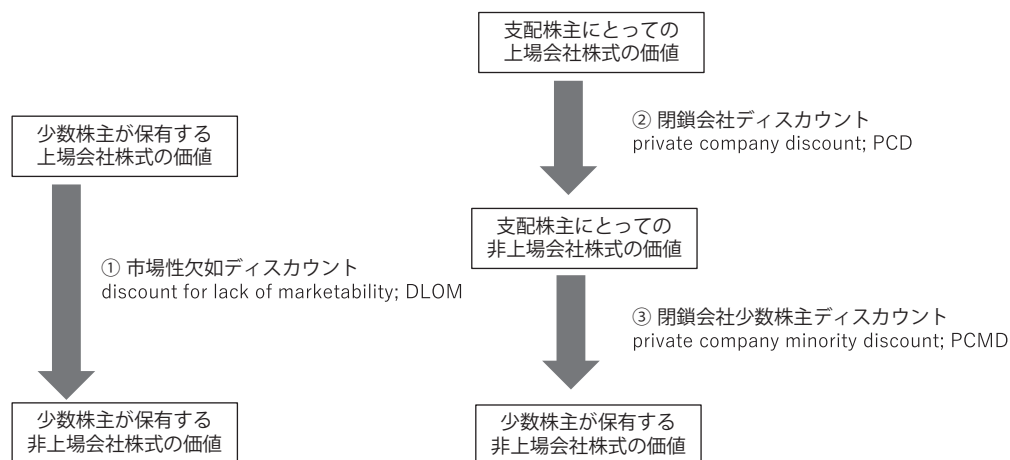
5 江頭憲治郎「取引相場のない株式の評価」『会社法の基本問題』（有斐閣・2011）166-168 頁。佐藤信祐「譲渡制限株式の売買価格」法学政治学論究 109 号（2016）8-12 頁は、これに加えて、情報の非対称性や支配株主における他事業とのシナジーが価格差の原因になっている可能性があるとした上で、裁判目的の評価では差を設けるべきではないとする。

日本公認会計士協会「経営研究超過債研究報告第 32 号 企業価値評価ガイドライン」（2013 年 7 月 3 日最終改正）も、株式評価を取引目的と裁判目的に分類しており、実際の取引で斟酌される要素であっても、裁判目的では採否を斟酌する余地を残している。佐藤・前掲注 55 頁。

6 企業価値評価ガイドライン・前掲注 5）52 頁。配当還元法によって算定された評価結果は、将来の配当収益のみを考慮しており株式の売却を考慮していない価値だから、非流動性ディスカウントを適用する必要はない。穴戸善一「紛争解決局面における非公開株式の評価」岩原紳作編『現代企業法の展開』（有斐閣・1990）409-410 頁。

7 星明男「株式買取請求手続における非流動性ディスカウントの可否—道東セイコーフレッシュフーズ事件決定を踏まえて」田中亘ほか編『論究会社法—会社判例の理論と実務』（有斐閣・2020）251-252 頁。PCMD は上場会社と非上場会社株式の比較ではなく、マイノリティ・ディスカウントを意味するように思えるが、非上場会社株式においては支配株主に比べて少数株主の方が流動性の制約をさらに受けるという意味で、非流動性ディスカウントの一類型と考えられているとのこと。深澤泰弘「非上場株式の価格決定における非流動性ディスカウントの適用の在り方について—平成 27 年最決と令和 5 年最決を題材に一」月報司法書士 628 号（2024）64 頁。

## 非流動性ディスカウントの種類



〔\*〕星明男「株式買取請求手続における非流動性ディスカウントの可否―道東セイコーフレッシュフーズ事件決定を踏まえて」田中亘ほか編『論究会社法―会社判例の理論と実務』（有斐閣・2020）251-252頁を参考に、筆者作成。

本決定は DCF 法を採用したので非流動性ディスカウント適用前の評価は「支配株主にとっての上場会社株式の価値」であるから、本決定における非流動性ディスカウントは PCD のみ又は PCD と PCMD の両方のいずれかと思われるが、本決定と原決定の鑑定は支配株主と少数株主を明示的に区別して評価していないことを考えると、PCD のみを適用して「支配株主にとっての非上場会社の価値」を算定しているように思われる<sup>8</sup>。

もっとも、以上のような概念的な違いはあるとしても、そもそも非流動性ディスカウントを実証的に測定しようとする未上場株式の財務データとセットになった売買価格データが必要であるから、少なくとも我が国には類型毎の非流動性ディスカウントの実証的な減額率が示されている訳ではない<sup>9</sup>。

<sup>8</sup> Y が少数株主であるために少数株主であることを考慮した価格である可能性もあるとして、DLOM か PCD のいずれか明らかではないとの見方もある。久保田安彦「判批」ジュリ 1591 号（2023）89 頁。また、DLOM とする主張もあるが、これは交換価値説を支持する理由を述べて直ちに「そうすると適用される非流動性ディスカウントは PCD ではなく、DLOM か PCMD ということになる」とした上で、本決定は支配株主と少数株主の流動性の価値の流動性の違いを問題としている訳ではないだろうとして PCMD の可能性を排除して DLOM であろうとしており、PCD の可能性を排除した論理はよく分からなかった（プロ・ラタ価値説は PCD のみを認めるが、プロ・ラタ価値説の否定は直ちには PCD の否定には繋がらないように思われる）。深澤・前掲注 7）68 頁。

<sup>9</sup> 限られた実証研究として、2009 年から 2015 年にみずほ銀行、みずほコーポレートアドバイザーが、非上場会社が被買収会社となる M&A 完了案件のうち過半数を超える持分が譲渡された 64 件から、非上場会社の支配権を譲渡する際の取引価格と、上場企業の株価に一定のコントロール・プレミアム（31-59%）を加えた値を比較して、EV/EBIT 倍率で 30.7%、EV/EBITDA 倍率で 24.0% の統計的に



## 1-2-2. 適用の方法

非流動性ディスカウントを適用する場合の方法として、① DCF 法や類似会社比較法において計算された株式価値から一定の割合を減算する方法、② DCF 法の割引率に非流動性に伴う一定の加算（非流動性による割引率のプレミアム）を施す方法があるが<sup>10</sup>、原決定の鑑定は、DCF 法によって算出された評価結果に対して 30%減額する①の方法をとった<sup>11</sup>。

非流動性ディスカウントを適用する他の裁判例も基本的に①の方法によっているが、鑑定も採用した資本資産評価モデル（CAPM）は、資本資産の取引費用がゼロとの仮定から導かれるもので流動性制約は考慮されていないから、譲渡制限株式のような流動性制約のある資産の評価にはこれにより増加する取引費用を反映した割引率を用いる②の方法が正しく、①の方法は理論的ではないとの批判がある<sup>12</sup>。①の方法によると、すぐに売却して多額の配当できるような資産を持つ会社へそうでない会社と同じ減額率を用いると過剰に減額する結果となりそうだが、そうした事案で一般的な水準（30%）より低い減額率（15%）を適用した裁判例もある<sup>13</sup>。

---

有意な非流動性ディスカウントの中央値が得られたとするものがある。山本剛＝杉本智浩＝鈴木一功「日本における非流動性ディスカウントの実態～取引事例からの考察～」MARR 258 号（2016）52 頁。これはコントロール・プレミアムを加算した上場会社の株価と支配権を伴った非上場会社の株価を比較しているから、PCD を算出しようとした研究と理解できる。

<sup>10</sup> 山本ほか・前掲注 9）52 頁。

<sup>11</sup> ①の方法による場合の減額率は 30%が採用されることが多く、財産評価基本通達 180 においても、取引相場のない株式については類似業種比準価額により評価する場合は、算定結果から原則として 30%ディスカウントしたものを評価額とすることが規定されている（中会社は 40%、小会社は 50%減額される）。

<sup>12</sup> 星明男「判批」ジュリ 1492 号（2016）108 頁。池谷・前掲注 2）270 頁は、一般的に DCF 法において非流動性ディスカウントを適用する場合には、流動性リスクに対応する期待収益率を上乗せした割引率（加重平均資本コスト；WACC）を設定して将来キャッシュ・フローを割り引いて適用するとし、久保田安彦「判批」リマックス 48 号（2014）93 頁、山中利晃「判批」ジュリ 1472 号（2014）118 頁も割引率に反映する方法が理論的と指摘する。他方、②の方法が一般的であるとして支持する専門家は、「非流動性ディスカウントは有価証券としての売却の困難性に起因した減額であり、株式価値を構成する個々の要素の減額とは異なる」と説明する。プルータス・コンサルティング編『企業価値評価の実務 Q&A〔第 4 版〕』（中央経済社・2018）248 頁。実際の取引データから実証的に値を求めるのであれば、算出方法（取引価格そのもののディスカウントを測定したのか、EV（エンタープライズ・バリュー）に対するディスカウントを測定したのか）に応じて適用方法も定まると思われるが、我が国では実証的に得たデータからではなく、慣行として 30%程度のディスカウントを適用していることが、こうした議論に繋がっていると思われる。

<sup>13</sup> 大阪地決平成 25 年 1 月 31 日判時 2185 号 142 頁は、「譲渡制限株式の株式については、投下資本回収に制約があることを理由に 30%程度価格の評価が下がるのが一般的である」とした上で、「ただし、対象会社特有の投下資本の回収可能性に係る事情からその事情に応じた減額率を採用することにも合理性がある」として、譲渡制限株式の発行会社に多額の換価が容易な資産があったことに加えて実際に資産の換価を行っているから保有資産の売却で配当額を増加させることも十分可能といえるとして、15%の非流動性ディスカウントを適用した鑑定評価を肯定した。これに対しては、配当による投資回収の可能性といった要素は、非流動性ディスカウントではなく、発行体への影響力からマ

〔判例研究〕 最三決令和 5 年 5 月 24 日集民 270 号 113 頁

### 1-3. 適用の是非を巡る議論

本決定は、「当該譲渡制限株式に市場性がないことを理由に減価を行うことが相当と認められるとき」は、「当該譲渡制限株式が任意に譲渡される場合と同様に、非流動性ディスカウントを行うことができる」とした。この説示は、前段と後段で同じことを繰り返しているにすぎないようにもとれるが、前段部分は「非上場会社の譲渡制限株式は市場性がなく流動性が低いことから定型的に売買価格が制約（交換価値が減価）される実態があり、株式価格の算定に当たり減価することが相当であるから、そのときは」と読み解くべきと指摘されている<sup>14</sup>。

本決定以前に、DCF 法で算定された評価への非流動性ディスカウントの適否を判断した裁判例は、売買価格決定事件、買取価格決定事件のそれぞれにあるが、概ね売買価格決定においてはこれを肯定し、買取価格決定においては否定する結論をとっている。最決平成 27 年が収益還元法一般における非流動性ディスカウントの適用を否定するとも読める判断を下していたことが議論を呼んだが、その後の東京高決平成 29 年 1 月 26 日公判判例集未登載は、原決定と同じく、買取価格と売買価格の違いを指摘して売買価格決定に際しての非流動性ディスカウントの適用を肯定した。

#### 1-3-1. 裁判例

売買価格決定事件においては、評価方法を問わずに非流動性ディスカウントを認める裁判例が複数存在する（広島地判平成 21 年 4 月 22 日金判 1320 号 49 頁（DCF 法へ適用）、大阪地決平成 25 年 1 月 31 日判時 2185 号 142 頁（収益還元法へ 15% 適用）、東京地決平成 26 年 9 月 26 日金判 1463 号 44 頁（DCF 法へ 30% 適用）、東京高決平成 29 年 1 月 26 日公判判例集未登載（収益還元法へ適用）、京都地決令和 5 年 4 月 25 日判例秘書 L07850903（時価純資産法へ 30% 適用））。このうち、京都地決令和 5 年 4 月 25 日判例秘書 L07850903 は、鑑定は「非流動性ディスカウントは、どの程度のディスカウントが妥当か理論的に確立していないこと等から、考慮しないこととした」にもかかわらず、裁判所が「少数株式、支配株式を問わず、非流動性が存在することを理由に株式価値が減価されていると認められる場合には、一律に非流動性ディスカウントをすることは許されるというべきである」とした上で、非上場で会社規模が小さいから「減価率は 3 割とするのが相当」として、積極的に非流動性ディスカウントの適用を判断した<sup>15</sup>。

他方、買取価格決定においては、東京地決平成 20 年 3 月 14 日判時 2256 号 11 頁、その抗

---

イノリティ・ディスカウント適用の是非にかかる要素のはずであり、意義を混同しているのではとの指摘もあるが（河村尚志「判批」リマックス 52 号（2016）109 頁、行澤一人「判批」商事 2120 号（2016）46 頁）、それぞれへ適用すべき減額率に実証的なデータあってきめ細かく適用ができる訳ではなく、後述のサイズ・プレミアムと非流動性ディスカウントの部分的な重複のように、評価要素の重複を除くことも困難なのだから、裁判所の裁量の範囲内として肯定してよいのではないか。

<sup>14</sup> 加藤新太郎「本件判批」NBL1257 号（2024）107 頁。

<sup>15</sup> ただし、鑑定が適用したマイノリティ・ディスカウント（30%）は否定し、結果として鑑定と同額の評価となった。



告審である東京高決平成 22 年 5 月 24 日金判 1345 号 12 頁が、非流動性ディスカウントの適用を否定している。当該抗告審は、評価方法として DCF 法を採用し、「本件株式買取請求権は、少数派の反対株主としては株式を手放したくないにもかかわらずそれ以上不利益を被らないため株式を手放さざるを得ない事態に追い込まれることに対する補償措置として位置づけられるものであるから、マイノリティ・ディスカウント（非支配株式であることを理由とした減価）や非流動性ディスカウント（市場価格のないことを理由とした減価）を本件株式価値の評価に当たって行うことは相当ではないというべきである」としてこれを否定した<sup>16</sup>。

非流動性ディスカウント適用の是非を初めて最高裁が判断した買取価格決定事件である最決平成 27 年も、非流動性ディスカウントの適用を否定したが、この理由付けが議論を呼んだ。最決平成 27 年は、「非流動性ディスカウントは、非上場会社の株式には市場性がなく、上場株式に比べて流動性が低いことを理由として減価をするものであるところ、収益還元法は、当該会社において将来期待される純利益を一定の資本還元率で還元することにより株式の現在価値を算定するものであって、同評価手法には、類似会社比準法等とは異なり、市場における取引価格との比較という要素は含まれていない。吸収合併等に反対する株主に公正な価格での株式買取請求権が付与された趣旨が、吸収合併等という会社組織の基礎に本質的変更をもたらす行為を株主総会の多数決により可能とする反面、それに反対する株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には企業価値を適切に分配するものであることをも念頭に置くと、収益還元法によって算定された株式の価格について、同評価手法に要素として含まれていない市場における取引価格との比較により更に減価を行うことは、相当でないというべきである」として、買取価格決定の趣旨に触れながらも、収益還元法の性質も理由として、非流動性ディスカウントの適用を否定した。更に、最高裁の担当調査官が最決平成 27 年の射程について、「本決定は、裁判所が株式の買取価格を決定するに当たり、収益還元法を用いた場合について判断したものであり、他の評価手法を用いた場合については直接的には判断していない。しかしながら、本決定は、収益還元法には市場における取引価格との比較という要素が含まれていないことをその根拠としているものである。そうすると、少なくとも、インカムアプローチにおける他の評価手法（DCF 法及び配当還元法）や、ネットアセットアプローチにおける評価手法（簿価純資産法及び時価純資産法）においては、収益還元法による場合と同様、非流動性ディスカウントを行うことができないと解するのが相当であるように思われる」<sup>17</sup>として、収益還元法による評価一般について流動性ディスカウントの適用を否定したように読める解説を行ったこともあり、学説の議論を呼んだ。

しかし、後述の学説の議論を踏まえてか、売買価格決定事件である東京高決平成 29 年 1 月 26 日公判判例集未登載は、売買価格決定には最決平成 27 年の射程は及ばないと判示した。即ち、当該判決は、「譲渡制限株式の売買価格の決定は、譲渡制限株式を他人に譲渡しようとする株主

<sup>16</sup> 申立人は小規模リスクプレミアムを適用すべきと主張したが、この点の判断は示されなかった。

<sup>17</sup> 『最高裁判所判例解説民事篇 平成 27 年度（上）（1 月～6 月分）』（法曹会・2018）150 頁〔廣瀬孝〕。

〔判例研究〕 最三決令和 5 年 5 月 24 日集民 270 号 113 頁

又はこれを株主から取得した株式取得者（譲渡等承認請求者）からの譲渡等承認請求及び不承認の場合における会社又は指定買取人による買取請求に対し、会社が譲渡等承認をしない旨決定するとともに、会社自らの買取りの決定又は指定買取人の指定をした場合に問題となるものであって、譲渡等承認請求者が譲渡制限株式であることを前提として任意に取引をしているのが通常であること、譲渡等承認請求につき不承認とされる場合の会社又は指定買取人による買取請求をするか否かも譲渡等承認請求者の選択に委ねられており、不承認の場合に株式を保有し続けることも可能であること、会社法 116 条 1 項において、発行済株式につき新たに譲渡制限を設ける旨の定款変更が行われる場合の反対株主に対して『公正な価格』による買取請求権が付与されているのに対し、会社法 144 条においては、『売買価格』の決定と定められていることに照らせば、最決平成 27 年の射程は会社法 144 条による譲渡制限株式の売買価格の決定には及ばないと解される」と判示した<sup>18</sup>。

## 1-3-2. 企業価値評価の専門家・学説の見解

### 1-3-2-1. 否定説

DCF 法による算定結果への非流動性ディスカウントの適用を否定する立場には、算定方法の性質を理由とするものと、売買価格決定の法的性質を理由とするものがある。

算定方法を理由とするものには、事業によるキャッシュ・フローからの利益を考慮して算定しているのであるから譲渡時に問題となる非流動性ディスカウントを認める必要はないとの見解や<sup>19</sup>、DCF 法の評価結果はコントロール・プレミアムを含んだ支配株主にとっての評価であり、支配株主は会社自体の売却や資産の売却、キャッシュ・フローの分配もできるので非流動性ディスカウントは適用しないことが多いとする見解もある<sup>20</sup>。

売買価格決定の法的性質を理由とするものには、取引目的の評価では非流動性ディスカウントが考慮されるとしても、指定買取人が支配株主の場合はキャッシュ・フローを支配できるので、裁判目的の評価である売買価格決定においては非流動性ディスカウントを適用すべきではないとする見解（売り手、指定買取人ともに少数株主の場合は非流動性ディスカウントを適用すべき）<sup>21</sup>や、発行体が上場しているか否かにかかわらず、買取価格決定や売買価格決定の場面では投資者にとっては売却の機会は保証されていて流動性リスクはもはや意味がないのだから、非流動性ディスカウントは適用しないことが合理的であるとするものがある<sup>22</sup>。

<sup>18</sup> 引用部分は、弥永真生「判批」ジュリ 1504 号（2017）2 頁によった。

<sup>19</sup> 後藤元「判批」商事 1838 号（2008）16 頁。

<sup>20</sup> 谷山・前掲注 3）334・336-337 頁、KPMG FAS・前掲注 3）149-150 頁。

<sup>21</sup> 佐藤・前掲注 5）19-20 頁。

<sup>22</sup> 池谷・前掲注 2）272 頁。

### 1-3-2-2. 肯定説

DCF 法による算定結果への非流動性ディスカウントを肯定する立場では、定方法を理由とするものには、DCF 法に代表されるインカムアプローチは市場における取引価格との比較という要素を含んでいるため、原則として非流動性ディスカウントの対象となるとの見解や<sup>23</sup>、非公開会社は情報が限定され、会計情報の信頼性も劣り、企業規模も小さいといったディスカウントの要因があることなどから、支配株主にとっての評価である DCF 法においても、流動性ディスカウントを適用すべきとするものがある<sup>24</sup>。

