



太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース



バックナンバー
はこちらから

テーマ：コーポレート・ガバナンスと日本復活への思い

執筆者：牛島総合法律事務所 代表弁護士 牛島 信 氏

要 旨 （以下の要旨は 2 分 40 秒でお読み頂けます。）

企業経営管理のガイドラインとなるコーポレートガバナンス・コード（企業統治指針）が改訂されました（2026 年 7 月 21 日施行）。同コードは 2015 年に安倍首相の下で導入され、上場会社では独立社外取締役を含む取締役会が客観性、透明性のある手続きにより、最適な社長を選任することがより明確に求められるようになりました。今回は企業法務に精通された牛島信弁護士に、コーポレート・ガバナンスの役割について解説して頂きます。

バブル崩壊後の日本経済低迷の要因として、企業の競争力低下がある。企業の競争力は社長の力量で決まるが、コーポレートガバナンス・コードに従い独立社外取締役が増えても企業の低成長は続いてきた。これは、欧米のコーポレート・ガバナンスを持ち込んでも、年功序列、企業別組合などの日本的経営の構造が大きく変わらず、物的会社である上場株式会社の多くが、人的結合である幹部従業員協同組合と化しているためと見られる。

マイクロモータ製造業のニデックは、調査報告書（26 年 3 月）で不適切な会計処理などによる純資産への負の影響が 1 千億円を超えるとされた。これは、大株主でもある創業社長による目的必達のプレッシャーなどが原因だ。コーポレート・ガバナンスによって導入された独立社外取締役こそが不正を止めるべき立場にあったはずだが、上記報告書では、同社の社外取締役は皆、会計不正を知らなかったとされる。しかし、コーポレートガバナンス・コードには、必要に応じ、会社に情報提供を求めるべき、と明記されている。社外取締役は社長に媚びず異論を唱えることが義務であり、必要であれば辞職する覚悟なくして引き受けるべきではない。

社長等の取締役は株主総会で選任されるが、エレベーター等製造会社のフジテックでは創業家出身社長の公私混同に対し、アクティビスト（物言う株主）が社長再任に反対するよう他の株主（機関投資家）に働きかけ社長再任案を撤回させた。「アクティビストと機関投資家の協働する『幸福な同棲』」は、企業のガバナンスに大きな影響を与えたと言える。

コーポレート・ガバナンスの最後の 1 ピースと思われるのは、コーポレートセクレタリーだ。英国では経営の監督と執行に関する組織間の橋渡し役として法定されている。日本でも改訂コーポレートガバナンス・コードで「取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）」と記載され、経営監督機能の実効性を支える情報ハブとしての役割を期待されている。性善説に頼ってはいない経営の監督はうまくいくはずがない。最近は企業とアクティビストの関係が「対立の場」から「対話の場」に変わり、機関投資家とアクティビストにも協働関係がみられるようになった。コーポレートセクレタリー導入で、独立社外取締役の実質化が期待できる。ガバナンス改革は日本の競争力回復のカギであり、コーポレート・ガバナンスの活用で日本は数年のうちに復活すると考えている。

「太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから⇒<https://www.grantthornton.jp/insight/>
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-6438-9395 e-mail: mc@jp.gt.com
太陽グラントソントン マーケティングコミュニケーションズ 宛

Grant Thornton Japan is a member firm within Grant Thornton International Ltd ('Grant Thornton International').
Grant Thornton International and the member firms are not a worldwide partnership. Services are delivered by the member firms independently. © Grant Thornton Japan. All right reserved.

テーマ：コーポレート・ガバナンスと日本復活への思い

牛島総合法律事務所 代表弁護士 牛島 信

1. コーポレート・ガバナンスはなぜ導入された

バブル崩壊後（1990年頃）から現在に至るまでの約40年間、日本経済は低迷してきた。因みにGDP比でみると、世界に占める日本の比率は、1990年の13.7%から2025年の3.7%に低下している。この要因として、人口減などのほか、企業の競争力や生産性の低下等があげられよう。それでは、企業の競争力は何で決まるのかと言えば、企業（会社）は社長の力量次第である。たった一人の問題なのである。つまり、適切な人物を企業のリーダー（経営者）に選任しなければ、企業の競争力や生産性は上がらない。

