



# 価値評価実践としてのコーポレートガバナンス—日本における持続的な企業価値向上言説とROEの関係をめぐって

阿部, 健人

---

(Degree)

博士 (経営学)

(Date of Degree)

2021-03-25

(Date of Publication)

2022-03-01

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

甲第7989号

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/D1007989>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



博士論文

価値評価実践としてのコーポレートガバナンス—日本における持続的な企業価値向上言説と ROE の関係をめぐって

2021 年 1 月 20 日

神戸大学大学院経営学研究科

國部克彦 研究室

経営学専攻

学籍番号 148B001B

氏名 阿部健人

## 目次

序章.....	1
1章 学際的な会計研究における価値評価実践の理解—会計の統治性研究の視点から .....	7
1. 会計学と統治性研究の邂逅 .....	7
2. フーコーの統治性論 .....	9
3. ミラー＝ローズの統治性論 .....	11
3.1 言葉と計算 .....	12
3.2 計算の権力 .....	16
3.3 プログラムとテクノロジー .....	19
4. 会計の統治性研究.....	21
4.1 パブリックセクターと会計の統治性研究 .....	24
4.2 テクノロジーの変化とハイブリッド化.....	27
2章 経済成長のプログラムと ROE—バブル崩壊後のコーポレートガバナンス改革	30
1. バブル崩壊と日本企業のコーポレートガバナンスの問題化 .....	30
2. 日米貿易交渉とコーポレートガバナンス改革—経済成長のプログラムとア メリカ型のコーポレートガバナンスの関係 .....	33
2.1 橋本内閣におけるコーポレートガバナンス改革.....	35
2.2 小泉内閣におけるコーポレートガバナンス改革.....	37
3. 株主価値を評価するテクノロジー.....	39
3章 サステナビリティのプログラムと金融危機後のコーポレートガバナンス改革	44
1. 金融危機の反省とサステナビリティのプログラム .....	44
2. サステナビリティのプログラムの起こり .....	45
3. サステナビリティのプログラムの拡張 .....	46
3.1 国際統合報告フレームワークにおける短・中・長期の企業価値創造.....	47
3.2 ケイレビューにおける短期主義批判と長期的視点 .....	48
3.3 イギリスのコーポレートガバナンス・コードにおける長期的視点 .....	49
4. サステナビリティのプログラムの曖昧性.....	50
4章 日本における持続的な企業価値向上の問題化.....	53

1. 持続的な企業価値向上の問題化—総合調査研究での議論 .....	53
2. 持続的な企業価値向上の問題化—企業報告研究会の設立.....	56
3. サステナビリティのプログラムと持続的成長—内閣府での議論 .....	58
5章 持続的成長と ROE8%—2つのプログラムとテクノロジーの関係 .....	65
1. 成長戦略と伊藤レポートプロジェクト .....	65
2. 経済成長のプログラムと持続的成長—経済産業省での伊藤レポートプロジェクトの議論 .....	66
3. テクノロジーとしての ROE8%.....	71
4. 2つのコードと伊藤レポートの連動性 .....	76
5. コーポレートガバナンス改革と ROE8%目標の影響.....	81
6章 複数のプログラムとテクノロジーの関係に関する考察.....	85
1. プログラムとテクノロジーの分析視角からみた日本のコーポレートガバナンス改革 .....	85
2. 政治と専門知識の関係性 .....	88
3. プログラムの曖昧性 .....	89
終章.....	92
参考文献.....	96

## 序章

現代社会においては商品の価格、業績評価、監査、試験、ランキングなど無数の価値評価の仕組みが存在し、社会の根幹をなす重要な仕組みとなっている(Lamont, 2012, Helgesson and Muniesa, 2013, Kjellberg and Mallard, 2013)。私たちは様々な事柄が商品となり価格が付されていること、組織の中で業績評価をされること、インターネット上でレストランが星の数で表現され評価されていること、世界の大学ランキング等や学生数、大学の規模など様々な面で異なるにも関わらず、世界の大学に順位が付けられ序列が作り出されていることなど挙げればきりが無いが、価値評価という仕組みに好むと好まざるとにかかわらず関係せずにはいられなくなっている。この価値評価と関わらないでいることは難しいということとも大いに関係しているようにも思われるが、コンピュータの演算処理能力の向上や AI など情報技術の発達によって、複雑な現実を価値評価の仕組みでより詳細に、細分化して、数値化し分析することによって、現実で発生している諸問題に対応しようとする傾向も一層強化されている。

このように価値評価の仕組みによって現代社会のあらゆる事柄が価値評価され、社会の中で非常に大きな役割を果たしているにもかかわらず、価値評価の仕組み自体や価値評価の仕組みによって表現される様々な事柄について問われることはあまりないようにも思われる。そのため、私たちはそれほど価値評価の仕組みの重要性についてそれほど意識することなく、自明のものとして当たり前のことのように受け止めてしまっているのではないだろうか。

現代社会で価値評価の仕組みが重要な役割を果たしているにも関わらず、価値評価の仕組みや価値評価によって表現される事柄についてあまり疑うことなく、自明のものとして理解されてしまっている要因、換言すれば価値評価の仕組みが人々にあまり意識されることのないまま現代社会で社会や組織を構築する強力な仕組みとして作動するようになっている原動力は価値評価の仕組みが一見すると中立的で客観的な外観を有していることにあるだろう。

いかなる価値評価の仕組みも、何かを価値評価する際には中立的で客観的に評価されていることはなく、主観的な要素から成り立っているが、価値評価のアウトプットからは、どのように価値評価がなされているのかわかりにくい構造になっている。さらに、どのように価値評価されているのかということを知ることは必ずしも容易では

ないということも、価値評価の仕組みが社会や組織を構築する強力な仕組みとして作動する原動力となっていることに寄与しているだろう。

特に現代社会では新自由主義に基づいて市場中心の考え方が浸透し、そうした市場中心的な知の体系として経済学的な思考が社会のあらゆる側面に適用され、多くの事柄が経済的に価値評価されるようになってきている。そうした経済的な評価がこれまで経済的に評価されていなかった領域に拡大することによって社会に悪影響を及ぼしていることが問題として指摘されるようになってきている。例えば Brown(2015)では新自由主義的統治性によって人や国家が投資の観点から解釈されるようになり、人も国家も資本的な価値を最大化するように振る舞うようになってきていることを指摘している。ブラウンは具体的な例として大学で生み出される知識を研究論文の引用数のようなインパクトを通じて評価し、公的資金を大学へ配分するようになったり、教育の質についても各教育機関に所属する学生がどのような企業に就職し、どの程度の収入が卒業生が将来得られるかということを投資収益率の観点から評価するような実践が広がりつつあることを挙げ「民主主義を保証することを目的とする制度と原理、民主主義を育むために必要とされる文化が・・・新自由主義が「経済化」することによって、攻撃されている」(Brown, 2015, p.17, 邦訳, 10 頁)として新自由主義による社会の経済化を警告している。

また Lazonic and Shin(2020)では株主利益の最大化というイデオロギーが 1980 年代にアメリカで広がり、ビジネススクールでの教育や取締役たちの中で株主利益の最大化という思考様式が支配的になった結果、経営者の報酬が短期的なインセンティブに基づいて、経営者が自らの利益を優先するために企業経営が短期志向となり、十分な研究開発が行いにくくなり、中長期的な企業経営が行うことが困難となっていること、また投資家も短期的な利益を追求する傾向が強まったことによって、社会の持続的な繁栄の基礎を破壊し、雇用の不安定や所得格差、生産性の低下を招いてしまっていることを指摘している。

さらにこうした価値評価が過剰に用いられることによって、様々な弊害も生じている。例えば会計学者のマイク・パワー(Michael Power)は社会のあらゆる側面で監査可能性に基づいて、過去に自らが行った行為等について事後的に一層説明を求められるようになってきている社会を監査社会と呼び、「ますます閉鎖した社会になるおそれがある」(Power, 1997, p.128, 邦訳, 177 頁)ことを社会の病理として指摘している。ま

た Muller(2018)では測定に生じる手間やコストを顧みず、あらゆるものを測定しようとする「測定執着」(Muller, 2018, p.17, 邦訳, 18 頁)という現象が進行しつつあることが指摘され、大学、学校、医療、警察、軍などあらゆる組織で不適切な測定や過剰な測定に答えるために、多大な手間とコストが集中してしまい、本来組織が果たすべき役割が果たすことが出来なくなっているという矛盾が生じていることを鋭く指摘している。

このように現代社会において価値評価の仕組みは重要な仕組みであるにも関わらず、価値評価の仕組みがどのように構築されていて、どのように社会や組織に影響を及ぼしているのかということがあまり顧みられないままに、社会に大きな影響をもたらしてしまっている。しかし、わたしたちはこうした価値評価の測定、計算、定量化等の実践について「実際にどのような計算メカニズムが駆動して社会が構成されているのかについては、まだ私たちは誰もよく知らないのである」(國部他, 2017, p.i)。

現代社会で重要な仕組みとなっている価値評価の仕組みがどのように社会や組織などを構築し、作動しているのかという問題意識に基づいて価値評価の社会的実践としての意義を問う *Valuation Studies* が 2013 年に創刊され、社会学、人類学、経済学、会計学等の様々な分野の研究者が参画し、学際的に価値評価の研究が積み重ねられてきた(Helgesson and Muniesa, 2013, Kjellberg and Mallard, 2013)。こうした問題意識は 2013 年に *Valuation studies* が創刊されるまで探求されていなかったわけではなく、各ディシプリンごとに同様の問題意識に基づいて研究が進められてきた。

例えば会計学ではアクターネットワーク理論や統治性を基礎として、財務会計が経済的現実を構築する研究(例えば Hines, 1988)や組織を経済的な数値に変換し、可視化することによって主体を統治する実践としての研究(例えば Miller and O'Leary, 1987; Power, 1997)が進められ「会計は、統計学などの数量化の手段とともに、質を量に変換する能力を持っており、質的な差異を他の指標に変換する必要のない財務的価値に集約することによって、会計は世界を大きく変えることができる」(Miller, 1994a, p.2, 邦訳, 3 頁)。このように会計は「創り出す力(productive force)」(Miller and Power, 2013, p.587)として理解されてきた。

またパリ国立高等鉱業学校のミシェル・カロン(Michel Callon)やエディンバラ大学のドナルド・マッケンジー(Donald Mackenzie)を始めとする研究者は主に市場のブラックボックスを開くことを企図して研究を進めてきた(Callon, 1998, Mackenzie, 2006)。

彼らは市場を市場デバイス(market devices)によって構成されていると理解している(Callon et al., 2007)。彼らの分析の中心は経済学やファイナンスのディシプリンを中心とする市場であるため、必然的に経済学やファイナンスに基づく価格決定メカニズムやモデルに焦点が当てられている。それらが単に現実を描写しているだけでなく、能動的に現実を構築する遂行性(performativity)の側面を注視して現代社会を分析している。

近年 ESG 投資などに代表されるように企業がどのようなコーポレートガバナンスの仕組みを備えているかということが、企業価値を評価する要因の 1 つとして考えられるようになってきている。上場企業はコーポレートガバナンス・コードによって、あるべきコーポレートガバナンスの指針が示され、各原則ごとに遵守しているか、または遵守しない場合はその理由を記載するコーポレートガバナンスに関する報告書を作成することが求められるようになったり、コーポレートガバナンスを定量化し、評価する指標が考案され、そうした指標の影響を受けて企業はコーポレートガバナンスの仕組みの変更を迫られるようになってきている。このように価値評価の仕組みは何が優れたコーポレートガバナンスかということの規定し、企業のコーポレートガバナンスのあり方に大きな影響を及ぼすようになってきている。しかし、そうした優れたコーポレートガバナンスなるものがどのように価値評価されているのかということとはほとんど問われることのないままにコーポレートガバナンス・コードの指針に従ったり、コーポレートガバナンスが定量化され、評価されてしまっているのではないだろうか。

本論文ではこのような問題意識に基づいて、第二次安倍内閣のコーポレートガバナンス改革を分析する。コーポレートガバナンス改革は 2014 年 2 月に金融庁から「「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～（以下、スチュワードシップ・コード）」、2014 年 8 月に経済産業省から「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト最終報告書（以下、伊藤レポート）、2015 年 6 月には東京証券取引所から「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために～」が公表され、実施された

第二次安倍内閣におけるコーポレートガバナンス改革の特徴は 3 つの改革のすべてに「持続的成長」という言葉が用いられていることに象徴されるように、企業や投資家に対して中長期的な視点から企業経営や投資を促進するためのコーポレートガバナ

スを整備することを目的としている。本論文で中心的に取り上げる伊藤レポートには次のように持続的な企業価値向上の目標として ROE8%目標が掲げられた。

「資本主義の根幹を成す株式会社が継続的に事業活動を行い、企業価値を生み出すための大原則は、中長期的に資本コストを上回る ROE を上げ続けることである。なぜなら、それが企業価値の持続的成長につながるからである。・・・最低限 8% を上回る ROE を達成することに各企業はコミットすべきである。もちろん、それはあくまでも「最低限」であり、8% を上回ったら、また上回っている企業は、より高い水準を目指すべきである」(経済産業省, 2014b, p.6, 強調は筆者)。

ROE は当期純利益/自己資本の計算式で計算され、自己資本の効率性を評価する企業評価の指標の 1 つである。ROE は株主に対する価値を表現していて、単年度の利益を基礎とする財務的な指標であり、中長期的に研究開発や投資が必要な事業は資本効率が低いものとして評価されてしまうため中長期的な企業価値を高めるといよりは、企業に近視眼的な行動を促すような指標のようにも思われる。そのような ROE が政府の成長戦略の影響のもとで、持続的な企業価値向上を達成する目標として掲げられ、ROE8%目標は法的に義務づけられていないにもかかわらず、日本企業に大きな影響を与え、逆に短期主義的な行動も招来させてしまった。本論文ではこの現象がどのように生じたのかということを経済評価研究、とりわけ学際的な会計研究で培われてきた統治性の分析視角であるプログラムとテクノロジーの概念を用いて分析を行う。

本論文の構成は以下の通りである。1 章では統治性に基づく学際的な会計研究の価値評価実践の理解の特徴について議論し、ミラー=ローズのプログラムとテクノロジーの分析視角から会計の統治性研究をレビューする。2 章では、自民党政権下のもとでバブル崩壊後の日本のコーポレートガバナンス改革の中が進められてきたが、そうした背景には日米貿易交渉によるアメリカからのプレッシャーがあった。そうしたプレッシャーによって、アメリカ型のコーポレートガバナンスがグローバルスタンダードのコーポレートガバナンスの模範として推進され、バブル崩壊後の経済成長のプログラムのもとで改革が推進され、そうしたプログラムを作動させるテクノロジーとして ROE をはじめとする株主価値を評価するテクノロジーが登場したことを明らかにする。

3章では2008年の金融危機後、サステナビリティのプログラムに基づいて世界的に中長期的な視点を取り込んだコーポレートガバナンス改革や、中長期的な企業価値に関する情報開示の取り組みについて議論が開始され、サステナビリティのプログラムが曖昧な性質を有しているためにサステナビリティのプログラムが拡張していることを示す。4章では民主党の野田内閣の際に行われた平成23年度総合調査研究まで遡り、後に伊藤レポートが公表されるプロジェクトの母体となる企業報告研究会での持続的な企業価値向上に関する議論が進められ、第二次安倍内閣誕生後の内閣府での目指すべき市場経済システムに関する専門調査会におけるサステナビリティのプログラムに基づく持続的成長について議論する。5章では第二次安倍内閣誕生後にアベノミクス第三の矢のコーポレートガバナンス改革として伊藤レポートの作成が開始され、政治的な影響を受けて、サステナビリティのプログラムに経済成長のプログラムが重なり、ROE8%のテクノロジーが関連づけられることによって、トロイアの木馬のようにサステナビリティのプログラムの外観を有しながら、経済成長のプログラムを操作可能にするテクノロジーとしてROE8%目標が設定されることを示す。6章では本論文の分析で観察された複数のプログラムとテクノロジーの関係性について考察する。終章では結論を述べる。

# 1 章 学際的な会計研究における価値評価実践の理解—会計の統治性研究の視点から

## 1. 会計学と統治性研究の邂逅

1976年にアンソニー・ホップウッド(Anthony Hopwood)が *Accounting, Organizations and Society*(以下 AOS)を創刊し、学際的な観点から会計の研究が進められることとなった。ホップウッドは会計を社会や組織的コンテキストのもとでどのように動作しているのか、また会計が組織や社会を構築しているのかという会計の構造的な役割に注目し、学際的な会計研究の礎を築き上げ、学際的な会計研究に多大なる影響を与えた。ホップウッドはいち早く学際的な会計研究にフランスの哲学者のミシェル・フーコー(Michel Foucault)の思想を援用し、研究を行った人物でもある(例えば Burchell et al., 1985; Hopwood, 1987)。ホップウッドが会計研究にフーコーの援用する背景には、フーコーの研究に関心を寄せる研究者が参画していた *Ideology & Conscience*<sup>1</sup>というジャーナルの編集委員であったグラハム・バーチェル(Graham Burchell)の兄弟であるスチュワート・バーチェル(Stuart Burchell)がホップウッドによって組織された会計を社会的、制度的実践として研究する学際的な研究メンバーの一員として参加していたことが大いに影響していたようである<sup>2</sup> (Gendron and Baker, 2005)。

1981年からグラハム・バーチェルとともに *I & C*の編集委員の1人で、フーコーの統治性論を会計研究に応用し、学際的な会計研究に新たな地平を切り開いた重要人物が現在 LSE (London School of Economics) で管理会計学の教授を務めるピーター・ミラー(Peter Miller)である(國部, 1999; Hopwood and Miller, 1994)。ミラーはもともと会計学の研究者ではなく、LSE で社会学の博士号を取得し、社会学者として研究者のキャリアを始めた人物である。当初ミラーは社会学者のニコラス・ローズ(Nikolas Rose)とともに精神医学や心理学の研究(例えば Miller and Rose, 1986; 1988)を行い、

---

<sup>1</sup> 1977年に創刊し、1979年には *I & C*にジャーナル名が変更され、1981年に廃刊となるまで4年間に渡って発行されていたジャーナルである。

<sup>2</sup> 学際的な会計研究の成果としてスチュワート・バーチェルはホップウッドらと共著の論文を公表している(例えば Burchell et al., 1980; 1985)。

1987年にはフーコーの思想を研究した博士論文をもとにした『支配と権力(domination and Power)』(Miller, 1987)を出版している。この著作の中で統治性についても論じられていることから、当時から統治性の探求がミラーの問題意識にあったことが窺える。

さらにミラーはフーコーが晩年、思索を重ねていた統治性の研究の先駆け<sup>3</sup>とされている『フーコー効果(The Foucault Effect)』(Burchell et al., 1991)の編集にも携わっており、フーコーの母国フランスよりも、イギリスで盛んに研究されることとなる統治性研究の黎明期から関わっていた人物である。

ミラーは1982年から1983年にロンドンビジネススクールでホップウッドが組織していた大学院生へ向けたセミナーに招かれ博士課程の学生に理論と方法論に関する授業で、アリストテレスや18世紀の方法論ではなく、当時の現代的な理論や方法論について講義を行うように依頼され、ミラーが研究していたフーコーに関する講義を行ったことをきっかけに会計学の世界に足を踏み入れるようになる<sup>4</sup>。そこで、当時ロンドンビジネススクールに客員研究員として在籍し、長年共同研究を行うこととなるテ

---

<sup>3</sup> フーコー効果を統治性研究の先駆けとして位置づけているのは、フーコーが統治性について主に議論を展開したコレージュ・ド・フランスの1977年から1978年にかけての講義録である『安全・領土・人口』と1978年から1979年にかけての講義録である『生政治の誕生』の2つの講義録のフランス語版が出版された2004年から遡ること10年以上前の1991年に英語でフーコーの統治性に関する論考(フーコー効果の4章に統治性と題された章)が掲載されているためである。フーコー効果の序文ではフーコーが当該講義を行った1979年と同年にいち早くイタリア語で翻訳されて、1979年に *Ideology & Conscience* に英語に翻訳され掲載されていたことが記されている。さらに編者の一人であるコリン・ゴードン(Colin Gordon)がフーコーの統治性論についてまとめている。統治性に関する講義録である『安全・領土・人口』、『生政治の誕生』の2つのコレージュ・ド・フランスの講義録として出版されるのは2004年のことであるが、コレージュ・ド・フランスの講義はカセットテープに録音され、講義音声を聞くことが可能となっており、講義録が出版される前にフーコーが展開した統治性の議論について触れることが可能であったが、文章としてフーコーの統治性について触れることが出来たという意味で貴重な文献であった。

<sup>4</sup> Mckinlay(2017)のインタビューでミラーはなぜ会計学を研究の対象としたのかという質問に、構造主義的マルクス主義者のルイ・アルチュセール(Louis Althusser)やアントニオ・グラムシ(Antonio Gramsci)の影響を受けていて、マルクス研究者の指導教員のもとで博士課程を終え、当時の構造主義的マルクス主義の中で経済計算が重要な問題となっていたことから、経済計算の構築的な権力に関心があったことを語っており、会計学に接する前からそのような観点から会計に関心を持っていたようである。

ッド・オリアリー(Ted O’Leary)と出会い、統治性の理論を会計学へ応用した研究論文を次々に世に発表していくことになる。学際的な会計研究における価値評価実践を理解するための理論的視座として、フーコーの思想が援用される背景にはAOSの創刊者であるホップウッドの影響と、統治性の研究を行っていたミラーが会計研究に参画したことが大きく影響している。

もちろん学際的な会計研究では統治性だけでなく制度論、アクターネットワーク理論など様々な理論が援用され研究が蓄積されている。しかし、本論文では学際的な会計研究の黎明期から中心的な理論の1つであり、さらに学際的な会計研究の中でフーコーの影響が大きいという理由<sup>5</sup>から、本論文では統治性の理論を学際的な会計研究の枢要な理論として位置づけ、議論を行う。とりわけ統治性を初めて会計学に応用したミラー＝ローズの統治性論とそうした統治性の分析視角としてミラーが用いた分析視角であるプログラムとテクノロジーを中心に、学際的な会計研究の研究成果を踏まえながら、学際的な会計研究において価値評価実践がどのように理解されてきたのか明らかにしていく。

## 2. フーコーの統治性論

ミラー＝ローズの統治性研究はフーコーの統治性論に多くを依っているため、フーコーの統治性論を概観した上で、ミラー＝ローズの統治性論について検討する。フーコーによれば権力は国家が国民に対して行使するようなものではなく、権力とは至るところに存在し、関係の網の目の中で作用しているものである。フーコーは「なぜ権力を研究するのか：主体の問題において」という論考の中で「私の目的は、・・・私たちの文化において人間が主体化（＝服従化を強いられ）ている様々な様式について、一つの歴史を想像することであった」（フーコー, 2001, p.10）と述べ、晩年のフーコーにとって権力の分析は非常に重要な研究テーマであった。

フーコーが権力について分析を行った代表的な著作として1975年に出版された『監獄の誕生』（フーコー, 1977）がある。『監獄の誕生』では近代に特徴的な権力としてパノプティコンという監獄の一望監視システムを規律的権力（disciplinary power）の装

---

<sup>5</sup> Chiapello and Baker (2011)や國部(2020)で示されている引用数など定量的なデータから、フーコーが学際的会計研究に与えた影響の大きさを窺い知ることができる。