売買価格決定の法的性質観点からは、近時の学説は、非流動ディスカウントの適用には概ね肯定的である<sup>25</sup>。プロ・ラタ仮説に立ってマイノリティ・ディスカウントの適用を否定する立場からも、売買価格決定において非流動ディスカウントを認めないとすると、非流動性ディスカウントが適用された価格で株式を取得した後に売買価格決定に持ち込んでディスカウント相当分の利益を得るインセンティブが生じてしまうため、非流動性ディスカウントの適用は許されるべきとする<sup>26</sup>。

## 1-4. 最決平成 27 年と本決定の理解

### 1-4-1. 二重の減価の否定

最決平成 27 年で鑑定が採用した WACC は、評価対象会社の規模が小さいことによる減価のためにサイズ・プレミアムを加算しており、これに加えて非流動ディスカウントを行うと二重にディスカウントした結果になるから、これを禁じるにとどまると解すべきとの見解が現れた<sup>27</sup>。即ち、鑑定に用いた Ibbotson Associates の提供するサイズ・プレミアムには流動性リスクが既に含まれているため、これに鑑定人が所属する法人の実務を参考に非流動性ディスカウントを行っ

<sup>23</sup> ブルータス・前掲注 12) 250-251 頁。

<sup>24</sup> 安達和人「ビジネスバリュエーション」(中央経済社・2011) 286 頁、330-331 頁。

<sup>25</sup> 星 (2016)・前掲注 12) 108 頁、久保田安彦＝湯原心一「譲渡制限株式の売買価格—事前の観点を重視して—」[下] 商事 2191 号 (2019) 18 頁、松中学「本件判批」リマークス 69 号 (2024) 81 頁など。江頭憲治郎『株式会社法〔第 9 版〕』(有斐閣・2024) 19 頁は、「取引相場のない株式等は、簡単に譲渡できない分だけ上場会社の株式に比して経済的価値が低く、したがって、割引率として後者株式に関係する数値を用いた場合には、算出された金額をいくらか減価することにより調整すべきである」とし、田中亘『会社法〔第 4 版〕』(東京大学出版会・2023) 696-697 頁は、買取価格決定についても「裁判所が非流動性ディスカウントを否定することは、株式買取請求をした少数派株式を多数派株式よりも高く評価することとなり、少数は株主を不当に利得させる（その結果、不必要な株式買取請求を助長する）ことになりかねない」とする。また、江頭憲治郎「中小企業 M&A が会社法理論に示唆するもの」商事 2364 号 (2024) 6-7 頁は、相談があった中で制約に至るのは 45% にすぎないとする中小企業の M&A のデータに照らして、原則少数株主から支配株主への移転に際して非流動性ディスカウントを適用してよいとするが、M&A で売却が見込める場合は適用すべきでないとする。

<sup>26</sup> 久保田＝湯原 (下)・前掲注 25) 19 頁。

<sup>27</sup> 星 (2016)・前掲注 12) 108 頁、田中 (2023)・前掲注 25) 696-697 頁、藤田・前掲注 1) 109-111 頁。

〔判例研究〕 最三決令和 5 年 5 月 24 日集民 270 号 113 頁

たことは、流動性リスクを二重に反映していることになるから、こうした場合に限って非流動性ディスカウントの適用は否定されとの主張である<sup>28</sup>。

最決平成 27 年が、収益還元法には市場における取引価格との比較という要素は含まれていないとして非流動性ディスカウントの適用を否定したのに対して、本決定が、非流動性ディスカウントの適否の基準を「譲渡制限株式の評価額の算定過程において当該譲渡制限株式に市場性がないことが既に十分に考慮されている場合」であるか否かとした上で、「株式に市場性がないことが考慮されていることはうかがわれない」として適用を肯定したことは、最高裁が学説からの指摘を受け止めたものと思われ、最決平成 27 年を実質的に修正するものと理解する立場もある<sup>29</sup>。

#### 1-4-2. 買取価格決定と売買価格決定の違い

最決平成 27 年の射程については、当該決定が買取請求権の趣旨を「退出を選択した株主には企業価値を適切に分配するものであること」とした上で、非流動性ディスカウントの適用を否定したことに照らして、売買価格決定には及ばないとは最決平成 27 年の公表直後から指摘されており<sup>30</sup>、東京高決平成 29 年 1 月 26 日公判判例集未登載も同じ論理をとる。

本決定は直接には、「所論引用の判例（最決平成 27 年）は、事案を異にし、本件に適切でない」と述べるにとどまるが、「譲渡制限株式の売買価格の決定をする場合」と「当該譲渡制限株式が任意に譲渡される場合」の同質性も指摘していることから、株主の任意の譲渡意思を伴うか否か、即ち買取価格決定は必ずしも株主が譲渡意思を持たない場合であるのに対して、売買価格決定は株主が譲渡の意思を持っている場合との違いで区別しえるとの立場をとっていると指摘されている<sup>31</sup>。

ただし、買取価格決定における非流動性ディスカウントの適用の是非については、学説の意見は分かれている<sup>32</sup>。私見としては、流動性がないことによる算定結果からの減価は、少数株主だ

28 吉村一男「M&A における株主価値と裁判における公正な価格―道東セイコーフレッシュフーズ事件決定を踏まえて」田中亘ほか編『論究会社法―会社判例の理論と実務』（有斐閣・2020）266-267 頁。最決平成 27 年の DCF 法による評価では、株主資本コストの算定においてサイズ・プレミアムを 3.89% 加えて 10.43% としており、これを加えない場合（6.54%）に比べて株主資本コストは大きく上昇している。

29 伊藤雄司「本件判批」法教 516 号（2023）112 頁、松中・前掲注 25）79 頁。

30 弥永真生「判批」ジュリ 1483 号（2015）3 頁。

31 船津浩司「本件判批」ジュリ 1597 号（2024）81 頁。

32 買取価格決定における非流動性ディスカウントの適用に否定的な論考として、宍戸（1990）・前掲注 6）、藤田・前掲注 1）。肯定的な論考として、江頭憲治郎「裁判における株価の算定―日米比較をまじえて―」司法研修所論集 122 号（2012）67-68 頁は、買取価格決定でも非流動性ディスカウントを行わない理由はないとの立場をとる。株主に売却の意思があったかどうかを問題とする東京地決平成 20 年 3 月 14 日判事 2001 号 11 頁に対しては、「株主に売却するつもりがあろうとなかろうと、保有する株式自体、流動性がないことが原因で価値が低いのであれば減価すべきであって、株主に売却する意図があるかないかは問題ではない」とし、株式を取得する支配株主が非流動性ディスカウントを適用した低い価格で取得できるならば、支配株主として売却すれば利益を得る帰結となってしまう



けではなく支配株主の株式にも当然及んでいるのだから、譲渡の意思の有無にかかわらず、買取価格決定において非流動性ディスカウントを一律に否定する理由はないと考えている。

### 1-5. 残された課題

本決定は、売買価格決定において、どのような場合に非流動性ディスカウントを適用することが「相当」であるかは判断しておらず、適用されるべき減額率も判断の対象としていない。これらは裁判所の裁量の範囲の要素と言ってよいだろうが、法律家の検討以前に、企業価値評価の専門家の間でも非流動性ディスカウントが適用されるべき場合やその方法については一致していないため（1-3-2 参照）、実証研究も含めた株式価値評価理論の進展が期待される<sup>33</sup>。

## 2. 譲渡制限株式の売買価格決定において算定されるべき価値

法が合併等の組織再編における反対株主の買取請求に際しての「買取価格」を、「公正な価格」（785 条 1 項等）とした趣旨を最決平成 27 年は、「吸収合併等という会社組織の基礎に本質的変更をもたらす行為を株主総会の多数決により可能とする反面、それに反対する株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には企業価値を適切に分配するものである」と説示した。学説も、株主全体に帰属する企業価値に持分割合を乗じることによって算定される価値（プロ・ラタ価値説）を株主に保障することが、会社法の要請である株主平等の原則の趣旨にかない、「公正」といえるとする立場が有力である<sup>34</sup>。

---

うとの立場に対しては「日本では、支配株主であってもマーケットは乏しい気もして、後者の理由が成り立つのか、よく分かりません」とする。また、江頭憲治郎「中小企業 M&A が会社法理論に示唆するもの」商事 2364 号（2024）6 頁でも、相談があった中で制約に至るのは 4・5% にすぎないとする中小企業の M&A のデータに照らして、少数株主から支配株主への移転に際して非流動性ディスカウントを適用してよいとする。田中・前掲注 25）696-697 頁も、裁判所が非流動性ディスカウントを否定することは、株式買取請求をした少数派株式を多数派株式よりも高く評価することとなり、少数は株主を不当に利得させる（その結果、不必要な株式買取請求を助長する）ことになりかねないとして、最決平成 27 年がこの意味で非流動性ディスカウントを否定する趣旨であれば適切ではないとする。

<sup>33</sup> なお、米国で非流動性ディスカウントの減額率の決定に際して考慮すべき要因を提示した判決として参照される *Mandelbaum v. Commissioner*, 1995 Tax Ct. Memo LEXIS 256, 36-37 (1995) は、考慮すべき非排他的な要素として、①対象会社の上場株式の価値に対する未公開株式の価値（それがなければ類似会社の公開株式に対する未公開株式の価値）、②対象会社の財務情報の分析、③対象会社の配当能力、配当実績、過去の配当額、④対象会社の特徴、沿革、業界地位、業績見通し、⑤経営者、⑥評価対象株式の支配権の程度、⑦株式譲渡の制限、⑧投資家が売却までに要する期間、⑨対象会社の償還方針（redemption policy）、⑩対象株式の公募を実現するための費用（弁護士費用、監査費用、引受手数料など）をあげたが、どの要素がどの程度影響したかは明らかにせず、最終的には評価結果に対して「30%」の減価率を適用して価格を決定している。

<sup>34</sup> 星（2020）・前掲注 7）254 頁、田中（2021）・前掲注 4）134 頁。最決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 巻 3 号 1311 頁も同旨。

〔判例研究〕 最三決令和 5 年 5 月 24 日集民 270 号 113 頁

これに対して最高裁における初めての売買価格決定事件である本決定は、法の趣旨を、「株式会社譲渡制限株式の譲渡を承認しない場合に、譲渡を希望する株主に当該譲渡に代わる投下資本の回収の手段を保障するために設けられたもの」とした。これに従えば、売買価格決定において算定されるべき価値は、通常の株式取引における取引価格（交換価値）と理解するのが相当なように思われる。しかしながら、本決定が是認した原決定の鑑定は、プロ・ラタ価値説と交換価値説によって適否が分かれるマイノリティ・ディスカウント（支配株主にとっての価値と少数株主にとっての価値の差）を考慮していない点からは、結論はプロ・ラタ価値説に近いとも評価できるため、売買価格決定においては如何なる価値が算定されるべきかを検討する。

## 2-1. 学説と裁判例

### 2-1-1. 交換価値説

交換価値説は、譲渡制限株式の売買価格決定において算定されるべき価値は、譲渡制限株式が取引される場合における取引価格であるとする<sup>35</sup>。株式譲渡制限制度における買取りの位置づけは、会社が株式の譲渡を承認しなかった場合に譲渡に代わる投下資本回収の手段を保護するためにあるとする<sup>36</sup>。また、多くの裁判例が評価手法を決めるに際して当事者の属性に着目し、支配株主の場合は DCF 法や収益還元法を採用し、これに対して少数株主の場合は主に配当還元法が採用される傾向にあるが、これを裁判所が当事者の属性とその間の交渉力に着目して、それに応じた割合で評価方法を按分採用したものと分析する（仮定的交渉アプローチ）<sup>37</sup>。この立場は、売買価格決定において、支配株主と少数株主の価値に差があり得ること、即ち、マイノリティ・ディスカウントが適用されるべき場合があることを肯定する。

配当還元法を原則とする立場も<sup>38</sup>、売買価格決定における売り手が少数株主であることが多い実態に鑑みれば、交換価値説に包摂できよう。少数株主にとっての価値を評価する配当還元法をとった大阪地決平成 25 年 1 月 31 日判時 2185 号 142 頁は、「少数株主の企業価値に対する支配は基本的に配当という形でしか及ぶことはないから、その株式価値の評価に当たり、配当に着目した配当還元法をある程度考慮することは不合理ではない。しかも、少数株主は将来配当をコントロールすることができないから、現状の配当が不当に低く抑えられているとしても、その限度における配当を期待するほかない」として、支配権の有無に起因する経済的価値の差を肯定する。

<sup>35</sup> 仲卓真「譲渡制限株式の売買価格決定における『売買価格』の解釈」民商法雑誌 159 巻 6 号（2024）771 頁。竹中正明＝前田幾男＝関俊彦『非公開株式の評価と税務〔新訂版〕』（商事法務・1987）263 頁〔関俊彦〕、岸田雅雄「会社法および税法における株式の評価」神戸法学年報 3 号（1987）21 頁、藤田・前掲注 1）104-105 頁も交換価値説に立つ。

<sup>36</sup> 仲・前掲注 35）787 頁。

<sup>37</sup> 仲・前掲注 35）771-774 頁。

<sup>38</sup> 江頭（2011）・前掲注 5）163-168 頁。



## 2-1-2. プロ・ラタ価値説

プロ・ラタ価値説は、株主全体に帰属する企業価値に持分割合を乗じることによって算定される価値（プロ・ラタ価値）を株主に保証すべきとし、売買価格決定と買取価格決定の算定方法に差異を設けるべきではないとする<sup>39</sup>。この立場は、株主が自らの意思で株式を売却しようとすることはプロ・ラタ価値を下回る価値しか与えなくてもよい理由にならず、支配株主が買取人になる場合が多いところ、交換価値説に基づいてプロ・ラタ価値より低い評価で取得できるとすれば利得を得るため、支配株主に対して抑圧的な経営をするインセンティブを生じさせるという問題があるとして、交換価値説を批判する<sup>40</sup>。

京都地決令和 5 年 4 月 25 日判例秘書 L07850903 は、「時価純資産法を用いた上でマイノリティ・ディスカウントをすると、株主全体に帰属する企業価値に持分割合を乗じることによって算定される価値を評価したことにならず、支配株主が少数株主の持ち分に相当する価値をも獲得できることになる」（下線は筆者）として、マイノリティ・ディスカウントの適用を否定したが<sup>41</sup>、売買価格決定においてプロ・ラタ価値説に立つべきことを明確に述べた唯一の裁判例と思われる。ただし、プロ・ラタ価値説の論者は、採用された算定方法から配当還元法が単独で採用された裁判例が平成元年以降は認められず、複数の評価表法を併用した評価をとる裁判例が多いことを捉えて、裁判所はプロ・ラタ価値説と交換価値説のいずれをとっているともいえず、当事者双方が納得しやすい折衷的な価格に収めようとした結果だとする<sup>42</sup>。

<sup>39</sup> 久保田安彦＝湯原心一「譲渡制限株式の売買価格—事前の観点を重視して—〔上〕」2190 号（2019）4 頁では、会社法の理念に反する事態が生じるおそれがあれば通常の株式取引における取引価格（交換価値）をもって譲渡制限株式の売買価格とすることで足りるとするものの、久保田＝湯原（下）・前掲注 25）15-17 頁をみると、価値の差を認めること自体が、支配株主に少数株主を抑圧して持分を売却するインセンティブを与えたとし、これ自体が「会社法の理念に反する事態が生じるおそれ」に当たると考えているようである。これに対して、穴戸善一「非公開株式の評価再再論〔下〕」商事 2371 号（2024）77 頁は、上場会社と同程度の価値の差は認めるとするが、本稿では前者を原則的なプロ・ラタ価値説として論を進める。

<sup>40</sup> 田中・前掲注 4）135-136 頁。穴戸（1990）・前掲注 6）423 頁、久保田＝湯原（下）・前掲注 25）15-17 頁、伊藤・前掲注 29）112 頁、尾形祥「判批」ジュリ 1587 号（2023）2 頁は、プロ・ラタ価値説を支持する。

<sup>41</sup> 抗告審では、裁判所からプロ・ラタ価値説に対して否定的な見解が示され、売買価格については配当還元法に時価純資産法を加味して幅を持った心証が開示され、これを受けて当事者間で裁判所を介して折衝した結果、1 株当たりの売買価格を 1100 円とする裁判上の和解が成立したとのこと。これは、仮に、実際配当還元法に基づく価格を指定買取人が主張した 1 株当たり 39 円とし、時価純資産法に基づく価格を上記のとおり 1 株当たり 5309 円とした場合、配当還元法 8 割、時価純資産法 2 割で加重平均とした価格と一致すると指摘されている。古家野彰平「売買価格決定申立てにおける譲渡制限株式の売買価格の評価はどうあるべきか（覚書）」古家野法律事務所ウェブサイト <[https://koyano-lpc.jp/blog/s\\_koyano/20240510/](https://koyano-lpc.jp/blog/s_koyano/20240510/)>（最終閲覧日 2024 年 10 月 30 日）。

<sup>42</sup> 穴戸（2024 上）・前掲注 1）12 頁。これに対して藤田・前掲注 1）104 頁、仲・前掲注 35）773 頁は、折衷的な評価方法が採用されるのは、交換価値説を前提として、裁判所が当事者の属性に着目して、両当事者の属性に応じた評価手法を交渉力に応じた割合で採用しているためだとする（仮定的交渉

〔判例研究〕 最三決令和 5 年 5 月 24 日集民 270 号 113 頁

## 2-2. 本決定と学説の関係

本決定が売買価格決定の趣旨を、「株式会社が譲渡制限株式の譲渡を承認しない場合に、譲渡を希望する株主に当該譲渡に代わる投下資本の回収の手段を保障するために設けられたもの」と説示した上で、非流動性ディスカウントを認める理由として「当該譲渡制限株式が任意に譲渡される場合と同様に」と述べたことから、最高裁は交換価値説を支持しているように読めるし、これはプロ・ラタ価値説の論者も認めるところである<sup>43</sup>。

他方、本決定が肯定した原決定鑑定の評価方法をみると、支配権プレミアムを含んでいるはずの DCF 法によって評価された株式価値に対してマイノリティ・ディスカウントを行っていないから、本決定をプロ・ラタ価値が認められた判決と位置づける論者もある<sup>44</sup>。もっとも、原決定の鑑定人がプロ・ラタ価値説を意識した可能性はあったとしても、マイノリティ・ディスカウント適用の是非は原決定で争点となっておらず、本決定が採用した算定方法がマイノリティ・ディスカウント適用の是非について判断を示したものとは言えないであろう<sup>45</sup>。

## 2-3. 交換価値説とプロ・ラタ価値説の間の議論

### 2-3-1. 支配株主と少数株主の間の経済的公正の観点

プロ・ラタ価値説の論者は、支配株主と少数株主の 1 株当たりの経済的利益が等しくなることが規範的な要請であり、支配株主が享受する価値で少数株主が売却できることによって、これが実現されるべきとする<sup>46</sup>。これに対して交換価値説の論者は、譲渡制限会社における指定買取人への買取請求は、株主の投下資本回収の代替手段として位置づけられるものであって、支配株主と少数株主の経済的な対立の調整を目的とするものではないとする<sup>47</sup>。こうした交換価値説の主張に対してプロ・ラタ価値説の論者は、利益相反が存在する場合に裁判所の介入が要請されるのは法の原則で、売買価格決定が非訟事件とされているのは事案毎の事情を勘案した上で衡平な決定を行うことを可能とする趣旨だから、少数株主保護機能を否定することには賛成できないとする<sup>48</sup>。