このことが原点である。したがって、すぐれたリーダーを選ぶ必要がある。

そのための仕組みとして、2015年に安倍元首相の下でコーポレートガバナンス・コード（企業統治指針）が導入された。この中で、「上場会社は資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべき」（原則4-8＜当時＞）とされた。すなわち、最も適切な人物を社長として選任する。客観的にその重大な使命を果たすことのできる第三者（＝独立社外取締役）を置くことが制度的に求められるようになったのである。

2. コーポレート・ガバナンスの「強化」

その後、独立社外取締役の増加でコーポレート・ガバナンスは強化されたように見える。しかし、日本企業の低成長は続くどころか、社長・会長が引責辞任する大型不祥事が引きも切らない。

原因はなにか？

結局のところ、欧米の制度であるコーポレート・ガバナンスを持ち込んでみたものの、旧来からの年功序列、終身雇用、企業別組合などの日本的経営の構造は大きくは変わらず、コーポレート・ガバナンス改革も、単に形式的な改革となっているのではないかを問わなくてはならないのである。

私は、この旧来からの日本的企業のあり方、いわゆるTJC（Traditional Japanese Company）を幹部従業員協同組合と呼んでいる。要するに、物的会社であるはずの上場株式会社が人的結合である協同組合と化している、という見立てである。論より証拠。会社にとって最も重要な役職である社長の選任を見てみれば明らかなことである。日本の上場株式会社の多くは、後継社長の選任を現任社長が行っているのが実情である。もちろん形式は違う。株主総会で取締役を選び、その取締役の集合体である取締役会が社長、またはCEOを選ぶ。建前どおりのセレモニーは、昔も今もあった。変化はない。ところが実質は現任の社長が後継社長を指名しているのである。すなわち、あたかも人的会社であるかのような実態。それを指して、私は幹部従業員協同組合と呼んでいるのである。

良い面があったとも思っている。今でもある。しかし、それでは日本は衰退の道を一步一步、歩いて行くことになるのではないかと危惧しているのである。

3. 頻発する不祥事

最近では、ニデックが好例である。

マイクロモーター製造業のニデック（本社：京都市。2025/3 期:連結売上高 2 兆 6 千億円）とグループ会社で、2025 年以降に長年の度重なる不正が発覚した。内容は、①グループ全体での不適切な会計処理、②製品の設計・工程変更や検査データの不正、などである。

当然のように第三者委員会が設置され、2020 年度から 2025 年度第 1 四半期までの調査報告書（2026 年 3 月）と改善計画が公表された（2026 年 4 月）。この調査報告書では、最終的な純資産への負の影響が 1,397 億円に上ったとされている。この結果、ニデックは東証プライムの特別注意銘柄に指定され、今年（2026 年）10 月 27 日までに内部体制が適切に整備されない場合、又は適切に運用される見込みがない場合には上場が廃止される。

また、産業ガス製造業のエア・ウォーター（本社：大阪市。2025/3 期：連結売上高 1 兆円）も、連結子会社における在庫や貯蔵品等を巡る会計不正が発覚し、2025 年に 2020 年 3 月期から 25 年 3 月期までに 209 億円の営業損失が確認された。同社も東証プライムの特別注意銘柄に指定されている。

4. 不祥事は妨げなかったのか？

こうした不祥事はなぜ生じ、またそれを防ぐことはできなかったのだろうか？

ニデックやエア・ウォーターの不祥事は、経営トップ（社長）の目的達成至上主義と強圧的な経営スタイルが共通している。殊に創業社長でもあり株の約 12%をトップが有しているニデックではその感が強い。全ての権限がトップ一人に集中し、トップによるプレッシャーと他の役員のトップへの付度が通底する。



「赤字は悪」、「売上収益 1 兆円」という高い目標の設定による目的必達のプレッシャーのほか、トップによる他の役員への罵倒や行き過ぎた叱責、「損失処理を好まない」トップの意向の付度などで、結局会社ぐるみの不正が発生してしまったのだ。