置として分析を行っている。パノプティコンは監獄の様式の一つで、中央に監視塔が立ち、周りには囚人の住まう独房がある。監視塔からは囚人の独房が一望できるが、独房からは監視塔に看守がいるかどうかはわからない構造になっている。これによって囚人は監視者を内面化し、監視塔に看守がいてもいなくても、囚人を規律的に保つことができる装置である。この権力が対象とするのは個人である。この個人に作用する規律的権力とは異なり、人間を群れとして捉え、人口に作用する権力概念として打ち出されたのが生権力(biopower)であり、1976年に出版された『性の歴史Ⅰー知への意志』(フーコー, 1986)で初めて展開された。

フーコーが『性の歴史Ⅰー知への意志』を1976年に著してから、1984年に性の歴史Ⅱと性の歴史Ⅲが出版される8年間の空白の期間に生権力について思索を深めていた1978年～1979年の「安全・領土・人口」、「生政治の誕生」のコレージュ・ド・フランスの講義<sup>6</sup>の中で統治性についての議論が展開された。フーコーは統治性を「統治性という語で、私が意味するのは、諸々の制度、諸々の手続きと分析と考察、計算、そして戦術からなる全体のことです。それらは、人口を主要な標的とし、主要な知の形式として政治経済学を、主な技術的道具として治装置を持った、複雑であるが固有なこの権力形式を行使することを可能にすること」(フーコー, 2006, p.271)と定義している。この複雑にも思われる統治性の概念をごく単純に説明すれば「人間の行いを統率するやり方」(フーコー, 2008, p.230)のことである。

この人間を群れとして統治する起源をフーコーは2つの講義録の中でエジプトやメソポタミアなどの東方での司牧的権力から辿り、国家理性による統治、自由主義的な統治性、新自由主義的な統治性について分析を行った。特に自由主義的な統治性、新自由主義的な統治性の分析では、統治性と政治経済の関係を探求し、現代社会において、経済が生のあるべきようを規定する枢要なメカニズムとして機能していることを明らかにした(フーコー, 2008)。

フーコーによれば自由主義的な統治性は18世紀半ばに登場し、よりよく統治するために「できる限り少なく統治する」ことを目指す統治の場所とされたものが市場であった。さらにフーコーは自由主義的な統治性から新自由主義的な統治性へと分析を展

---

<sup>6</sup> フーコーのコレージュ・ド・フランスでの講義は1970年から始まって、フーコーが57歳で亡くなる1984年まで14年間に渡って行われていた。

開し、新自由主義的な統治性では「競争のメカニズムが、社会において可能な限りの広がりや厚みを手に入れ、さらには可能な限りの容積を占めなければなりません。すなわち、獲得が目指されるのは、商品効果に従属した社会ではなく、競争のダイナミズムに従属した社会であるということです」(フーコー, 2008, p.181)として新自由主義的な統治性の根本原理を市場メカニズムの競争に求めた。

このフーコーの新自由主義的な統治性の分析はちょうどイギリスで、ゆりかごから墓場までと言われた福祉国家体制が崩壊し、1979年にサッチャー政権の新自由主義の経済政策を開始した時期と重なっており、歴史分析を行ってきたフーコーとしては比較的現代に近い社会の分析を行った貴重な講義録と言えるが、この1979年の講義以降、フーコーの研究関心はキリスト教のパレーシアの実践や倫理の問題へと転換し、新自由主義的な統治性についてはこれ以上探求することなく、1984年に57歳の若さで亡くなってしまった。

### 3. ミラー＝ローズの統治性論

フーコーがコレージュ・ド・フランスで『生政治の誕生』の講義を行ったのと同年の1979年にイギリスのサッチャー政権が誕生し、サッチャリズムの名のもとに小さな政府を目指した政策が打ち出され、2年後の1981年にはアメリカで、レーガン政権が誕生し、レーガノミクスを推し進めるなど、新自由主義的な経済政策を唱える政権が誕生し、1970年代後半以降、新自由主義に基づく政治改革が進められた。そうした経済メカニズムを中心に据えた政治的な思想がより世界に広まりつつあった90年代に、フーコーの統治性論を引き継いで、科学哲学、人類学の概念などを援用しながら、独自の統治性論を展開し分析視角を作り出し発展させたのが、ミラー＝ローズであった。ミラー＝ローズは統治性の理論を構築する際に経済的なメカニズムを中心として、福祉国家主義、自由主義や新自由主義的な統治性について議論を展開した(Miller and Rose, 1990; 2008, Rose and Miller, 1992)。ミラー＝ローズの統治性論において経済を重視する背景には、彼らはイギリスでサッチャー政権の新自由主義的な政治改革を目の当たりにし、かつそうした政治思想が世界的に展開していた状況から、異なる統治の様式への変化を鋭く察知したのであろう。

ミラー＝ローズはそうした自由主義、新自由主義的な統治性の根本原理として自由を位置づけ統治性の理論を構築した。自由であることと、統治されるということは一見

すると矛盾しているように思われるかもしれない。なぜなら、統治されていることは、本質的に自由ではないということの意味するからである。ミラー＝ローズにとっては、この矛盾していると思われる統治と自由の関係こそが、現代社会に特徴的な統治メカニズム、統治性なのであり、現代において強力な統治の仕組みとして作動しうる権力の源泉として捉え議論を展開している (Miller and Rose, 1990; 2008, Rose and Miller, 1992)。つまり、主体が自由に振る舞っているように見えて、そうした自由は統治のテクノロジーによって、創り出されており、主体は限定された自由の中で振る舞わざるをえなくなっている、つまり統治されているに過ぎないのである。そうした限定された自由の中で振る舞う主体は自身が自由に振る舞っているように錯覚しているだけで、自分で選択していないにも関わらず自らの自由によって選択していると思いこんで、統治されていることに気がつかない構造になっている。この自由を通じてどのように統治されるのかという、自由と統治の共犯関係こそが、自己規制的 (self-regulate) な統治の様式としてミラー＝ローズが考える現代社会の統治性の根本原理である。

ミラー＝ローズはそうした自由を通じた統治というものが、どのように現代社会に生きる人間の行為を規定しているのか、またそうした自由はどのように創り出されているのかということについて計算実践を重要視し、計算による間接的な統治メカニズムに焦点を当てている (Miller and Rose, 1990; Rose and Miller, 1992; Miller 1994b, 2001; Rose, 1991)。この統治メカニズムの分析視角としてミラー＝ローズが考案したのがプログラムとテクノロジーであり、この分析視角の根本には言葉と計算の関係、計算の権力の2つの観点がある。

### 3.1 言葉と計算

統治性は言説的な性質を持っている (Miller and Rose, 1990) ため、計算を統治の実践として理解しようとするならば、言葉と計算の関係について理解する必要がある。このような言説的な性質を指し示す言葉としてミラーは概念 (idea)、理論的根拠 (rationale)、ラベル (label)、プログラム (programmes) などの表現を用いて、言葉 (以下の引用文では理論的根拠という表現になっている) と計算の関係について次のように述べている。

「会計を構成する計算装置が精巧なものとなり、広範囲に普及する礎となった

のはこうした理論的根拠による。能率や無駄、意思決定、責任、競争、その他の多くの理論的根拠は、真理を作り出すに至る。いったん確立してしまえば、こうした真実は経済的・社会的生活を適切に統治するために必要不可欠であるとみなされるようになる」(Miller, 1994a, p.4, 邦訳, 4頁)

このように計算技術を支える重要な要素として計算の言説的な側面に焦点を当て研究を行ってきた(Miller, 1994a; Miller and Napier, 1993; Miller et al., 1991)。ミラー＝ローズが考案した統治性の分析視角である、プログラムとテクノロジーという2つの概念もこうした統治性の言説的な性質と実践の関係のもと考案されたものである(Miller and Rose, 1990; Rose and Miller, 1992)。ミラー＝ローズが言葉と計算の関係に着目するのはフーコーの思想や、フーコーに大きな影響を受けている科学哲学者のイアン・ハッキング(Ian Hacking)の「人々を作り上げる(making up people)」という研究プログラム<sup>7</sup>や制度論からの影響からである。こうした分析視角の着想のきっかけとしてホップウッドのコストという言葉と原価計算の計算技術の関係に関する研究がホップウッドのコストという概念と計算技術の関係に関する次の研究であった。

Hopwood(1987)では18世紀のイギリスの陶器メーカーであるウェッジウッドは、深刻な経営不振に陥るまで会計情報をほとんど活用しておらず、コストという言葉は単なる概念に過ぎず、コストを数値で表す計算技術と結びついていなかったため、コストは事実としては理解されていなかったことが示されている。しかし、経営不振をきっかけにコストという概念が組織内に浸透し、正確な原価計算の仕組みがウェッジウッドで構築され、コストという概念と計算技術が結びつき強力な「会計の目(accounting eye)」(Hopwood, 1987, p.217)を獲得し、組織に介入する強力な手段となる様子が分析されている。またHopwood(1992)では20世紀後半の当時サッチャー政権が推進した新自由主義的な政治改革のもとで、病院を効率的に運営することが社会

---

<sup>7</sup> ミラー＝ローズはフーコーに大きな影響を受けながらも、自身をフーコー研究者として理解されることをそれほど好んでいないわけではないようである。しかし、自身の研究をハッキングの人々を作り上げるという研究プロジェクトの歴史的存在論(historical ontology)の一部であると見做していると述べている(Miller and Rose, 2008)ように、ハッキングを高く評価している。後の節で議論する統治性の分析視角のプログラムとテクノロジーの概念もハッキングの研究からの影響も大きい。

的に求められ、患者のコストや、診断治療のコストという概念が生み出され、それらが計算する計算技術と結びつけられ、事実として受け止められ実践されることによって、会計が病院を経済的なエンティティとして構築されるようになったことが示されている。

これらのホップウッドの18世紀のウエッジウッドと20世紀後半の病院組織の研究で示されたコストというものが単なる概念に過ぎず計算技術と結びついていなかったため、事実として受け止められていなかったという発見は様々なコストが数値で表現されることに慣れ親しんでいる現代社会に生きる私たちにとって、驚くべきことではないだろうか。現代社会では資本コスト、サンクコスト、原発処理コスト等、無数にコストに関連する言葉が存在している。コストという概念が社会に広く共有されることによって、社会的に様々な事柄がコストとして認識される土壌が醸成され、それに伴って様々なコスト概念が生み出され、計算技術によって計算可能なものとなることで、私たちの思考様式や行動に大きな影響をもたらしているのである。

ミラーはコストという言葉以外にも言葉と概念、理論的根拠、ラベル、プログラムという表現を用いて言葉と計算の関係から様々な管理会計の実践を分析してきた。例えば Miller and O'Leary(1987)では20世紀初頭のイギリスとアメリカの能率の言説を分析し、標準原価計算や予算統制はより正確で洗練された計算技術という機能的な要請によって登場したのではなく、社会的に広く能率の向上という言葉が重要性を帯び、標準原価計算や予算統制という計算技術と結びつくことで、単なる洗練された計算技術としてではなく、社会の能率を高めることを規範とする社会を統治する近代的な権力の装置として現れたことを明らかにした。また Miller(1991)ではかつて1930年代には計算の正確性を巡って経済学者と会計専門家が激しく議論が交わされ、既に計算技術としては存在していたが論争が起こっていた割引キャッシュフロー法という投資意思決定の方法が、1960年代にイギリスの経済成長というプログラムと関連づけられることで、割引キャッシュフロー法は企業の優れた投資意思決定の方法としてだけでなく、イギリスの経済成長というプログラムを作動させる間接的な統治のテクノロジーとして普及したことを明らかにした。

Miller(1991)の1960年代イギリスの経済成長のプログラムと割引キャッシュフロー法というテクノロジーの関係で示されているように言葉と計算の関係性が変化することによって、計算実践の果たす役割が変化している。この点については Miller and

Napier(1993)や Miller et al.(1991)で示されているように、様々な計算技術の出自を系譜学的に問い直すことで、言葉と計算技術の関係は緩やかに結びついているに過ぎず、変化しうる。このような見解に基づいて言葉と計算の関係から会計を分析すれば、必ずしも会計の様々な実践的な機能は自明ではなく、言葉と計算技術の関係が変化することによって会計の実践的な機能も変化していくものとして理解できる。

このように計算を理解すれば「会計に本質はない」(Miller and Napier, 1993, p.631)のであり、社会的、組織的コンテキストのもとで言葉と計算技術の関係が変わることによって「会計は実践的に作り上げられる(making accountancy practical)」(Miller and O'Leary, 1990, p.479)に過ぎず「われわれが「会計」と呼ぶものは、様々な学問や領域から導き出された技法や実務から成り立っている 1つのエンティティである・・・会計は、内容と形式(形態)の双方において変化し、その時々安定性を達成するだけに過ぎない」(Miller, 1994a, p.20, 邦訳, 22頁)のである。ミラーは会計実践ではなく計算実践(calculative practice)という言葉を用いるのも、言葉と計算技術の関係性が変わることによって、現在は会計の領域で議論されていることも、かつてはそうではなかったこともあり得るし、今後変わりうるということを念頭に置いているからであろう。

ミラーらが述べるように会計には本質がないのだとすれば、どのようにして会計が社会の重要な仕組みとして機能しているのだろうか。それは会計自体には本質がないのであるから、既存の会計技法と比較してどちらが優れていて、劣っているかといった実務的な有用性を問うような技術的な観点から会計をいくら眺めても決して答えを得ることはできない。言葉によって計算技術が実践的に作り上げられるという見解に基づけば、会計が社会の重要な仕組みとして機能する理由は計算技術を実践的に作り上げる言説や言葉が産出される社会や組織的コンテキストから計算技術を理解し、計算技術をより大きな社会的、組織的コンテキストとの関わりから理解しなければならぬということになる。この言葉と計算の関係性こそが、ミラー＝ローズの統治性の分析視角のプログラムとテクノロジーの概念の背景にある考え方であり、統治性に基づく学際的な会計研究の価値評価実践の理解の特徴である。

ミラー＝ローズの統治性論ではこの社会的、組織的コンテキストの根底には市場原理を政治に活用した自由主義や新自由主義のような政治思想の台頭と関連があると考えており、現代ではそのような経済メカニズムが社会の重要な構成原理として影響力を持っていることを想定している (Miller and Rose, 1990; 2008; Rose and Miller,

1992)。そのようなコンテキストがあるため、現代社会ではコスト、能率、競争といった経済的な概念を表現する言葉が重要性を帯びており、私たちの思考様式もそうした言葉に大きく影響されているのである。会計は経済計算の体系であり、経済的な概念を表現する極めて優れた計算技術である。そのため、会計は経済的な概念を表現する言葉と結びつきやすい傾向があり「会計は進行中の社会全体の経済化において重要な要素である。会計は競争、市場、能率、起業家精神といった抽象的な新自由主義的な概念を表現」(Mennicken and Miller, 2012, p.7)することができるため、ミラー=ローズは現代の統治性を考える上で会計を重要な実践として注目したのである。

### 3.2 計算の権力

ミラー=ローズの分析視角が統治性の研究に与えた重要な貢献は計算と統治の関係を明らかにしたことにあろう。この計算と統治の関係は統治性論を打ち立てたフーコーも部分的<sup>8</sup>には指摘していたが、それほど深く計算と統治の関係については探求してはいなかった。ミラー=ローズは近代的な統治メカニズムとして計算実践に着目し、フランスの哲学者であるブリュノ・ラトゥール(Bruno Latour)の計算を通じた遠隔作用(action at a distance)の概念に着目した。ラトゥールは遠隔作用について次のように述べている。

なじみのない出来事、場所、人々といかに遠隔作用するのか?・・・どうにかしてこうした出来事、場所、人々を自国に持ち帰ることによってである。遠く離れているのに、いかにしてこのことは達成できるのか。・・・すなわち (a) 持ち帰ることができるように「動かせる」ものにし、(b) さらに変形、破壊、腐朽されることなく動かして、持っていったり、持ってきたりできるように「安定した」ものにし、(c) どんな材質からできたものであれ、蓄積され、まとめられ、カードのように

---

<sup>8</sup> フーコーは国家理性による統治を考える際に統計学によって、人口の規則性や法則を発見できることが可能になったことを統治性の重要な転換点として捉えているし、統治と計算の関係について「権力の行使は、賢明さに従ってではなく、計算に従って規則づけられるように思われます。力の計算、関係の計算、富の計算、支配力というファクターの計算に従って、権力の行使が規則づけられるようになるということ。.....これが、統治テクノロジーの近代的形式のようなものであると私には思われます」(フーコー, 2008, p.383-384)と述べるなど統治性と計算の関係性に着目している。

並び替えられるような「結合可能な」ものにする手段を発明することによってである。こうした条件が満たされるならば、地方の小さな町でも、たいしたことのない実験室でも、ガレージにある、取るにたらない小さな会社でも、最初は他の場所と同じくらい弱い、遠く離れて多数の場所を支配する中心になることができる (Latour, 1987, p.223, 邦訳, 378-379 頁)。

ミラー＝ローズはこの計算の可動性、安定性、結合可能性という3つの性質によって、計算の中心(centers of calculation)から遠隔作用を及ぼすことを可能にすることを統治と関連づけ遠隔統治(action at a government)として概念化した(Miller and Rose, 1990; Miller and Rose, 1992)。Miller(1991)ではこの遠隔作用の概念を援用し、1960年代のイギリスの労働党政府は民間企業の方針に対して直接的な介入を望んでいなかったが、国家計画の中で成長目標を策定し、間接的に個別企業にとってDCF法を用いることが有利となる制度を作り出すことによって、個別企業の投資意思決定の際にDCF法を用いるように遠隔作用を及ぼす様子を分析した。

このように計算と統治の関係が間接的な統治のメカニズムとして概念化されているのは、計算によって権力関係が作り出されることによって、計算によって創り出される自己規制的に振る舞う主体である計算人(calculating self)を生み出すためである(Miller, 1992)。この計算人について Miller and O'Leary(1987)では1900年から1930年間の標準原価計算と予算統制を分析し、能率を個人の規範として内在化した計算人である統治可能人(governable person)が生み出される様子を分析した。また Miller and O'Leary(1993)と Miller and O'Leary(1994)において1980年代から1990年代のアメリカのキャタピラー社を分析し工場のレイアウト、会計、情報システムなどを組み合わせることで、単なる統治可能な人間ではなく、より自律的な主体である新経済的市民(new economic citizenship)という計算人が生み出される様子を分析した。

会計の計算実践としての特徴として「多様で複雑なプロセスを単一の財務的な数値に変換する能力である」(Miller, 2001, p.381)と述べるように、様々な対象を財務的な数値に変換可能であるので、異なる尺度で表現されているものを共通の尺度で表現し比較可能にし、これまで関連づけられることのなかったものを関連づけることが出来るようになる。計算が統治性において重要な位置づけとなっているのはこのような異なる対象を共通化し、関連づけ関係を生み出す点にある。ミラーが会計を対象とする

研究を通じて発展させたことであるが、計算によって異なる尺度で表現されているものを新たな尺度で共通化し表現し、比較可能することによって作り出されるのが計算可能空間(calculable space)(Miller, 1994b)である。

この計算可能空間は工場の作業現場や、オフィスといった物理的な空間だけでなく、部門、コストセンター、プロフィットセンターなど抽象的な空間でも創り出すことができる。そうした計算可能空間に存在する主体は創り出された計算可能空間を支配する計算の原理に従って、振る舞いが規定され、統治されるのである。これはまるでフーコーが『監獄の誕生』で分析したパノプティコンを物理的空間であれ抽象的な空間であれ、計算の網の目を張り巡らせ計算可能空間を創り出すことによってパノプティコン化させることができるような性質である。

管理会計を例にこの計算可能空間と統治の関係を考察してみよう。組織内の複雑な現実が管理会計によって、数値化されることによって可視化される。組織内の成員は管理会計によって可視化された情報に従って自らの行動を選択することになる。つまり、管理会計は組織の成員にとって何が能率の向上に結びつくのか、業績評価の対象となるのかを積極的に定義し、行動を制限する役割を果たす。もし、管理会計によって組織内の現実が可視化されなければ、組織内の成員はどのように行動すれば能率的に仕事を行えるのか、自らの業績を向上させることができるのかかわからず、困惑してしまうだろう。そのうえ、組織の成員の多くは管理会計によって創り出される数値や業績評価の仕組みそのものを問うことは構造的に困難である。そのため、組織内の成員は計算可能空間を支配する計算の原理に従って行動しているにも関わらず、自らの選択に基づいて行動しているように錯覚してしまう。これこそが、ミラー=ローズが現代の統治性の性質である遠隔作用を通じた自由に基づく間接的な統治の実践として計算に着目している理由である。

ミラー=ローズの現代の統治メカニズムである自由を通じた統治の根幹をなしている計算の権力について議論してきた。ここまでの議論から、計算実践がいかに優れた統治のテクノロジーであるかということがわかる。社会学の研究者であったミラーが会計学を対象に研究を行い、1980年代から現在に至るまで学際的な会計研究の主要な分析視角の1つとして統治性に基づいた研究が蓄積され続けているのは、現代的な統治性を考える上で、会計が重要な計算実践であるからに他ならない。ここまでの議論ではミラー=ローズの統治性の分析視角の前提となる議論を展開してきた。次節ではミ

ラー=ローズの統治性の分析視角であるプログラムとテクノロジーについて議論する。

### 3.3 プログラムとテクノロジー

ミラー=ローズは統治性の分析視角としてプログラムとテクノロジーの2つの概念を考案している<sup>9</sup>。このプログラムとテクノロジーの2つの概念について、ミラー=ローズの統治性の研究(Miller and Rose, 1990; 2008; Rose and Miller, 1992)に基づいて概要を説明する。

プログラムは問題化(problematization)と密接な関係がある。問題化とは問題として顕在化するプロセスを表し、このプロセスは複雑で多くの場合は徐々に顕在化する性質のものである。問題として顕在化された時に、認識されたその問題を解決するためのプログラムが構築される。プログラムとは、現実がこうあるべきであるという規範性を持つものである。このプログラムは統治される領域を表現するもので、言葉が重要となる。言葉に変換させることで複雑な現実の一側面を表現し、理解可能、統治可能なものとする(Miller and Rose, 1990; Rose and Miller, 1992)<sup>10</sup>。

しかし、言葉によって単に統治される領域を示しただけでは統治することはできな

---

<sup>9</sup>ミラーは基本的にはプログラムとテクノロジーの概念を用いて分析を行うが、概念(idea)と道具(instrument)という2つの概念を用いて分析することもある。プログラムとテクノロジーの2つの分析視角を用いて分析する時は政治的な分析を行う際に使用しており、政治的な分析ではないときは概念と道具の2つの関係から分析していると考えられる。例えば Miller and O'Leary, (2007)ではムーアの法則やテクノロジーロードマップという道具が、単なる技術的な技術予測としてだけでなく、マイクロプロセッサ産業の投資予測という2つの概念と道具の関係に焦点を当て分析を行っている。いずれにせよ、こうした分析視角の根幹には言葉と計算の関係がある。

<sup>10</sup> ミラー=ローズの分析視角を提示した Miller and Rose(1990)や Rose and Miller(1992)では、プログラムとテクノロジーの他に政治的合理性(political rationality)というフォーコーの言葉を用いた3つ目の概念が存在していた。この政治的合理性はプログラムをより抽象化した概念として提示されたものであった。しかし、Mckinlay(2017)のミラーへのインタビューで、ミラーは政治的合理性という概念は分析視角から削除したと語っているように、統治性の分析視角を説明する際に政治的合理性という概念は使用しなくなり、プログラムとテクノロジーの2つの概念を用いて説明を行うようになる(例えば Kurunmäki and Miller, 2004; 2011, Miller and Power, 2013)。政治的合理性という言葉で表現しようとしていたのは、プログラムよりも抽象的な統治される領域を表した概念で、福祉国家主義や自由主義、新自由主義といった政治経済思想を念頭においていたものと考えられる。