### 2-3-2. 支配株主のインセンティブの観点

プロ・ラタ価値説の論者は、支配株主が買取人になる場合が多いところ、交換価値説に基づいてプロ・ラタ価値より低い評価で取得できるとすれば利得を得るため、支配株主に対して抑圧的

---

アプローチ)。

<sup>43</sup> 伊藤・前掲注 29) 112 頁、久保田安彦「譲渡制限株式の売買価格—裁判例の分析・評価を中心に—」〔下〕商事 2358 号 (2024) 65 頁。

<sup>44</sup> 宍戸 (2024 上)・前掲注 1) 12 頁。

<sup>45</sup> 満井・前掲注 1) 198 頁も同旨。

<sup>46</sup> 宍戸 (1990)・前掲注 6) 421 頁。

<sup>47</sup> 仲・前掲注 35) 777 頁。

<sup>48</sup> 宍戸 (2024 下)・前掲注 39) 79-80 頁。

な経営をするインセンティブを生じさせるとして交換価値説を批判する<sup>49</sup>。これに対して交換価値説の論者は、支配株主は定義に照らして既に経営権を取得して私的に利益を得ている立場にあるのだから、少数株主の追加取得は大きな意味はないのに対して、代金を支払う必要があるとともに個人であれば相続税の課税対象となるから（財産評価基本通達に従えば、基本的には支配株主の持ち分の評価は少数株主のそれより高くなる）、少数株主の抑圧を生じさせるという想定は現実的ではないとする<sup>50</sup>。

### 2-3-3. 少数株主その他のインセンティブの観点

交換価値説の論者は、プロ・ラタ価値説に対して、通常取引価格（交換価値）より高く売却できるのであれば、関係者に新たなインセンティブを生じさせるとする。即ち、少数株主にとって、交換価値より高いプロ・ラタ価値で売却するために、譲渡請求を承認せざるに売買価格決定に持ち込むインセンティブと、支配株主にとっては交換価値より高い価格で取得しなければならないため閉鎖性を維持したくとも承認せざるを得ない場合を生じさせ、また少数株式を交換価値で買い集めて支配株主にプロ・ラタ価値で引き取らせようとする者が現れる可能性などがあるとし、こうしたコストはプロ・ラタ価値説をとらなければ発生しないものであるから、プロ・ラタ価値説の影響が望ましいとは言えないとする<sup>51</sup>。

これに対してプロ・ラタ価値説の論者は、閉鎖会社の株主が閉鎖性を維持したければ、上場会社の MBO の場合と同様に、公正な対価（プロ・ラタ価値）を支払うべきと反論する<sup>52</sup>。

### 2-4. 私見

会社法は、配当を受ける権利、残余財産の分配を受ける権利である自益権について持ち株数に応じた平等を原則としており<sup>53</sup>、売買価値説が肯定する支配株主と少数株主にとっての株式の価値の違いはこれに反しているから是正されるべきとするが、現実の非公開会社は必ずしも有限責任となっておらず、支配株主は少数株主にはない責任を負っている場合も多い。例えば、我が国の譲渡制限会社の支配株主は経営者として、取引先や従業員への事実上の責任に加えて、多くの場合に会社の負債に連帯保証を差し入れており、会社が破産した場合には多くの経営者が同時に個人破産するなど、持ち分に比例しない責任も負っている<sup>54</sup>。売買価値説がとる「取引価格」には、

<sup>49</sup> 田中（2021）・前掲注 4）135-136 頁、久保田＝湯原（下）・前掲注 25）16 頁。

<sup>50</sup> 仲・前掲注 35）778-779 頁。支配株主が少数株主を抑圧して売却するように仕向ける場面として、株式の分散の回避のために集約したい、単純に排除したいという事情が考えられるが、これは交換価値説をとることから得る支配株主の利得とは関係ないとする。

<sup>51</sup> 仲・前掲注 35）790-799 頁。

<sup>52</sup> 穴戸（2024 下）・前掲注 39）75-76 頁。

<sup>53</sup> 弥永真生『リーガルマインド会社法〔第 15 版〕』（有斐閣・2021）28-29 頁。

<sup>54</sup> 金融機関の新規融資の 6-7 割に経営者保証が付されており、2020 年度は企業が破産した場合にはその社長の 68.2%が破産開始決定を受け、その大半会社と同時に社長個人が破産開始決定を受けてい

〔判例研究〕 最三決令和5年5月24日集民270号113頁

経営者としての支配株主の責任（債務）とその対価としての経済的利益も織り込みえるところ、プロ・ラタ価値説はこうした要素を評価に織り込むことを否定するから、債務を免れながらも支配株主と同等の経済的利益を得るという不均衡も観念し得る。

また、我が国の譲渡制限会社やこれを取り巻く制度には、少数株主の有する株式の価値が支配株主のそれに比べて低いことを前提としているものもある。例えば、相続時の財産評価を定める財産評価基本通達では、少数株主（非同族株主）が有する取引相場のない株式の評価は特例的な評価方式として配当還元法によることができるとされている（財産評価基本通達178ただし書、188、189）<sup>55</sup>。ここでプロ・ラタ価値説をとると、少数株主は譲渡候補先を整えて譲渡承認を請求して売買価格決定へ持ち込むことで、任意の時期に配当還元法に基づく価値より高い評価で売却する機会を設けることができることになってしまう<sup>56</sup>。そうであれば、少数株主だけに相続時に特例的な財産評価方法を認めることは不平等だから、少数株主の持ち分についても同族株主と同じ原則的な評価方法によるべきとなるであろう。しかし、実際には配当しか得られない相続人が原則的な評価方法に基づく相続税を支払うことは大きな負担となるから、継続保有の意思の有無にかかわらず、相続時の負担を避けるために譲渡制限株式の売却を余儀なくされることが考えられる。支配株主や発行体も、閉鎖性を維持するのであれば、これをプロ・ラタ価値で取得せざるをえない。プロ・ラタ価値説は、存在するかもしれない支配株主による抑圧と不均衡を是正しようとする意図の下に、現状を維持したい少数株主の意思を挫き、支配株主らへも経済的負担を課すという帰結に繋がるおそれがあるといえるのではないか。

ところで、プロ・ラタ価値説論者の近時の見解として、「非公開株式の評価の局面で、裁判所は、閉鎖会社における支配権プレミアムを上場会社の支配権プレミアムと同等のレベルまで調整すべきであるということであり、支配株主に帰属する利益と少数株主に帰属する利益を同じくすべきである（平等分配）ということではない」とするものが現れた<sup>57</sup>。これはコントロール・プレミアムの原資のうち、合理的な役員報酬、シナジー効果、企業価値向上期待から構成される「起業家の取り分」については支配株主のものと認め（少数株主の価値には反映させない）、非公開会社にあつて上場会社でない要素、即ち、留保利益や隠れた留保利益（過大計上された費用や過大な減価償却費）、隠れた利益配当（過大報酬や利益相反取引による会社資産の流用等）から

る。東京商工リサーチ「破産会社の7割で、社長個人も破産へ」（2021年8月16日）<[https://www.tsr-net.co.jp/data/detail/1190849\\_1527.html](https://www.tsr-net.co.jp/data/detail/1190849_1527.html)>（最終閲覧日2024年10月30日）。

<sup>55</sup> 少数株主である非同族株主の株式評価方法に特例を認めるのは「事業経営への影響の少ない同族株主の一部及び従業員株主などのような少数株主は、単に配当を期待するにとどまるという実質」も考慮したためとされる。北村厚編『財産評価基本通達逐条解説』（大蔵財務協会・2018）691頁。

<sup>56</sup> 譲渡制限株式の買取りを行う業者はいるし（浜辺陽一郎「譲渡制限株式の売買価格のための考慮すべき『一切の事情』とは～最決令和5年5月24日の事例を素材として～」WLJ判例コラム300号（2023）6頁）、そうでなくとも株主となることを発行体が躊躇うような第三者を買い手として用意すれば、売買価格決定に持ち込むことは難しくないであろう。

<sup>57</sup> 宍戸（2024下）・前掲注39）77頁。

構成される「隠れたキャッシュフロー」については、少数株主への分配を要求するというものである<sup>58</sup>。有力な主張として、支配株主が所有する株式と少数株主のそれに価格差がある理由が、役員報酬等への期待や会社の経営改善の期待による価格差であれば裁判所は認めるべきではないし、譲受人側で生じる株式取得によるシナジー効果への期待による価格差など合理的と判断できる場合に限って認めるべきとする立場があるが<sup>59</sup>、価格差の要因によっては是非を判断するという点で、これと近いものと思われる。株式価値に影響を与えるような支配株主の専横を伺わせる事実が認定された場合に、裁判所の裁量の下で、必要な範囲の是正機能を売買価格決定が果たすことを求める趣旨であれば、賛成できる。

以上より、理念的には売買価格決定において算定すべき評価は、交換価値説に立って考えるべきである。具体的な算定方法としては、事案に応じた裁判所の広範な裁量を認めた柔軟な評価とし、「隠れたキャッシュフロー」やこれに類する認めるべきではない価値が支配株主の価値に含まれている場合、即ち、株式価値評価の基礎とするキャッシュフローが支配株主の専横などで不当に少なくなっている場合には、裁判所の裁量でこれを調整することで、株式価値の一部を少数株主へ分配することが妥当であろうと考える。

以上

---

<sup>58</sup> 矢戸（2024 下）・前掲注 39）76 頁

<sup>59</sup> 江頭（2011）・前掲注 5）166-168 頁。



地域経済の変化からみた地方創生の検証

## 地域経済の変化からみた地方創生の検証

### —自治体のアントレプレナーシップが地方に及ぼす影響—

経営管理研究科 23 期修了生

杉山 智行

(国立大学法人宮崎大学地域資源創成学部・地域資源創成学研究科教授)

#### 【要約】

2024 年はまち・ひと・しごと創生法<sup>1</sup>が施行され 10 年を迎える。地方創生は、全国の各自治体が創意工夫し、①地方に仕事をつくる、②人の流れをつくる、③結婚・出産・子育ての希望をかなえる、④魅力的な地域をつくる、を柱に展開されてきたが、地方には依然として課題が山積し、人口減少や人口流出が進む中、挑戦すべき課題とされた東京一極集中是正の実現が困難な状況にある。

本研究は経済・雇用・産業をはじめとした地方データや政策の変化を分析し、10 年目を迎える地方創生の評価を行った。加えて、自治体のアントレプレナーとしての考えの必要性を検証し、今後地方創生が進むべき方向性を考察した。

#### 【キーワード】

地域経済、産業、地方創生、アントレプレナーシップ

#### 【目次】

はじめに

1. 本研究における定義
2. 地方創生時期の評価
3. アントレプレナーシップと地方創生
4. 地方創生 2.0 時代を考察する

おわりに

---

<sup>1</sup> 内閣官房デジタル田園都市国家構想実現会議事務局、内閣府地方創生推進事務局、「まち・ひと・しごと創生法」.2024.9.5 閲覧 . <https://www.chisou.go.jp/sousei/info/pdf/konkyo1.pdf>



## はじめに

2014 年にまち・ひと・しごと創生法が閣議決定されて以降、地方創生は 10 年目を迎える。地方創生について、内閣官房まち・ひと・しごと創生本部事務局、内閣府地方創生推進事務局<sup>2</sup>は人口急減・超高齢化の課題に対し人口減少の克服と、将来への成長力確保と社会活力維持に向けた 4 つの基本目標に、①稼ぐ地域をつくるとともに、安心して働けるようにする、②地方とのつながりを築き、地方への新しいひとの流れをつくる、③結婚・出産・子育ての希望をかなえる、④ひとが集う、安心して暮らすことができる魅力的な地域をつくる、を掲げた。これらをもとに、政府は「多様な人材の活躍を推進する」「新しい時代の流れを力にする」の 2 つの横断的目標に向けた政策を推進している。

2014 年を機に、全国の自治体で人口減少の抑制に向けた取り組みや、地域活性化に資する様々なチャレンジが進められた。2014 年から 10 年が経過した 2024 年において、その効果については評価が分かれる。地方には依然として課題が山積し、人口減少や人口流出が進む中、挑戦すべき課題とされた東京一極集中是正の実現が困難な状況にある。

本研究では経済・雇用・産業をはじめとした地方データや政策の変化を分析し、10 年目を迎える地方創生の評価を行う。加えて、地方創生で注目を集めたアントレプレナーシップが地域経済に及ぼす効果と課題を検証し、今後地方が進むべき方向性を考察するものとする。

## 1. 本研究における定義

### 1.1. 地方創生とは何か

地方創生がスタートする直前の 2014 年 9 月に当時の安倍総理大臣は地方創生担当大臣に以下の地方経済の成長に向けた人口減少克服と地方創生（東京一極集中の是正）、縦割り排除とバラマキ型対応の禁止、地方経済の成長、失敗を知見とし今後活かす等の 7 項目の指示<sup>3</sup>をした。当時としても、2024 年の時点においても将来を見据えた指示であり、非常にハードルが高いものといえる。これらが実現するには、従来の施策を創造的に破壊するイノベーティブな考えの下に展開する必要があると考えられる。

これらを反映する中で、国民一人ひとりが夢や希望を持ち、潤いのある豊かな生活が営める地域である「まち」の形成と、地域を担う個性を持つ多様な人材である「ひと」の確保、魅力ある

<sup>2</sup> 内閣官房まち・ひと・しごと創生本部事務局、内閣府地方創生推進事務局、「まち・ひと・しごと創生長期ビジョン（令和元年改訂版）及び第 2 期『まち・ひと・しごと創生総合戦略』（概要）」、p5.2024.9.05 閲覧，<https://www.chisou.go.jp/sousei/info/pdf/r1-12-20-gaiyou.pdf>

<sup>3</sup> 中西渉，「地方創生をめぐる経緯と取組の概要 -『将来も活力ある日本社会』に向かって-」，立法と調査 No. 371.2015.12.p6.2024.9.5 閲覧．  
[https://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/rippou\\_chousa/backnumber/2015pdf/20151201003.pdf](https://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/rippou_chousa/backnumber/2015pdf/20151201003.pdf)

## 地域経済の変化からみた地方創生の検証

多様な就業の機会創出を指す「しごと」を一体的に推進することが地方創生の骨格となった。つまり、地方創生の定義は「まちの形成」「ひとの確保」「しごとの創出」の総称といえる。

地方創生について、まち・ひと・しごと創生法（2014）<sup>4</sup>には、少子高齢化と人口減少への対応と東京圏への人口集中の是正、地域ごとに住みよい環境形成、活力ある社会を維持するための施策を推進する旨が定められている。地方創生の前半である2019年度まで（地方創生第一期）において、内閣官房まち・ひと・しごと創生本部事務局・内閣府地方創生推進事務局（2019）<sup>5</sup>は、2014年度を地方創生のスタートアップ、翌年度が地方の体制整備の年とした。2015年度には、ほとんどの自治体に地方創生加速化交付金（地方創生交付金）獲得を前提とした地方版総合戦略策定の努力義務が課された。そして、2016年度を地方創生の本格稼働の年とし、2017年度を中間年として地方創生の新展開を図る年と位置付けた。2018年度は地方創生の充実・強化を行い、2019年は第一期の締めくくりとした。その上で、2020年度以降を次のステージと位置付けた。しかし、2019年度においては、地方創生元年（2014年度）にみられた地域への脚光などの盛り上がりは薄れた感が生じた。

牧瀬（2019）<sup>6</sup>はまち・ひと・しごと創生本部の英語表記から、人口減少を克服し、地域経済を活性化するための取組みと指摘した。特に、「創生」の意味に着目し、自治体の政策にイノベーションを創出する活動と定義した。牧瀬は国の制度設計に問題があると指摘した上で、多くの自治体が創造性の高いイノベーションではなく、「地方踏襲」「地方模倣」に陥ったことで、他の自治体と似た取組みに至り、自治体間の消耗戦である行政サービスの量的拡大に至ったことが課題と示唆した。シュンペーター<sup>7</sup>が示したイノベーションの概念「創造的破壊を伴う非連続的な劇的な変化（新結合）」と比較すると、地方創生に限らず、前例踏襲や他自治体事例の応用が目立つ自治体施策の制度設計に課題があるといえる。本来であれば、「新結合」を意識した公民連携等をはじめ、地域内外・分野の垣根を超えたつながりから自治体の強みや個性が活かされるべきである。その結果、移住者や企業進出等が盛んになり、人口と経済の両面を活性化する姿が地方創生のあるべき姿と定義することができる。

本研究においては、これらの考え方から、地方創生とは構想段階から現在まで一貫して、地方の人口減少を克服し、地域経済を活性化するためのイノベーションと定義するものとした。加えて、地方創生におけるアントレプレナーシップの考え方も重要なものと定義した。

4 内閣官房デジタル田園都市国家構想実現会議事務局・内閣府地方創生推進事務局、「まち・ひと・しごと創生法」.202409.5 閲覧. <https://www.chisou.go.jp/sousei/info/pdf/konkyo1.pdf>.

5 内閣官房まち・ひと・しごと創生本部事務局・内閣府地方創生推進事務局ね「まち・ひと・しごと創生基本方針 2019 について」. 2019.6.p2.2024.9.5 閲覧. <https://www.chisou.go.jp/sousei/info/pdf/r01-06-21-kihonhousin2019gaiyou.pdf>

6 牧瀬稔,「意外と曖昧な「地方創生」の定義とは」.自治体通信 ONLINE. 2019.10.24.2024.9.5 閲覧. [https://www.jt-tsushin.jp/articles/research/chihousousei-makise\\_01](https://www.jt-tsushin.jp/articles/research/chihousousei-makise_01)

7 シュンペーター,『経済発展の理論（上）』,岩波文庫,塩野谷祐一・中山伊知郎・東畑精一訳, 1977.9.16.p180-184.