こうした不正は誰も止められなかったのか、というと、コーポレート・ガバナンスによって社内を導入された独立社外取締役こそが、不正を止めるべき立場にあったという結論は間違いがない。ニデックも取締役会の過半数が独立社外取締役だった。しかし、上記調査報告書では、その社外取締役達は「会計不正について何も知らなかった」とされている。これは、強い業績プレッシャーの存在が会計不正を引き起こす原因であることを認識していなかったということであり、長年にわたり抱えていた資産性に疑義のある「負の遺産」の存在を認識していなかったということの意味する。そして、度々発覚する会計不正には違和感を覚えなかったものであり、更には会計不正の存在を示唆したり、その問題意識を持つ契機となるような情報があえて社外取締役に共有されてこなかったりしたのである。スルガ銀行の不祥事の調査報告書にもあった「知らぬが仏」論がまかり通っているのだ。

しかし、独立社外取締役が負っているのは経営陣の監視監督機能の役割であって、であればこそ経営陣からの実質的な独立が求められているのである。この役割を果たすためには情報収集が大前提であり、「知らなかった」は許されないはずである。コーポレートガバナンス・コードにも「必要に応じ、会社に対して追加の情報提供を求めるべきである」（原則 4-13（2026 年改訂前））と明記されている。エア・ウォーターの第三者委員会の報告書でも「社外役員のより積極的かつ能動的な活動によっ

て、経営トップの業務執行に対する監視・牽制機能や、有効な内部統制の維持・構築又はそのチェック機能を強化することが強く望まれる」とコメントされているのも、同様の趣旨からであろう。社外取締役は、株主と従業員のために行う仕事であり、経営陣（特に会長・社長）に媚びずに異論を唱えることが義務であり、必要であれば辞職する覚悟なくして引き受けるべきものではない。

形式は素晴らしい。独立社外取締役の導入状況を見てみると、2015 年には社外取締役を 2 名以上置く企業は全上場企業の 3 割未満に過ぎなかった。それが 2026 年では、東証プライム市場上場企業（1,559 社＜26 年 5 月末＞）における 95%が取締役の 3 分の 1 以上を独立社外取締役で構成している。ただ、就任しているのは、主要取引銀行の OB、弁護士・公認会計士事務所のパートナー、業界団体役員や官僚、取引先の出身者など、制度上の「独立性」基準は満たしてはいても、実質的には経営陣の方針に異を唱えない者が選ばれていることが多いのが実態である。実際に、62%の企業で社長や CEO の紹介を受けた社外取締役が登用されており、エア・ウォーターでは社長の意向を反映した社外取締役の人選だった。簡潔に言えば、社外取締役は株主総会で決める。その株主総会の議案は社長が決める。その一事に尽きる。

このように見ると、重要なのは社外取締役の質であり、特に独立社外取締役の役割を実効性あるものにすることが必要だ。そのためには、独立社外取締役を誰が選任するかが重要となる。なお、組織再編（特に親会社による完全子会社化）では、独立社外取締役で構成される特別委員会が実質的な役割を果たすため、その重要性が際立つ。

経営陣が自身に都合のよい者を選任するのでは独立社外取締役が実質的に経営陣から独立するのは難しいため、同取締役の指名は独立社外取締役が主導すること（独立性のある指名委員会によること）が必要と考えられる。

海外との比較でみると、国際的に成功している Nestlé（ネスレ：スイス本社で世界最大の食品・飲料会社。売上高約 18 兆円）は取締役の過半数が社外取締役であり、取締役会議長、指名委員会委員長は独立社外取締役である。また、独立社外取締役の後任は独立社外取締役が中心の指名委員会で決定されている。

ただし、ニデックの例にもみられるように、過半数をそろえて事足れりではないことが問題の本質である。形式から実質へと唱えるのはやさしいし必然である。しかし、そのためにどうすれば良いのか、は決定的な回答はない。

5. 機関投資家・アクティビストの役割

社長等の取締役への選任は株主総会で決定される。これまでは、当然のように会社の役員選任議案通りに取締役が選任されてきた。しかし、最近、不正に関与した社長の再任議案の撤回事例が生じている。

エレベーター等製造会社フジテック（本社：彦根市。2025/3 期:連結売上高 2,412 億円）では、創業家出身の社長が妻や息子に社用施設に住ませた後に安価で売却した事例があるが、

「この取引は会社の有価証券報告書にも記載がない」など、公私混同が見られていた。これに対しフジテックの株主オアシス・マネジメント・カンパニー（＝アクティビスト＜投資先経営陣に提言する物言う株主＞）は、2022 年 5 月、他の株主（＝機関投資家）に対して社長再任に反対とするプレスリリースを公表するとともに、投資家