い。なぜなら、漠然と統治される領域を指定したとしても、どこを、どれだけ統治するかは不明確であり、具体的な内容が示されていないからである。例えば経済成長を例にするならば、経済成長のためにはどの産業を成長させることが必要なのか、また何パーセントの成長を目指すのかを明確にしなければ単なる砂上の楼閣に過ぎない。したがって、プログラムは政府機関の文書や、学者、実務家など様々なアクターによってデザインされ、そこには専門知識などの知の枠組みが介在し、構築されるものである (Miller and Rose, 1990; Rose and Miller, 1992)。先ほど述べた経済成長の例で言えば、どの産業を成長させるかを知るためには、産業の成長性を分析するような専門知識が必要になるし、何パーセントの成長を目指すのかということについても、現在は何パーセント成長で、将来の成長目標はどのように算出するのかなどの現状を分析するには専門知識なしでは考えることができない。このプログラムによって操作可能な領域を表現することが可能となる。

しかし、プログラムのみでは統治することは出来ない。なぜなら、統治される領域を表現したに過ぎず、実践的な側面が抜け落ちてしまっているからである。これは目的だけを立てて、何も実践する手段を持たないようなもので、いくら素晴らしい目的を立てたとしても、実践することができなければ目的を達成することは不可能である。例えば経済成長を目指す、貧困を世界から撲滅するという目標だけでは、実践する事はできず、プログラムを動かすことはできない。そのため、どのようにして経済成長の目標を達成するのか、また貧困を世界から撲滅するにはどのような手段が必要なのかという実践的な要素が必要となる。したがって、統治は表現するだけではなく介入の問題でもある (Miller and Rose, 1990)。この介入と関わり、プログラムを操作可能にするのがテクノロジーである。

テクノロジーは会計、統計、数式などのモデル等の計算技術や諸制度、コンピュータ、工場の生産設備などの関係のネットワークとして作動するもので、装置 (apparatus) もしくは device) や集合体 (assemblages)、複合体 (complex) とミラー＝ローズが呼ぶものである。関係のネットワークとしてテクノロジーは機能するのであるから、テクノロジーを分析するには様々なアクターがプログラムを操作可能にする複雑な関係に注目することが必要となる (Miller and Rose, 1990; Rose and Miller, 1992)。プログラムを操作可能にする複雑な関係はラトゥールやカロンが創り出した概念である翻訳 (translation) によって築かれる。この翻訳によって様々なアクターの関心を結びつけ、

ネットワークを構築する。翻訳を通じてプログラムとテクノロジーが結びつけられることによって、プログラムが表す統治の領域をテクノロジーによって実践可能ともものとなり、人々の行為を規定し、統治するのである。

統治は楽観的で失敗が前提となっている（Miller and Rose, 1990; Rose and Miller, 1992）。ミラー＝ローズが統治が楽観的で失敗が前提となると表現したのは、プログラムとテクノロジーの根幹にある考え方で、言葉と計算の関係について示したようにプログラムとテクノロジーの関係は必ずしも常に安定的な関係にあるわけではなく、不安定になることもあるからである。さらに現在よりも良い社会の実現の希求には際限がないので、次々に新たにプログラムは構築されうるし、プログラムで示されている規範と現実はしばしば乖離するものである。一方、テクノロジーもネットワークとして、装置ないしは集合体として機能するのであるから、ネットワークが変わることでテクノロジーの性質も変化しうる。したがって、ネットワークの変化に応じてテクノロジーの性質が変化することによって、関連していたプログラムの要求に答えられなくなり、異なるプログラムと結びつく可能性を孕んでいる。

#### 4. 会計の統治性研究

会計の統治性研究の黎明期はミラーを旗手として歴史研究を中心に展開した。会計の統治性に関する研究はミラーの会計学での初めての論文である Miller(1986)から始まっている。Miller(1986)はパリ第8大学教授であったフランソワ・フルケ(Francois Fourquet)が1980年に出版した *Les Comptes de la Puissance* という著作のレビューエッセイである。この論文ではフルケの国民経済計算(national accounting)の発展の分析から、フランスにおいて国家が権力を行使する実践として国民経済計算が現れたことを統治性の観点から捉え直している。こうした国家の統治と会計の関係については Miller(1990)においても引き継がれ、17世紀フランスのコルベール期において商人の帳簿をつける実務の広がりを分析し、単に商人の間で帳簿をつけることが奨励され、実務として浸透しただけでなく、当時のフランス国王ルイ14世が治めるフランスが帳簿の情報を始めとする国民の様々な情報を収集し、調査による統治(government by inquiry)というプログラムに基づいて国家が国民を統治する実践としての役割を果たしていたことを明らかにした。

当初ミラーは上述したように国民経済計算や帳簿の実務について国家の統治と会計

の関係性の研究を行ったが、ミラーは会計の統治性の研究を管理会計を中心に展開することとなる。なぜならミラーは「企業の財政状態の監査や、損益計算書やバランスシートなど財務諸表の作成と関わる財務会計や会計として公に知られているものと管理会計を区別すべきである」(Miller, 1992, p.243)と述べているように、財務会計とは異なり管理会計や原価計算と呼ばれているものは20世紀を中心に発展し、企業で広く普及し、その後パブリックセクターにも応用されるなど20世紀に比較的明確な軌跡を辿る現象で、遠隔作用という社会の統治の様式の変化と深く関係していたからである(Miller, 1992)。

ミラーはオリアリーとともに管理会計ないしは原価計算を統治性の観点から分析し、学際的な会計研究の中でも非常に重要な論文が1987年にAOSで発表されたMiller and O'Leary(1987)である。Miller and O'Leary(1987)では20世紀初頭のイギリスとアメリカにおいて、能率の向上というプログラムのもとで標準原価計算や予算統制といったテクノロジーはより正確で洗練された計算技術という機能的な要請によって登場したのではなく、社会的に広く能率の向上というプログラムが重要性を帯び、標準原価計算や予算統制というテクノロジーと結びつくことで、能率を高めることを規範とする主体である統治可能人を生み出し、社会を統治する近代的な権力の装置として現れたことを明らかにした。またMiller(1991)ではかつて1930年代には計算の正確性を巡って経済学者と会計専門家が激しく議論が交わされ、既に計算技術としては存在していたが疑義が投げかけられていた割引キャッシュフロー法という投資意思決定の方法が、1960年代にイギリスの経済成長というプログラムと関連づけられることで、割引キャッシュフロー法は企業の優れた投資意思決定の方法としてだけでなく、イギリスの経済成長というプログラムに資する間接的な統治の技術として普及したことを明らかにした。

このように歴史研究をベースに展開されていた会計の統治性研究はMiller and O'Leary(1993)で1980年代のアメリカの製品の政治(politics of product)というプログラムを分析し、Miller and O'Leary(1994)で製品の政治のプログラムを背景とするキャタピラー社へのエスノグラフィーを用いた手法で統治性の研究が行われ、現代的な会計の統治性の研究が開始されることとなる。Miller and O'Leary(1993)では1980年代にアメリカの製造業は製品の品質の劣化や熟練した労働者の欠如、経営者の短期的な利益の追求など様々な問題を抱え、国際競争の激化、製品ライフサイクルの短縮、生産

の自動化、情報技術の発達によって、アメリカの大量生産システムが過去のものとなってしまい、アメリカの製造業を巡って政治的、経済的議論が巻き起こり、製品の政治というプログラムが生まれたことを明らかにした。また Miller and O'Leary(1994)では製品の政治というアメリカのプログラムがキャタピラー社において未来の工場(plant with a future)というプログラムとして検討され、キャタピラー社で、競合他社の詳細な原価分析を通じた設備ごとの他社の原価の可視化、生産フローの効率化、情報システムの統合など製造空間と会計を関連づけることによって、工場で働く従業員が自らの担当領域に自由裁量を持ち、担当領域において経営者のように振る舞う新経済的市民が生み出される様子を分析した。

上述してきたように会計の統治性研究の黎明期はミラーを中心に歴史研究を中心に展開し、その後エスノグラフィーを用いて企業を中心とする現在に焦点を当てた統治性の分析が進められてきた。ミラーは管理会計や原価計算を対象に研究を中心に進めたのに対して監査やリスクマネジメントを対象に会計の統治性の研究を行ったのが、LSE でミラーと同僚のパワーである。

パワーは『監査社会』(Power, 1997)において、かつては口頭で裁判の形式をとっていたとされ、19世紀中頃から現代的な会計監査が形成されてきた監査という実践が「1980年代の終わり頃に世界が変化した。監査がもつイメージやステータスの問題にも関わらず監査は新しい様相を獲得し、様々な領域で奨励されるようになった」(Power, 1997, p.xii, 邦訳, xiv 頁)としてイギリスの文脈において1980年代末を皮切りに監査という実践が社会の様々な領域において要求され、中心的な役割を引き受けるようになっている社会をパワーは監査社会と呼び、社会を統治する実践として監査を分析している。

パワーはそうした統治メカニズムとして監査を分析する際にミラー=ローズのプログラムとテクノロジーの分析視角を用いて分析を行っている。パワーは社会の様々な領域において監査という考え方が要請されるようになるプログラムの次元について監査の爆発的拡張(audit explosion)と表現し、監査の爆発的拡張を引き起こした監査のプログラムの特徴として「広範で多様な組織的文脈へ監査を移入及び導入することが可能となるのは、まさにこの監査に対する考え方があいまいだからである」(Power, 1997, p.6, 邦訳, 8 頁)ことを挙げ、ニューパブリックマネジメント、教育機関、医療組織を例に監査の実践が拡張する様子を分析している。

以上のミラーの管理会計を対象とした統治性の研究やパワーの監査を対象にした統

治性の研究は統治性にもとづく会計研究の礎となった非常に重要な研究である。その後ミラーやパワー以外にも多くの研究者が彼らの研究を参照しながら、統治性の視点から会計研究が行われるようになった。

#### 4.1 パブリックセクターと会計の統治性研究

1970年代末のイギリスのサッチャー政権によるサッチャリズムやアメリカのレーガン政権などによって新自由主義を政治的理念に掲げる政治改革を背景として新自由主義に基づくプログラムのもとで、パブリックセクターの非効率性や透明性の低さが問題化され、効率性や透明性を向上させるべくパブリックセクターの改革において重要な役割を果たしたのが、企業で培われてきた様々な会計技術であった(Broadbent and Guthrie, 1992; Humphrey et al., 1993)。そうした新自由主義に基づくプログラムの台頭によって、能率や透明性という概念を操作可能にするテクノロジーとして様々な会計技術による目標や成果を用いた効率的なパブリックセクターの管理は統治の様式の変化であったため、会計の統治性の研究の重要なテーマとしてパブリックセクターの研究が様々な国々のコンテキストのもとで進められていくこととなる(Humphrey and Miller, 2012; Lapsley and Miller, 2019)。

例えば Ogden(1997)で 1980年代末にイギリスのニューパブリックマネジメントのプログラムのもとで、水道事業の民営化が進められ水道サービスを受ける住民が顧客という概念を用いて表現されるようになり、そうした顧客へのサービスを測定するためのテクノロジーとして会計や監査のテクノロジーが用いられる様子を分析している。また Mennicken(2013)ではイギリスのイングランドのウェールズの刑務所の民営化を分析し、コンサルティング会社が刑務所の運営に参画し、会計や監査のテクノロジーによって刑務所内での囚人の違反行為や刑務所の運営に基づいて刑務所が評価され、そうした刑務所の評価と財政的な控除が結びつけられることによって、各刑務所間に競争関係が作り出され、刑務所が会計エンティティに作り変えられる様子を分析している。

イギリスだけでなくアメリカでも Preston et al.(1997)において 1980年代のレーガン政権の新自由主義に基づくプログラムのもとで、高騰する医療費の削減を目的として効率的な病院経営が推進され、疾病別にコストを認識し支払額を決定する診断群別定額支払方式が病院組織に導入されることによって、患者の病気が収益性と関連づけ

て考えられるようになる様子を分析している。また Nyamori(2009)ではニュージーランドの地方公共団体のパブリックセクターの改革の中で、新自由主義的なプログラムに基づいて会計のテクノロジーによってパブリックセクターの組織内に経済的な利益、顧客満足度、効率的な経営を測る指標、購入側と供給側のビジネスユニットを作ることによって組織内に取引関係を作り出し、競争原理を組織内に創り出すことによって、住民だけでなく組織内の同僚すらも顧客として扱うようになり、公務員が民間企業の従業員のように振る舞うようになったことを分析している。

上述してきたように会計の統治性研究ではイギリスやアメリカ、ニュージーランドといったアングロサクソンの国々で新自由主義的な統治性についてプログラムとテクノロジーの観点から研究が蓄積されてきた。しかし、そのような新自由主義に基づくパブリックセクターの改革はアングロサクソンの国々に留まらず、様々な国々のパブリックセクターの改革に影響を与え、推進されてきた。会計の統治性研究のパブリックセクターの改革を対象とした研究では、こうした他のコンテキストへ新自由主義に基づくプログラムやテクノロジーが転移し、異なるコンテキストで実践される様子が分析されている。

例えば Himick(2009)では南米のチリで 1973 年に社会主義政権を打倒して誕生したピノチェト政権以降、新自由主義を唱えるミルトン・フリードマン(Milton Friedman)に薫陶を受けた、いわゆるシカゴボーイズと呼ばれる研究者集団がチリの政治改革に携わり、公的年金制度の民営化のプログラムを従業員への財務的なインセンティブ、会計や監査のテクノロジーによって、チリの年金制度が民営化されていく様子を分析している。さらにこのチリの公的年金制度の民営化が世界銀行の年金改革のモデルとして採用され、世界 80 カ国ほどの国々で採用されるまでになったことが示されている(Himick, 2009)。また Rahaman et al. (2007)では債務超過に陥っていたアフリカのガーナにおいて IMF や世界銀行主導のもと、赤字続きであった水道事業の民営化が推進され、能率の増進やアカウンタビリティという言葉が重要性を帯び、会計技術の導入が IMF や世界銀行によって奨励され、国有企業であった水道事業が民営化されていく様子を分析している。

以上のようにパブリックセクターの改革の中で統治性の観点から、イギリスやアメリカだけでなく、様々な国々のコンテキストで分析されている。先に取り上げた Himick(2009)ではシカゴボーイズによってチリの公的年金制度の民営化が推進されて

いくという分析や、Rahaman et al.(2007)の世界銀行や IMF がガーナの水道事業の民営化の改革に果たした役割に見られるように、専門家や国際機関の影響によって新自由主義のプログラムが異なるコンテキストに移り、会計や監査がそうしたプログラムを作動させるテクノロジーとして核心的な役割を果たした様子が分析されてきた。しかし、このような研究では様々な国々のコンテキストで必ずしも円滑に様々なコンテキストでプログラムとなり、会計や監査などのテクノロジーが関連づけられているわけではない。

例えば Rahaman et al. (2012)の IMF や世界銀行によって進められたアフリカのガーナの水道事業の民営化の分析では、水資源が貴重なガーナにおいて国有企業であった水道事業が民営化されることによって水道料金が高騰し、ガーナの人々が水道代金を支払えず水道サービスを受けられなくなってしまうことが危惧されたために、水道事業の民営化のプログラムに反対する運動が巻き起こったことが示されている。また Mennicken(2013)での刑務所の民営化の分析でも、刑務所内での囚人の違反行為や刑務所の運営に基づいて刑務所が評価され、財政控除が関連づけられることによって刑務所間で競争関係が作り出される様子が分析されたが、他の刑務所への囚人の移送がしばしば起こるにも関わらず、そうしたことが刑務所を評価する仕組みに反映されておらず、刑務所の評価の諸問題が指摘され、見直しが求められたことが示されている。このように、これらのパブリックセクターを対象とする会計の統治性の研究からは新自由主義に基づくプログラムに基づいてパブリックセクターの改革が推進されるものの、コンテキストによって円滑にプログラム化される場合もある一方で、必ずしも円滑にプログラム化されるわけではないことが明らかにされている。

ミラー=ローズはこの点についてプログラムとテクノロジーの分析視角を提示した Miller and Rose(1990)や Rose and Miller(1992)では扱っていなかったが、Miller and Rose(2010)ではプログラムやテクノロジーが他のコンテキストに移りやすいものとそうでないものの、相違があり検証の必要があると述べ、他のコンテキストに移りやすいものとして監査を、他のコンテキストに移りにくいものとして社会主義の計画経済を挙げている。Mennicken(2010)では社会主義体制であったソヴィエト崩壊後、資本主義体制に移行したロシアで監査のプログラムが受容され、多国籍の監査法人がロシアに参入し、監査市場が急激に形成されていく様子を分析している。また Ahrens et al.(2020)ではイギリス政府の緊縮財政のプログラムに対して、ニューキャッスル市が

より良い地方自治を行うために対抗するプログラムを作り出して、政府とニューキャッスル市の2つのプログラムの対立関係とテクノロジーの関係について分析している。

以上のパブリックセクターを対象とする会計の統治性研究に示されているように、企業を中心に培われてきた会計や監査といったテクノロジーが新自由主義に基づくプログラムを背景として、パブリックセクターにおいてアングロサクソン系の国々だけでなく、様々なコンテキストにおいて研究が蓄積されてきた。こうした研究を通じて、ミラー=ローズがプログラムとテクノロジーの分析視角について論じた Miller and Rose(1990)や Rose and Miller(1992)ではそれほど議論されていなかった、プログラムがどのように他のコンテキストへ移るのかということや、Ahrens et al.(2020)で議論されている複数のプログラムが対立する様子が分析されるなどプログラムの諸相が探求されるようになっている。

#### 4.2 テクノロジーの変化とハイブリッド化

ミラーが会計の統治性を研究する中で見出したのがテクノロジーのハイブリッド化という現象であった。ミラーはハイブリッド化を実践やプロセス、専門知識等の2つ以上の要素から産出される現象として幅広く定義している(Miller et al., 2008)。

このハイブリッドの概念はもともとはラトゥールが提唱した概念である(ラトゥール, 2008)。ラトゥールによればハイブリッドとは自然と社会の混合体で、ラトゥール(2008)ではハイブリッドの例としてオゾンホールを挙げている。オゾンホールの問題は環境問題であるだけでなく、オゾン層を破壊するとされているフロンガス製品を生産する産業の問題や政治の問題であるためハイブリッドとして捉えることができる。ラトゥールは近代の前提の上では自然と社会は分離されて理解され、本来ハイブリッドであるはずの現象が不可視とされ、ハイブリッドの増殖が脅威になっていると指摘する。この近代が前提としている自然と社会の分離を繋ぎ合わせ、ハイブリッドとして捉え直す実践が人間と非人間のネットワークの形成プロセスを表している翻訳(translation)と呼ばれる実践である。しかし、ミラーがハイブリッド化という現象を用いて説明を行うとき、必ずしもラトゥールが議論しているような自然と社会の分離に基づいているわけではないので、ラトゥールの言うハイブリッドよりもミラーはより

広義にハイブリッドを捉えている<sup>11</sup> (Miller et al., 2008)。

ミラーは統治性を理解するために会計のハイブリッド化のプロセスへの理解が重要であると述べている (Miller et al., 2008)。なぜなら会計のハイブリッド化のプロセスには「会計は絶えず二重のハイブリッド化のプロセスに関わっている。ハイブリッドを可視化し、計算可能にする一方で、同時に会計そのものも他の実践やディシプリンとの遭遇を通じてハイブリッド化する」 (Miller et al., 2008, pp.944-945)特徴があるためである。例えば Kurunmäki and Miller(2011)では業務の境界が曖昧で、依拠する専門知識にも相違があるパブリックセクターのヘルスケアサービスとソーシャルサービスは組織間、専門家間の対立が存在していたが、イギリスの政府の現代化(modernizing government)のプログラムのもとで、部門間の協働を促進する会計のテクノロジーによって、組織間、専門家間のハイブリッドを統治する様子が分析されている。また Thomson et al.(2014)ではイギリスのパブリックセクターにおいて、政府が掲げるサステナビリティに関するプログラムをイングランドとウェールズ的环境局や西サセックス州議会が実践する際に、どのように会計とサステナビリティのハイブリッド化が起こったかを分析している。

一方で、ハイブリッド化のプロセスの困難性も指摘されている。例えば Kurunmäki (2004)では医療の専門家が、財務的な専門知識をどのように受容していくのかというハイブリッド化のプロセスをイギリスとフィンランドで比較しながら、国のコンテキストによってハイブリッド化のプロセスは一様ではないことを示した。Ficher and Ferlie(2013)においてはイギリスのメンタルヘルスサービスでの臨床リスクのリスクマネジメントを分析し、明確なルールを定め、外部機関を活用するルールベースのリスクマネジメントと組織内の個人のそれぞれの判断に任せる倫理ベースのリスクマネジメントシステムはハイブリッド化せず、組織内の対立が深まってしまったことを指

---

<sup>11</sup>ミラーが2018年に来日した際にラトゥールのハイブリッドの概念とは異なる使い方をしていることについて質問したところ、2つの植物を1つの鉢で育てたときに2つの植物が共存する場合もあるし、一方の植物が他の植物を枯らせてしまうこともあるという例を引き合いに、ハイブリッド化するものとしらないものがあることが重要であり、その点が研究関心として興味深いと筆者に語ってくれた。このことから、ハイブリッドの概念についてはラトゥールにインスピレーションを受けながらも、異なる意味で使っていることがわかる。

摘している。

この会計のテクノロジーのハイブリッド化という性質を統治性に引きつけて考察すると、必ずハイブリッド化が起こるというわけではないが、ハイブリッド化によってテクノロジーは様々な形態を取りうることが示唆され、会計が持つ新自由主義的な概念である能率や競争などの概念を表現する能力が他の専門知識と組み合わせられることによって、組織間や様々なプログラムと関連づけられることが可能となり、その影響力を拡大しうることが示唆されている。

本章では学際的な会計研究における価値評価実践の理解の特徴を明らかにするために学際的な会計研究にフーコーの思想が援用される契機や、ミラーが会計研究に参加するようになった経緯から学際的な会計研究における価値評価実践の理解の特徴として言葉と計算の関係と計算の権力があることを示した。また、そのような学際的な会計研究の価値評価実践の分析視角としてミラー＝ローズが考案したプログラムとテクノロジーがあり、会計の統治性研究では新自由主義に基づくプログラムと会計や監査を始めとするテクノロジーの関係から経済的な価値評価の分析が中心に行われ、プログラムの他のコンテキストへの転移や、テクノロジーのハイブリッド化による変化といったプログラムとテクノロジーの性質について研究が蓄積されていることが明らかになった。次章ではこのプログラムとテクノロジーの概念を用いて日本のコーポレートガバナンスを分析していく。

## 2 章 経済成長のプログラムと ROE—バブル崩壊後のコーポレートガバナンス改革

### 1. バブル崩壊と日本企業のコーポレートガバナンスの問題化

今やあらゆる領域でガバナンスという言葉は広く普及するようになっている（ベビア, 2013）。例えばパブリックガバナンス、グローバル・ガバナンス、環境ガバナンス、IT ガバナンス、リスクガバナンス、ローカルガバナンス、コミュニティガバナンス等様々な領域でガバナンスという言葉存在し、不祥事や問題が生じるたびにガバナンス体制の構築が要請されたり、ガバナンスの強化が求められるようになっている。しかし、日本ではこうしたガバナンスという言葉はかつてそれほど一般的に用いられる言葉ではなかった。日本でコーポレートガバナンスという言葉がはじめて登場したのは1991年の『日本経済新聞』で、当時はコーポレートガバナンスの訳語として「企業統括」という言葉が当てられていたと言われている（吉村, 2012）。また岩井(2005)ではこうしたコーポレートガバナンスという言葉が新聞などでも日常的に語られる様になったのはバブルが崩壊後の1990年代以降であるという。