## 1.2.アントレプレナーシップについて

地方創生の漢字 4 文字のうち、「創」に象徴されるものの一つがアントレプレナーシップと考えられる。特定非営利活動法人アントレプレナーシップ開発センター<sup>8</sup>は、アントレプレナーシップは「起業家精神」と訳され、起業人特有の資質に誤解されやすいと指摘している。実際は、「新しい事業を創造しリスクに挑戦する姿勢」であり、起業家的な行動能力と示唆した。

入山 (2019)<sup>9</sup> は、アントレプレナーシップに固有の理論が存在せず、カンティロン<sup>10</sup> が不確実性に直面した時に意思決定をする人と定義したことと、シュンペーターがイノベーションを実行する全ての人がアントレプレナーと指摘したことを用い、起業家やスタートアップ企業のみを対象とした領域と限定する誤解があると示唆した。これは、前述のアントレプレナーシップ開発センター同様の見解を示している。このことから、アントレプレナーとはイノベーションの執行者と定義される。平野 (2020)<sup>11</sup> は、アントレプレナーシップをシュンペーターらが示した概念のみならず、雇用創出をはじめ社会的課題の解決につながる意義も含めるとした。これは、地方創生においてスタートアップだけではなく、社会課題の解決につながる考えを示唆した。

これらを踏まえ、アントレプレナーシップはイノベーションを用い社会課題解決を模索する考え方と定義する。その意味では、過去の政策立案方法から大きな転換が求められ、多様な創造性が求められる地方創生の根幹を示す考え方といえる。

## 2. 地方創生時期の評価

### 2.1. 地方創生 10 年の評価

内閣官房デジタル田園都市国家構想実現会議事務局・内閣府地方創生推進事務局 (2024)<sup>12</sup> は、地方創生 10 年の取組みに対し、地域課題を各自治体が自ら把握し、解決に向けた取組みが行われたことを評価した。一方、人口減少や東京圏への一極集中などの大きな流れを変えるには至らず、地方が依然として厳しい状況にあることを認めた。移住者増加が人口増加に結び付いた自治体が多いものの、地方創生が地域間の人口 (移住者) の奪い合いとなったことを反省点とした。

8 特定非営利活動法人アントレプレナーシップ開発センター, 「アントレプレナーシップとは」, 2024.9.10 閲覧. <https://entreplanet.org/entrepreneurship.html>

9 入山章栄, 『世界標準の経営理論』, ダイヤモンド社, 2019.12.11.p687-688

10 高橋德行, 「夢をかなえるための『アントレプレナーシップ』入門」, 2022.5.19.2024.9.10 閲覧. <https://keisobiblio.com/2022/05/19/takahashinoriyuki17/>

11 平野哲也, 「アントレプレナーシップの概念の方法学—多様性と価値をめぐる方法論的探究—」, 日本政策金融公庫論集第 46 号, 2020.2.p70.2024.9.10 閲覧. [https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/ronbun2002\\_04.pdf](https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/ronbun2002_04.pdf)

12 内閣官房デジタル田園都市国家構想実現会議事務局・内閣府地方創生推進事務局, 「地方創生 10 年の取組と今後の推進方向」 2024.6.10.p1.2024.9.10 閲覧. [https://www.chisou.go.jp/sousei/meeting/chisoudecade/pdf/chisoudecade\\_honnbunn.pdf](https://www.chisou.go.jp/sousei/meeting/chisoudecade/pdf/chisoudecade_honnbunn.pdf)

## 地域経済の変化からみた地方創生の検証

岡田（2024）<sup>13</sup> は、東京一極集中の是正が進まなかったことと、地方の人口減少対策に加え若い女性の仕事創出が進まなかったことが地方創生失敗の背景にあると指摘し、賃金が高く多様性に富む都市と選択肢の少ない地方の間に格差が広がったことを示唆した。

従来型の男性中心ビジネスが多い地方では、女性は働く意義が見つけられない可能性もある。その意味では地方創生で人口や雇用増加を図る施策は幾多も実施されたものの、若い女性を目指す方向性とは異なるものだったと推察される。地方創生を推進する上で、若い女性の意見や考え方を十分に捉えることができておらず、様々な社会構造の変革まで踏み入れられなかった結果が、地方創生スタートから 10 年経過して明らかになったともいえる。

宮崎県は 2023 年に「宮崎県未来につなげる少子化対策調査事業研究会」を設置し、2024 年 3 月に同研究会<sup>14</sup> が県知事に対し少子化対策に関する提言をしたが、この提言書の中で、九州各県の 15－25 歳の転出状況を示した上で、若い女性の目指す生き方を尊重する必要性を示唆した。加えて、人口減の地域経済への悪影響も生産・供給面の不足と、需要面の低下の深刻さを示し、地域の持続性を危うくするものと指摘した。2014 年時は、人口減少による深刻さは認識しつつも、人口維持・人口増加に向けた楽観的な人口ビジョンが国内の多くの自治体で策定された。この時点での認識が明確であれば、大都市・地方間の人口の奪い合いと指摘されることはなかったと考えられる。

鈴木（2024）<sup>15</sup> は、当初、地方創生は少子高齢化等の克服と地域の稼ぐ力の強化から所得向上を目指す戦略体系だったが、SDGs 等の理念が合流し、目的が不明確化したと指摘した。多様な目的に対応する施策になり、当初の目的が不明瞭になったことが、効果を不明確なものにした可能性もある。

地方創生第一期においては、様々な地方の魅力度向上の施策が実行され、マスコミをはじめ様々な場面で地方が注目されるようになった。例えば、観光においても地方の食やイベント、地域資源を活用した地域活性化が進んだ。その意味では稼ぐ力が意識された取組みが多数実行されたといえるが、地方にマネーが循環せず、人々の生活が豊かになった実感も薄いものになった可能性がある。10 年が経過した時点においては、地方を取り巻く環境も変化しており、稼ぐ力を意識した当初の取組みに戻ろうとしても地域の担い手が減少するなど、従来型の発想では稼ぐことが難しくなったといえる。

<sup>13</sup> 岡田豊,「地方間で人口を奪い合った 10 年～地方創生 10 年の『これまで』と『これから』①～」. SOMPO インスティテュート・プラス .2024.8.5 .p2-3.2024.9.13 閲覧.  
<https://www.sompo-ri.co.jp/2024/08/02/13476/>

<sup>14</sup> 宮崎県未来につなげる少子化対策調査事業研究会,「宮崎県『未来につなげる少子化対策』への提言」. 2024.3.14.p4-5.2024.9.13 閲覧.  
[https://www.pref.miyazaki.lg.jp/documents/87135/87135\\_20240323135654-1.pdf](https://www.pref.miyazaki.lg.jp/documents/87135/87135_20240323135654-1.pdf)

<sup>15</sup> 鈴木文彦,「地方創生 10 年 そして地方は創生したのか」. 大和総研 .2024.7.23.p1-2.2024.9.13 閲覧  
[https://www.dir.co.jp/report/research/policy-analysis/regionalecnmy/20240723\\_024524.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/policy-analysis/regionalecnmy/20240723_024524.pdf)

地方創生が、地方への関心を高めたことの意義は大きいものの、人手不足が社会問題化し、経済的豊かさの実感が得られ難いことも広がり、地方創生への関心が薄まったと考えられる。

## 2.2. 地方創生時期の人口、経済、財政の変化

### 2.2.1. 人口構造の変化

2014 年、2019 年、2023 年（各 10 月 1 日現在）の 65 歳以上人口と現役世代（20 - 64 歳）人口の比率（65 歳以上人口 / 20 - 64 歳人口 × 100）である現役世代負担率をみると、2014 年から 2019 年の 5 年間で東京都を除く全自治体は大幅に上昇したことが明らかである（次頁図 1）。高齢者に対し、支える年代層の人口が減少したことを意味するが、特に秋田県は 2023 年に 80%を超えており、地域を支える生産年齢人口が不足する深刻な状況にある。同率の低い自治体の多くが関東近辺もしくは政令指定都市を有する都市部であり、都市と地方の格差の大きさが改めて示された。

三浦ら（2014 年）<sup>16</sup>は、少子化が解決せず生産年齢人口が増加し続けると、現役世代の負担が過大となり、経済活動の停滞に起因する土地需要の減退から地価が下落すると推察し、30 年間で 62%の押し下げ（地価が 1/3）になると予測した。地価下落は市町村の自主財源の 5 割近くを占める固定資産税収入の減退にもつながることから、地域に及ぼす影響も甚大といえ、人口減少・人口構造の変化が経済・自治体財政において大きなマイナスになることを示唆したといえる。

2014 年、2019 年、2023 年（各 10 月 1 日現在）の都道府県毎の転入者数から転出者数を除いた転入超過数をみると、東京都が圧倒的に多く、次いで神奈川県となった（次頁図 2）。2014 年と 2019 年を比較すると、地方創生第一期であるにもかかわらず、多くの自治体は転出過多となった。一方、東京都・神奈川県においては転入が増加しており、地方創生にて掲げられた東京一極集中の是正に反する傾向が顕著となった。

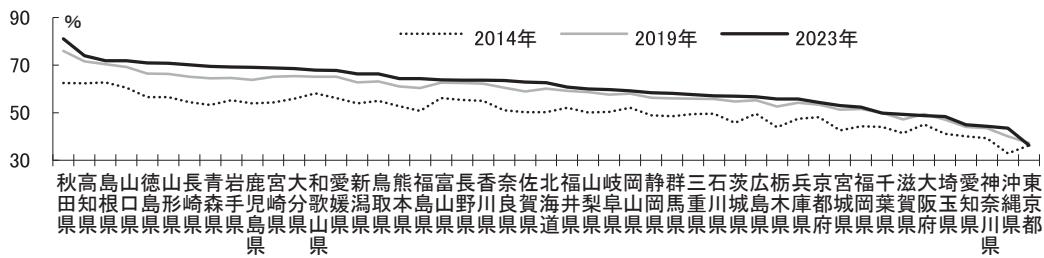
内閣府（2019）<sup>17</sup>が地方圏から東京圏へ住民票を移動した若年層（20 - 34 歳）に実施した調査では、地方圏から東京圏へ移動した理由のうち、進学・就職が 41.2%となった。東京圏移動した回答者のうち、（東京圏に）感じていることは、「やりがいのある仕事は東京圏に多い」が 35.4%で最も高く、次いで「娯楽・レジャー・文化・芸術等に触れる機会が多い（30.8%）」となった。

<sup>16</sup> 三浦展・麗澤大学清水千弘研究室．『日本の地価が 3 分の 1 になる！』．光文社書．2.14.9.20.p51-52.

<sup>17</sup> 内閣府．「若年層における東京圏・地方圏移動に関する意識調査」．p4.p14.2024.09.13 閲覧  
[https://www.chisou.go.jp/sousei/pdf/jakunennsou\\_ishikityosa\\_hontai.pdf](https://www.chisou.go.jp/sousei/pdf/jakunennsou_ishikityosa_hontai.pdf)

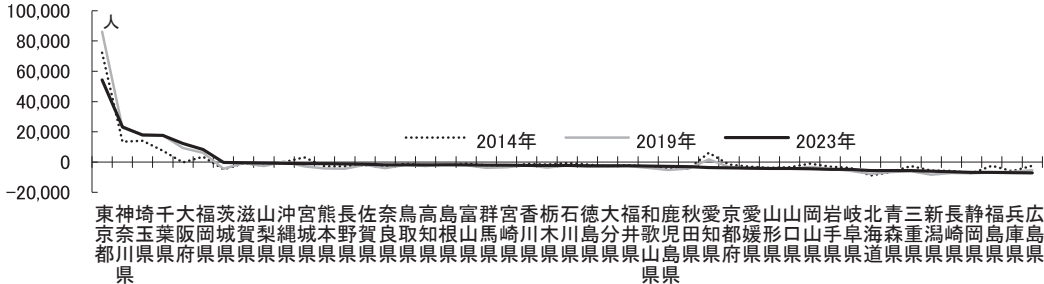


図 1.2014 年、2019 年、2023 年の都道府県別現役世代比率（各年 10 月 1 日現在）



資料）総務省「人口推計」をもとに筆者作成

図 2.2014 年、2019 年、2023 年の都道府県別転入超過数（各年 10 月 1 日現在）



資料）総務省「人口推計」をもとに筆者作成

これは、東京圏の持つ多様性や都市として魅力となる刺激が集積していることを示したといえる。同調査において地方圏から東京圏への転入超過の寄与度を示したが、最も高いのは就職（47.7%）となり、うち、男性が 28.5%、女性が 19.3% となった。

天野（2024）<sup>18</sup> は、若者に魅力的な雇用地であることを示す「若年雇用力」にて、東京圏が優位と指摘した。地方創生においては、若者を地方につなぎ止める雇用の創出が求められたが、若年層の流出に対し歯止めが利かない状況が示されたといえ、改めて地方創生において何をすべきかを問われる結果となった。

2.2.2. 人口増減と経済成長率

地方創生が始まった 2014 年度から本研究時点の都道府県民経済計算最新値の 2021 年度の人

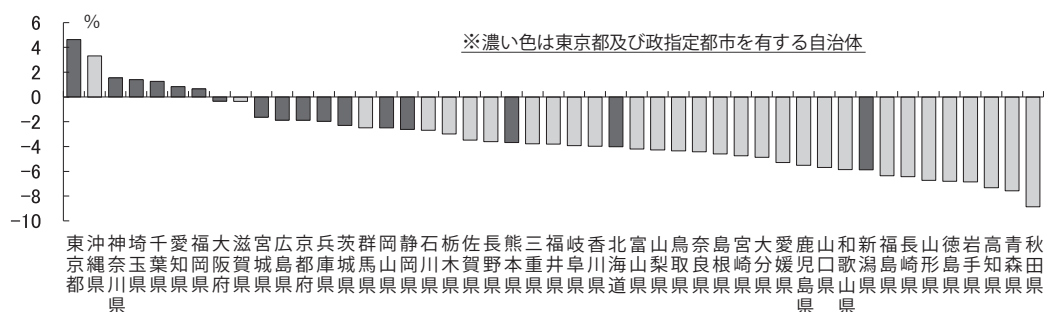
<sup>18</sup> 天野馨南子,「2023 年『日本人』社会増減・47 都道府県ランキング」, ニッセイ基礎研究所, 2024.3.11. p6.2024.10.2 閲覧. <https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=77847?site=nli>



東京都及び政令指定都市を有する自治体が上位となり、都市部と比較して地方の人口減少率が大きく変化したことが明らかとなった（図3、図4）。

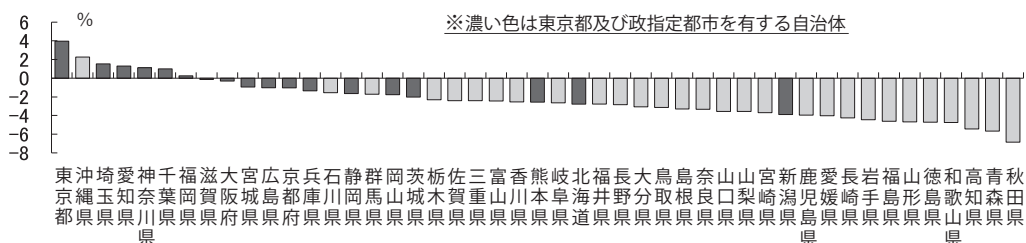
同時期の物価変動を除く実質経済成長率をみると、プラスになった自治体は多い（次頁図 5）。特に、上位の自治体に政令指定都市を有する自治体が少ない。2020 年度、2021 年度は新型コロナウイルス感染症（新型コロナ）の感染拡大期にあり、純粋に地方創生の成果ではなく、新型コロナ特有の需要や政府による支援があったことから地方創生の評価とは言い難いといえる。新型コロナ以前であり、地方創生第一期期間となる 2014 年度から 2019 年度までの都道府県の実質経済成長率の変化をみると、上位 10 自治体の中で、政令指定都市を有さない自治体が 8 団体となり、同期間に地方の自治体に経済的成長がみられたことが明らかとなった（次頁図 6）。

図 3.2014-2021 年度の都道府県別人口の変化率



資料)総務省「国勢調査」「人口推計」をもとに筆者作成

図 4.2014-2019 年度の都道府県別人口の変化率



資料) 総務省「国勢調査」「人口推計」をもとに筆者作成

[illegible]

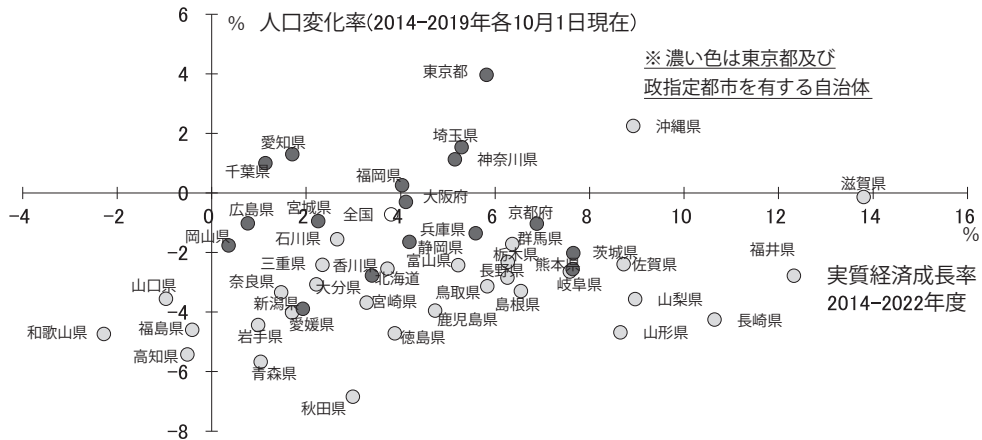
※濃い色は東京都及び政指定都市を有する自治体

自治体	割合 (%)
滋賀県	14.5
長崎県	12.5
沖縄県	11.0
佐賀県	9.0
茨城県	8.5
熊本市	7.5
岐阜県	7.5
京都府	6.5
兵庫県	6.0
奈良県	6.0
和歌山県	5.5
徳島県	5.5
香川県	5.5
愛媛県	5.0
高知県	4.5
福岡県	4.5
佐賀県	4.0
大分県	3.5
熊本県	3.0
鹿児島県	2.5
沖縄県	2.0
東京都	14.5
政指定都市	12.5
その他	11.0
その他	9.0
その他	8.5
その他	7.5
その他	7.5
その他	6.5
その他	6.0
その他	6.0
その他	5.5
その他	5.5
その他	5.5
その他	5.0
その他	4.5
その他	4.5
その他	4.0
その他	3.5
その他	3.0
その他	2.5
その他	2.0
その他	1.5
その他	1.0
その他	0.5
その他	0.0
その他	-0.5
その他	-1.0
その他	-1.5
その他	-2.0
その他	-2.5
その他	-3.0
その他	-3.5
その他	-4.0
その他	-4.5

資料) 内閣府「都道府県民経済計算」をもとに筆者作成

– 160 –

図 7.2014-2019 年度の人口増減率（縦軸）と都道府県別実質経済成長率（横軸）の比較



資料) 内閣府「都道府県民経済計算」、総務省「人口推計」をもとに筆者作成

### 2.2.3. 人口増減と課税所得

2014 年度と 2019 年度の全国 1,718 市町村（区は除く）の人口増減と課税所得の変化率を比較すると、人口増減と課税所得の変化に正の相関があり、人口が減少した市町村においても課税所得がプラスへ変化したことが明らかとなった（次頁図 8）。

地方創生においては、稼ぐ力が重視され、所得向上が重視されたが、次頁図 8 の結果からは所得増加が示されたものとなった。2014 年と 2019 年の勤労者世帯の 1 世帯当たり可処分所得、実収入、実支出の差をみると、多くの自治体で可処分所得が増加したことが明らかとなり、実支出を押さえた様子も明らかとなった（次頁図 9）。

これらの結果から、地方創生第一期に所得増加が進んだことが明らかとなったが、実感が伴わないとの印象もある。長内ら（2018）<sup>19</sup> は、実感なき消費回復について、マクロの雇用者所得は増加したが、1 人当たり賃金は伸びが物足りず、生産性向上と労働者への適切な分配が必要であったと示唆した。

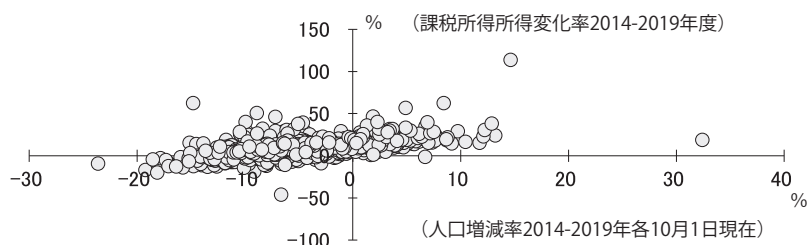
全国の実質賃金指数（年平均）の推移をみると、2015 年、2019 年に低下がみられる（次頁図 10）。2020 年以降は新型コロナの影響と考えられるが、地方創生第一期において、消費増税による景気下振れなど、同創生とは異なる要因の影響もあったと推察される。

<sup>19</sup> 長内智・竹山翠,「2019 年の消費増税の影響度と今後の課題」. 大和総研 2018.6.22.p6-13.2024.10.5 閲覧.