向け説明会を開催した。その結果、同年の株主総会（6 月 23 日）の直前に会社側は同社長再任案を撤回する異例の事態となった。

それだけでは終わらない。同社長は取締役選任から外れた代わりに、その後の社外取締役も交えた取締役会で会長に就任したのである。オアシスはこの人事にも異議を唱え、社外取締役の交代を求めた。翌 23 年 2 月に開催された臨時総会で、オアシスは社外取締役解任議案と新たな社外取締役選任議案を提案し、これに機関投資家が賛同してオアシスを後押しした。結果として、フジテックの社外取締役の大半が解任・辞任に追い込まれ、オアシス推薦の社外取締役が過半数を占めるようになり、翌 3 月には会長に就任していた元社長も取締役会で会長を解任された。また、同年 6 月の株主総会で、プロパー出身者が取締役に選任された後に社長に就任し、「フジテックのガバナンスが変わった」と評価されることになった。

このように、私の持論である「アクティビストと機関投資家が協働する『幸福な同棲』」が実現すると企業のガバナンスに大きな影響を与えられると言えよう。同棲と呼ぶのは、契約などの法的関係ではなく事実上の関係だからである。

6. コーポレート・ガバナンスで日本は復活するか

上述のようにコーポレート・ガバナンスが浸透し、また同コードの改定（2018 年、2021 年）で取締役会の機能強化が謳われるなど、一定の進捗が存在するようにも見える。

こうした中で、昨年（2025 年）の株主総会シーズンにおける株主提案数は前年比 11% の増加であり、その中身としてガバナンス、役員報酬、取締役選任に焦点を当てた提案が増加している、等の変化が生じている。

こうした中で重要だと思われるのは、コーポレート・ガバナンスの「最後の 1 ピース」と呼ぶことのできるコーポレートセクレタリーである。

コーポレートセクレタリーは、海外では専門職として制度的に確立しており、英国では、英国会社法に基づくものとして、コーポレート・ガバナンスに係る事項を一元的に統括し、経営の監督と執行に関する各組織間の橋渡し役として取締役会によって選任され、一定の機能と役割を果たしている。



我が国では、今年 7 月に示された 2026 年改訂後の「コーポレートガバナンス・コード」の中で、「取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）」（原則 4-14 解釈指針）と記載され、取締役・監査役への情報提供を含めた支援を行い、取締役会の実効性確保を支える機能として紹介されている。この取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）は、取締役会運営の中核であり取締役会の単なる事務局にとどまらない大きな役割を果たし、社外取締役に必要な情報を届けることで経営監督機能の実効性を支える情報ハブとしての役割を期待されている。逆にいえば、もはや「知らぬが仏」の世界は消え去ったということである。

コーポレート・ガバナンスは人間が強さとともに弱さを持っていることを前提としている。監督の役割を果たすことが期待される社外取締役について、性善説や善意に頼っていては、経営の監督はうまくいくはずがない。我が国の巨大企業の多くは内外の機関投資家が株主であり、最近では企業とアクティビストもお互いの関係を「対立

の場」から「対話の場」へと変化させ、さらには機関投資家とアクティビストの協働がみられるようになってきた。また、これまでのコーポレートガバナンス・コードの改訂（2018 年、2021 年）で、ガバナンスを形式的に遵守するのではなく実質的な実現を促すものに企業も変化してこようとしている。先ほどのコーポレートセクレタリーこそ、企業内でこれから確かな役割を担うことになるだろう。したがって、独立社外取締役の実質化も期待できるのである。

ガバナンス改革は日本の競争力回復のカギであり、コーポレート・ガバナンスの積極的な活用により日本は数年のうちに復活すると、私は考えている。

（このニュースは、2026 年 7 月 27 日に脱稿されたものである）

以上

執筆者紹介

牛島 信(うしじま しん)1949 年 広島県生まれ
牛島総合法律事務所 代表弁護士

＜学歴・職歴＞

1975 年 東京大学法学部 卒業

1977 年 東京地検等検事

1979 年 弁護士登録 アンダーソン・毛利・ラビィノウィッツ法律事務所 入所

1985 年 牛島法律事務所開設（現在に至る）

＜委員等＞

特定非営利活動法人日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク 代表理事・理事長

一般社団法人日本女子プロゴルフ協会 監事

一般社団法人不動産証券化協会 監事