このコーポレートガバナンスという言葉がバブル崩壊の時期に普及する背景には株主価値の最大化を規範とするアメリカ型のコーポレートガバナンスの概念が日本で盛んに議論されることと深く関係している。1970年代から1980年代にかけて日本経済は華々しい成長を遂げていたが、そうした経済成長を支えたのは従業員や顧客などステークホルダーを重視する日本型のコーポレートガバナンスの仕組みで、株主を重視するアメリカ型のコーポレートガバナンスの仕組みとは異なる仕方で企業経営が行われていた。しかし、バブル崩壊をきっかけに、日本型のコーポレートガバナンスを支える仕組みがグローバリゼーションの潮流のもとで改革を迫られることとなる。第二次安倍内閣のコーポレートガバナンス改革もこうしたバブル崩壊後のコーポレートガバナンス改革の影響を大きく受けて改革が進められている。したがって、第二次安倍内閣のコーポレートガバナンス改革における価値評価実践を理解するためにはバブル崩壊後のコーポレートガバナンス改革から分析を始める必要がある。

日本的経営は企業別組合、終身雇用制、年功序列型の組織で、従業員が重視され、長期雇用を前提としているシステムと言われ、日本企業は伝統的に、従業員を中心とするステークホルダーを重視する価値観に基づいて経営を行ってきた（伊丹, 2000; 加護

野他, 2010) こうした日本的経営は戦後の日本経済を高度経済成長に導いたと言われ、高度経済成長期に日本経済は急速な発展を遂げた。その結果、高度経済成長の遂げた要因として日本的経営が高く評価され、ジャパン・アズ・ナンバーワンとまで称されるほどであった (ヴォーゲル, 1979)。

日本的な経営を支えてきた日本企業のコーポレートガバナンスの特徴としてメインバンクシステム、株式持ち合い、内部者による取締役、終身雇用が挙げられる (加護野他, 2010; Aoki et al., 2007)。こうした日本型のコーポレートガバナンスが醸成される背景には、戦時期以降株主の権限が制限されたために、ガバナンスにおける株主の役割が低下し、株主が変わって銀行の役割が増大したこと、さらに GHQ による改革によって、1954 年に労働組合法が制定され、従業員の発言権が大きくなり、また財閥が解体されたため、株主によるガバナンスが一層弱められたという経緯がある (岡崎, 1995)。

メインバンクシステムは企業が特定の銀行と密接な関係を結ぶという仕組みのことで、日本企業は間接金融を主としていたため、銀行からの借り入れ割合が多く、銀行は日本企業のコーポレートガバナンスや資金調達にあたって中心的な役割を担っていた (Aoki and Patrick, 1991)。さらに特定の銀行をメインバンクとして密接な関係を維持することによって、企業の内部情報に精通することができ、情報の非対称性を持つ企業外部から資金を調達するよりも、企業内部に精通している銀行からのほうが資金調達に掛かるコストを抑えることができたため、安定して資金調達を受けやすかった。こうした理由から長期的な関係のもとで安定的に資金を調達することができ、メインバンクが持つ豊富な情報や知識によって役員を派遣したり、企業は経営指導を受けるなど企業をモニターする役割を担い、銀行はコーポレートガバナンスの役割も果たしていた。

株式持ち合いとは投資の目的で行うものではなく、企業同士が株式を持ち合うことによって、経営の安定や取引先との関係性を維持する目的で行うことを指している。相互に持ち合っている株式は株の値上がり等で売却する性質のものではなく、相手企業の同意なしに売却することは出来ず、株主総会で意見等を述べることはなく、外資系企業や投機家グループによる株式の買い占めを防止する役割を担っていた (加護野他, 2010)。さらに日本企業はメインバンクシステムによって、銀行が資金調達の要であり、企業同士で株式を持ち合っていたために、資金は提供するものの経営方針に口

を出すことはなく、外部の株主の声に怯えることなく企業同士が安定した関係を築いていた。そのため、日本企業は株主がそれほど重視せず、銀行、従業員、顧客、取引先などのステークホルダーを重視し、ステークホルダー重視し、中長期的な経営を行っていたと言われている。

また当時はバブル崩壊前の日本経済は右肩上がり急速な成長を続けており、売上高の増加によって利益もともに増加するという状況にあったため、投資効率よりも事業規模の拡大を重視していた。さらにメインバンクシステムや株式持ち合いによって、日本企業はそれほど株主を重視する必要性がなかったため、日本企業は ROI(Return on Investment)や ROE 等の資本効率を測る指標がそれほど重視しておらず、売上高や経常利益など絶対額を重視する傾向にあった(櫻井・伊藤, 1998)。日本企業はこうした傾向があったために、1980 年代中頃には日本はバブル景気を迎え、銀行から過剰な融資を受け、積極的に投資を行い、事業規模の拡大を図ってきた。

しかし、1980 年代後半のバブル崩壊をきっかけに日本経済は急激に後退し、高騰していた株価や地価が急激に下落することとなる。バブル景気の際に、日本企業は多額の銀行からの借入を通じて、土地や株式など過剰とも言える投資を行っていたが、バブル崩壊によって負債が回収不能になり不良債権化し、銀行は不良債権処理に追われることとなった。

さらに護送船団方式によって倒産することはないと言われていた銀行が多額の不良債権を抱えたために 1997 年に北海道拓殖銀行、1998 年には日本長期信用銀行と日本債権信用銀行が倒産するなど相次いで銀行が倒産し、メインバンクに対する信頼が大きく揺らぐ契機となり、金融再編が大胆に進められることとなった。それに合わせて、株式持ち合いによってそれほど株主提案等が活発でなかった日本にアメリカを代表する機関投資家であるカリフォルニア州退職年基金に代表される、海外機関投資家が日本企業に対して積極的に議決権行使を行うようになり、いわゆる物言う株主が台頭した。

また 1997 年には山一証券が会計不正によって破産し、ヤクルト巨額損失事件など会計不正が相次いで起こることとなり、「日本企業の非効率的な経営が、日本経済の停滞をもたらした「犯人」「最有力容疑者」とされた。こうした状況は「ガバナンス不況」と表現された」(加護野他, 2010, p.148) として、日本型のコーポレートガバナンスのあり方が大きく見直しを迫られることとなった。

日本型のコーポレートガバナンスはかつて、日本経済の成長を支えた原動力として称賛されていたが、バブル崩壊後グローバル化が進むと一転して日本型のコーポレートガバナンスのあり方が日本経済停滞の要因として問題化され、経済成長のプログラムとしてグローバルスタンダードの名のもとにアメリカ型のコーポレートガバナンスを模範とする制度改革が自民党政権を主導に推進されることとなる。

## 2. 日米貿易交渉とコーポレートガバナンス改革—経済成長のプログラムとアメリカ型のコーポレートガバナンスの関係

1991年にソ連崩壊によって、西側諸国の資本主義陣営が勝利し、東西冷戦が終結することとなり、市場原理主義を中心とする経済のグローバル化が加速することとなる。経済のグローバル化と日本のバブル崩壊によって、日本経済は一気に低迷し、日本経済の低迷の原因として日本型のコーポレートガバナンスのあり方が、問題化され、日本経済の成長の手段としてアメリカ型のコーポレートガバナンスがグローバルスタンダードのコーポレートガバナンスであるとして模範として位置づけられ「バブル崩壊後、日本的な企業統治の制度や慣行には課題が山積みで、その解決には「米国に学ぶべし」「株主主導の視点を導入すべし」との空気が強まった」（吉村,2007, p.20）。

アメリカ型のコーポレートガバナンスが模範となる背景には、日本は自民党政権下でバブル崩壊後、停滞する日本経済を成長させるために構造改革をはじめとする、新自由主義的な政策を強力に推進し、市場原理を用いて様々な改革を行ってきたことが大きく影響している。コーポレートガバナンスに関する改革としては、1993年の株主代表訴訟制度の見直し、1997年のストックオプション制度、2001年の委員会等設置会社制度、2006年の日本版 J-SOX 法などは既にアメリカで制度化されているコーポレートガバナンスの仕組みを模倣し、日本でも制度化され、アメリカ型のコーポレートガバナンス開始されることとなる。

このようなアメリカ型のコーポレートガバナンスの仕組みが日本に導入される背景には、日本とアメリカの二国間の貿易交渉における、アメリカからのプレッシャーが日本のコーポレートガバナンス改革の指針になっていたことが深く関係している（吉村,2007; 加護野他,2010; Yonekura et al., 2012）。例えば日本型のコーポレートガバナンスの株式持ち合いと関連する系列に関して、日米貿易摩擦の是正を目的として開始された1989年の日米構造協議(United States-Japan Structural Impediments Initiative)

では最初に取り組むべき 6 つの構造的な障害の 1 つとして、系列が問題視され、次のように閉鎖的な日本経済システムの変革が迫られている。

構造協議の目的は日本経済における規制、法律、ビジネス慣行に起因する構造的な障害を取り扱うために対話を行うことである。・・・構造協議は日本でビジネスを行う外国企業による通常の活動を不必要に困難にし、不経済にしている経済調整のプロセスを妨げる構造的な障害に焦点を当てる。・・・日本における構造的な障害として 6 つの領域を識別し、これらの障害から取り組む。貯蓄と投資、価格メカニズム、配分システム改革、土地利用の政策、排他的な取引慣行と系列(Keiretsu)である」(U. S. Government, 1989, pp.21-22)。

こうしたアメリカによる貿易障害としての系列の改革の要請と合わせて、株式持ち合いの解消も要求され、吉村(2007)や加護野他(2010)は、日米構造協議でのアメリカからの要求が株主重視へ舵を切らせ、1993年の株主代表訴訟制度の見直しにつながったことを指摘する。この株主代表訴訟制度の見直しによって、提訴にかかる手数料が引き下げられたため、株主代表訴訟制度を利用しやすくなり、株主の権利を主張しやすくなった。また Yonekura et al. (2012)は日米貿易交渉において、アメリカから毎年、経済、産業、立法などあらゆる側面に関して改革を要求されていた「年次改革要望書」<sup>12</sup>を分析し、吉村(2007)や加護野他(2010)よりも、より包括的に日米貿易交渉が日本のコーポレートガバナンス改革に与えた影響を分析し、年次改革要望書によるアメリカからのプレッシャーを分析した。

日本のコーポレートガバナンス改革の指針となった年次改革要望書を参照しながら、経済成長のプログラムを実現するために新自由主義的な政策を強力に推進したのが 1996年から 1998年までの橋本内閣と 2001年から 2006年までの小泉内閣であるため、以下では 2つの自民党政権の内閣のコーポレートガバナンス改革を取り上げる。

---

<sup>12</sup> 1993年の自民党の宮沢政権とクリントン政権の時代から年次改革要望書は発行され、2009年に民主党の鳩山政権時に廃止されるまで続いた。

## 2.1 橋本内閣におけるコーポレートガバナンス改革

1996年に第二次橋本内閣が誕生し「変革と創造」と題した行政改革、財政構造改革、社会保障構造改革、経済構造改革、金融システム改革、教育改革の6つの改革を掲げ、新自由主義に基づいた規制緩和を推し進めた。このような第二次橋本内閣が推進した規制緩和は1996年の「日本における規制緩和、行政改革及び競争政策に関する日本政府に対する米国政府の要望書」の中でアメリカ側の要求を橋本内閣が支持していたことが次のように示されている。「米国政府は、規制緩和に対する日本政府のコミットメントを承知している。米国政府は、規制緩和、競争政策、および行政改革を支持する橋本首相の力強い発言に力づけられている」(U. S. Embassy, 1996, p.3, 邦訳, 8頁)。

橋本内閣はバブル崩壊によって、銀行が抱える日本の金融市場を国際金融市場として再生し、経済成長のプログラムに基づいて2001年までにフリー(市場原理が働く自由な市場)、フェア(透明で信頼できる市場)、グローバル(国際的で時代を先取りする市場)の3原則を掲げ、金融ビッグバン<sup>13</sup>と呼ばれる抜本的な金融システム改革を行い、グローバルスタンダードへの転換を図ろうとした<sup>14</sup>。この金融ビッグバンによって、護送船団方式と呼ばれる当時の大蔵省による金融機関の保護が一気に解消することとなり、資金調達に銀行を通じた間接金融ではなく、市場を通じた直接金融に変化するようになる。このことによって日本のコーポレートガバナンスの特徴であるメインバンクの重要性は相対的に低下していくこととなり、株主を重視するアメリカ型のコーポレートガバナンスを模範とする改革が推進される。本項では、そのようなアメリカ型のコーポレートガバナンスを模範とする改革として橋本内閣時の自民党政権のコー

---

<sup>13</sup> 橋本内閣自体は1998年に終了するものの、橋本内閣の時に開始され、2001年まで継続して進められた金融ビッグバンは、2001年に誕生する小泉内閣と重なる部分もあるが、橋本内閣によって開始されたため、1998年以降から2001年までのコーポレートガバナンス改革を橋本内閣時の改革に含めて議論をしている。

<sup>14</sup> 金融ビッグバンについても1996年の「日本における規制緩和、行政改革及び競争政策に関する日本政府に対する米国政府の要望書」の金融サービスの項目のなかで、アメリカ政府は次のように支持を表明している。「米国政府は、日本政府が日本の金融市場について幅広い規制緩和を遂行する旨の1996年11月11日付の日本政府による発表を歓迎し、日本の金融市場の更なる進展と開放を目指した具体的な提案を更に期待する。日本の金融市場の一層の規制改革は、競争を拡大させ、日本の長期的成長の改善にも役立つであろう」(U. S. Embassy, 1996, p.10, 邦訳, 14頁)。

ポレートガバナンス改革試案と、時価会計、ストックオプション制度を取り上げる。

橋本内閣時にコーポレートガバナンス改革に関して1997年に自民党法務部会において「コーポレートガバナンスに関する改正試案骨子」が公表され、改正案の原則1には株主主権が明示され、株式会社は株主のものであることが示され、加えて原則1'株主利益最大化の項目には「株式会社は、株主の利益を最大にするように統治されなければならない」（自由民主党法務部会, 1997, p.63）ことが示され、取締役会は株主利益の最大化のために意思決定を行うべきであることや、監査役会も意思決定が株主利益の最大化をするための経営になっているかを監視すべきことが明示されている。この自民党のコーポレートガバナンス試案は試案に留まり法案とはならなかったが、ステークホルダーを重視する傾向にあった日本型のコーポレートガバナンスからアメリカ型の株主を重視するコーポレートガバナンスへの転換を当時の自民党政権が推し進めていたことが読み取れる。

金融ビッグバンの一環として会計基準の国際化<sup>15</sup>が推し進められ、1999年には持ち合い株式が該当する「その他有価証券」に時価評価が適用されることとなる。その他有価証券と時価評価の関係性について「ある種の政策手段としての資質が時価会計の導入には認められるのである。・・・株式持ち合いの解消そのものは、目的ではなく手段でしかない。株式持ち合いの解消は日本のコーポレート・ガバナンス改善という目的のための手段なのである」（澤邊, 2005, p.90）として、株式持ち合いの解消を通じて日本企業にコーポレートガバナンスの改革を迫るという政策的な意図があったことが指摘されている。またロナルド・ドーア(Ronald Dore)は株式持ち合いの解消以外の目的として「時価会計の導入は、「グローバル・スタンダードへの適応」という大義名分が裏にあって、持ち合い関係の再構築を難しくする狙いもあった措置だが、もうひとつ、敵対的買収とより密接に関係した狙いがあった」（ドーア, 2006, p.16）ことを指摘している。

アメリカでは1970年代から制度化されているストックオプション制度が日本でも1997年に議員立法によって商法改正によって導入される。当時早稲田大学総長の奥島

---

<sup>15</sup> 1996年の日米貿易交渉において「可能な限り日本の会計基準を強化し、国際基準と調和させる」（U. S. Embassy, 1996, p.21, 邦訳, 22頁）として、国際会計基準への転換についてもアメリカからの要求事項として示されている。

孝康氏は「ストック・オプションをもらった経営者と従業員、そして株主の三者が、業績イコール株価向上というベクトルを共有できる環境が生まれる可能性があります。・・・私はストック・オプションの導入は、日本企業が経営のグローバル・スタンダード化へ歩を進めるチャンスだと位置づけるべきではないかと思うのです」（奥島・江頭, 1998, p.6）として、グローバルスタンダードの名のもとにストックオプション制度が日本に導入され、取締役や従業員に株価をインセンティブとする報酬制度ができることで、取締役や従業員の行動が株主利益と関連付けることが可能となった。

このように、橋本内閣では日米貿易交渉によるアメリカのプレッシャーのもと、経済成長のプログラムのもと金融ビッグバンが進められ、間接金融から直接金融へ大きく構造が変化することとなり、日本型のコーポレートガバナンスの特徴であるメインバンクシステムが大きく揺らぐこととなった。さらに、アメリカ型のコーポレートガバナンスの株主利益の最大化を目指すコーポレートガバナンスに関する改正骨子案が自民党によって示され、株式持ち合いを解消し敵対的買収を促す時価会計の導入やストックオプション制度の導入によって取締役や従業員により株主利益の向上を促すようなインセンティブを設定できるような制度改正を行うことによって、日本型のコーポレートガバナンスからアメリカ型のコーポレートガバナンスの仕組みに転換を可能とするような制度が次々と導入されることとなった。

## 2.2 小泉内閣におけるコーポレートガバナンス改革

2001年に誕生した小泉内閣<sup>16</sup>の下では経済成長のプログラムのもとで「聖域なき構造改革」をスローガンに郵政民営化に代表されるような、新自由主義的に基づく構造改革が積極的に進められた。小泉政権下で2002年にはアメリカのコーポレートガバナンスの仕組みをモデルとした委員会等設置会社の選択可能とする商法改正が実現され

---

<sup>16</sup>2001年の「日米規制改革及び競争政策イニシアティブに基づく日本政府への米国政府の年次改革要望書」では小泉内閣で実行された構造改革はアメリカの要求が大きく影響していることが次のように示されている。「[成長のための日米経済パートナーシップ（パートナーシップ）の下、ブッシュ大統領と小泉総理大臣によって設置された「規制改革及び競争政策イニシアティブ（改革イニシアティブ）は、経済の規制緩和、競争の促進、日本市場の開放をさらに促進することを目的としている」（U. S. Embassy, 2001, p.1, 邦訳, 1頁）。

た。委員会等設置会社を選択可能とする商法改正の背景には年次改革要望書の中で、アメリカから次のように要求されていた

「日本企業が、経営面で特に改善を必要とするものの1つが、より柔軟な経営形態を提供し、株主への説明責任を拡大する企業統治のメカニズムの強化である。この点について、米国は、日本に対し以下の措置を講じるよう提言する。株式公開企業に、従来の監査役制度を用い続ける代わりに、企業経営構造において経営執行役員制度と取締役委員会制度の選択肢を与える。取締役委員会制度は、少なくとも、会計監査委員会、管理職および任命委員会、そして報酬委員会を含み、各委員会は最低限、過半数の社外取締役で構成されるべきである」(U. S. Embassy, 2001, p. Annex-35, 邦訳, 46 頁)。

このようなアメリカからのプレッシャーによって、アメリカ型のコーポレートガバナンスの仕組みである委員会等設置会社の設置を可能とする法改正によって、取締役会と経営陣が一体化していた日本のガバナンス構造から社外取締役を導入し、経営の監督と業務執行を分離することができるようになった。江川(2018)、加護野他(2012)、ドーア(2006)で指摘されているように、結果的に委員会等設置会社に移行する企業はそれほど増加しなかったが、商法改正当初、東京大学の神田秀樹氏は「アメリカでのエンロン事件等にもかかわらず、そのような会社への移行を表明した会社も相当数現れている。これらの会社は、コーポレート・ガバナンスの強化と透明性の向上を委員会等設置会社への移行の主たる理由として掲げている」(神田, 2005, p.37)と評し、当初は委員会等設置会社が注目を集めた。このように小泉内閣において、日米貿易交渉によるアメリカからのプレッシャーによって、経済成長のプログラムに基づいて、商法改正が行われ、委員会等設置会社制度が制度化された。

本節では新自由主義的な政策を強力に推進した 1996 年から 1998 年までの橋本内閣と 2001 年から 2006 年までの小泉内閣の 2 つの自民党政権の内閣のコーポレートガバナンス改革を取り上げながら、年次改革要望書によるアメリカのプレッシャーによって、経済成長のプログラムに基づくアメリカ型のコーポレートガバナンスの仕組みが日本に導入されていくことを示した。こうした経済成長のプログラムはコーポレートガバナンス改革とともに、学术界やコンサルタント等によって、積極的に推進されて

いくこととなる

### 3. 株主価値を評価するテクノロジー

バブル崩壊以前には、日本企業では売上高や経常利益などの絶対額を重視し、規模の経済で経営が行われていた。しかし、バブル崩壊後、日本経済が低迷する中で、経済成長のプログラムによって、アメリカ型の制度が制度化されていくのと合わせて、日本型のコーポレートガバナンスを改善し、日本経済を成長させるためにグローバルスタンダードのコーポレートガバナンスを整備すべきとして、株主価値向上を促す言説が現れるようになる。資本効率の向上や、資本コストの意識を高めるべきなどの主張に代表される株主価値の向上が盛んに議論されるようになり、株主価値を評価するグローバルスタンダードの企業価値評価の手法として、研究者やコンサルタントらによって ROE やコンサルティング会社のスターン・スチュワート社が提唱した EVA<sup>®</sup> (Economic Value Added、以下本文中の<sup>®</sup>を省略する) などのテクノロジーが重要視される(伊藤, 1999a; 渡辺, 1994; 井手, 1999; 井手・高橋, 1998; 若杉, 2005; 田村, 2002; 玉木, 1999; 櫻井, 2002; マホーニー, 1997)。

ドーアはこうした株主価値を向上させるテクノロジーについて「株主の力を強めていく方向が定着した。その手段はプリンシパル-エージェント理論に携わる経済学者によって用意され、さらに巧みなストック・オプションやその他の報酬の仕組みが考え出された。それがまた実業界のマスコミを支配するビジネススクールの教授たちや経営コンサルタントたちに支持されて、MVA (経営付加価値) や EVA (経済付加価値) や EBITDA (利子・税金・償却前収益) や FCF (自由キャッシュフロー) など、経営陣が実際にどのくらい株主価値を高めたかを測る様々な会計基準が考案」(ドーア, 2001, p.17) されたことを指摘している。

学術界における議論として、伊藤レポート作成の座長を務めた伊藤邦雄氏もバブル崩壊後、自民党政権のもとでアメリカ型のコーポレートガバナンスの仕組みが制度化が進められていく時期に株主価値向上を主張していた(伊藤, 1999a; 2000)。例えば経常利益などの絶対額を重視する日本企業を問題視して ROE に言及しながら、収益性を向上させるべきことを次のように示した<sup>17</sup>。