[https://www.dir.co.jp/report/research/economics/japan/20180622\\_020173.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/japan/20180622_020173.pdf)

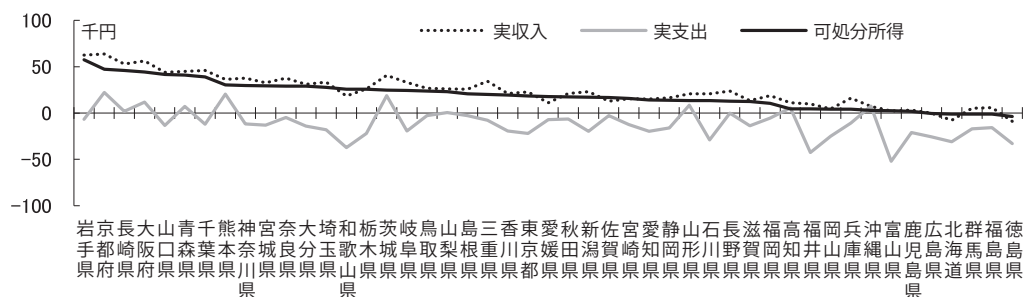
地域経済の変化からみた地方創生の検証

図 8.2014-2019 年度の人口増減率（縦軸）と全国市町村の課税所得変化率（横軸）の比較



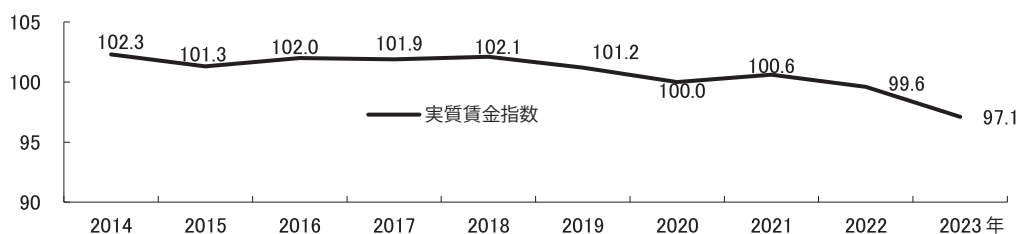
資料）総務省「市町村税課税状況等の調」「人口推計」をもとに筆者作成

図 9.2014-2019 年の 1 世帯当たり可処分所得、実収入、実支出額の変化



資料）総務省「全国家計構造調査」をもとに筆者作成

図 10.2014 年以降の全国の実質賃金統計指数の推移



資料）厚生労働省「毎月勤労統計調査」をもとに筆者作成

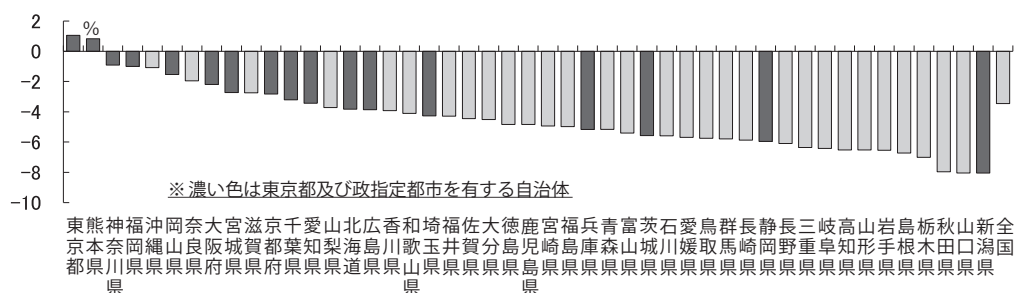
### 2.3. 事業所、企業、従業者数の変化

2015 年と 2021 年の都道府県別事業所数の変化率をみると、東京都、熊本県は 2015 年比で

ラスとなったものの、残る 45 自治体は全てマイナスとなった（図 11）。マイナス幅が少ない自治体の上位には政令指定都市を有する自治体が目立ち、新潟県、静岡県等の一部例外はあるが、政令指定都市を有しない自治体が多い。

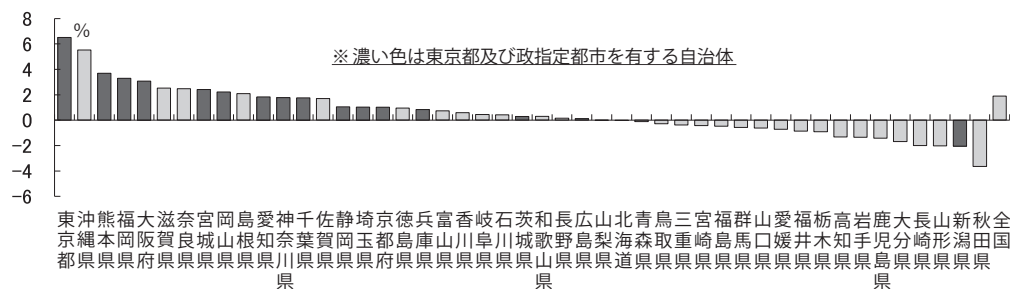
同期間の従業者数の変化においては、東京都が最も 2015 年比のプラス幅が大きく、次いで沖縄県となった(図 12)。従業者数においても、プラスとなった 27 自治体のうち 15 自治体(55.6%)が東京都及び政令指定都市を有する自治体となり、マイナスとなった 20 自治体のうち、18 自治体が政令指定都市を有しない自治体となった。このことから、都市部に雇用が集まる様子が明らかといえる。

図 11.2015-2021 年の都道府県別事業所数の変化率



資料) 総務省「令和3年経済センサス - 活動調査産業横断的集計」をもとに筆者作成

図 12.2015-2021 年の都道府県別従業者数の変化率



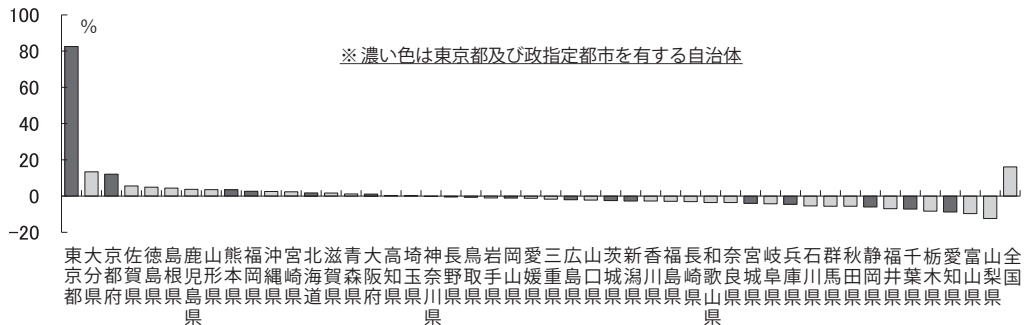
資料) 総務省「令和3年経済センサス - 活動調査産業横断的集計」をもとに筆者作成

2015 年以降の事業所数に占める新規事業所開設数の割合をみると、沖縄県が最も高く、次いで東京都となった（次頁図 13）。上位 10 自治体のうち、東京都及び政令指定都市を有する自治体以外は沖縄県、宮崎県、滋賀県の 3 自治体に止まり、都市部において新規開設が多いことが





図 15. 2015-2020 年の都道府県別純付加価値額の変化率



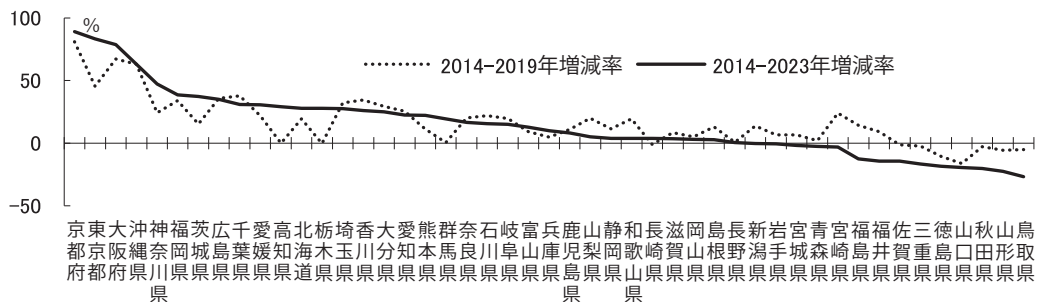
資料) 総務省「令和 3 年経済センサス - 活動調査産業横断的集計」をもとに筆者作成

## 2.4. 観光

2014 年と 2023 年の都道府県別の宿泊者数の変化率をみると、京都府がもっとも高く、次いで東京都、大阪府となった（図 16）。2023 年は新型コロナが 5 類感染症へと移行したことに加え、円安を背景とした訪日外国人の急増から、東京－京都－大阪等の国内のゴールデンルートに人気が集まったと推察される。

2014 年と 2019 年の変化においては、同ルート以外にも地方の自治体における増加幅が多く、地方創生における観光振興の効果が高かったと考えられる。地方創生第一期においては、地方観光が脚光を浴び、外貨獲得の有効手段として地域資源の観光への転用が進んだことも一因といえる。これらのことから、観光には地方創生の分かりやすい成果が多くみられる。

図 16. 2014 年 -2023 年、2014 年 -2019 年の都道府県別延べ宿泊者数の変化率



資料) 観光庁「宿泊旅行統計調査」をもとに筆者作成

## 2.5. 人口増減と自治体財政

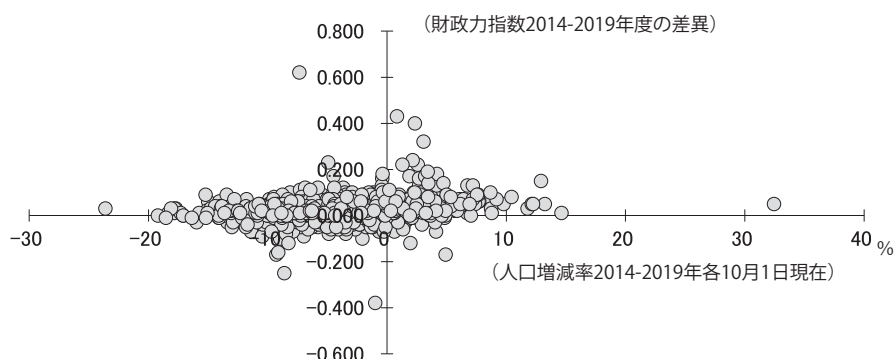
2014 年度から 2019 年度の人口の変化率と、財政の豊かさをみる財政力指数の差異（2019

## 地域経済の変化からみた地方創生の検証

年度－2014年度)をみると、2014年度の市町村平均は0.492であったが、2019年度は同0.512となった(図17)。人口減少したものの財政力指数が上昇した自治体は多い。財政力指数が高い程、自主財源比率が高いことから、財政的余裕が増えたといえるが、1.000を下回ることは国の支援が無ければ財政が維持できないことを示すものであり、国からの交付金頼みであることを示すことから、地方創生における地域の稼ぐ力にはまだ遠いことも事実である。

2014年度から2019年度の人口の変化率と、自治体財政構造の弾力性を表す経常収支比率の差異(2019年度－2014年度)をみると、人口減少の中、多くの自治体で比率が高まった(次頁図18)。同比率は毎年度経常的に発生する人件費や扶助費等に、地方税、地方交付税など経常的なものが充当されている比率であり、自治体の資金的余裕を図る指標である。浅野(2024)<sup>20</sup>は経常収支比率が高いほど財政構造の硬直化が進み、市区町村は75%を下回ることが望ましいと示唆した。次頁図18にて2014年度平均は88.1%であったが、2019年度は同91.0%となったことから、地方創生第一期の期間中において財政的余力が後退したことが明らかとなった。

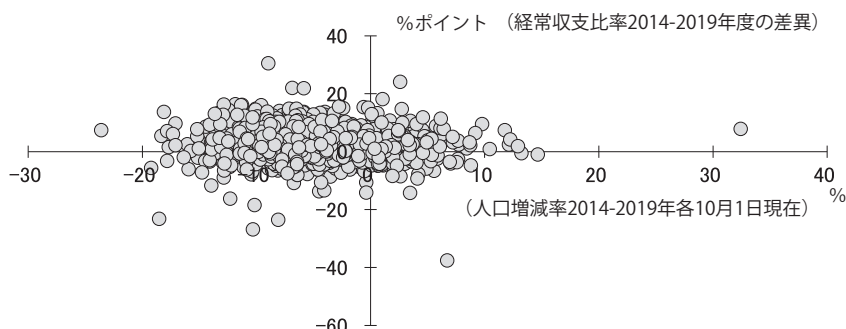
図17. 2014-2019年度の人口増減率(横軸)と全国市町村の財政力指数の変化(縦軸)の比較



資料) 総務省「人口推計」「市町村別決算調べ」をもとに筆者作成

<sup>20</sup> 浅野陽介,「数字で見る、自治体の力」.LIFULL HOME'S PRESS.2024.3.9.2024.10.1 閲覧.  
[https://www.homes.co.jp/cont/press/buy/buy\\_01644/](https://www.homes.co.jp/cont/press/buy/buy_01644/)

図 18. 2014-2019 年度の人口増減率(横軸)と全国市町村の経常収支の変化(縦軸)の比較



資料) 総務省「人口推計」「市町村別決算調べ」をもとに筆者作成

## 2.6. データからみた地方創生時期の評価

人口の変化、経済成長率、事業所数、従業者数等の経済活動、観光、財政から地方創生時期の変化をみたが、当初掲げた人口減対策が困難であることを改めて認識する結果となった。人口減少の中で実質経済成長率はプラスとなり、全国的に生産性が向上したことが明らかとなった。事業所・企業数等の変化からは、東京都及び政令指定都市を有する都市部の自治体と、他の自治体の差が明確であるが、上位の地方の自治体は地方創生の取組み効果があったと推察される。

観光においては、新型コロナ発生や円安を背景とした空前の訪日外国人増加前の 2014 年から 2019 年の変化をみると、地方自治体の増加が顕著であり、プラス効果が明らかといえる。自治体財政面においては、地方創生時期の財政力指数はわずかに向上したものの課題が多く、むしろ財政の硬直化がみられ、財政的余力が後退したといえる。これらのデータからみると、地方創生が当初目指したものが、人口、経済、財政のどの分野においても難しい取組みであったことを改めて認識するものとなった。

## 3.アントレプレナーシップと地方創生

### 3.1. 地方創生における新規開業傾向

地方創生においては、起業・新規創業等が脚光を浴びた。地方都市における創業ブームは加速した。その背景には、2014 年に施行された産業競争力強化法<sup>21</sup>にて地域の創業を加速させる創業支援事業実施指針が示されたこともある。中小企業庁<sup>22</sup>が示す開業・廃業率からは、2014 年

<sup>21</sup> 経済産業省.『『産業競争力強化』に向けて果敢な未来投資を後押し』.2024.10.11 閲覧.

[https://www.meti.go.jp/policy/economy/kyosoryoku\\_kyoka/index.html](https://www.meti.go.jp/policy/economy/kyosoryoku_kyoka/index.html)

<sup>22</sup> 中小企業庁.「中小企業白書 (HTML 版)」.2024.10.13 閲覧.

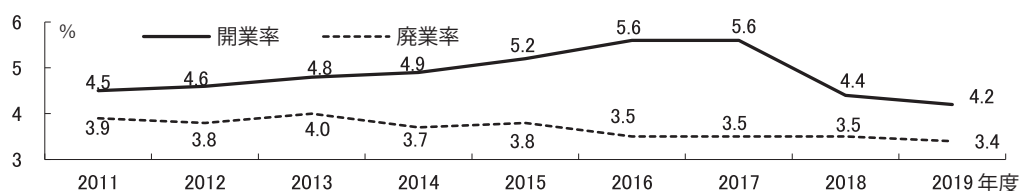
[https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/2021/shokibo/b1\\_2\\_3.html](https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/2021/shokibo/b1_2_3.html)

## 地域経済の変化からみた地方創生の検証

から 2016 年まで開業率が上昇し、2018 年に低下したことが明らかとなった（図 19）。

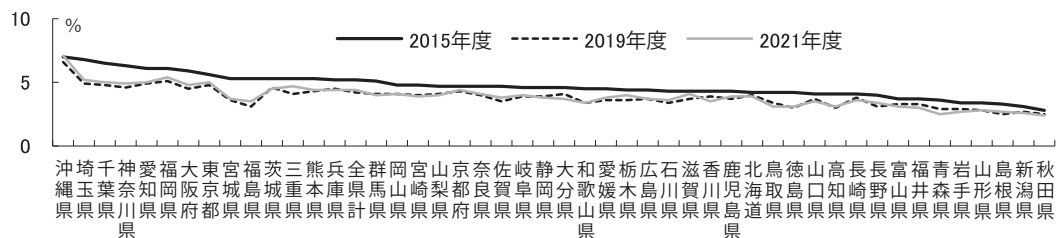
2015 年度、2019 年度、2021 年度の都道府県別開業率をみると、全ての年度において沖縄県が最も高いが、上位には都市部の自治体が多くみられた（図 20）。2015 年度の開業率は総じて高いが、2019 年度には全自治体が低下しており、地方創生当初の勢いが続かなかったと推察される。

図 19. 全国の開業率・廃業率の推移



資料) 中小企業庁「2021年版中小企業白書」をもとに筆者作成

図 20. 都道府県別開業率の推移



資料) 中小企業庁「2016年、2021年、2023年版中小企業白書」をもとに筆者作成

### 3.2. 地方創生に求められるアントレプレナーシップ

### 3.2.1. 求められる創生力

地方創生における成功事例は徳島県神山町<sup>23</sup>のICTベンチャー企業誘致や、福井県鯖江市<sup>24</sup>の総合戦略「めがねのまち さばえ」が挙げられる。これら成功の共通する要因は、地域の強みを活かしつつ、新しい産業や人口の流入を促進し、持続的な地域活性化モデルを構築したこととい

23 井上猛雄,「徳島県神山町はいかにして『地方創生の聖地』になったのか(神山町サテライトオフィスレポート)」,2024.10.13. 閲覧: <https://wirelesswire.jp/2019/10/72412/>

<sup>24</sup> 自治体通信 ONLINE,「地方創生のリアルな現状！地域活性化事業の成功例・失敗例を紹介【自治体事例の教科書】」,2022.1.18.2024.10.15 閲覧.  
<https://www.jt-tsushin.jp/articles/service/casestudy/tiiki-kasseika>

える。地域の強みに異なる視点を付加することで新しい事業を創造したといえる。まさに、アントレプレナーシップ的発想が起点となった地方創生といえる。

一方、地方創生には過去の失敗を十分活かすことができず、失敗した時点と同様の施策が繰り返される前例踏襲的な事業が多い傾向もみられる。青森県<sup>25</sup>の「アウガビル」プロジェクトはその典型例といえ、人口減少を背景にしたコンパクトシティ推進を目的としたものの、経営不振に陥り、目指した地域活性化効果が達成できなかった事例といえる。失敗の要因には経済や社会の変化に伴う消費行動やトレンドの変化に対する認識が不足したことにあると考えられる。