---

<sup>17</sup> 持続的な企業価値向上が注目を集めていなかった、バブル崩壊後の株主価値の向上の

「バブル経済がはじけて、日本企業のさまざまな問題点が浮かび上がってきた。つい数年前まで、日本的経営システムがいろいろな角度から賛美されていたことを考えると、隔世の感がある。浮かび上がってきた問題点の中でも特にショックを与えたのは、日本企業の利益率の低さである。それも「予想外」の低さである。『ビジネスウィーク』誌の「グローバル 1000 社」をとっても、それ以外のデータをとっても、日本企業の収益性の水準は欧米企業よりはるかに低いのである。とりわけアメリカ企業と比較すると、売上高利益率(ROS)、株主資本利益率(ROE)、総資本利益率(ROA)のどれをとっても、日本企業の平均値は約半分の水準なのである。・・・日本企業の収益性は相変わらず低い。いや、もっと深刻化している。例えば、ROE の日米間格差はさらに拡大し、日本企業の ROE はアメリカ企業の 5 分の 1 を割る水準にまで落ち込んでしまった」(伊藤, 1999b, p. 1, 強調は筆者)。

また、日本企業の株主軽視を問題視して次のように示している。

「日本企業のバランスシートに対する意識の希薄さ、そしてステークホルダー、中でも株主に対する意識の希薄さが「企業価値」という発想を欠如させてきた。売上高がいくら大きくても、いくら増加しても、それ自体は何も企業価値を生まない。つまり売上高至上主義とは、企業価値というコンセプトと無縁のパラダイムなのである。・・・それに対し、企業価値とは「資本コスト(cost of capital)を上回るキャッシュフローを生み出してはじめて企業価値が生まれる」という発想であり、評価尺度である。したがってキャッシュフローが資本コストを下回っている限り、企業は価値を破壊していることになる」(伊藤, 2000, pp.28-29)。

---

議論は 2014 年に伊藤レポートで ROE8%が設定される理論的な根拠と共通する点も多い共通点として、日本企業は株主軽視であるため、株主を重視すべきであるということ、日本企業は欧米と資本効率性が低いということ、資本コストを上回るキャッシュフローを生み出してはじめて企業価値が創造されるという主張は伊藤レポートにも同様のことが記載されている。

こうした伊藤邦雄氏が指摘する日本企業の収益性の低さや、株主軽視という日本企業の問題はグローバル化の潮流のもとで、日本型のコーポレートガバナンスの特徴を問題とみなし、グローバルスタンダードのアメリカで重要視されている企業価値評価の方法を日本企業でも重視すべきという主張は当時盛んに議論されていたことであった。例えば1999年に一橋大学教授から、ソニーの取締役役に転身し、細川内閣、小渕内閣の構造改革にも携わってきた中谷巖氏は「資本効率を重視する株主の立場から注文をつける組織や機関（ガバナンスの仕組み）もないとしたら、資本効率は永久に向上しないだろう」（中谷, 2003, p.18）ということと、日本企業のROEは欧米と比較して低位にあることを指摘している（中谷, 2003）。また、当時東京大学の若杉敬明氏は日本企業の株主軽視について「わが国においては、株主不在といわれて久しい。従業員重視、株式持合等々さまざまな要因が重なり、株主が持つべき株主としての意識が薄弱である。わが国のコーポレートガバナンス改革が進まない根本的な理由もここにあると思われる」（若杉, 2005, p.6）と述べている。

ROEの他にも株主価値を高める企業価値評価の方法として当時注目を集めたのはEVAであった。バブル崩壊以降にEVAを考案したスターン・スチュワート社やアメリカのコンサルティング会社の著作が次々に翻訳され日本で盛んに紹介された（例えばアーサー・アンダーセン, 1999; アルバー, 1999; スターン・スチュワート社, 2001; スチュワート, 1998; 2002 スターン他, 2002; コープランド他, 1999; グラント, 1998）。EVAは税引後営業利益から投下資本に資本コストを掛け合わせた値を差し引いて計算される。投下資本には銀行からの借入と株主からの出資が存在する。銀行からの借入金にかかる費用は損益計算書に示されているが、株主からの資金調達に掛かる費用を加味しているため、株主価値を高める企業価値評価の方法として注目を集め、ソニーや花王、旭化成、キリンビールなど日本の大企業が積極的にEVAを導入し、企業事例として紹介されるほどであった。

また1994年には際競争力に直結するガバナンスの強化を目指して日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムが設立された。1998年には日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムは「コーポレート・ガバナンス原則—新しい日本型企业統治を考える」という最終報告を公表し、株主価値の最大化を根幹としたコーポレート・ガバ

ナンスの原則を次のように示し、社外取締役の導入や、取締役会と執行役員会の拡充の必要性を主張した。

「ビジネスリスクを負担する株主は所有者として会社を統治することができる。株主の目的は投資家として投資収益を追求することであるから、株主は投資収益が最大化されるよう会社を統治するはずである。このことからわれわれは、株式会社の目的は株主利益の最大化であり、そのために株主は企業統治を実践するものと理解する」(日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム, 1998, p.(5))。

2001年には日本の企業社会へのコーポレートガバナンスの普及と定着を目的として、日本取締役協会が設立され、日本取締役協会の会長を務めたオリックスのCEOの宮内義彦氏は「コーポレート・ガバナンスは株主資本主義の仕組みである。よって、株主が自らの権利を自覚し、企業の経営に積極的にものをいう習慣が定着していなければならない。この点に関しては日本の場合、機関投資家の声がこれまでに弱かっただけに、株主側の早急な意識変化が必要である」(宮内, 2002, p.36)として経営者を株主の視点から監視し、株主の立場から意見を表明する会社から独立した社外取締役の重要性を主張した。

本章では、バブル崩壊以降の経済成長のプログラムとROEやEVAのような株主価値を評価するテクノロジーを分析した。バブル崩壊前はメインバンク、株式持ち合い等の日本型のコーポレートガバナンスの特徴が日本経済の目覚ましい発展の要因として称賛されていた。しかしバブル崩壊後、グローバリゼーションや日米貿易交渉によるアメリカからのプレッシャーを受けて、自民党政権下で構造改革が推進され、経済成長のプログラムのもとで、日本型のコーポレートガバナンスが一転して経済停滞の原因として問題化され、アメリカ型のコーポレートガバナンスを模範とする改革が実行された。日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムのコーポレートガバナンス自主的にコーポレートガバナンスの原則を策定し、原則の中で株主利益の最大化がコーポレートガバナンスの目的であることが示され、日本取締役協会では株主の利害を経営に取り入れる社外取締役の重要性が主張されるなど、経済成長のプログラムが、株主価値を向上させる言説として現れ、日本社会に広くプログラムとして認識されるよ

うになった。バブル崩壊前、日本企業は売上高や経常利益など絶対額を重視していたが、バブル崩壊後に株主軽視や資本効率性が低いことが問題視され、経済成長のプログラムのもとで研究者やコンサルタントによってグローバルスタンダードとしてアメリカで重視されている ROE や EVA などの株主価値を向上させる企業価値評価の方法が経済成長のプログラムに資するテクノロジーとして関連づけられ、日本型のコーポレートガバナンスのあり方からアメリカ型のコーポレートガバナンスへと変革を迫られるようになった。

### 3 章 サステナビリティのプログラムと金融危機後のコーポレートガバナンス改革

#### 1. 金融危機の反省とサステナビリティのプログラム

2008年にサブプライムローン問題によって、リーマン・ブラザーズが経営破綻したことをきっかけに世界的な金融危機が発生した。金融危機を契機として、企業や投資家が短期的な視点で経営や投資を行ったことが原因として、世界各国で金融システムの見直しが推進されることとなった(淵田, 2012)。例えばアメリカでは2010年に金融危機の再発防止を目的として金融機関の説明責任と透明性を向上させ金融の安定性を図る金融規制改革法(ドッド・フランクリン法)が成立し、イギリスでは2009年に公表されたウォーカーレビューにおいて金融機関のコーポレートガバナンスのあり方が検証され、機関投資家の責任原則としてステュワードシップ・コードが定められ、合わせてイギリス企業へ向けてコーポレートガバナンス・コードが作成された。さらに2012年にはケイレビューが公表され、イギリスの資本市場の短期主義化が指摘された。

こうした短期主義を招来した原因の1つとして、株主利益の最大化に基づく経営者報酬のあり方や、企業行動や投資行動の見直しが問題化され急速に進められることとなった。そうした問題化の中で注目を集めたのが、株主が重視する財務情報だけでなく様々なステークホルダーを重視する考え方や、財務情報に還元されない非財務情報などを盛り込んだ中長期的視点で企業や投資家に行動を促すような取り組みであった。コーポレートガバナンス改革であれば先に挙げたようなイギリスのステュワードシップ・コードやコーポレートガバナンスコード、ケイレビューが中長期的視点で企業や投資家に行動を改めるよう要請する改革であるし、情報開示への取り組みはIIRC(International Integrated Reporting Council)の国際統合報告フレームワークやGRIスタンダードなどのサステナビリティ報告書のガイドラインに代表される非財務情報や多様なステークホルダーへ向けた情報開示の取り組みが推進されることとなった。

このように金融危機後、短期主義が問題化されたことにより中長期的な経営を促進するコーポレートガバナンス改革や中長期的な情報開示への取り組みが世界的に推進されることとなる。このようなサステナビリティのプログラムは金融危機でより世界的に広がるようになったが、起源は80年代後半のブルントラント委員会の「持続可能

な開発(sustainable development)」の概念の提唱にある。

## 2. サステナビリティのプログラムの起こり

サステナビリティの概念は、2008年の金融危機が発生するより遡ること、およそ20年ほど前に、1987年の国連に設置されたブルントラント委員会が発行したブルントラント報告書の中で、将来世代のニーズに応える能力を損ねることなく現在世代のニーズを満たす発展として「持続可能な開発」という概念が提唱されて以降、持続可能性(サステナビリティ)という言葉が広く用いられるようになったことである。当時ブルントラント委員会で「持続可能な開発」という概念が提唱される背景には、先進国を中心に経済成長を続けてきた歪みが1972年に国際連合人間環境会議(通称、ストックホルム会議)で、環境汚染、人口増加、貧困問題などの社会環境問題として表面化し、かけがえのない地球(Only One Earth)のスローガンのもとで、世界で初めて政府間で「人間環境宣言」が出され、世界的に環境問題の解決へ向けて、国連主導で継続的な取り組みが積み重ねられてきたということがある。サステナビリティのプログラムが検討されはじめた。

ブルントラント委員会の報告書以降も、国連を中心に様々な国々が知恵を出し合いながら取り組みが進められ、1992年の国連環境開発会議(地球サミット)では、ブルントラント委員会で提唱された、持続可能な開発を実現するための基本原則として「リオ宣言」及び、その具体的な行動計画である「アジェンダ21」が採択され、一層地球環境問題への取り組みが加速した。持続可能性(サステナビリティ)の概念は、先進国や発展途上国など様々な国々で、環境や人権、社会問題の顕在化を背景に、国連を中心として取り組みが進められてきた。

また1989年のアラスカ湾沖でエクソン社のバルディーズ号事件をきっかけに、環境保護団体、投資信託会社等様々なステークホルダーが関わり、1997年にはCERES(Coalition for Environmentally Responsible Economies)と国連環境開発計画の支援を受け、NGOのGRI(Global Reporting Initiative)が創設され、民間において国際的なサステナビリティ報告書のガイドラインとしてGRIガイドラインが公表された。GRIガイドラインでは、サステナビリティの中心概念として1997年にジョン・エルキントン(John Elkington)が提唱した、経済、環境、社会のトリプルボトムラインが採用され、広く普及しCSRや社会環境会計の領域で様々な議論が積み重ねられてきた(Gray

et al., 2014)。このトリプルボトムラインの考え方は ISO26000 の CSR のガイドラインや統合報告フレームワークのサステナビリティ報告書のガイドラインの重要概念として広く採用されることとなった。経済、環境、社会のトリプルボトムラインの具体的な項目の内容については実際に多様なステークホルダーとの協議の上で作成され、株主だけでなく、多様なステークホルダーに向けて情報を発信することを目的として作成され、サステナビリティのプログラムを推進するガイドラインとして、様々な組織で実践されるようになっている。

以上のように 1987 年のブルントラント委員会に端を発するサステナビリティのプログラムはトリプルボトムラインに代表される概念をガイドラインに盛り込み、社会環境情報開示の領域を中心に発展してきた。しかし 2008 年の金融危機をきっかけに、サステナビリティのプログラムは勢いを増して、世界的に広く普及することになった。

### 3. サステナビリティのプログラムの拡張

2008 年の金融危機を契機として、株主価値の行き過ぎた最大化に基づく短期主義の反省から、短期主義ではなく、中長期的な企業価値創造に注目が集まり、経済だけでなく、環境や社会などに基づくサステナビリティや、多様なステークホルダーの視点を組み入れたサステナビリティのプログラムに基づくコーポレートガバナンス改革、企業の持続的な企業価値に関連する情報開示への取り組みが、世界的に急速に進められるようになった。例えば国際統合報告フレームワークには「IIRC の長期的なビジョンは、統合報告(<IR>)が企業報告の規範となり、統合思考が公的セクター及び民間セクターの主活動に統合思考と統合報告の循環によって、効率的かつ生産的な資本の配分をもたらされ、それによって金融安定化と持続可能性につながる」(IIRC, 2013, p.2, 邦訳, 2 頁) ことが目的として明示され、情報開示の世界的な潮流となっている (Eccles and Krzus, 2014)。また企業の環境、社会、ガバナンスを評価する仕組みとして ESG 投資が国連の責任投資原則 (principles for responsible investment) が提唱されたことをきっかけに注目を浴び、多くの機関投資家が署名し、世界最大の年金運用基金の GPIF もインデックスとして ESG 指標を用いることを表明した。2015 年には国際的な気候変動の枠組みであるパリ協定が採択され、全ての国に対して気候変動に対する取り組みを義務づけたことによって ESG 投資の流れは一層加速した。

以下では 2013 年公表の国際統合報告フレームワーク、第二次安倍内閣のコーポレー

トガバナンス改革で参照される 2012 年公表のケイレビュー、金融危機の反省のもとに策定された 2012 年のイギリスのコーポレートガバナンスコードの 3 つを取り上げ、サステナビリティのプログラムについてそれぞれについて検討する。

### 3.1 国際統合報告フレームワークにおける短・中・長期の企業価値創造

IIRC は英国皇太子による A4S(Accounting for Sustainability)とサステナビリティ報告書のガイドラインを作成している GRI が共同で設立し作成され、規制当局、投資家、企業、基準設定機関、会計業界と NGO による世界的な連盟であり、2013 年には国際統合フレームワークを公表し、普及と改善に努めている。

国際統合報告フレームワークでは「<IR>は、財務報告等の組織報告の発展と一貫しているが、統合報告書は様々な意味で他の報告書やコミュニケーションと異なる。特に異なる点は、組織の短、中、長期の価値創造能力に焦点を当てていること」(IIRC, p.2, 邦訳, 2 頁)にあり、統合報告書が目指す価値創造は短期だけでなく、中長期に渡る価値創造を目的に作成されている。そうした短、中、長期の価値創造プロセスは財務資本、製造資本、知的資本、人的資本、社会・関係資本、自然資本の 6 つの資本の構成要素によって実現される。このように、統合報告フレームワークでは、財務だけでなく、非財務的な資本がそうした価値創造プロセスとして示されている

国際統合報告フレームワークでは主たる目的者として、財務資本の提供者を想定しているが、利用者として「従業員、顧客、サプライヤー、事業パートナー、地域社会、立法者、規制当局及び政策立案者を含む、組織の長期にわたる価値創造能力に関心を持つ全てのステークホルダーにとって有益なものとなる」(IIRC, p.7, 邦訳, 8 頁)ことが示されている。特にこのステークホルダーとの関係については国際統合報告フレームワークの指導原則 3C のステークホルダーとの関係性において「価値は組織単独で、組織の中で創造されるものではなく、他者との関係性を通じて創造されるため、本指導原則は主要なステークホルダーとの関係性が重要であることを表すものである」

(IIRC, p.17, 邦訳, 19 頁)。こうした他者との関係で価値は創造されることが想定されながらも「価値は、異なる時間軸にわたって、様々なステークホルダーのために様々な資本を介して創造されるため、他の資本を無視し、特定の資本のみを最大化することによって創造されるものではないだろう」(IIRC, p.11, 邦訳, 12 頁)として、国際統合報告フレームワークでは、短・中・長期にわたる価値創造プロセスの中で、ステ

ークホルダーとの関係性が重要視され、さらに特定の資本の最大化は好ましくないものとして位置づけられている。

したがって、国際統合報告フレームワークではサステナビリティのプログラムに基づいて短・中・長の価値創造が提言され、多様なステークホルダーとの関係のもとで6つの資本を通じてそうした価値創造を達成することが示されている。

### 3.2 ケイレビューにおける短期主義批判と長期的視点

ケイレビューは2011年6月にイギリスのビジネス・イノベーション・技能担当大臣の要請によってLSEのジョン・ケイ(John Kay)がイギリスの資本市場の活動や、長期的な業績に関する資本市場の影響と、イギリスの上場企業のガバナンスに関する調査委託を受け、2012年7月に最終報告書としてまとめられものであり、イギリス資本市場の短期主義を指摘した(Kay, 2012)。

ケイレビューではイギリス資本市場における短期主義化の特徴として、中長期的な企業価値を向上させる物的資産ないしは無形資産に対する投資は継続して低下する一方で、事業再構築や、M&Aに集中するような戦略に基づいて企業経営が行われるようになってきていることを指摘している(Kay, 2012)。そうした戦略を企業が取る背景には、資本市場が株主と企業が対話を通じて、企業の戦略の変更を促すよりも、短期的に株式を売買することを促す構造になっているため、株主と企業の対話の質が低下し、企業は長期的な意思決定を行うことができなくなっていることが指摘されている。

ケイレビューではこのようなイギリスの資本市場を取り巻く短期主義の問題に対して、イギリスの資本市場の長期的視点の基礎を提供する10の原則と提言を行っている(Kay, 2012)。10の原則は主にインベストメントチェーンの改革が主な内容となっている。すべての参加者はスチュワードシップの原則に基づいて、投資や経営を行い、信頼に基づいて取引を行うほうがより効率的であり、アセットマネジャーは投資先である企業により関与すべきであり、企業の取締役は株価を通してではなく、投資家との関係を構築することを目的とするべきとして、インベストメントチェーン全体が長期的な視点に基づいて再設計されるべきであることを原則として提言されている。

具体的な17つの提言では、現在のイギリスの資本市場の構造的な問題である短期主義を抑制し、新たな長期的な視点に基づいてインベストメントチェーンを再設計し、イギリス資本市場を長期的な視点に転換を促すような様々な提言が行われた。主な提

言として、スチュワードシップ・コードに、コーポレートガバナンスの問題も含めた上で、受託責任の拡張的なコードにすることで対話を促進すること、短期的な収益予測と発表の管理プロセスから解放すること、強制的な四半期開示義務は廃止されるべきこと、取締役の報酬体系を長期的なインセンティブに基づいて構築されるべきことなどが提言された。

以上のようにケイレビューではサステナビリティのプログラムに基づいて、イギリスの資本市場の短期主義化の現状と解決の方策としてインベストメントチェーンを長期的な視点に基づいて再設計することが提言されている。ケイレビューではインベストメントチェーンの短期主義を助長するような諸制度を改善することを中心に提言がなされており、短期主義を助長するような諸制度を改善することによって中長期的視点をインベストメントチェーンの改革に反映させるかという観点から作成されている。

### 3.3 イギリスのコーポレートガバナンス・コードにおける長期的視点

イギリスのコーポレートガバナンス・コードは1992年にキャドバリー報告書において、遵守または説明が求められるコンプライ・オア・エクスプレインのアプローチが採用されて以来、1995年にグリーンブリー報告書、1998年にハンペル報告書が公表され、これら3つの報告書がまとめられ、統合規範(Combined Code)となり、継続して改訂が重ねられてきた。2008年の金融危機後に金融機関を中心とした勧告を行った2009年公表のウォーカー報告書を経て、2010年にコーポレートガバナンス・コードがまとめられた。

2012年イギリスコーポレートガバナンスコードでは、基本的な考え方として、コーポレートガバナンスの目的は次のように示されている。「コーポレートガバナンスの目的は、会社の長期的成功をもたらすために、効果的で、起業家精神に富み、注意深い経営を促進することである」(FRC, p.1, 邦訳, 1頁)として、会社の長期的成功を目的としている。特にこうした会社の長期的成功を達成するにあたって、A.1の取締役会の主要原則として「すべての会社は、会社の長期的な成功に共同して責任を負う、実効性の高い取締役会(effective board)によって統率されるべきである」(FRC, 2012, p.8, 邦訳, 8頁)ことや各則のC.1.2の中で「取締役(会)は、年次報告書において、会社が長期にわたって創造し維持していくべき価値(ビジネスモデル)と、会社の目的を達成するための戦略について、説明を行うべきである」(FRC, p.17, 邦訳, 18頁)として取締役

会が会社の長期的な成功を担っており、年次報告書で長期にわたって創造する価値を示すことが説明責任として求められるなど、取締役会の役割として長期的な視点が求められるようになってきている。特に 2012 年のコーポレートガバナンス・コードでは、原則 E の株主との関係において、取締役会は株主との対話を行うべき責務を負っていることが示され、会社の長期的成功を達成するにあたって、株主との対話が重視されている。

しかし、イギリスのコーポレートガバナンスコードの原則にはステークホルダーという文言は用いられていない。しかし序文の中で「法令上、会社は第一義的に株主に対して説明責任を負っており、また会社と株主との関係は本コードとの主題ではあるが、会社には、資本以外のキャピタルの提供者が行う貢献を認識することが奨励される。ガバナンスに関する会社の全体的なアプローチと関連がある限り、取締役会は当該キャピタルの提供者の意見に耳を傾けることに関心を有するものであり、会社は当該関心を尊重するように奨励される」(FRC, p.3, 邦訳, 3 頁)として、資本以外のキャピタルの提供者という表現が用いられ、意見に耳を傾けるとしか記載されていない。このことから 2012 年のコーポレートガバナンス・コードでは、会社の長期的成功を達成するにあたって、ステークホルダーは重要視されていないことが読み取れる。

金融危機を受けて作成された 2012 年のイギリスのコーポレート・ガバナンスコードではサステナビリティのプログラムに基づいて、取締役の役割としてコーポレートガバナンスの目的に会社の長期的成功を原則に反映させ、株主との対話が企業の長期的成功を促すことが示されている。

#### 4. サステナビリティのプログラムの曖昧性

金融危機後に作成された統合報告フレームワーク、ケイレビュー、イギリスのコーポレートガバナンスコードを分析してきた。2013 年公表の国際統合報告フレームワークではステークホルダーの関係が重要視され、6 つの資本によって短・中・長期の価値創造プロセスが示された。また 2012 年に公表されたケイレビューでは、イギリスのインベストメントチェーンを中長期的な視点を反映させ再設計するために、長期的視点にもとづくインセンティブや情報開示、対話などが提案され、2012 年のイギリスのコーポレートガバナンス・コードでは、取締役会は会社の長期的成功に資することが示され、株主との対話が提案された。

ケイレビューはイギリスのビジネス・イノベーション・技能担当大臣の委託で研究者が作成したイギリス資本市場に関する報告書、イギリスのコーポレートガバナンスコードはイギリスの財務報告評議会が作成したコーポレートガバナンスに関するソフトロー、統合報告フレームワークは IIRC が作成したサステナビリティ報告書のガイドラインであり、それぞれ対象としている事柄が異なるものの、それぞれで示されている長期的視点、企業の長期的成功、短・中・長の価値創造など、金融危機を受けてサステナビリティのプログラムのそれぞれ中長期的視点が重要であるという部分では共通した規範に基づいて作成されている。しかし、サステナビリティのプログラムの中長期的視点をどのように反映させるかについてはケイレビューやイギリスのコーポレートガバナンスに見られるようにステークホルダーをそれほど重視していないなど、内容は一樣ではない。さらにケイレビュー、イギリスのコーポレートガバナンスコード、国際統合報告フレームワークにはサステナビリティのプログラムの規範的要求が反映され、それぞれ中長期的視点について様々な方策が考案されてはいるものの、中長期的視点をどのように評価し実践するのかというテクノロジー的側面が共通して抜け落ちてしまっている。

この点についてパワーが『監査社会』(Power, 1997)で分析した監査の爆発的拡張という現象の原動力となった監査というプログラムの曖昧さに関する考察を手がかりに、サステナビリティのプログラムについて考察する。パワーは「『良い』監査とは何かに関する頑健な概念は存在しない」(Power, 1997, p.29, 邦訳, 40 頁)ことを指摘し、監査プロセスにおいて監査のプロセスにおける知識的な基盤が曖昧であることを指摘している。

サステナビリティのプログラムは将来に関する事柄であり、現時点からは何がサステナビリティに寄与するかということは完全には見通すことはできず、不透明である。さらにサステナビリティをどれくらいの時間軸で考えるかによっても、対応が異なり、時間軸が将来になればなるほど曖昧なものとなってしまふ。こうした理由からサステナビリティのプログラムの中長期的な視点で行動を促すという規範は曖昧なレベルに留まらざるを得ない。このことから何がサステナビリティに結びつくかということについて頑健な概念は存在しないものと考えられる。パワーが監査というプログラムが曖昧であるからこそ、広範な文脈で監査を導入することができるようになり、監査の爆発的拡張が発生したと分析したように、金融危機をきっかけに、サステナビリティ

のプログラムの曖昧さが原動力となり資本市場全体の改革を提言したケイレビューやイギリスのコーポレートガバナンスコードにサステナビリティのプログラムが反映されているものと考えられる。

このことは中長期的な行動を促すというサステナビリティのプログラムの規範は共通している、具体的な内容が異なることに現れている。例えば国際統合報告フレームワークでは多様なステークホルダーの観点からサステナビリティが議論され、2012年のイギリスのコーポレートガバナンスコードではステークホルダーは重視されず、取締役が企業の長期的成功を果たすことや、株主との対話を通じて中長期的な行動を促すことが示されている。さらにケイレビューではアセットマネージャー、機関投資家、企業というインベストメントチェーンが短期主義化している要因を特定し、短期主義を促してしまっている、経営者報酬のあり方や、高頻度取引のようなインデックスを用いた投資から、株主と企業が対話を行うことなど、ステークホルダーを重視することや社会や環境に関する取り組みを進めるといった観点からサステナビリティが捉えられているわけではなく、資本市場で短期主義を招来してきた仕組みを改善することを通じて長期的な企業経営や投資を促すことを提案している。これら国際統合報告フレームワークとイギリスのコーポレートガバナンスコード、ケイレビューのサステナビリティのプログラムの中身を比較からも読み取れるようにサステナビリティをステークホルダーの視点から捉えるか、株主との視点から捉えるかで相違がありながらも、サステナビリティのプログラムの規範性は維持したままにプログラムが拡張している。

本章では2008年の金融危機を契機として、サステナビリティのプログラムが拡張する様子を分析し、そうしたプログラムが拡張する背景にはサステナビリティのプログラムが曖昧な性質を有しているということを明らかにした。このサステナビリティのプログラムは日本にも広がり、民主党の野田内閣で検討されることとなる。次章ではサステナビリティのプログラムが日本の文脈でどのように議論されていくのかを検討する。

## 4章 日本における持続的な企業価値向上の問題化

### 1. 持続的な企業価値向上の問題化—総合調査研究での議論

金融危機をきっかけに世界的に中長期的な視点で企業経営や投資を促す様々な改革が進められる中、日本でも2011年3月に発生した東日本大震災と原発事故からの復興を急務として民主党の野田内閣（2011年9月～2012年12月）が政権を担っていたときに持続的な企業価値向上について検討が開始される。2012年3月に経済産業省から「平成23年度総合調査研究—持続的な企業価値創造に資する非財務情報開示のあり方に関する調査報告書」<sup>18</sup>（以下では、総合調査研究と表現する）が公表された。総合調査研究は非財務情報や対話のあり方について、世界的な潮流と日本の現状を踏まえた上で専門家へのヒアリング、統合報告のようなヨーロッパ諸国を中心とする非財務情報開示の動向や、国内と海外の企業事例をまとめた調査報告書である。しかし、こうした持続的な企業価値に関する議論は野田内閣の経済政策をまとめた「日本再生戦略～フロンティアを拓き、「共創の国」へ～」には震災・原発事故からの復興が主要な政策課題として取り上げられ、持続的な企業価値向上や非財務情報、コーポレートガバナンス等について全く記載されていない。したがって、野田内閣においてこの持続的な企業価値向上という問題は重要な政策課題というわけではない。

総合調査研究は事業環境の変化（イノベーションの加速化、リーマンショックの影響、東日本大震災の影響、欧州危機の影響）と金融環境の変化（米欧先進国に広がる超低金利の悪影響、わが国の経常収支の赤字転落時期の早まり、高止まりするわが国の政府債務残高の対GDP比率、低迷を続けるわが国資本市場）という2つの問題意識に基づいて作成されていることが示されている（経済産業省, 2012a, p. 14）。1つ目の問題意識の事業環境の変化はリーマンショックや東日本大震災に起因する問題意識で、総合調査研究では「統合報告にみられる企業報告のあり方の変革は、わが国の企業の魅力を投資家にアピールする道具の1つとして位置づける可能である」（経済産業省, 2012, p. 20）として、総合調査研究では様々な海外での非財務情報に関連する取り組みが紹介され、統合報告を中心に非財務情報開示が主に検討されていることから、サステナビリティのプログラムと関連する問題意識である。一方、2つ目の金融環境の変

---

<sup>18</sup> 経済産業省があらた監査法人に委託して作成された。

化は日本が抱える経済的な諸問題と関連する問題意識で、日本企業の効率性の低さや、ROE が低いことなどが列挙され、バブル崩壊後一貫して収益性が低いことが低迷を続けるわが国資本市場の4つ目の項目で次のように示されている。「バブル崩壊後わが国資本市場は、低迷を続けていると言われているが、成長を続けている企業の中には、株価が上昇し続けている企業もある。しかし、東証一部や二部の状況を見てみると、PBR（株価純資産倍率）は1に満たない。PBRは、PER(株価収益率)とROE(株主資本収益率)とに分けることができる。PERは、バブル期の異常な高さから近時は落ち着いた動きを示している一方で、ROEが低下を続けていることがPBRを極めて低水準にしている背景にあるといわれている。このように低いROEでは資本コストを十分にまかなえず、海外投資家からはあまり魅力のない株式市場といわれかねない」(経済産業省, 2012, p.19)。これは3章で議論してきたバブル崩壊後、自民党政権のもとで推進されてきた経済成長のプログラムに基づく問題意識と同様の問題意識である<sup>19</sup>。

このように総合調査研究の中で経済産業省が持続的な企業価値向上の必要性を主張するための問題意識として、事業環境の変化と金融環境の変化に2つの問題意識に分けて調査を開始したと示していることに単に世界的に議論されているサステナビリティのプログラムをそのまま日本でも検討するだけでなく、経済成長のプログラムというバブル崩壊後から継続して議論されてきたプログラムが含まれていることが現れている。

このことが総合調査研究において、持続的な企業価値というそれほど一般的に使用されているわけではない表現をあえて経済産業省が用いた理由があるのではないだろうか。その証左として総合調査研究では2008年に経済産業省で企業価値研究会から公表された「近時の諸環境を踏まえた買収防衛策の在り方」報告書で定義された企業価値の在り方を再検討することから始まっている。この企業価値研究会は2004年9月の自民党の小泉内閣から、当時東京大学大学院法学政治学研究科教授で神田秀樹氏を座長に、経済産業政策局長の私的研究会として、アメリカの敵対的M&Aと関連す

---

<sup>19</sup>この調査研究がバブル期以降、日本企業のROEが低いという指摘は後に伊藤レポートが作成の根拠としているケイレビューが2012年9月に公表される前から既に指摘されていることであり、5章での伊藤レポートで指摘されている日本企業の持続的低収益性の問題がケイレビューを受けての指摘ではないという分析とも符号する。

る諸制度をそうした制度が不十分であった日本で制度化することを目的<sup>20</sup>に設立されている経済産業政策局長の私的研究会である。「近時の諸環境を踏まえた買収防衛策の在り方」報告書で定義された企業価値の在り方では「企業価値」とは、概念的には、「企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値」を想定する」（経済産業省, 2008, p.1）として企業価値が定義されており、総合調査研究ではそうした企業価値定義を「狭義の企業価値」と位置づけた上で、非財務情報を含む「広義の企業価値」の必要性に関して、次のように検討を行っている。

「狭義の企業価値」のみならず、企業の社会的責任を反映した、より精緻な「企業の本源的価値」（以下、単に「広義の企業価値」と称す）の測定・向上にかかわる試行錯誤も活発になされている。こうした広義の企業価値の向上のための取組みにおいては、非財務情報の開示と対話がより大きな役割を果たす。なぜなら、「狭義の企業価値」と「広義の企業価値」とを結びつける上で、非財務情報が重要な役割を果たすためである。さらに、狭義の企業価値と広義の企業価値とがどのような関係にあるのかについて、企業内外で明瞭に共有・対話することが重要である。投資家・債権者との対話が狭義の企業価値向上のために有効であることは言うまでもないが、取引先の選定・顧客の商品選定、従業員の企業理念の共有等によるモチベーション向上等は、広義の企業価値の向上のために、より重要性を増している」（経済産業省, 2012a, pp.3-4）。

このように総合調査研究では、非財務情報を含む「広義の企業価値」の可能性について調査研究のタイトルに示されている「持続的な企業価値創造に資する非財務情報の開示のあり方」という表現や「本調査研究報告書（総合調査研究）の構成に当たって

---

<sup>20</sup>企業価値研究会設置の目的は以下の通りである。「株主主権と雇用流動化が徹底した米国においては、株主価値の向上を目的とした敵対的 M&A に対する適切な対応策及びコア人材の引抜き防止策が発達し、多くの企業が多様な対応策を講じています。これと比較すれば、我が国企業は十分な対応策を講じているとは言い難い状況にあります。したがって、M&A を促す制度改革（会社法現代化や企業組織再編税制の見直しなど）を推進することは引き続き重要ですが、並行して、企業固有の経営資源の過度な流出を防止するという観点から、敵対的 M&A に対する適切な対応策及びコア人材の引抜き防止策のあり方について早急に検討を行う必要があります」（経済産業省, 2004, p.1）。

は、経営上・実務上のインセンティブ・メリットを特に意識し、非財務情報の開示に関するアクションを検討した」（経済産業省, 2012a, p.2, 括弧内は筆者）と述べていることから読み取れるように、当初の問題意識としてキャッシュフローの割引現在価値という財務情報に基づく企業価値である「狭義の企業価値」では持続的な企業価値のあり方を考える上では不十分であり、非財務情報に基づく「広義の企業価値」のあり方を検討することが、総合調査研究の全体的な問題意識として、サステナビリティのプログラムに基づいて持続的な企業価値向上が問題化されている。また、総合調査研究では財務情報と非財務情報の統合によって「持続的な企業価値創造を実現するためには、開示を単なるコンプライアンスの手段としてのみとらえるのではなく、社内はもとより社外のステークホルダー（企業・投資家・政府等）とも協働して、「開示」から「対話」へのシフトを加速し、企業価値創造に関わる好循環を構築することが重要である」（経済産業省, 2012a, p.6, 強調は原文のまま）ことが示され、非財務情報や対話に関して、特に統合報告のあり方やステークホルダーに焦点が当てられていることからサステナビリティのプログラムに基づいていることがわかる。

しかし、上記引用文の「狭義の企業価値」のみならずという表現や総合調査研究の作成にあたっての問題意識の金融環境の変化で ROE の向上が指摘されていることから、持続的な企業価値向上にはバブル崩壊後の経済成長のプログラムも部分的にはあるが内包されていることがわかる。したがって、民主党の野田内閣の時代に持続的な企業価値向上の問題化はサステナビリティのプログラムと経済成長のプログラムという2つの問題意識に基づいて、日本で検討が開始された。

## 2. 持続的な企業価値向上の問題化—企業報告研究会の設立

総合調査研究の持続的な企業価値向上の問題化を受けて、2012年7月にイギリスのコーポレートレポーティングラボを参考に経済産業省と企業活力研究所<sup>21</sup>ともに企業報告研究会<sup>22</sup>が設立され、持続的な企業価値の向上の内容についてより詳細な検討が開始

---

<sup>21</sup> 企業活力研究所は1984年に経済団体連合会（現在の一般社団法人日本経済団体連合会）と通商産業省（現在の経済産業省）の支援で設立されたシンクタンクで、企業活力の増進を推進するための政策提言を行っている。

<sup>22</sup> 経済産業省の文書の中で企業報告ラボの名称が使われている箇所も散見されるが、企業報告研究会の設立文書には企業報告研究会（企業報告ラボ）とあるので企業報告研究会

される。企業報告研究会の第1回で示されている設立趣意は以下の通りである。

「現下、企業はリーマン・ショック、東日本大震災や急激な円高等による経営の不確実性の増大、グローバルな資源・環境問題の顕在化等、激変する外部環境に対応するための持続的な企業価値向上プロセスを、投資家に対して適切に説明することが求められている。・・・我が国の企業は、コーポレートガバナンス等の価値創造を支える経営の仕組みを適切に開示し、ステイクホルダーからのフィードバックを企業経営に活かすといった、経営改革の好循環を生み出すことが重要になってきており、企業と投資家等ステイクホルダーのさらなるコミュニケーションが必要である」(経済産業省, 2012b, p.1, 強調は筆者)。

この設立趣旨に示されているように、当時の企業報告研究会においても総合調査研究で示されたのと同様に持続的な企業価値という言葉が用いられ、検討が進められた。企業報告研究会の問題意識としては、激変する外部環境に対応するためとして挙げられていることから、特に非財務情報の関係に焦点を当て、持続的な企業価値向上について検討が進められている。しかし、野田内閣で始まった持続的な企業価値向上に関する議論は、野田内閣の政策をまとめた「日本再生戦略～フロンティアを拓き、「共創の国」へ～」には全く記載がないため、野田内閣の政策として重要性がそれほど高いわけではなく、野田内閣末期に企業報告研究会で3回研究会が開催されたに過ぎなかった<sup>23</sup>。2012年3月に総合調査研究がまとめられ、野田内閣は2012年12月に倒れる9

---

の名称を使用する。第1回から第7回までは一橋大学大学院商学研究科所属の加賀谷哲之准教授が座長を務め、第15回から第18回以降は同じく一橋大学大学院商学研究科所属の野間幹治准教授が座長を務めている。

<sup>23</sup> 野田内閣が政権を担っていた期間に企業報告研究会の3回の研究会の概要は以下の通りである。第1回は2012年7月に開催され、議題は企業報告研究会の趣旨や、委員の自己紹介、今後のスケジュールについて、第2回は2012年9月に開催され、議題として「新しいフェーズに入った発行会社と機関投資家の関係～2012年6月期株主総会の概観と今後の展望」が取り上げられ、株主総会を通じた企業と投資家の対話が議論された。また第3回は2012年11月に開催され、「今何故サステナビリティが課題か、Value Creationが重要か～危機感と課題解決の方向性の共有に向けて～」として企業と投資家の認識のギャップについて議論された。

ヶ月間にわたって持続的な企業価値向上について検討が進められたが、野田内閣の政策として重要性が高くなかったため、内閣のイニシアティブによって具体的な方向性を持って、それほど明確に持続的な企業価値向上の内容について議論されなかった。

民主党政権の野田内閣では持続的な企業価値向上について世界的な動向を調査し、日本でも持続的な企業価値のあり方について検討する道半ばで内閣が変わってしまった。日本で持続的な企業価値向上を検討するにあたっては世界的に議論が進められているサステナビリティのプログラムを基調としながらも、一方ではバブル崩壊後に自民政権で継続的に議論されてきたアメリカ型のコーポレートガバナンスを推進する経済成長のプログラムも合わせて検討されて始まったという点が重要である。ただし、野田内閣では東日本大震災からの復興が最優先の政策課題であったため、コーポレートガバナンスや持続的な企業価値に関する政策はそれほど重要性が高くなかった。そのため、民主党の野田内閣では日本経済の成長というマクロなレベルでの議論というよりは、企業レベルで新しい情報開示について検討するという意味合いが強かった。

2012年12月に野田内閣は総辞職し、民主党政権は終わり、2012年12月に自民党の第二次安倍内閣が成立する。第二次安倍内閣成立後には、はじめに内閣府がイニシアティブを発揮し、日本経済の持続的成長の重要政策としてコーポレートガバナンス改革について検討が開始される。

### 3. サステナビリティのプログラムと持続的成長—内閣府での議論

2012年12月に第二次安倍内閣はバブル崩壊後の失われた20年と呼ばれる長きにわたるデフレと日本経済の停滞を脱し、日本経済の再生を図るべく「大胆な金融政策」、「機動的な財政政策」、「民間投資を喚起する成長戦略」の3本の矢を中心とする経済政策であるアベノミクスを政策の中心として打ち出し、誕生した。持続的な企業価値やコーポレートガバナンスを政策的に重要視しなかった民主党の野田内閣とは一転して、アベノミクスでは第三の矢の成長戦略の重要政策として、コーポレートガバナンス改革が位置づけられることとなる。ここで重要政策とした理由は、政府が毎年公表している成長戦略の指針である2013年に公表された「日本再興戦略—JAPAN is BACK—」において、コーポレートガバナンスの見直しが早期に取り組む必要がある政策として例示されている。また「「日本再興戦略」改訂2014—未来への挑戦—」と「「日本再興戦略改訂2015—未来への投資・生産性革命—」では鍵となる施策として

示され、「日本再興戦略 2016—第 4 次産業革命に向けて—」では「コーポレートガバナンス改革は、成長戦略の最重要課題である。その位置付けに変わらない」（首相官邸, 2016, p.19）ことが示され、第二次安倍内閣発足後、アベノミクスの成長戦略において一貫して、コーポレートガバナンスの強化が挙げられ、重要な政策と位置づけられているためである。

2013 年の 6 月に成長戦略として「日本再興戦略—JAPAN is BACK—」として具体的な指針として示される前に、はじめにコーポレートガバナンス改革が内閣府の経済財政諮問会議において市場経済システムの観点から日本経済の持続的成長に関する議論が開始(2013 年 4 月から開始)<sup>24</sup>され、その後成長戦略として経済産業省において、企業報告研究会に伊藤レポートを作成する特別プロジェクト（2013 年 7 月から開始）が立ち上がる。経済財政諮問会議は内閣府に設置され、経済財政政策の重要事項について有識者の知識を活用し、内閣総理大臣のリーダーシップを発揮することを目的とする機関である。そのような内閣総理大臣の意向を反映した経済財政諮問会議において、当時内閣府特命担当大臣兼経済再生大臣を務めた甘利明氏の提案によって、2013 年 4 月～11 月の期間に「目指すべき市場経済システムに関する専門調査会」（以下では、専門調査会）が設置された。

専門調査会では、持続的成長を達成する市場経済システムのあり方というマクロな提言の中で、主な論点の 1 つとして中長期的な視点に立った企業経営・ガバナンスのあり方<sup>25</sup>が挙げられ、多様なステークホルダーの価値向上を通じた企業の総体的価値という表現を用いて議論がなされた。専門調査会第 1 回に掲げられた専門調査会の設置の目的は以下の通りである。

---

<sup>24</sup> 専門調査会は全 6 回開催され、11 月に報告書がまとめられた。専門調査会は 2013 年 4 月開始なので、伊藤レポートを作成するプロジェクトが開始される 2013 年 7 月よりも先であるが、専門調査会の報告書がまとめられたのが 2013 年 11 月である。したがって、伊藤レポートを作成するプロジェクトは専門調査会の報告書が公表後に開始されたわけではなく、専門調査会の報告書がまとめられている最中に伊藤レポートプロジェクトは進められていたことになる。

<sup>25</sup> 専門調査会の第 1 回では合計 3 つの主な論点が挙げられ、中長期的な視点に立った企業経営・ガバナンスのあり方以外の 2 つの主な論点としては持続的成長の実現のために市場経済システムが果たすべき役割と革新的技術を継続的に生むとともに、国際連携を深化させる市場経済システムが挙げられている。

「日本及び世界が直面する様々な変化や制約の下で持続的成長を実現するためには、短期的な利益追求に偏らず、中長期の視点を重視した企業経営を通じて、新しい成長分野等にチャレンジできるようにしていく必要がある。また、成長を通じた果実が、一部の人々だけでなく、地域社会や国際社会にも広く還元される必要がある。このため、適切な資源配分や成果配分を通じて持続的成長を実現する市場経済システムのあり方を明らかにし、世界に発信していくため、経済財政諮問会議の下に「目指すべき市場経済システムに関する専門調査会」を設置する」（内閣府, 2013a, p.1, 強調は筆者）。

このような設立の目的のもと、専門調査会の報告書では持続的成長を実現するための安定的な中長期的資金の確保にあたって資本市場、投資家、企業それぞれの短期主義<sup>26</sup>の現状について次のように問題が挙げられた。資本市場における投資の短期主義の要因としては平均株式保有期間の短期化、高頻度取引に代表される取引技術の変化や四半期報告が短期化の要因として挙げられている。また短期化の背景にある投資家行動として、先進国の潜在成長率の低下、海外投資家の売買シェアの高まり等が挙げられ、企業行動の近視眼化として、短期的な業績に連動する業績連動型の経営者報酬に対する懸念、目先の利益を計上するために、コスト削減による財務内容の改善が挙げられている<sup>27</sup>(内閣府, 2013b, pp.3-5)

民主党時の経済産業省での持続的な企業価値の問題意識と比べると、内閣府では日本経済の持続的成長というマクロな観点から問題意識が提示され、特に短期主義の克服が問題意識として企業の総体的価値について検討が開始された。そうした短期主義の克服や企業の総体的価値を根拠づける専門知識として、専門調査会では多様なステークホルダーを重視する理論的な根拠に基づいている。この根拠は専門調査会を構成

---

<sup>26</sup> 「目指すべき市場経済システムに関する報告」では短期主義ではなく、短期化という言葉が使われているが、示す内容はほぼ同義なので本節では短期主義という言葉を用いる。

<sup>27</sup> 東京証券取引所の平均株式保有期間と、市場全体と比較した海外投資家の平均株式保有期間について、データは示されているものの、他の短期化の要因に関しては必ずしもデータや参考文献等が示されているわけではない。

するメンバーが主張する理論が多様なステークホルダーを重視するコーポレートガバナンスのあり方や企業価値評価の方法を提案しているためである。

例えば、専門調査会の会長の小林喜光氏は自身が経営している株式会社三菱ケミカルホールディングスで KAITEKI 経営を推進し、人、社会、地球などのステークホルダーに対するサステナビリティを可視化した MOS(Management of Sustainability)指標(小林, 2010; 2011)を活用しているし、当時東京理科大学教授であった伊丹敬之氏は従業員を株主よりも企業の主権者として捉える人本主義経営を提唱し、ステークホルダーの中でも特に、より直接的に利害関係を共有している長期的に企業にコミットする従業員を重視している(伊丹, 1987; 2000)。人本主義経営は従業員を重視する学説で、他のステークホルダーについてはそれほど重視しないという意味で、厳密にはステークホルダー全体によるコーポレートガバナンスのあり方とは違う学説を唱えていると言えるが、株主を中心とするコーポレートガバナンスのあり方については批判的な立場をとっており、その意味で他の専門調査会のメンバーと共通の視点を有している。特に英米型の株主中心のコーポレートガバナンスのあり方を厳しく批判し、企業は社会の公器であり、社員・顧客・仕入先・地域社会・地球などの多様なステークホルダーに事業を通じて貢献するという公益資本主義を提唱する内閣参与兼専門調査会の会長代理を務める原丈人氏の主張(例えば原, 2009; 2013; 2017)が色濃く反映され、専門調査会の他のメンバーも重視するステークホルダーの範囲について濃淡の差はあれど、ステークホルダーを重視するコーポレートガバナンスのあり方を提唱する実務家や、研究者が参画している。