地方創生で成功事例も多い観光分野においても、「観光イベント」「特産品開発」「ブランド化」で多くの地域で類似した取組みがみられ、新鮮味に欠けるものもあった。以前から進められてきた地域の特産品や歴史的資源を使ったプロジェクトの原資が、地方創生交付金に代わっただけとなり、短期的成果を優先する余りに長期的な視点が欠け、持続的な成功には至らないケースなども散見される。これらのことから、地方創生の取組みにおいては、アントレプレナーとしての創生力が求められるといえる。

### 3.2.2. 地方創生に求められる経営的視点

地方創生においては、地域や行政の経営的視点も重要と考えられる。単なる短期的な利益や一時的な支援に頼るのではなく、地域の長期的な発展に向けた視野と戦略的な事業構築力が必要である。そのためには、地域活性化事業に持続性を持たせたビジネスモデルを構築することが必要である。これは交付金や補助金に依存するのではなく、地域の強みを活かした収益を生み出し、将来的に自走できる仕組みを作ることが求められる。加えて、新しい技術やビジネス手法の導入も必要である。地方におけるデジタル化や ICT の活用を進め、デジタルノマド等の新しい働き方を支援する取り組みも必要である。これにより、地方の人口流出を防ぐ一方、新たな産業が創出するきっかけにすることが理想と言える。

## 4. 地方創生 2.0 時代を考察する

石破茂総理大臣（2024）<sup>26</sup>は、就任演説にて地域の多様なステークホルダーが知恵を出し合い、地域の可能性を最大限に引き出し、地方に雇用と所得を、都市に安全を生み出す「地方創生 2.0」の実施を宣言した。2014 年の地方創生当初と目指す方向は同じであるが、地方創生の交付金を当初予算ベースで倍増することを目指すとした。地方創生の失敗の多くは、地方創生交付金の交

<sup>25</sup> 今泉 賢,「縮小時代の地方創生策と人間中心のまちづくり」香川大学経済政策研究 第 14 号（通巻第 15 号）2018 .3.p151. 2024.10.15 閲覧.<a href="https://www.ec.kagawa-u.ac.jp/m/~tetsuta/jeps/nol4/imaizumi.pdf">https://www.ec.kagawa-u.ac.jp/m/~tetsuta/jeps/nol4/imaizumi.pdf</a>

<sup>26</sup> 首相官邸,「第二百十四回国会における石破内閣総理大臣所信表明演説」2014.10.4,2024.10.15 閲覧.<a href="https://www.kantei.go.jp/jp/102\_ishiba/statement/2024/1004shoshinhoyomei.html">https://www.kantei.go.jp/jp/102\_ishiba/statement/2024/1004shoshinhoyomei.html</a>

## 地域経済の変化からみた地方創生の検証

付条件の解釈に注力し、補助金獲得が目的化する自治体が目立ったことにある。国の枠組みに沿って全国の自治体が策定した地方版総合戦略も、全国で類似する地方創生が発生した要因となった。このことから、従来型スキーム踏襲の限界が明らかになったともいえ、本研究で定義したイノベーション的な地方創生とは異なるものになったこと自体が失敗だったといえる。

地方創生 2.0 に求められる地方のあるべき姿とは、国主導の一律的な自治体支援や自治体における前例踏襲型の制度設計ではなく、アントレプレナーシップに富んだ地域人材や、地方行政による地域の経済的成長と所得増加である。この 10 年間で先進事例視察や専門家派遣によって刺激を得た自治体は多い。しかし、地方における人材の確保や育成には既に課題が山積している。次の 10 年は少子化及び少子高齢化が加速し、人材不足がさらに深刻になると考えられる。地方創生 2.0 においては、自治体の持続的な成長につながるための変革の姿勢と、少人数でも地域課題に対処できる生産性の向上が求められる。松田（2018）<sup>27</sup> は地方創生の地方版総合戦略の目的は、政策効果により人口の減少幅を下振れさせ、地域住民が幸せな暮らしを維持できる環境を構築することと指摘した。地方創生 2.0 においても同様であるが、より難易度は高まったといえる。

## おわりに

本研究においては、地方創生 10 年目の成果を経済・財政面から分析した。加えて、地方創生を改めて定義し、アントレプレナーシップを用いた思考法や取組みが重要であることを示した。地方創生がきっかけで、地方が再評価された成果は大きいといえる。地方創生においては、多くの自治体が経済成長を実現したものの、実感が薄いものとなった。地方創生が始まった 2014 年と比較すると、石破総理大臣が推進する地方創生 2.0 を取り巻く環境は厳しさを増している。実感ある地方の経済成長が必要であり、地域を変革する創生力に富んだ取組みが求められる。

地方創生においては様々な研究が進められているが、筆者は今後も地方創生を重要なテーマとし、人口の経済・財政の変化から研究を継続する所存である。

最後に、執筆の推薦、ご指導をいただいた小林秀之先生及び SBI 大学院紀要編集委員会に厚く御礼申し上げます。

<sup>27</sup> 松田英嗣,『『地方創生』の着地点を見据えて ～『連携・選択・集中』と『共生型社会』』,日経月報 .2018.8.p34. 2024.10.18 閲覧 .[https://www.jeri.or.jp/wp-content/uploads/2023/01/center\\_2018\\_08\\_04.pdf](https://www.jeri.or.jp/wp-content/uploads/2023/01/center_2018_08_04.pdf)



# 中小企業の不正・不祥事とコーポレート・ガバナンス

## －企業内部と企業外部からのガバナンス強化による不正・不祥事の抑制－

経営管理研究科 27 期修了生

桑原 博一

### 【要約】

2015 年 6 月に制定された「コーポレートガバナンス・コード」は、上場企業を対象とした行動指針であり、日本企業の大半を占める非公開中小企業はこの指針の対象ではない。従って、如何にして非公開中小企業のガバナンス体制を強化していくかということが、日本の企業統治における未解決の課題である。

この課題を解決するためには、企業内部のガバナンスと企業外部（ステークホルダー）からのガバナンスを適切に組み合わせ、それぞれの機能を発揮させることが必要である。そして、内部ガバナンスの要となる経営者のコンプライアンス意識とマネジメント力の向上を図るための施策として、「コーポレートガバナンス・コード」と「上場会社における不祥事予防のプリンシプル」の改定及び非公開中小企業への適用拡大を提言する。

### 【キーワード】

コーポレート・ガバナンス、非公開中小企業、不正・不祥事、経営者のマネジメント力、メインバンク、ステークホルダー、経営者のインセンティブ

### 【目次】

1. はじめに
- 2 コーポレート・ガバナンス
  - 2.1 研究の目的
  - 2.2 コーポレートガバナンス・コードの課題
3. 非公開中小企業とコーポレート・ガバナンス
  - 3.1 非公開中小企業のガバナンス
  - 3.2 非公開中小企業の機関設計
  - 3.3 非公開中小企業経営者のガバナンス意識
4. 企業の不正・不祥事

## 中小企業の不正・不祥事とコーポレート・ガバナンス

- 4.1 不正・不祥事の類型
- 4.2 不正・不祥事の発生要因
- 4.3 不正・不祥事の影響
- 5. 不正・不祥事抑制のための対応策
- 5.1 非公開中小企業の内部ガバナンス
- 5.2 非公開中小企業の外部ガバナンス
- 6 おわりに

## 【図表目次】

図表 1：コンプライアンス違反倒産 違反類型別推移（年度）

## 【参考資料】

1. 非公開中小企業における「コーポレートガバナンス・コード」（基本原則改定案）
2. 非公開中小企業における「不祥事予防のプリンシプル」（改定案）

## 1. はじめに

これまでの金融機関や公的支援機関（中小企業活性化協議会<sup>1</sup>）での勤務経験において、中小企業の経営や事業の継続に深刻な影響を与える要因の一つが企業の不正・不祥事である。そして、このような問題が発生する中小企業（特に業績不振先）に共通する課題は、経営者のコーポレート・ガバナンスやマネジメント力に対する認識の低さである。

そこで、本論文では、企業内部及び外部からのガバナンス体制の向上策について考察を進め、非公開中小企業の不正・不祥事の抑制に向けた提言を行う。

## 2. コーポレート・ガバナンス

### 2.1 研究の目的

政府は、『日本再興戦略』改訂 2014－未来への挑戦－で掲げた日本産業再興プランに基づき、上場企業が遵守すべき原則として 2015 年に「コーポレートガバナンス・コード」を策定した。そして、同コードが定める基本原則への自律的な取り組みにより、持続的な企業価値の向上

---

<sup>1</sup> 中小企業活性化協議会は、国が 47 都道府県に設置した公正中立な公的支援機関、中小企業等の事業再生を支援。独立行政法人中小企業基盤整備機構 HP「中小企業活性化協議会による支援」

を企業に促している<sup>2</sup>。

また、上田 (2023) は、同コードへの対応により上場企業の「中長期的な企業価値向上への意識、株主およびステークホルダーの利益に対する配慮、透明性と説明責任、これらを可能とするマネジメント力の強化とモニタリング機能が向上した」と述べている<sup>3</sup>。しかし、同コードの運用には、非公開中小企業が適用対象ではないという課題がある。

その一方で、非公開中小企業の不正や不祥事の原因には、業績不振やガバナンス体制の不備に加え、経営者自身のコーポレート・ガバナンスに対する認識やマネジメント力不足などが深く関わっている。そこで本論文では、企業の内部ガバナンスや外部ガバナンスのほか、経営者のマネジメント力にも着目し、非公開中小企業の不正・不祥事の抑制に有効なガバナンス体制の構築について考察を行う。

## 2.2 コーポレートガバナンス・コードの課題

コーポレートガバナンス・コードは、2015 年の策定以降、コーポレート・ガバナンスの概念やリスクの変容などに伴い 2018 年と 2021 年の 2 回改訂されているが、非公開中小企業に同コードは適用されないことが、経営者のコーポレート・ガバナンスに対する認識の低さや、コンプライアンス意識の欠如を招く一因になっていると考えられる。

また、殆どの非公開中小企業は、同一人が株主と経営者を兼ねており、経営機関（株主総会・取締役等）の牽制・監視機能が正常に働かないケースが多い。従って、国内企業の大半を占める<sup>4</sup> 非公開中小企業のガバナンス向上を図るためには、如何にして経営者に法令遵守と利潤追求の両立を意識付けし、経営に対する適切なガバナンス体制を構築させていくかということが、不正・不祥事の抑制に向けた未解決の課題である。

そこで、非公開中小企業の内部ガバナンスと外部からのガバナンスの両面から、不正・不祥事の抑制策を検討し、「コーポレートガバナンス・コード」と後述する「上場会社における不祥事予防のプリンシプル」の活用について仮説を立て、その有効性について検証を進める。

<sup>2</sup> 首相官邸 HP 「『日本再興戦略』改訂 2014 - 未来への挑戦 -」, p.1-5, p.28-31.

<sup>3</sup> 上田亮子「大規模非公開会社のコーポレート・ガバナンス - 英国における取組みとわが国への示唆 -」, 金融・資本市場リサーチ, 通巻 12 号 [Kindle 版], 株式会社イノベーション・インテリジェンス研究所, (2023-11-17), p.146.

<sup>4</sup> 中小企業は、日本の全企業数の 99.7%、全従業者数の 68.8% (2016 年) を占める。中小企業庁「中小企業・小規模事業者の数 (2016 年 6 月時点) の集計結果, 都道府県・大都市別企業数、常用雇用者数、従業者数 (民営、非一次産業、2016 年)」, (2018-12-14 更新)  
全法人数のうち 2022 年 8 月末の株式会社は 2,612 千社で 91.2% を占める。国税庁長官官房企画課「令和 3 年度分会社標本調査 - 調査結果報告 - 税務統計から見た法人企業の実態」, (2023-3), p.11-14.  
また、2022 年 4 月 4 日現在の上場企業数は 3.8 千社。JPX 日本取引所グループ HP「上場会社数・上場株式数」過去分 (1990 年末～2023 年末), 上場会社数の推移, (2024-10-11 更新)

### 3. 非公開中小企業とコーポレート・ガバナンス

#### 3.1 非公開中小企業のガバナンス

近藤ら（2015）によると「上場会社以外の株式会社は、実際上は、定款でその発行する全部の株式を譲渡制限株式とする旨を定めている会社（非公開会社）であることが多い<sup>5</sup>」。

そして、所有と経営の分離（出資は株主、経営は取締役）という「この言葉は、機関の分化した株式会社の法制度上の特徴を指す<sup>6</sup>」。そこで、本章では、株式会社の経営機関について検討を進める。

経営機関とは、「法人の意思決定をし、あるいは法人の運営に携わる者<sup>7</sup>」を指しており、会社法で必ず設置が義務付けられている機関は、株主総会と取締役である。本来、「株式会社では出資者（株主）でない者が取締役ないし執行役として会社経営にあたるのが制度上可能<sup>8</sup>」であり、取締役とは異なる株主が、株主総会における議決権行使を通じて経営者（取締役）を監視する効果が期待できる。しかし、非公開中小企業は、上場企業に比べ株主の入れ替わりが少なく、経営者が支配株主を兼ねている場合、経営機関のガバナンス機能が正常に働かないケースも多い。そこで次節では、各種経営機関の構造上のメリットとデメリットを検証したうえで、非公開中小企業のコーポレート・ガバナンスの課題を検討する。

#### 3.2 非公開中小企業の機関設計

株式会社の経営機関について「会社法は、公開性（公開会社か否か）および規模（大会社か否か）を基準にした区分を設けている<sup>9</sup>」。そのため多くの中小企業は、非公開会社で非大会社に該当する機関設計パターンから、自社の実情を踏まえた機関設計を行っている。また、「中小企業の多くはより簡易な機関設計を採用するものが多い<sup>10</sup>」が故に、相応のコストをかけてまで会計監査人を設置するケースは少ないものと考えられる。従って、株主総会、取締役、会計参与、監査役による3つ機関設計について検討する。

##### （1）株主総会＋取締役

この組み合わせは、経営者自身が取締役を兼務する機関設計である。株主総会は、取締役会を設置している場合を除き会社の一切の事項を決議できるため（会社法 295 条 1 項・2 項）、迅速

<sup>5</sup> 近藤光男，柴田和史，野田博，ポイントレクチャー会社法 第2版，株式会社有斐閣，（2015-4-10 第2版第1刷），p.419.

<sup>6</sup> 伊藤靖史，大杉謙一，田中亘，松井秀征，会社法 第5版，株式会社有斐閣，（2022-1-20，第5版第3刷），p.132-133.

<sup>7</sup> 再掲 会社法 第5版，株式会社有斐閣，p.132.

<sup>8</sup> 再掲 会社法 第5版，株式会社有斐閣，p.132.

<sup>9</sup> 再掲 ポイントレクチャー会社法 第2版，株式会社有斐閣，p.162.

<sup>10</sup> 再掲 会社法 第5版，株式会社有斐閣，p.134.

な意思決定や小回りの効く経営を実現できる。

一方で、支配株主が経営者を兼ねている場合、経営者への監視機能が極めて脆弱であり株主総会の牽制・監視も実質的に機能しない<sup>11</sup>。

## (2) 株主総会＋取締役＋監査役

この組み合わせは「取締役（会計参与設置会社では取締役及び会計参与）の職務執行を監査する（381 条 1 項）<sup>12</sup>」監査役を設置し、社内ガバナンスの強化を図る機関設計である。対外的な信用度の向上が期待できる反面、監査役は株主総会の決議で選任されるため（会社法 329 条 1 項）、経営者に対する牽制・監視は実質的に機能しない可能性がある。

## (3) 株主総会＋取締役＋会計参与

この組み合わせは、公認会計士または税理士等の資格を有する者が就任することができ（会社法 333 条 1 項）、取締役と共同し計算書類等の作成を行う会計参与を設置する機関設計である（会社法 374 条 1 項）。「会計参与は、株式会社の計算書類の適正さを確保することを企図した会社の機関であり、すべての株式会社において任意に設置することができる（326 条 2 項）<sup>13</sup>」。また、既に顧問契約を結んでいる税理士を会計参与に選任することも可能である<sup>14</sup>。

一方で、会計参与も株主総会の決議で選任されるため（会社法 329 条 1 項）、経営者に対する牽制・監視は、取締役や監査役と同様に実質的に機能しない可能性がある。

## 3.3 非公開中小企業経営者のガバナンス意識

前節で、非公開中小企業の 3 つの機関設計について検証したが、いずれの機関設計についても「所有と経営の一致」がコーポレート・ガバナンス上の課題であり、経営者のガバナンス意識に大きな影響を与えている。

非公開中小企業では、同一人が支配株主と経営者を兼ね、議決権・経営権を保持しているケースが多い。その一方でこの経営形態は、経営者に対する監視機能が脆弱で、経営者のガバナンス意識の低下や不正・不祥事の発生に繋がるケースも少なくない。そこで、株式の非公開化が経営者のガバナンス意識に与える影響を検証する。

大崎（2005）は、株式を非公開とすることの理由について、裁量の幅が広い自由度の高い経営の実現、上場（維持）コストの抑制に加え、敵対的な買取りリスクも低減できると指摘してい

<sup>11</sup> 取締役、会計参与及び監査役は、株主総会の決議で選任される（会社法第 329 条 1 項）。

<sup>12</sup> 再掲 会社法 第 5 版，株式会社有斐閣，p.196-197。

<sup>13</sup> 再掲 ポイントレクチャー会社法 第 2 版，株式会社有斐閣，p.169-170。

<sup>14</sup> 日本税理士会連合会 HP「会計参与制度，会計参与の資格者は」

## 中小企業の不正・不祥事とコーポレート・ガバナンス

る<sup>15</sup>。

一方で、大崎（2005）によれば、上場審査をクリアした企業は、社内のガバナンス体制が整備されていると評価され知名度や資金調達力の向上等が期待できる<sup>16</sup>。しかし、大半の日本の株式会社は、非公開という会社形態を選択している。では、多くの非公開中小企業の経営者は、株式を公開しない経営のどこにメリットを見出しているのでしょうか、この点について企業の社会的信用度と資金調達の面から検証する。

まず、企業の社会的信用度からみると、国内外の広範な商圏で事業を展開する企業にとっては、上場による知名度や社会的信用度の向上は極めて有効である。しかし、商圏が一定の地域に限られる中小企業は、敢えて上場をしなくても、一定の商圏における知名度の向上や社会的信用の構築は不断の企業努力により可能であると考えられる。また、資金調達については、上場企業より事業規模が小さい中小企業は、直接金融よりも間接金融で調達する方が、調達コストは低く抑えられる。従って、非公開中小企業は、上場することにメリットを見出しにくいということになる。

以上を踏まえると、安定した経営権の維持と経営の自由度の確保が、経営者の求めるメリットであり、所有と経営の一致という経営形態が、万能の権限を持つ経営者（支配株主）が株主総会を支配する体制を可能にしている。その一方で、この経営形態は、経営者にコーポレート・ガバナンスやコンプライアンス軽視の姿勢を誘発し、不正や不祥事を招く要因の一つになっているものと考えられる。

## 4. 企業の不正・不祥事

### 4.1 不正・不祥事の類型

企業の不正・不祥事について日本公認会計士協会監査基準委員会は、不正を「不当又は違法な利益を得るために他者を欺く行為を伴う、経営者、取締役、監査役等、従業員又は第三者による意図的な行為をいう<sup>17</sup>」と定義している。また、李（2018）は、企業不祥事の定義を「“社会規範”を判断基準として、企業（経営者・管理者・従業員等）が引き起こした企業自体（企業・従業員）〈企業内部〉にのみならず、その利害関係（会社・取引先等）〈企業外部〉にも悪影響を与える事件・事故<sup>18</sup>」と述べている。

一方で、渡辺（2021）は、意図的か意図的でないかという基準で分類し、意図的に行った不正としては、不正会計、会社資産の不正流用（横領等）、などを挙げ、意図的な不正ではない不

<sup>15</sup> 大崎貞和「『非公開化』の意義と問題点」, 野村資本市場研究所, 資本市場クォーターリー 2005 年秋号, (2005), p.92-93.