そのため専門調査会では短期主義の克服するための手段として、コーポレートガバナンスを「企業統治については、株主の利益を最大化させるための経営者を規律付ける仕組みと狭い意味では捉えられる。専門調査会では、より広い意味で、ステークホルダー全体の厚生を増進を図るために経営者を規律付ける仕組み」(内閣府, 2013b, p.9)として捉え、コーポレートガバナンスの目的そのものが、株主利益の最大化を目指すあり方ではなく、ステークホルダー全体を重視するあり方として、明確に示されている。ここでのステークホルダー全体とは「株主、従業員、顧客、取引先、地域住民等の多様なステークホルダー」(内閣府, 2013b, p.8)を指し、多様なステークホルダーが念頭に置かれている。このコーポレートガバナンスのあり方は先に説明したような内閣参与兼専門調査会の会長代理を務める原丈人氏の提唱する公益資本主義の考え方が

色濃く反映されている。

専門調査会の報告書ではこうした、多様なステークホルダーに対する価値を表現するために企業の総体的価値という表現を用いながら「企業の総体的価値とは、通常金銭的に換算できる価値（いわゆる株主価値）にとどまらず、金銭的価値をただちに評価しにくい外部経済・不経済から生じる価値（環境負荷の削減等）、不確実な将来の持続可能性にかかわる価値（枯渇性資源への対応等）の数値化が容易でない要素を含む総体的な価値」（内閣府, 2013b, p.8）と定義し、そうした企業の総体的価値を高めることを促すコーポレートガバナンスを目指すべきであると提言している。また企業の総体的価値を高めることを通じて短期主義を是正し、中長期的資金の確保につながることを次のように示した。「多様なステークホルダーの利害を調整しながら社会に貢献し、社会的に共有できる価値を創造していくことができれば、企業の総体的価値を高めていくことができる。・・・多様なステークホルダー調整重視の企業統治は結果として中長期的資金の供給を担う投資家や資金の根源的な供給者である家計に裨益する」（内閣府, 2013b, pp.8-9）。

これまで示してきたように、内閣府の専門調査会での議論では多様なステークホルダーを重視するステークホルダー論を提唱する専門家がメンバーとして参加したため、企業統治の定義が「ステークホルダー全体の厚生を増進を図るために経営者を規律付ける仕組み」（内閣府, 2013b, p.9）であり、そうした多様なステークホルダーに対して数値化が容易でない要素を含む企業の総体的価値向上を目指しているため、サステナビリティのプログラムに基づいて持続的成長について検討されていることがわかる。

一方、民主党時代に経済産業省で持続的な企業価値の問題化の内容に含まれていたROEの向上に代表されるバブル崩壊後の自民党で推進されてきた経済成長のプログラムについては、専門調査会の報告書において以下の通り批判的な見解が示されている。例えば、中長期的視点から財務情報の限界として「ROEに代表される財務情報は、企業の価値を費用収益・資産負債として計上される事象だけを捉えている点で限定的である。投資家が長期にわたり効率的な投資を実現するためには、投資対象について様々な角度から分析し、多面的な企業活動がもたらす総体的価値を的確に捉えた情報が必要である」（内閣府, 2013b, p.12）として、財務情報以外を活用して評価する必要が主張されている。また「投資家において非財務情報を含む幅広い指標の有用性についての認識が高まれば、ROEに代表される企業の短期的な収益力を示す指標に過度に着目

した市場取引やそれによりもたらされる近視眼的な企業行動の見直しに結びつく」(内閣府, 2013b, p.13) として、ROE は短期主義を招来する要因として位置づけられている。

このように専門調査会では、持続的成長を促す企業価値のあり方やコーポレートガバナンスのあり方について英米型のコーポレートガバナンスを批判する委員の影響もあり、ROE は財務的な情報に基づく指標に過ぎず、企業の多面的な活動を評価出来ないため、中長期的な企業の価値を十分に捉えられず、むしろ逆の企業の短期主義的な行動を招来するものとして位置づけられている。内閣府の専門調査会での企業の総体的価値向上に関する議論では、民主党時代には当初部分的にはあるが、問題意識に含まれていた経済成長のプログラムである株主価値を重視するアメリカ型のコーポレートガバナンスこそが、持続的成長を妨げる原因として批判され、報告書では徹頭徹尾、当該プログラムに否定的な見解が示されているため、サステナビリティのプログラムに基づいて持続的成長について検討されていることがわかる。しかし、専門調査会では具体的な指標や数値目標等のプログラムと関連するテクノロジーは示されず、おおむね規範的な議論に留まり、持続的成長を達成する手段等の具体的な検討については関係省庁での議論に委ねられることとなった。

以上で示したように、第二次安倍内閣成立後、内閣府に設置された経済財政諮問会議の「目指すべき市場経済システムに関する専門調査会」において日本経済の持続的成長を目的として、中長期的な資金確保の観点からコーポレートガバナンス改革について提案がなされた。第二次安倍内閣成立後の内閣府での議論では日本経済の持続的成長を目的とするアベノミクスの成長戦略の中心にコーポレートガバナンス改革が位置づけられ、株主を重視する経済成長のプログラムについて否定的な見解が示され、非財務情報や多様なステークホルダーを重視するサステナビリティのプログラムに基づいて持続的成長について具体的に検討が進められた。

本章では野田内閣時の総合調査研究から、第二次安倍内閣までの持続的成長に関する議論について検討してきた。野田内閣時の総合調査研究では持続的な企業価値向上があくまで問題意識のレベルに過ぎないが、サステナビリティのプログラムと経済成長のプログラムという2つのプログラムに基づいて検討が開始されていることが明らかになった。しかし、野田内閣は震災からの復興を最優先課題として掲げる内閣で、コーポレートガバナンスや持続的な企業価値といった事柄は野田内閣の成長戦略におい

て重要性が低く、第二次安倍内閣で伊藤レポートを公表するプロジェクトの母体となる企業報告研究会が立ち上げられたに過ぎなかった。野田内閣の次の第二次安倍内閣での専門調査会での議論では、総合調査研究や野田内閣時の企業報告研究会の非財務情報の重要性に関しては引き続き議論が重ねられながらも、アベノミクスのよりマクロな日本経済の持続的成長と関連づけられ、経済成長のプログラムにもとづく株主利益最大化ではなく多様なステークホルダーの価値を重視するコーポレートガバナンスを整備し、多様なステークホルダーを重視する企業の総体的価値を高めるべきという、コーポレートガバナンスの仕組みのあり方の構想まで踏み込んで持続的成長が検討された。

専門調査会では専門調査会の委員は多様なステークホルダーを重視するステークホルダー論的な理論的な視座に基づいて持続的成長について検討したため、持続的成長の議論の中に経済成長のプログラムは反映されず、非財務情報や多様なステークホルダーを重視するサステナビリティのプログラムに基づいて日本経済の持続的成長のあり方の大枠について具体化された。次章では、こうした内閣府の議論を踏まえて経済産業省で政策としての伊藤レポートを中心としてコーポレートガバナンス改革について検討する。

## 5章 持続的成長と ROE8%—2つのプログラムとテクノロジーの関係

### 1. 成長戦略と伊藤レポートプロジェクト

2013年6月に第二次安倍内閣発足後、最初の日本経済の持続的成長を目的とする成長戦略の具体的指針として「日本再興戦略—JAPAN is BACK—」が公表され、コーポレートガバナンス改革について次のように示された。

「企業経営者に大胆な新陳代謝や新たな起業を促し、それを後押しするため、設備投資促進策や新事業の創出を従来の発想を超えたスピードと規模感で大胆かつ強力で推進する。加えて、株主等が企業経営者の前向きな取組を積極的に後押しするようコーポレートガバナンスを見直し、日本企業を国際競争に勝てる体質に変革する」（首相官邸, 2013, p.3）。

この成長戦略の指針は内閣府の専門調査会での議論が2013年11月に取りまとめられる5ヶ月前に首相官邸によって示され、コーポレートガバナンスを国際競争に勝つための仕組みとしてコーポレートガバナンスの強化が提案されている。2013年6月の「日本再興戦略—JAPAN is BACK—」公表後のおよそ1ヶ月後の2013年7月に当時一橋大学大学院商学研究科教授であった伊藤邦雄氏が座長を務め、経済産業省に企業報告研究会の特別プロジェクトとして「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」(以下では、伊藤レポートプロジェクト)が設置された<sup>28</sup>。伊藤座長は伊藤レポートプロジェクト第1回で、プロジェクトの趣旨について次のように述べている。

「日本再興戦略の真のキーワードは「持続的成長を実現するための企業競争力」とも言える。この言わば、企業が持続的に企業価値を創造することについて、これを阻害するさまざまな問題や懸念に対し、その克服・解決の道筋の探求が

---

<sup>28</sup> 伊藤レポートプロジェクトの研究会は2013年7月から2014年8月までに全16回開催された。

我が国のみならず、世界的な喫緊の課題となっている。また、昨年発表された「ケイ・レビュー」では、金融危機の反省から、欧州を中心に投資家や企業に蔓延しつつある短期主義の是正、コーポレート・ガバナンスやスチュワードシップの強化、開示・企業報告の在り方について提言している。本プロジェクトは、こうした世界的な傾向や「ケイ・レビュー」を踏まえ、日本の文脈で議論し、かつこれを世界に発信しようとするもの」（経済産業省，2013b，pp.1-2）。

伊藤レポートのプロジェクトのタイトルが「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」と題され、持続的成長という言葉が含まれていることに加えて、伊藤レポートプロジェクト第1回の趣旨の説明にも日本再興戦略のキーワードとして「持続的成長を実現するための企業競争力」を高めることが必要であることが示されている。このことから、日本企業が持続的に成長することを通じて、日本経済も持続的に成長に結びつくという認識のもと伊藤レポートプロジェクトが立ち上がっていることが読み取れる。しかし、伊藤レポートプロジェクト開始の段階では持続的企業価値とは何なのか、持続的成長を実現するための企業競争力が何であるのかは示されていないが、伊藤レポートプロジェクト設置の背景として、金融危機後の世界的な潮流である2012年にイギリスの資本市場の短期主義化を指摘したケイレビューを踏まえという記述があることから、設立の段階では日本企業の短期主義化が伊藤レポートの問題意識にあるように思われる。

## 2. 経済成長のプログラムと持続的成長—経済産業省での伊藤レポートプロジェクトの議論

伊藤レポートの持続的成長の問題意識は日本企業の「持続的低収益性」が短期主義経営をもたらしているという短期主義経営はあくまで懸念として提示されている。持続的低収益性が短期主義経営をもたらしているというロジックは伊藤レポート冒頭の問題意識と仮説<sup>29</sup>において、次のように示されている。

---

<sup>29</sup> 伊藤レポートでは短期主義は冒頭には仮説と示されているが、他にも懸念として示されている。仮説や懸念という表現から読み取れるように短期主義について、実はそれほど強く主張されているわけではない。

「収益力の代表的な指標である総資産利益率(ROA)や売上高営業利益率(ROS)等を見ると、日本企業と欧米企業ではほぼ倍の格差があり、この傾向が20年にわたり、続いてきた。最もイノベーティブと見られてきた日本企業が、持続的低収益性というパラドックスに陥っているのである。これほど解きにくいパラドックスを抱えている国は日本以外にない。この問題から正面から取り組まなければ、持続的成長に向けた方策を見出すことはできない。これが本プロジェクトの出発点である。日本企業への中長期投資が低リターンしか生まなければ、合理的な投資はより短期の変動からの収益機会を求めるものにならざるを得ない。世界的にも大きな議論となっている市場のショートターミズム(短期志向)には様々な要因がありうるが、日本の株式市場における短期化は、投資機会の短期化がもたらしてきた部分が相当程度あるのではないか。これが一つの仮説である」(経済産業省, 2014b, p.1, 強調は筆者)。

この伊藤レポートの問題意識の中で注意しなければならないのは、以下の2つである。1つ目はあくまで短期主義経営はあくまで仮説として示されていることである。2つ目は上記引用文には「この問題から取り組まなければ、持続的成長に向けた方策を見出すことはできない。これが本プロジェクトの出発点である」と示されているが、引用文からは伊藤レポートの出発点となる問題とは、持続的低収益性の問題であるとしか読み取ることが出来ず、短期主義よりも持続的低収益性の問題こそが、伊藤レポートの出発点として検討が始まったということである。以下では、この2つの点それぞれについて検討する。

まず、1つ目は短期主義が仮説として示されていることである。伊藤レポートでは「本プロジェクトの大きな狙いは、企業の持続的成長と資本市場を巡る重要論点について、思い込みや印象論、逸話レベルでの議論から脱却し、日本の歴史・現状をグローバルな文脈でできる限り事実とエビデンスに基づいて客観的・冷静に検証し、持続的成長のために未来志向の変革シナリオを提示することにある」(経済産業省, 2014b, p.4)と謳われているからには、本当に日本企業が短期主義に陥っているということが明らかになったのであれば、仮説として示す必要がなく、日本企業の短期主義化を裏付けるエビデンスとともに明示されるべきはずである。それにもかかわらず、伊藤レポートにおいて裏付けるエビデンスが示されず、どうして短期主義が仮説として示されて

いるのか、別の言い方をすればどうして仮説としてしか示すことが出来なかったのか、その理由を検討する必要がある。

この仮説として示すことが出来なかった理由を伊藤レポートプロジェクトの議論をさかのぼって検討すると、伊藤レポートプロジェクト第12回の議論と現状・エビデンスにおいて「短期志向について確たる裏付けはない・・・日本型経営が短期主義に陥っていると断定はできない」（経済産業省, 2014a, p.1）として、日本企業の短期主義であることを示すエビデンスを十分に発見できなかったということが示されている。このことが、仮説としてしか示すことが出来なかった1つの理由であると考えられる。しかし、この理由だけでは伊藤レポートの提言の日本企業の持続的収益性の問題がどこから浮かび上がってきたのかを説明することはできない。日本企業の短期主義化を示す証拠がないにも関わらず、金融危機後に公表されたケイレビューで示された短期主義を仮説という表現を用いてプログラムを検討しようとした理由が別の問題意識にある可能性を検討する必要がある。

この可能性について2つ目の日本企業の短期主義化ではなく、持続的低収益性の問題が伊藤レポートの出発点と示されているという点については、伊藤レポートプロジェクトが参考にしたイギリスのケイレビューには持続的低収益性という問題が指摘されていない以上、この持続的低収益性の問題はケイレビューを踏まえて、日本の文脈で検討するというところから浮かび上がった問題ではないものと考えられる。伊藤レポートプロジェクトが立ち上がる前は、民主党時代の総合調査研究において、持続的な企業価値向上の問題化として部分的に日本企業の低収益性について示されていたものの、この総合調査研究の報告書はケイレビューが公表される前に公表されているし、総合調査研究は統合報告などの非財務情報の重要性について主に検討した報告書である。これらの点からも持続的低収益性という問題はケイレビューを検討することで浮かび上がってきた問題ではないことがわかる。さらに、第二次安倍内閣誕生後の内閣府での専門調査会でも企業の総体的価値という容易に数値に変化し得ない非財務情報を評価に含めることを検討する議論にも持続的低収益性の問題は議論されていない。以上のことから、持続的低収益性という問題は参考にしたはずのケイレビューや、持続的な企業価値向上に関する総合調査研究、内閣府の専門調査会での議論から浮かび上がってきた問題ではないことが明らかになった。それでは、この持続的低収益性の問題意識はどこから浮かび上がってきた問題なのだろうか。

伊藤レポートは第二次安倍内閣のアベノミクスの成長戦略の重要政策であるコーポレートガバナンス改革に位置づけられるものであるため、持続的・低収益性という問題意識について、成長戦略と伊藤レポートの関係性について検討する。持続的・低収益性の問題について成長戦略の具体的な指針である「日本再興戦略—JAPAN is BACK」のコーポレートガバナンスの強化の具体的な内容に「収益力の低い事業の長期放置を是正するため、企業における経営改善や事業再編を促すための施策について、経済産業省ほか関係省庁における検討を加速する」(首相官邸, 2013, p.28)として成長戦略にコーポレートガバナンス強化の項目<sup>30</sup>に収益力の改善が示され、経済産業省で検討が行われることまでも示されている。伊藤レポートプロジェクトはまさに経済産業省に設置された企業報告研究会の特別プロジェクトである。したがって「日本再興戦略—JAPAN is BACK」で示されている低収益性の問題は伊藤レポートプロジェクトで検討されたものとして理解できる。この持続的・低収益性の問題は、民主党時代の企業報告研究会、内閣府の専門調査会では議論されず、成長戦略に持続的・低収益性に関する文言が第二次安倍内閣のアベノミクスの成長戦略に示されている以上、低収益性の問題意識はケイレビューではなく、日本経済を建て直すアベノミクスの成長戦略に基づく問題意識であり、伊藤レポートにおける持続的成長の意味はそうした観点から構築されているものとしてしか、解釈することができない。

このアベノミクスの成長戦略に基づく低収益性の問題は伊藤レポートの ROE 向上すべきと示されているように 2 章で議論してきたとおり、座長の伊藤邦雄氏が提唱してきた学説であり、バブル崩壊後自民党内閣のもとで推進されてきた経済成長のプログラムそのものである。このことから、伊藤レポートプロジェクトで持続的成長の中身を検討する際に依拠された専門知識は経済成長のプログラムをあることが判明し、株主を重視する理論的な視座に基づいてプログラムが構築されていることがわかる。

この解釈を裏付ける趣旨の発言を伊藤レポートプロジェクトの座長の伊藤邦雄氏は「伊藤レポートのきっかけとなったのが 2012 年 10 月に英国で公表された Kay Review である」(伊藤, 2016b, p.37)と述べながらも「経産省プロジェクトでは Kay Review が問題視した短期志向にも注目したが、Kay Review よりも広い問題意識を基に、日本企

---

<sup>30</sup> 他にも社外取締役の活用や、機関投資家の対話を促す原則や、証券取引所に新しいインデックスを作成するなどの取り組みが挙げられている。

業の経営改革にも議論の射程を広げた」(伊藤, 2016b, p.38)と述べている。この経産省プロジェクトは伊藤レポートプロジェクトのことであり、短期志向にも注目したという記述や、日本企業の経営改革にも議論の射程を広げたと言及しているように、短期志向より広い問題意識で伊藤レポートが作成されていることを座長の伊藤邦雄氏自身も認めている。この広い問題意識とは先に示した通り、アベノミクス第三の矢の成長戦略に由来する問題意識で、バブル崩壊後の経済成長のプログラムに他ならない。

もし、伊藤レポートプロジェクトで検討されたプログラムに成長戦略の政策的な目的が入っておらず、単にケイレビューを踏まえて日本の短期主義化を検証するという目的であれば、伊藤レポートプロジェクトで日本における短期主義化について調査をした結果、伊藤レポートプロジェクト第12回の議論と現状・エビデンスで示されているように、十分な証拠がなく確たる根拠がないということがわかった以上、日本は短期主義化していなかったという結論で終わってしまう。それにも関わらず、日本の短期主義化という問題意識のもとで、日本企業の低収益性の改善を持続的な企業価値向上として検討されなければならなかったのはなぜなのだろうか。

それは成長戦略の政策的な目的と関連するバブル崩壊後から自民党内閣のもとで進められてきた株主価値の向上を志向する経済成長のプログラムは金融危機をきっかけに世界的にプログラムの正当性が失われてしまったために、そのままプログラムとして日本で検討することが出来なかったからであろう。そのため、伊藤レポートではアベノミクスの日本経済の持続的成長という目的のなかで、日本企業の短期主義化の確たる証拠はなくとも、金融危機後世界的に正当性が失われつつある経済成長のプログラムを正当性が増しつつある中長期的な企業価値向上という世界的な潮流に便乗させる形でサステナビリティのプログラムと重なり合うように、仮説としてでも位置づけることが必要だったためではないだろうか。サステナビリティと経済成長の2つの意味を含んでいるようにも捉えることができる持続的成長という言葉を用いることで、曖昧なサステナビリティのプログラムと経済成長のプログラムが重なりあうようにプログラム化することで、社会に広く共有させることを意図したものと考えられる。以上から、伊藤レポートで検討が進められたケイレビューで提示された短期主義を日本の文脈で検討するサステナビリティのプログラムとバブル崩壊後の経済成長のプログラムが重なり合っていることが明らかになった。

### 3. テクノロジーとしての ROE8%

ROE は株主に帰属する自己資本からどれだけ利益を上げているのかを示す指標で、企業の収益性を測る指標で、株主効率を評価する比率として表される。比率で表されるということは、ROE は資本効率の高い事業や投資に集中し、資本効率の低い事業や投資の縮小や撤退によって、比率自体は改善することとなる。しかし、中長期に渡って研究開発や投資が必要な場合、現在は資本効率が低いが、中長期的に投資を継続することで、将来的に創造される企業価値が大きいと見込まれていても、ROE は比率で表されるので中長期に渡って継続的に投資や研究開発が必要な事業は ROE で評価した場合、資本効率を下げる要因として評価されることとなってしまう、結果として、企業にそうした中長期的な視点に基づく事業や投資の縮小や撤退を促してしまう。この ROE は 2 章でも議論したようにバブル崩壊後、経済成長のプログラムを操作可能にするテクノロジーとして議論されてきたものである。

また内閣府で ROE に批判的な見解が示されたように、ROE は財務的な評価であるから、将来に渡って中長期的に企業価値を生み出す源泉となるような非財務的な要素は評価の外に置かれてしまう。そのため ROE は、既に財務的な成果に結びついている目先の資本効率の高い事業や投資に企業の視点を集中させ、近視眼的な行動を促す側面もある。

そのような ROE が伊藤レポートでは持続的な企業価値向上のプログラムを操作可能にするテクノロジーとして ROE8%が関連づけられている。そのため、持続的な企業価値の概念がどのように伊藤レポートで ROE と関連づけられるようになるのかということから議論を始める。

伊藤レポートでは「中長期的に企業価値を向上させるべき」というテーゼについては企業側も投資家側（広く投資コミュニティ全般）も異論はないであろう。しかしながら「企業価値」という言葉の意味内容についての解釈には広狭かなり差がある」（経済産業省, 2014b, p.27）と述べ、企業価値の意味については異なる見解がありうることに言及している。具体的には株主価値・経済価値を中心として、株式時価総額や将来キャッシュフローの割引現在価値に焦点を当てる企業価値の考え方と、企業価値を広く捉える見方として、株主、顧客、従業員、取引先、社会コミュニティに対する価値の総和を企業価値として捉える見方があることに触れ、それぞれの考え方の相違について、紹介している。