<sup>16</sup> 再掲 「『非公開化』の意義と問題点」, 野村資本市場研究所, 資本市場クォーターリー 2005 年秋号, (2005), p.92-93.

<sup>17</sup> 日本公認会計士協会監査基準委員会「監査基準委員会報告書 240 財務諸表監査における不正」（報告書：第 40 号）, (2019-06-12 改正), p.3.

<sup>18</sup> 李少燕「企業不祥事と CSR」, 福岡大学商学論叢, 62 巻, 4 号, (2018-03-21), p.501.



祥事としては、財務報告や開示の誤謬、多額の不良債権の発生、などを挙げている<sup>19</sup>。なお、会社資産の不正流用は、行為を隠蔽するため結果的に粉飾に繋がるケースが多い。次に、青木（2016）は、不正・不祥事を意図的・事後的（意図しないもの）という基準で分類し、意図的な不正行為として、粉飾決算、法令違反、などを挙げ、事後的な不祥事としては、製品不具合、モラルハザード、などを挙げている<sup>20</sup>。

なお、株式会社帝国データバンクの調査結果（図表 1：コンプライアンス違反倒産・違反類型別推移（年度））によれば、意図的な不正のなかでも粉飾と資金流失や横領などの資金使途不正による倒産件数が全体の 47.0% を占めている。

図表 1

コンプライアンス違反倒産・違反類型別推移（年度）

（件）

類型（件数）	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	合計	割合
粉飾	52	88	85	79	72	73	78	57	55	62	701	29.9%
業法違反	33	63	75	57	53	23	31	23	42	61	461	19.7%
資金使途不正	22	15	67	41	33	59	29	26	39	69	400	17.1%
雇用	16	0	14	7	3	13	12	20	13	17	115	4.9%
不正受給	17	13	18	6	10	7	9	9	6	12	107	4.6%
偽装	6	7	7	1	1	0	4	3	2	6	37	1.6%
その他	63	33	23	59	59	58	62	44	47	73	521	22.2%
合計	209	219	289	250	231	233	225	182	204	300	2,342	

資料：株式会社帝国データバンク「コンプライアンス違反企業の倒産動向調査」（2013-2022 年度）、左記資料を参考に筆者作成

## 4.2 不正・不祥事の発生要因

次に、不正・不祥事の発生要因をみると、意図的な不正ではない場合は、経営者や従業員の過失や知識不足などが主な要因である。一方、日本公認会計士協会（2022）によれば、意図的に行った会計不正の場合、経営者は業績を良く見せたい、資金調達を維持したいなどの様々なプレッシャーや動機から、金融機関などの財務諸表の利用者を欺くために利益調整を行ったり、損失の発生等を隠蔽したりするケースもある。また、経営者や従業員が会社資産を私的に流用したり<sup>21</sup>、調達した資金を目的外の使途に利用したりする事例もある。

これまでの業務経験から、これらの不正・不祥事の発生は、経営者の管理能力やマネジメント

<sup>19</sup> 一般社団法人 GBL 研究所。理事渡辺樹一「第 1 回企業不祥事の分類と件数の推移」, BUSINESS LAWYERS, (2021-06-17 更新)

<sup>20</sup> 青木英孝「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 巻, (2016-06), p.69-70.

<sup>21</sup> 日本公認会計士協会「上場会社等における会計不正の動向（2022 年版）」, 経営研究調査会研究資料, 第 9 号, p.15-16.

## 中小企業の不正・不祥事とコーポレート・ガバナンス

力の低さ、経営者自身のガバナンス及びコンプライアンスに対する認識不足など、自己規律の弱さが起因しているケースが多いと考えている。また、株主と経営を委任されている経営者が分離している場合は、経営者に対する株主の牽制・監視機能は正常に作用することが期待できるが、所有と経営が一致している場合この機能は殆ど働かない。また、非公開中小企業の経営者は、言わば万能の権限を持つ支配株主であり、他の取締役や株主にアクティビスト（物言う株主）のような監督権や強制権の行使を期待することは実質的に困難である。

### 4.3 不正・不祥事の影響

不正・不祥事は、一旦発生すると事業への影響や経営者の責任問題は避けられず、取引先や従業員はもとより他のステークホルダーや地域経済にも深刻な影響を与える。そこで、意図的な不正の事例として、株式会社プロデュースの会計不正を、意図的ではない不祥事の実例として、株式会社スノーピークの社長辞任について、企業に与える影響などを検証する。

#### (1) 株式会社プロデュース

株式会社プロデュースは、新潟県長岡市に本社を置いていた電子部品製造装置の開発・製造を行っていた会社で 2005 年 12 月にジャスダックに上場した。しかし、証券取引等監視委員会の調査<sup>22</sup>で、当社は上場直前期の決算から売上と利益の嵩上げを行っていたことが発覚した。この事例の特異な点は、粉飾を主導したのが代表取締役と専務取締役であること、更に当社の公認会計士も架空循環取引を指導・指南し、粉飾に積極的に関与していたという点である。当社は 2008 年 10 月に上場廃止となり、優良企業と思われていた会社が一気に破綻した事例である。

#### (2) 株式会社スノーピーク

株式会社スノーピークは、新潟県三条市に本社を置くアウトドア用品の開発を主力とする企業である。本事例は、2022 年 9 月 21 日の適時開示情報<sup>23</sup>で、当時の代表取締役社長が既婚男性との交際及び妊娠を理由に当社並びにグループ会社の取締役を辞任する旨を発表したことで明るみになった。この事例の特徴は、上場企業が自社のスキャンダルを自ら公表したこと、そして発表した不祥事は経営者の個人的なモラルハザードの問題という点である。

この 2 つの事例は、不正・不祥事の原因や発覚後の対応、経営責任の取り方などに大きな違いがあるものの、どちらのケースも代表者が辞任に追い込まれ経営の根幹を大きく揺るがす結果を招いている。

<sup>22</sup> 証券取引等監視委員会「告発の現場から⑥－生きた会社の隠れた粉飾の摘発－」

<sup>23</sup> 株式会社スノーピーク適時開示情報「代表取締役社長執行役員山井梨沙の辞任と代表取締役社長執行役員の交代について」(2022-09-21)

※当社は、MBO や TOB を経て 2024 年 7 月に上場廃止となった

## 5. 不正・不祥事抑制のための対応策

### 5.1 非公開中小企業の内部ガバナンス

企業の内部ガバナンスの変化について、岡部（2008）は、社外取締役の登用や執行役員制度等に加え、経営者に経営の効率化を促すインセンティブとしてストックオプション制度等の導入が進んできたことを指摘している<sup>24</sup>。

しかし、非公開中小企業の場合これらの施策は、次の理由から経営者の行動を規律し、経営の効率化等に向けたインセンティブとしてモチベーションアップを促すことは難しいと考えている。

第 1 に、所有と経営の一致がもたらす経営と監視機能の非分離、第 2 に、株主総会を実質的に支配している経営者の人事権掌握、第 3 が、ストックオプション制度や業績連動型報酬制度などに対する経営者の欲求の低さである。従って、非公開中小企業の内部ガバナンスの向上は、経営者のコンプライアンス意識（道德観・倫理観）や自己規律に加え、マネジメント力に頼らざるを得ないと考えている。

そこで、経営者のコンプライアンス意識の向上と不正・不祥事の発生を抑制するための行動指針として、「コーポレートガバナンス・コード」と日本取引所自主規制法人が 2018 年 3 月に制定した「上場会社における不祥事予防のプリンシプル<sup>25</sup>」の改定及び非公開中小企業への適用拡大を提言したい。

このプリンシプルは、コーポレートガバナンス・コードと同様に上場企業を対象にしているが、非公開中小企業を適用範囲に加えることで、経営者にコンプライアンス意識の向上を意識付けることができると考える。そして、このプリンシプルの 6 つの原則のうち現場と経営陣の間の「双方向のコミュニケーション」は、経営者のマネジメント力に大きく関わる原則であると考えている。

### 5.2 非公開中小企業の外部ガバナンス

非公開中小企業の外部ガバナンスについては、メインバンク制度と公的支援機関、ステークホルダーの 2 つについて検討する。上場企業に対しては、証券取引等監視委員会やアクティビティストなど、外部からの強い監視システムが機能しているが、非公開中小企業の経営者には、次の 2 つの理由からこのような強い監視機能は働かないと考えている。

第 1 は、非公開中小企業に対しては、証券取引等監視委員会のように法的な強制力を持つ監視

<sup>24</sup> 岡部光明「日本におけるコーポレート・ガバナンスーその特徴、変遷、今後の課題ー」, 国際学研究, 34 号, (2008-10), p.44.

<sup>25</sup> JPX 日本取引所グループ HP. 日本取引所自主規制法人「上場会社における不祥事予防のプリンシプル」, (2019-11-07 更新)

## 中小企業の不正・不祥事とコーポレート・ガバナンス

機関が存在しない<sup>26</sup>。

第2は、非公開中小企業には、アクティビティストのように強い発言力を持つ株主や取締役が存在しないことが多い。

従って、非公開中小企業に対する外部ガバナンスとしては、企業に影響力のあるメインバンクや公的支援機関、ステークホルダー（取引先や地域社会・行政機関）による規律付けが有効であると考えられる。

### （1）メインバンク制度と公的支援機関

メインバンク制度とは、間接金融を通じた金融機関の外部ガバナンス機能である。藤野(2017)によれば、担保で保全が図られているメインバンクは、企業から開示される財務情報を通じてモニタリングを行いながら融資取引を行う。しかし、一旦、経営が悪化すると、出向者を派遣するなどして、積極的に経営に介入するようになる<sup>27</sup>。「このように、資金供給先の経営状態に応じてモニタリングや介入の強度を変えるガバナンスを『状態依存型ガバナンス (contingent governance)』<sup>28</sup>という。そして、藤野(2017)は、バブル崩壊に伴う株価や不動産価格の大幅な下落、企業の銀行依存度の低下などが、同制度の機能低下を招いたと述べている<sup>29</sup>。

しかし、非公開中小企業に対しては、次の理由からメインバンク制度は今後も一定の監視機能が発揮できるものと考えている。

1つ目は、中小企業は間接金融への依存度が高いことである。特に地方においては、資金調達方法も地銀や信金などを中心とした間接金融によるものが多い。

2つ目は、金融機関が中小企業のガバナンス体制の構築に向けた支援を強化していることである。多くの金融機関は、認定経営革新等支援機関<sup>30</sup>として、中小企業のガバナンス体制整備への支援を強化している<sup>31</sup>。

また、中小企業活性化協議会は、公正中立な第三者機関として中小企業のガバナンス体制構築に向けた支援のほか、経営改善計画の策定に伴う一定期間のモニタリングを実施しており、メイ

<sup>26</sup> 証券取引等監視委員会 HP「証券取引等監視委員会パンフレット」, p.1-15.

<sup>27</sup> 藤野洋「コーポレートガバナンスと中小企業－中小企業の生産性向上を促す「攻めのガバナンス」－」, 商工金融, 67 巻, 12 号, No793, (2017-12), p.41.

<sup>28</sup> 再掲 「コーポレートガバナンスと中小企業－中小企業の生産性向上を促す「攻めのガバナンス」－」, 商工金融, 67 巻, 12 号, No793, p.41.

<sup>29</sup> 再掲 「コーポレートガバナンスと中小企業－中小企業の生産性向上を促す「攻めのガバナンス」－」, 商工金融, 67 巻, 12 号, No793, p.41.

<sup>30</sup> 認定経営革新等支援機関とは、税務、金融及び企業財務に関する専門的知識や支援に係る実務経験が一定レベル以上の個人、法人、中小企業支援機関等。中小企業に対する専門性の高い支援を行うことを目的としている。中小企業庁 HP「認定経営革新等支援機関」

<sup>31</sup> ガバナンス体制の整備とは①経営の透明性確保、②法人個人の分離、③財務基盤の強化の3つ。経済産業省 中小企業庁 ミラサポ plus「「経営者保証」ご存じですか？経営者保証に関する支援策等, (4) ガバナンス体制の整備支援, ガバナンス体制の整備支援における広報チラシ」, (2024-08-09 更新)

ンバンク制度を補完し、外部ガバナンスの一端を担う機能を期待できるものとする。

## (2) ステークホルダー

ステークホルダーとは、「消費者（顧客）、従業員、株主、債権者、仕入先、得意先、地域社会、行政機関など、企業を取り巻くあらゆる利害関係者をさす<sup>32</sup>」。これらのステークホルダーのうち、従業員や内部昇進の役員、社内株主などに、経営者に対する強い監視機能を期待できないのは前述のとおりである。そこで、本項では、企業の外部から影響を与える仕入先などのサプライヤーと地域社会や行政機関の持つガバナンス機能について検証する。

企業にとって商品や原材料などを供給するサプライヤーは、事業継続上重要なステークホルダーである。サプライヤーは、売上債権の回収リスクを低減するため、販売枠の設定や保証・担保を企業に求めることがあり、定期的に計算書類等の提出を求めるケースもある。このようなサプライヤーからの規律付けは、経営者に対して経営の健全化やガバナンス体制の構築を強く促すことに繋がっている。その一方で、メインバンクのようなハンズオンの関与は難しく、経営状態の把握は企業が提出する計算書類等に頼らざるを得ず、情報の非対称性は避けられない。また、サプライヤーとの取引を維持するために、自社の経営状態を実際よりも良く見せようとする動機が経営者に働く可能性も否定できない。

次に、地域社会や行政機関による規律付けについて検証する。企業は、事業活動を通じて地域社会の経済的構造に組み込まれており、地域を構成する存在であると言える。従って、小島（2019）が指摘するように、企業が、地域社会の中で自らの社会的責任を果たしていくためには、ルールや規範を順守し、利益の還元などを通じて地域経済のために貢献する行動や姿勢が求められる<sup>33</sup>。

また、藤野（2017）は、「地域社会を代理して公的機関が地域の中小企業の発展を支援することが正当化される余地がある<sup>34</sup>」と述べており、公的機関には、許認可の付与や監督権の行使などを通じて、一定のモニタリング機能の発揮が期待されている<sup>35</sup>。しかし、行政機関の規律付けは、その対象が管轄する事業や許認可に関連する企業に限定されるうえ、地域社会や公的機関が特定の私企業のガバナンスに関与することは現実的ではない。また、許認可を得るために虚偽の申請をしたり、経営状態を偽って報告したりするなどのリスクを完全に排除することは難しい。

以上から、ステークホルダーが、効果的な外部ガバナンス機能を発揮するためには、提出され

<sup>32</sup> 野村證券株式会社、証券用語解説集「ステークホルダー」

<sup>33</sup> 小島大徳「コーポレート・ガバナンスと企業の社会的責任」、神奈川大学国際経営論集、58号、(2019-12)、p.49-50.

<sup>34</sup> 再掲 「コーポレートガバナンスと中小企業－中小企業の生産性向上を促す「攻めのガバナンス」－」、商工金融、67巻、12号、No793、p.56.

<sup>35</sup> 株式会社日本 M&A センター「ステークホルダーとは？意味や使い方、種類を分かりやすく解説」、(2024-09-26 更新)

注：本論文は修士論文を一部抜粋・改変したものである。



## 中小企業の不正・不祥事とコーポレート・ガバナンス

る計算書類や申請書類に対する検証力・分析力の底上げを図ること、定期的なモニタリングによる監視と規律付けを継続していくことが必要であると考ええる。

## 6. おわりに

本論文では、非公開中小企業に特化して、企業の内部及び外部からのガバナンス体制構築による不正・不祥事の抑制策について研究した。まず、企業の内部ガバナンス向上策として、「コーポレートガバナンス・コード」と「上場会社における不祥事予防のプリンシプル」の改定及び非公開中小企業への適用拡大を提言した。次に、外部ガバナンスとして、メインバンクや公的支援機関、サプライヤー、行政機関等の関与の有効性について検証した。

所有と経営が一致した非公開中小企業は、経営者に対する内部の牽制・監視機能が正常に働かないケースが多く、企業外部からのガバナンスを適切に機能させていくことが必要である。しかし、外部からのガバナンスによる不正・不祥事の抑制には限界があるのも前述のとおりである。従って、非公開中小企業に於いては、内部ガバナンスの強化が重要であり、経営者の自律的なマネジメント力向上への取り組みと併せて、その取り組みを支援するための各種支援策や政策を検討していくことが今後の研究課題であると考えている。

最後に本論文の作成にあたり、指導教官のSBI大学院大学経営管理研究科教授上田先生には終始適切なご指導、ご助言を賜りました。ここに感謝の意を表します。

### 【参考資料】

1. 非公開中小企業における「コーポレートガバナンス・コード」（基本原則改定案）  
（修正箇所：太字記載）

### （1）コーポレートガバナンス・コードについて

#### 【改定案】

コーポレートガバナンス・コードについて

本コードにおいて、「コーポレート・ガバナンス」とは、会社が、顧客・取引先・従業員・株主・金融機関・地域社会・行政機関・公的機関などの様々なステークホルダーと協働し、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組みを意味する。

本コードは、実効的なコーポレート・ガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたものであり、これらが適切に実践されることは、それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、顧客・取引先・従業員・株主・金融機関・地域社会・行政機関・公的機関、さらには広く地域・社会全体の発展にも寄与するものと考えられる。



## (2) 基本原則

### 基本原則 1

#### 【改定案】

#### 基本原則 1 様々なステークホルダーとの適切な協働

非公開中小企業は、広く地域・社会の一員として、顧客・取引先・従業員・株主・金融機関・地域社会・行政機関・公的機関などをはじめとする様々なステークホルダーと適切に協働し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出や向上に努めるべきである。

非公開中小企業は、地域・社会の経済的構造に組み込まれていることを十分に意識したうえで法令や規範を遵守し、事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に努めるべきである。

非公開中小企業は、地域・社会を構成する存在として、適切な事業活動に努めるとともに、利潤の還元などを通じてこれらのステークホルダーとの共栄を図るべきである。

#### [考え方]

本改定案では、

- ・多くの非公開中小企業では、万能の権限を持つ経営者が、支配株主として株主総会と会社の経営権を掌握していること（所有と経営の一致）。
- ・非公開中小企業の外部ガバナンスにおいては、株主以外のステークホルダー（金融機関・公的支援機関・地域社会・行政機関など）の役割が重要であること。
- ・非公開中小企業は、企業数や雇用面において、地域・社会を構成する存在として株主も含む様々なステークホルダーとの共栄を目指すべきであること。

という視点から、現行の基本原則 1 と 2 を統合し、新たな基本原則 1 とした。

### 基本原則 2

#### 【改定案】

#### 基本原則 2 適切な情報開示と透明性の確保

非公開中小企業は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営方針、経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令や規範に基づく開示を適切に行うとともに、開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。

その際、経営者・経営陣等は、開示・提供される情報が様々なステークホルダーとの間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、そうした情報（とりわけ非財務情報）が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるように努めるべきである。

中小企業の不正・不祥事とコーポレート・ガバナンス

### 基本原則 3

#### 【改定案】

#### 基本原則 3 経営者・経営陣等の責務

非公開中小企業の経営者や経営陣等は、自社が地域・社会を構成する一員としての自覚を持ち、様々なステークホルダーとの協働を通じて会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上、収益力等の改善を図るべく、

- (1) 自社の経営方針を定め、事業の方向性を明確に示すこと
- (2) 経営者・経営陣等は、健全な自己規律や倫理意識を持ち、利潤と法令等遵守のバランスに配慮したガバナンス体制の整備を行うこと
- (3) 経営者・経営陣は、自社の経営及び期待される役割・責任を担うために、取締役として必要な知識やスキル、マネジメント力、などの修得・向上に努めるべきである。

#### 【考え方】

本改定案では、非公開会社（譲渡制限会社）は原則として取締役会の設置が任意（会社法 326 条 2 項・327 条 1 項）であることを踏まえ、取締役会等の責務を定めていた現行の基本原則 4 を経営者・経営陣等の責務として新たな基本原則 3 とした。

### 基本原則 4

#### 【改定案】

#### 基本原則 4 様々なステークホルダーとの対話

非公開中小企業は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上及び様々なステークホルダーとの共栄を図るため、株主総会の場以外においても、株主やこれらのステークホルダーとの間で建設的な対話を行うべきである。

経営者・経営陣・取締役（社外取締役を含む）等は、こうした対話を通じて様々なステークホルダーの声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針をこれらのステークホルダーに分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行うべきである。

経営者・経営陣・取締役（社外取締役を含む）等は、様々なステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。

#### 【考え方】

本改訂案では、基本原則 1 で述べた非公開中小企業の統治上の特徴（所有と経営の一致）や外部ガバナンスにおける株主以外の様々なステークホルダーの重要性を鑑み、現行の基本原則 5

で株主に限定していた対話対象を広く様々なステークホルダーとして、新たな基本原則 4 とした。

## 2. 非公開中小企業における「不祥事予防のプリンシプル」(改定案)

(修正箇所：太字記載)

### 【改定案】

非公開中小企業は、不正・不祥事(重大な不正・不適切な行為等)を予防する取り組みに際し、その実効性を高めるため本プリンシプルを活用することが期待される。この取り組みに当たっては、経営陣、とりわけ経営トップである経営者によるリーダーシップの発揮が重要である。

[原則 1] 実を伴った実態把握

### 【改定案】

自社の法令等遵守(以降コンプライアンス)の状況を制度・実態の両面にわたり正確に把握する。明文の法令・ルール of 遵守にとどまらず、取引先・顧客・従業員など様々なステークホルダーへの誠実な対応や、広く社会規範を踏まえた業務運営の在り方にも着眼する。その際、社内慣習や業界慣行を自らの行為を顧みず与えられたものとしてそのまま受け入れるのではなく、また規範に対する社会的意識の変化にも鋭敏な感覚を持つ。そして、これらの実態把握の仕組みを持続的かつ自律的に機能させる。

[原則 2] 使命感に裏付けられた職責の全う

### 【改定案】

経営者・経営陣等は、コンプライアンスにコミットし、その旨を継続的に社内に向けて発信し、コンプライアンス違反を誘発させないよう事業実態に即した経営目標の設定や業務遂行及び適切な経営管理を行う。

取締役や監査役、取締役会など、各社の機関設計に応じて設置した監査機関及び監督機関は、自身が担う牽制機能の重要性を常に意識し、必要十分な情報収集と客観的な分析・評価に基づき、積極的に行動する。

これらが着実に実現するよう、適切な機関設計と経営資源の配分に配慮する。

[原則 3] 双方向のコミュニケーション

### 【改定案】

現場の従業員と経営者・経営陣等の間の双方向のコミュニケーションを充実させ、現場と経営

中小企業の不正・不祥事とコーポレート・ガバナンス

者・経営陣等がコンプライアンス意識を共有する。このためには、現場の声を束ねて経営者・経営陣等に伝える等の役割を担う中間管理層の意識と行動が極めて重要である。

こうした双方向のコミュニケーションの充実がコンプライアンス違反の発生予防と早期発見に資する。

[原則 4] 不正の芽の察知と機敏な対処

#### 【改定案】

経営者・経営陣等は、コンプライアンス違反を早期に把握し、迅速に対処することで、それが重大な不祥事に発展することを未然に防止する。

早期発見と迅速な対処、それに続く業務改善まで、一連のサイクルを企業文化として定着させる。

[原則 5] グループ全体を貫く経営管理（グループ会社がある企業の実践）

#### 【改定案】

グループ全体に行きわたる実効的な経営管理を行う。管理体制の構築に当たっては、自社グループの構造や特性に即して、各グループ会社の経営上の重要性や抱えるリスクの高低等を踏まえ、グループ全体を一体として管理することが重要である。

特に海外子会社や買収子会社にはその特性に応じた実効性ある経営管理が求められる。

[原則 6] サプライチェーンを展望した責任感（修正なし）

#### 【参考文献】

青木英孝「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 巻, (2016-6), p.67-77, [https://www.jstage.jst.go.jp/article/abjaba/86/0/86\\_67/\\_pdf/-char/ja](https://www.jstage.jst.go.jp/article/abjaba/86/0/86_67/_pdf/-char/ja), (最終参照:2024-10-22)

青木 崇「日本企業の不祥事と企業の社会的責任」日本経営倫理学会誌, 16 巻, (2009), p.43-52, [https://www.jstage.jst.go.jp/article/jabes/16/0/16\\_KJ00006737608/\\_pdf](https://www.jstage.jst.go.jp/article/jabes/16/0/16_KJ00006737608/_pdf), (最終参照:2024-10-22)

井上隆信「日本企業の将来とコーポレート・ガバナンスのあり方—会社法改正による新たな経営機構と一本化—」月刊監査役, No.631, 公益社団法人日本監査役協会, (2014-08-29), p.30-43, [https://www.kansa.or.jp/wp-content/uploads/support/el009\\_140829\\_2.pdf](https://www.kansa.or.jp/wp-content/uploads/support/el009_140829_2.pdf), (最終参照:2024-10-22)

伊藤靖史, 大杉謙一, 田中亘, 松井秀征, 会社法 第 5 版, 株式会社有斐閣, (2022-1-20), 第 5

- 版第 3 刷), p.1-266, p.477-502.
- 一般社団法人 GBL 研究所. 理事 渡辺 樹一「第 1 回 企業不祥事の分類と件数の推移」, BUSINESS LAWYERS, (2021-06-17 更新), <https://www.businesslawyers.jp/articles/794>, (最終参照:2024-10-22)
- 上田亮子「大規模非公開会社のコーポレート・ガバナンス - 英国における取組みとわが国への示唆 -」, 金融・資本市場リサーチ, 通巻 12 号 [Kindle 版], 株式会社イノベーション・インテリジェンス研究所, (2023-11-17), p.146-178.
- 上田亮子「コーポレートガバナンス・コード改定ーコーポレート・ガバナンスの深化と新しい課題への取組みー」 SBI 大学院大学紀要, 第 9 号, (2021-12-28), p.67-82, <https://p1.ssl-dl.jp/dl/49102-e40c0b830ba6a36985a6992d369e3973>, (最終参照:2024-10-22)
- 大崎 貞和「「非公開化」の意義と問題点」野村資本市場研究所, 資本市場クォーターリー 2005 年秋号, (2005), p.91-95, <http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2005/2005aut14.pdf>, (最終参照:2024-10-22)
- 岡部光明「日本におけるコーポレート・ガバナンスーその特徴, 変遷, 今後の課題ー」『国際学研究』, 明治学院大学国際学研究会編, 34 号, (2008-10), p.21-58, [file:///C:/Users/Owner/Downloads/kokusai\\_34\\_21-58%20\(4\).pdf](file:///C:/Users/Owner/Downloads/kokusai_34_21-58%20(4).pdf), 明治学院大学機関リポジトリ, <https://meigaku.repo.nii.ac.jp/records/1202>, (最終参照:2024-10-22)
- 株式会社帝国データバンク「特別企画:コンプライアンス違反企業の倒産動向調査(2022 年度)」, (2023-04-26), [https://release.nikkei.co.jp/attach/654073/02\\_202304261656.pdf](https://release.nikkei.co.jp/attach/654073/02_202304261656.pdf), (最終参照:2024-10-22)
- 同「特別企画:2020 年度 コンプライアンス違反企業の倒産動向調査」, (2021-04-09), [https://release.nikkei.co.jp/attach/608320/02\\_202104091402.pdf](https://release.nikkei.co.jp/attach/608320/02_202104091402.pdf), (最終参照:2024-10-22)
- 同「特別企画:2019 年度 コンプライアンス違反企業の倒産動向調査」, (2020-04-07), [https://release.nikkei.co.jp/attach\\_file/0532577\\_02.pdf](https://release.nikkei.co.jp/attach_file/0532577_02.pdf), (最終参照:2024-10-22)
- 同「特別企画:2018 年度 コンプライアンス違反企業の倒産動向調査」, (2019-04-08), [https://release.nikkei.co.jp/attach\\_file/0507104\\_02.pdf](https://release.nikkei.co.jp/attach_file/0507104_02.pdf), (最終参照:2024-10-22)
- 同「特別企画:2017 年度 コンプライアンス違反企業の倒産動向調査」, (2018-04-09), [https://release.nikkei.co.jp/attach\\_file/0476745\\_02.pdf](https://release.nikkei.co.jp/attach_file/0476745_02.pdf), (最終参照:2024-10-22)
- 株式会社帝国データバンク「金融庁 御中 資金ニーズに関するアンケート調査【調査結果報告書】」, <https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20200319-1/01.pdf>, (2019-11), p.1-32, (最終参照:2024-10-22)
- 株式会社スノーピーク適時開示情報「代表取締役社長執行役員山井梨沙の辞任と代表取締役社長執行役員の交代について」, (2022-09-21), <https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS03293/f379cbab/5f70/4668/adbd/56326b2abb1f/140120220921534702.pdf>, (最終参照:2024-10-22)

中小企業の不正・不祥事とコーポレート・ガバナンス

株式会社日本 M&A センター「ステークホルダーとは？意味や使い方、種類を分かりやすく解説」,  
(2024-09-26 更新), <https://www.nihon-ma.co.jp/columns/2021/x20211122/>, (最終参照 : 2024-10-22)

関西経済連合会, 北海道経済連合会, 北陸経済連合会, 中部経済連合会, 中国経済連合会, 四  
国経済連合会, 九州経済連合会「コーポレート・ガバナンスに関する提言～マルチステー  
クホルダー経営に支えられた新しい資本主義の実現に向けて～」, (2023-09-11), p.1-12,  
<https://www.kankeiren.or.jp/material/230911ikensho1.pdf>, (最終参照 : 2024-10-22)

同連合会「マルチステークホルダー資本主義に基づくコーポレートガバナンス・コードの提案」,  
(2023-09-11), p1-42,  
<https://www.kankeiren.or.jp/material/230911ikensho2.pdf>, (最終参照 : 2024-10-22)

小島大徳「コーポレート・ガバナンスと企業の社会的責任」, 神奈川大学国際経営論集, 58 号,  
(2019-12), p.47-52, file:///C:/Users/Owner/Downloads/07%20%E3%82%B3%E3%83%BC%  
E3%83%9D%E3%83%AC%E3%83%BC%E3%83%88%E3%83%BB%E3%82%AC%E3%83%90%E3  
%83%8A%E3%83%B3%E3%82%B9%E3%81%A8%E4%BC%81%E6%A5%AD%E3%81%AE%E7%  
A4%BE%E4%BC%9A%E7%9A%84%E8%B2%AC%E4%BB%BB%20(14).pdf, 神奈川大学学術  
リポジトリ, <https://kanagawa-u.repo.nii.ac.jp/records/13373>, (最終参照 : 2024-10-22)

近藤光男, 柴田和史, 野田博, ポイントレクチャー会社法 第 2 版, 株式会社有斐閣, (2015-4-10  
第 2 版第 1 刷), p.1-429.

国税庁長官官房企画課「令和 3 年度分会社標本調査－調査結果報告－税務統計から見た法人企業  
の実態」, (2023-3), p.1-14, <https://www.nta.go.jp/publication/statistics/kokuzeicho/kaisha-hyohon2021/pdf/R03.pdf>, (最終参照 : 2024-10-22)

首相官邸 HP「「日本再興戦略」改訂 2014－未来への挑戦－」(2014-06-24), p.1-34,  
<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbunJP.pdf>, (最終参照 : 2024-10-22)

証券取引等監視委員会 HP「証券取引等監視委員会パンフレット」, p.1-15,  
<https://www.fsa.go.jp/sesc/aboutsesc/pamphlet.pdf>, (最終参照 : 2024-10-22)

証券取引等監視委員会「告発の現場から⑥－生きた会社の隠れた粉飾の摘発－」,  
<https://www.fsa.go.jp/sesc/actions/kokuhatu/06/main.pdf>, (最終参照 : 2024-10-22)

中小企業庁 HP「認定経営革新等支援機関」,  
<https://www.chusho.meti.go.jp/keiei/kakushin/nintei/>, (最終参照 : 2024-10-22)

経済産業省 中小企業庁 ミラサポ plus「「経営者保証」ご存じですか？経営者保証に関する支  
援策等(4) ガバナンス体制の整備支援, ガバナンス体制の整備支援における広報チラシ」,  
(2024-08-09 更新),  
<https://mirasapo-plus.go.jp/infomation/21095/>, (最終参照 : 2024-10-23)

中小企業庁 HP「中小企業・小規模事業者の数(2016 年 6 月時点)の集計結果. 都道府県・大  
都市別企業数、常用雇用者数、従業者数(民営、非一次産業、2016 年)」, (2018-12-14 更新),



[https://www.chusho.meti.go.jp/koukai/chousa/chu\\_kigyocnt/181130kigyout2.pdf](https://www.chusho.meti.go.jp/koukai/chousa/chu_kigyocnt/181130kigyout2.pdf), (最終参照: 2024-10-23)

独立行政法人中小企業基盤整備機構 HP「中小企業活性化協議会による支援」

<https://www.smri.go.jp/sme/succession/revitalization/index.html>, (最終参照:2024-10-23)

日本公認会計士協会「上場会社等における会計不正の動向（2022 年版）」，経営研究調査会研究資料，第 9 号，(2022-06-27)，p.1-16，

[https://jicpa.or.jp/specialized\\_field/files/2-3-5-2-20220627.pdf](https://jicpa.or.jp/specialized_field/files/2-3-5-2-20220627.pdf), (最終参照:2024-10-23)

日本公認会計士協会監査基準委員会「監査基準委員会報告書 240 財務諸表監査における不正」(報告書:第 40 号), (2019-6-12 改正), p.1-3, [https://jicpa.or.jp/specialized\\_field/2-24-240-2d-20190821a.pdf](https://jicpa.or.jp/specialized_field/2-24-240-2d-20190821a.pdf), (最終参照:2024-10-23)

日本税理士会連合会 HP「会計参与制度、会計参与の資格者は」

[https://www.nichizeiren.or.jp/taxaccount/sme\\_support/accounts/](https://www.nichizeiren.or.jp/taxaccount/sme_support/accounts/), (最終参照：2024-10-23)

野村證券株式会社、証券用語解説集「ステークホルダー」、

<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/su/stakeholder.html>, (最終参照:2024-10-23)

藤野洋「コーポレートガバナンスと中小企業—中小企業の生産性向上を促す「攻めのガバナンス」—」, 商工金融, 商工総合研究所, 67 巻, 12 号, No793, (2017-12), p.23-61,

[https://www.shokosoken.or.jp/shokokinyuu/2017/12/201712\\_4.pdf](https://www.shokosoken.or.jp/shokokinyuu/2017/12/201712_4.pdf), (最終参照:2024-10-23)

米田保晴「新会社法における中小企業の機関設計」, 信州大学法学論集, 8 巻, (2007-03-22), p.55-71, <https://core.ac.uk/download/pdf/148768226.pdf>, (最終参照:2024-10-23)

李少燕「企業不祥事と CSR」, 福岡大学商学論叢, 62 巻, 4 号, (2018-03), p.499-520, file:///C:/Users/Owner/Downloads/C6204\_0499%20(2).pdf, 福岡大学機関リポジトリ, <https://fukuoka-u.repo.nii.ac.jp/records/4321>, (最終参照: 2024-10-23)

JPX 日本取引所グループ HP「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  
(2021 年 6 月版)」, (2022-08-03 更新),

<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/index.html>, (最終参照：2024-10-23)

同グループHP：日本取引所自主規制法人「上場会社における不祥事予防のプリンシプル」，  
（2019-11-07更新），<https://www.jpx.co.jp/regulation/listing/preventive-principles/index.html>。（最終参照：2024-10-23）

同グループ HP「上場会社数・上場株式数」，(2024-10-11 更新)，<https://www.jpx.co.jp/listing/co/index.html>，過去分（1990 年末～2023 年末）．上場会社数の推移，<https://www.jpx.co.jp/listing/co/tvdivq0000004xgb-att/tvdivq0000017it9.pdf>，（最終参照：2024-10-23）

編集後記

## 編集後記

SBI 大学院大学  
紀要編集委員会 太齋 利幸

この度、SBI 大学院大学「紀要」第 12 号(2024 年度版)を刊行することができました。本紀要は、2013 年度の創刊以来、今年度で 12 回目となりました。今回も、紙媒体と電子媒体での刊行といたします。

本学の紀要では、2016 年から統一テーマを設けることにして、「フィンテック」「アントレプレナーシップ」「IoT」「リーダーシップと人間学」「イノベーション～ポストコロナに向けて～」「サステナビリティ～DX 時代の経営～」「グローバル時代のダイバーシティ経営」「不確実性下の経営」という特集を組んできました。もちろん、特集テーマ以外の論文も掲載されております。そして、今年度は、「アントレプレナーシップ～軌跡・課題・展望～」をテーマとしました。アントレプレナーシップについては 2017 年にも採り上げましたが、本学は起業家育成に力を入れている大学院であるため、アントレプレナーシップを再認識する想いも込めて、副題として「～軌跡・課題・展望～」を付け加えました。過去のアントレプレナーシップだけではなく、これからのアントレプレナーシップについての考察が見られます。

さて、世の中的にはコロナ禍は落ち着いてきたものの、ロシア、ウクライナ戦争をはじめ、イスラエル、シリアなど各地で争いが起こっています。日本においては、政治家の不祥事が目立ち、政治不信は拭えず、少数与党という状態に余儀なくされました。これを好機と捉えて国民が立ち上がる時だと思っています。特に、この 30 年、賃金や GDP がほとんど上がっておらず、“成長していない日本”ということが多くの国民に知られるようになりました。この状況を打破するためにも、一人でも多くのアントレプレナーシップを持った人間を増やしたいものです。今回の紀要がその役割の一部でも果たせたらと思います。

これまでと同様に、今回の紀要も、特集テーマ論文、一般論文、修了生論文の 3 部構成になっています。また専任教員以外に、非常勤教員、研究員、修了生から総勢 11 名の投稿をいただきました。

最後になりますが、紀要第 12 号にご執筆いただいた方々に厚く御礼申し上げます。また、論文校正、編集作業、印刷・製本などをご担当いただいた多くのスタッフの皆さまにも感謝申し上げます。次年度以降もよろしくお願いいたします。