しかし、株主、顧客、従業員、取引先、社会コミュニティに対する価値の総和を企業価値とする考え方については紹介するに留まっており、株主以外のステークホルダーに関しては「株主価値だけを独立で捉えることも適切ではない。顧客価値、従業員価値、取引先価値、社会コミュニティ価値などの価値を創造することが株主価値の創造につながる。ステークホルダー全体の価値を高めることが株主価値の向上につながり、企業価値の長期的向上が成されることを意識すべき」（経済産業省, 2014b, p.29）ことが示され、一見すると株主価値の向上を図ることとステークホルダー全体の価値を高めること両方が重要であると位置づけられているようにも思われる。しかし、ステークホルダー全体の価値については重要性意識すべきと示されているに過ぎず、ステークホルダー全体の価値は株主価値の向上につながるという意味で重要であるという意味で、ステークホルダー全体の価値は株主価値向上の手段として位置づけられている。このように企業価値という概念そのものが株主価値向上という視点に基づいていることがわかる。

そのため、伊藤レポートでは企業価値に持続的という形容詞を付した「持続的な企業価値創造は企業と株主との「協創（協調）」の成果と捉えるべきであり、株主が成長の後押しをする存在であることを経営者や事業責任者が認識することが必要である」（経済産業省, 2014b, p.26）と位置づけられ、持続的な企業価値創造は株主との関係のもとで創造されることが示されている。したがって、伊藤レポートでは持続的な企業価値の考え方として、ステークホルダーの重要性についてたびたび言及し、ステークホルダー価値の向上に関しても重要であると記述されているものの、そうしたステークホルダーの価値を評価する方法については議論がないことから、株主価値を向上させることを意図して持続的な企業価値という言葉を使っていることがわかる。これは、金融危機後、世界的な潮流としてケイレビューや国際統合報告フレームワークで言われているような中長期的な企業価値向上、野田内閣の時の非財務情報を重視してきた持続的な企業価値に関する議論、内閣府における多様なステークホルダーを重視する議論とは、伊藤レポートでは内容が大きく異なる形で持続的な企業価値が根拠づけられている。

そのため伊藤レポートでは「株主は当然のことながら、資本コストを上回る収益性を期待する。収益性を表す指標は多様であるが、株主は本源的に自らに帰属する資本が、いかに効率的に事業活動で活用され、どれだけの成果を上げているかに強い関心

をもつ。そうした関心を表す、グローバルに通用する有力な指標が ROE（自己資本利益率）なのである」（経済産業省, 2014b, p.5）として ROE がテクノロジーとして設定されている。さらに ROE はバブル崩壊後に経済成長のプログラムと結びついていたテクノロジーであるが、伊藤レポートでは株主だけでなくステークホルダーに関する言及も見られるように、単なる株主価値の向上ではなく、ステークホルダーへの価値向上も重要であるという立てつけになっている。しかし、野田内閣の際に経済産業省で用いられてきた持続的な企業価値という表現をレトリカルに用いることによって、サステナビリティのプログラムにも資するかのような外観も有している。さらに、伊藤レポートでは持続的な企業価値だけでなく、中長期的という表現を用いている箇所も散見される。例えば伊藤レポートの提言・推奨の企業と株主の「協創」による持続的価値創造の説明には「持続的成長とは、中長期的に企業価値を高めることである。それは、中長期的に資本コストを上回るパフォーマンスをあげることによって実現され、投資家はそうした価値創造に期待して長期投資を行う」（経済産業省, 2014b, p.12）。このように、伊藤レポートでは持続的という表現や中長期的という言葉が厳密に使い分けられることなく、レトリカルに株主もステークホルダーも重要であるといったように表現を駆使することでサステナビリティのプログラムと経済成長のプログラムの両方に資するようにも解釈できる概念となっており、そうしたものを評価するテクノロジーとして ROE が関連づけられている。

また ROE がテクノロジーとして選ばれる背景には、第二次安倍内閣の掲げる日本経済の持続的成長と密接な関係がある。失われた 20 年と呼ばれるバブル崩壊以降の日本の長きに渡る経済の低迷から脱却することを最も重視し、第二次安倍内閣は誕生した。そこで第二次安倍内閣の経済政策として強力に推進したのが、アベノミクスである。株価はそうした経済政策の成否の判断基準の 1 つであり、第二次安倍内閣は経済政策アベノミクスの成功を示すために株価を重視し、株価依存型内閣とさえ、揶揄されることもあるほどである。したがって、株価の動向は安倍政権の維持とも直結している。第二次安倍内閣にとって ROE が重要な指標であることが 2014 年の成長戦略の指針である日本再興戦略改訂 2014—未来への挑戦—には ROE ついて、次のように言及されていることから窺い知ることができる。

「日本企業の「稼ぐ力」、すなわち中長期的な収益性・生産性を高め、その果

実を広く国民（家計）に均てんさせるには何が必要か。まずは、コーポレートガバナンスの強化により、経営者のマインドを変革し、グローバル水準の ROE の達成等を一つの目安に、グローバル競争に打ち勝つ攻めの経営判断を後押しする仕組みを強化していくことが重要である」（首相官邸, 2014, p.4, 強調は筆者）。

この株価と ROE の関係について伊藤レポートでも次のように言及されている。「日本における短期志向の理由としては、長期にわたって株価上昇期待が薄い状態が続いた中、短期の投資機会を追求することが経済合理性に合致していた面が強い。長期投資を促すには、長期的に企業の収益が高まり、株価上昇への期待が高まることが重要である」（経済産業省, 2014b, p.15）。そうした短期主義を克服する方法として「企業価値を生み出すための大原則は、中期的に資本コストを上回る ROE を上げ続けることである。なぜなら、それが企業価値の持続的成長につながる」（経済産業省, 2014b, p.6）と示されているように、ROE がテクノロジーとして選ばれる背景には株価への影響を考慮して設定されている。したがって、ROE は株価との連動性が高い指標であるため、伊藤レポートで ROE8%目標が掲げられた背景には、第二次安倍内閣の経済政策の成功を世に知らしめる株価浮揚という政治的なツールとしての役割を担っている。数値目標の 8% の設定根拠は伊藤レポートでは次のように示されている。

「グローバルな機関投資家が日本企業に期待する資本コストの平均が 7% 超との調査結果が示された。これによれば、ROE が 8% を超える水準で約 9 割のグローバル投資家が想定する資本コストを上回る」（経済産業省, 2014b, p.13)

上記引用文の調査結果とは柳(2013)で実施された UBS 証券のコア顧客で日本株投資トップ 200 社を対象に実施した調査で、国内機関投資家 57 社、海外機関投資家 58 社、合計 115 社から回答されたアンケート調査のことである。この柳(2013)のアンケート調査で国内機関投資家が期待する資本コストの平均は 6.3%、海外機関投資家が期待する資本コストの平均は 7.2% であることが示されている。国内の投資家の期待する資本コストである 6.3% ではなく、求める水準が高い海外機関投資家の期待する資本コスト

が反映され7.2%が根拠とされている。しかし、伊藤レポートでは求める水準が高い海外機関投資家の期待する資本コストのみが考慮されている理由等については示されていない。さらに7.2%の結果が出たにもかかわらず、8%<sup>31</sup>に設定した理由に関して伊藤邦雄氏は次のように述べている。

「七・三%以上の ROE があれば、海外の機関投資家は日本企業に投資をすることになります。・・・そういうメッセージでもよかったのですが、半端な数字もインパクトに欠けると記憶に残りにくいので、整数「八」を採用し、八%の ROE というメッセージにすることにしましたのです」(伊藤, 2016a, p.30)。

このように伊藤レポートでは単に日本企業に ROE を向上させるというメッセージだけでなく、より踏み込んで8%という具体的な数値目標まで提示した。もし、伊藤レポートで数値目標は示されず、単に ROE を向上させるべきという提案に留まっていたら、日本企業に限定的な影響しか与えなかったであろう。ROE8%という数値目標にまで踏み込んでテクノロジーとして示されることによって、よりプログラムの内容を具体的に規定する役割を果たしたものと考えられる。

以上で示してきたように、コーポレートガバナンス改革をそれほど重視しなかった野田内閣とは一転して、第二次安倍内閣誕生後、コーポレートガバナンス改革が日本経済の持続的成長の手段として位置づけられ、アベノミクス第三の矢の安倍内閣の強

---

<sup>31</sup> 柳氏の調査に加えて、8%に設定する際に、企業年金連合会のコーポレートガバナンスの次のようなガイドラインが参考の1つとされている。「企業年金連合会がかつて「3年連続 ROE8%を下回る企業に対し、その後の事業計画や資本政策について説明を求める」方針を示したことに触れ、資本コストも意識した ROE の水準として日本では8%が目安になるのではないかとの指摘もあった」(経済産業省, 2014b, pp.40-41)。伊藤レポート公表後、伊藤邦雄氏はインタビューで、7.3%では中途半端になるためメッセージ性を重視して8%に設定したという根拠以外に、日本企業の PBR が1となる水準が ROE8%であることを挙げている(伊藤, 2016a)。しかし、PBR が1となる水準が ROE8%であるという根拠は、伊藤レポートには示されておらず、あくまで伊藤レポート公表後の調査に基づく根拠である。さらに伊藤邦雄氏はこのエビデンスを ROE8%を根拠づける、強力なエビデンスであると主張しているが、伊藤(2017)の図6において「ROE と PBR は 2013 年 3 月決算期で、連結ベースの自己資本 1 兆円以上の会社を対象に算出」(伊藤, 2017, p.15)と記載されているだけで、分析の詳細については記載されていない。

い意向のもと、重要政策としてコーポレートガバナンス改革が掲げられた。内閣府での専門調査会では、企業の総体的価値という表現を用いて持続的成長がサステナビリティのプログラムに基づいて検討が進められた。しかし、アベノミクスの第三の矢として日本経済の持続的成長を達成するための重要政策としてコーポレートガバナンス改革が位置づけられ、伊藤レポート作成が開始されると、サステナビリティのプログラムと経済成長のプログラムが重なり合い、経済政策の成否の判断基準の1つである株価を高めるという政策的な役割を担いながら、そうした政策的な役割に資するROE8%が選ばれテクノロジーとして関連づけられた。

本節では伊藤レポートを中心に検討し、2つのプログラムとROE8%のテクノロジーの関係性を見てきた。しかし、伊藤レポートのみを検討するだけでは、単に経済産業省が持続的価値向上の目標としてROE8%を達成する必要があると主張するに至るプロセスを明らかにしたに過ぎない。伊藤レポートは第二次安倍内閣のコーポレートガバナンス改革の3つの柱の1つであり、3つの柱すべてのタイトルないしは副題に持続的成長という文言が含まれていることから、2014年に公表の機関投資家を対象とするスチュワードシップコード、2015年に公表の上場企業を対象とするコーポレートガバナンスコードという2つのコードの関係の中で伊藤レポートを理解する必要がある。スチュワードシップコードは機関投資家に、コーポレートガバナンスコードは上場企業にコンプライアンスアエクスプレインで対応することが求められ、遵守しない理由を説明すれば、必ずしも遵守する必要はないので、強制力を持たないソフトローである。この2つのコードでも伊藤レポートと同様に企業の持続的成長を促すことを機関投資家や上場企業に求めている。

#### 4. 2つのコードと伊藤レポートの連動性

スチュワードシップ・コードの作成はアベノミクスの成長戦略の2013年度の指針である「日本再興戦略—JAPAN is BACK」に「機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則（日本版スチュワードシップコード）について、取りまとめる」（首相官邸, 2013, p.12）と記載されている。スチュワードシップ・コードは単に成長戦略の中で作成されているだけでなく、スチュワードシップ・コードの経緯及び背景に「日本経済再生本部において、本部長である内閣総理大臣より、「内閣府特命担当大臣（金融）は、関係大臣と連携し、企業の持続的な成

長を促す観点から、幅広い範囲の機関投資家が適切に受託者責任を果たすための原則あり方について検討すること。」との指示がなされた」(金融庁, 2014, p.1)と記載があるため、内閣総理大臣の強い意向によって企業の持続的成長を促す観点から作成され、イギリスのステュワードシップコードを参照しながら金融庁で作成されたソフトローである。

ステュワードシップコードの作成を行った日本版ステュワードシップコードに関する有識者検討会は金融庁で当時東京大学大学院法学研究科教授の神作裕之氏を座長として2013年8月から2014年2月まで6回開催された。ステュワードシップコードは伊藤レポートの公表前の2014年2月に公表され、投資先の持続的成長を促し、中長期的な投資を図るために7つの原則から構成されている。ステュワードシップ・コードでは伊藤レポートで用いられている持続的な企業価値という言葉ではなく、全文に渡って中長期的視点から企業価値を高めるという表現が用いられ、作成されている。ステュワードシップ・コードではそうした中長期的視点から企業価値を高めるということが何を意味するかについては、あくまでステュワードシップ・コードは原則を示したものであるから直接的に示されているわけではないものの、ステュワードシップ・コードでは中心概念として「ステュワードシップ責任」という言葉を用いて、次のように示されている。

「「ステュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」(最終受益者を含む。以下同じ。)の中長期的な投資リターン拡大を図る責任を意味する」(金融庁, 2014, p.1)。

特に目的を持った対話に関して原則4-1において「中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話」(金融庁, 2014, p.10)であることが示され、目的を持った対話の中身に資本効率を高めること示されている<sup>32</sup>。しかし、ステュワードシップコードには中長期視点の内容、企業価値

---

<sup>32</sup> この資本効率という文言が入ったことに関して、ステュワードシップ・コード作成を

の意味、資本効率の目標など具体的なことについては記されていない。

コーポレートガバナンスコードは2014年の成長戦略の指針である「日本再興戦略改訂2014-未来への挑戦」の緊急構造改革プログラム<sup>33</sup>の中で次のようにコーポレートガバナンスコードの策定が提案されている。「上場企業のコーポレートガバナンス上の諸原則を記載した「コーポレートガバナンス・コード」を策定する。コードの策定に当たっては、東京証券取引所のコーポレートガバナンスに関する既存のルール・ガイダンス等や「OECDコーポレートガバナンス原則」を踏まえ、我が国企業の実情等にも沿い、国際的にも評価が得られるものとする」（首相官邸, 2014, pp.30-31）として日本のコーポレートガバナンス策定にあたって、2004年のOECDコーポレートガバナンス原則がベースとなっている。

また金融庁でのコーポレートガバナンスコード策定に関する有識者会議は当時慶應義塾大学経済学部教授の池尾和人氏を座長として東京証券取引所と金融庁が共同で実施され、2014年8月から2015年3月まで9回開催された。金融庁での立ち上げ経緯の説明には生産性向上によって企業収益を拡大し、資本コストを意識してコーポレートガバナンスを強化し、持続的な企業価値向上に務めることが記載されている。コーポレートガバナンスコードの策定が緊急構造改革プログラムであることや、コーポレートガバナンスコードの策定の経緯として収益性や資本コストを意識されることを目的として策定されていることから、経済成長のプログラムも含まれコーポレートガバナンスコードの策定が検討されていることがわかる。

伊藤レポート公表の翌年の2015年6月に金融庁でコーポレートガバナンスコード策定に関する有識者会議で検討され、東京証券取引所が公表した。コーポレートガバナンス・コードは上場企業に対して、コンプライ・オア・エクスプレイン型でコーポレートガバナンスの指針が示され、実施しない場合には投資家に対して理由を説明する

---

行った日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会の委員であった議決権行使助言会社のISSエグゼクティブ・ディレクターの石田猛行氏が第3回目の会合で海外投資家から見た場合の日本企業の問題としてROEのような資本効率性が低いという問題に取り組んでいること海外へ示すべきであるという意見を出しており、おそらくこの意見が反映されたものと思われる。

<sup>33</sup> この緊急構造改革プログラムはミラー＝ローズの分析視角のプログラムの概念ではなく、コーポレートガバナンスコード策定に関する有識者会議で用いられている表現である。

ことが義務づけられている。「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」として副題に中長期的な企業価値向上が明示され、ステewardシップ・コードと同様に持続的な企業価値ではなく、中長期的な企業価値向上という表現を用いて作成されている。

コーポレートガバナンス・コードにおける中長期的な企業価値向上の位置づけを見ると、基本原則 1 の株主の権利・平等性の確保の考え方においては「上場企業には、株主を含む多様なステークホルダーが存在しており、こうしたステークホルダーとの適切な協働を欠いては、その持続的な成長を実現することは困難である。その際、資本提供者は重要な要であり、株主はコーポレート・ガバナンスの規律における主要な起点でもある」（東京証券取引所, 2015, p.5）が示されている。また基本原則 2 では「上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に務めるべきである」（東京証券取引所, 2015, p.9）として、基本原則 2 では認識すべきという限定的な記述ではあるものの、基本原則 1 に示されているようにコーポレートガバナンス・コードでは様々なステークホルダーとの協働が中長期的な企業価値向上において必要であることが示されている。これは、第二次安倍内閣での日本のコーポレートガバナンス改革の模範となった 2004 年の OECD コーポレートガバナンス原則と比較すると具体的なステークホルダーとして、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会が挙げられ、原則の中身を見ると社会・環境問題、女性の活躍推進などの記載がある点で相違があり、OECD のコーポレートガバナンス原則は 2004 年時点のものであるため、より近年の状況を踏まえてステークホルダーやサステナビリティについてより詳しい内容の構成となっている。

またコーポレートガバナンス・コードでは基本原則 4 で取締役会等の責務として「上場会社の取締役会は、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図る」（東京証券取引所, 2015, p.4）が求められ、他にも原則 5 の株主との対話、原則 4-7 では独立社外取締役の役割・責務等の項目に中長期的な企業価値の向上を促すことが求められている。しかし、先に引用した基本原則 4 と原則 5-2 で「経営戦略や経営計画の策定・公表に

当たっては、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである」（東京証券取引所，2015，p.23，強調は筆者）ことが示され、指標等を明示して具体的にどのような目標かは示されていないものの、コーポレートガバナンスに関する有識者会の設置の経緯にも記載されている「日本再興戦略改訂 2014-未来への挑戦」の生産性、収益性を高めるという文言が反映されている。これは、コーポレートガバナンス・コードの前年に公表された伊藤レポートの ROE8%目標を意識した表現になっていると考えられる。

日本のコーポレートガバナンス・コードは OECD のコーポレートガバナンス原則と比較するとステークホルダーやサステナビリティについてより詳しい内容になっており、より明確に中長期的な企業価値向上を促すことが求められているが、OECD のコーポレートガバナンス原則にはない、成長戦略で示されている内容が反映され、伊藤レポートと ROE8%を連動するような形で取締役会の責務では収益力・資本効率等の改善を図ることや経営戦略や経営計画の策定・公表にあたって、収益力・資本効率等の目標を掲げることが求められている。

以上のことから、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードは第二次安倍内閣の成長戦略の持続的成長を促すという強い政策的なイニシアティブのもと中長期的な企業価値の向上や資本効率の向上が謳われていることがわかった。2つのコードはあくまでソフトローに過ぎず、強制力を持たないものであるが、2つのコードはあくまで原則を示しているので、2つのコードで言及されている中長期的な企業価値の向上や資本効率を高めるべきだという際に参照される指標が ROE8%のことであることが2つのコードにおいて示されているわけではない。しかし、伊藤レポートでは持続的企業価値ないし、中長期的な企業価値向上という両方の表現を用いて作成され、ROE がそれらの価値向上に繋がることが示されている。そのことによって伊藤レポートの ROE8%という目標が、中長期的な企業価値という表現を用いているスチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードと連動するような関係性になっている。つまり、伊藤レポートで示された ROE8%目標は機関投資家にはスチュワードシップコードを通じて、上場企業にはコーポレートガバナンスコードを通じて、中長期的な企業価値向上の内容を積極的に規定する役割を果たしたと考えられ

る。

このことによって、ROE8%の達成が法的に義務づけられていないにも関わらず、政府が直接的に影響を及ぼさずとも、企業が自己規制的に ROE を向上させ、企業が ROE を向上させることによって、よりマクロな持続的成長に資するテクノロジーとして関連づけられたことが明らかになった。つまり曖昧なサステナビリティのプログラムと経済成長のプログラムが重なり合う持続的成長を達成するテクノロジーとして ROE8%が設定されることによってサステナビリティのプログラムであるかのような外観を有しながら、実質的には経済成長のプログラムを操作可能にするテクノロジーとして関連づけられ、コーポレートガバナンス改革が実行された。

## 5. コーポレートガバナンス改革と ROE8%目標の影響

伊藤レポート公表後、ROE 向上を促す制度が様々に整備された。例えば、2014 年の 1 月には東京証券取引所が ROE を盛り込んだ JPX 日経インデックス 400 を作成し、世界最大の年金の運用機関である年金積立金運用独立行政法人(GPIF)と日本銀行が投資の際のベンチマークの 1 つに選定した。また 2014 年の 11 月に議決権行使助言会社 (ISS)が過去 5 年間の平均の ROE が 5%を下回る場合で、改善の傾向が見られない場合は会社のトップの選任に反対を推奨し、企業に ROE 重視を促すような「ROE 包囲網」(手島, 2015) が敷かれることとなった。

伊藤レポートでテクノロジーとして ROE8%目標が示されてから、日本企業が ROE を重視するようになり、実際に ROE が向上したことが複数の調査によって示されている。例えば、首相官邸(2015)では「投資家の目を意識した経営が幅広く浸透し、2 年前には 4 社に 1 社であった ROE が 10%を超える上場企業は 3 社に 1 社を占めるようになった」(首相官邸, 2015, p.4)。また西山(2017)も 1997 年度から 2016 年度までの 20 年間の TOPIX500 の企業の ROE の推移を分析した結果、「2014 年 8 月公表の伊藤レポートで「8%を上回る ROE を最低ラインとし、より高い水準を目指すべき」との提言がなされて ROE に対する関心が集まったこともあり、2016 年度は 9.2%まで上昇した。また、過去 20 年の ROE の平均は 6.5%、10 年平均が 6.7%、そして 5 年平均が 8.2%となっており、近年我が国の ROE 水準が上昇したことがうかがわれる」(西山, 2017, p.3) とし、複数の調査で日本企業の ROE がコーポレートガバナンス改革後、向上していることが指摘されている。

一方で、ROE の数値自体は向上したものの ROE 向上の実態を分析すると、伊藤レポートで主張されている収益力向上を通じた ROE の向上に結びついていないことが指摘されている。例えば 2018 年に一般財団法人アジア太平洋研究所は経営学者の加護野忠男氏をリーダーとして「目指すべき企業経営のあり方研究報告書～世界の潮流を牽引する企業統治のあり方～」を公表し「日本企業の ROE は 2016 年度には 8% 近くまで向上している。・・・売上高の増加に比べて、経常利益の増加が著しく、本来の稼ぐ力という意味で、売上を伸ばして利益も稼ぐという傾向は見られない。・・・表面上の財務指標の改善はあるが、売上を伸ばし、利益も増やすという稼ぐ力は低迷しているといえる」(アジア太平洋研究所, 2018, p.12)。また伊丹(2019)でも「ROE の回復はみごとで、17 年には 8.4% となる。経産省のレポートの ROE8% という目標を、収益力の回復でみごとに達成したのである。ただ、・・・東証一部企業の ROE は 17 年には 10% を超えている。法人企業全体と上場企業全体の数字のちがいの 1 つの理由は、実は自己資本比率そのものの動きにある。・・・自己資本を減らせば同じ利益水準でも ROE は大きくできると書いたが、まさにそうした行動を上場企業はとったのである」(伊丹, 2019, p.205) として、上場企業は ROE を高めるために自己資本を減らす行動をとったことが指摘されている。実務家団体の経済同友会も「近年、日本企業の資本効率に対する意識は高まってきているが、収益力の強化を通じた、中長期的な ROE 向上への取り組みは、顕著に進んでいるとは言い難い」(経済同友会, 2017, p.4) と述べている。上記の ROE 向上の実態の分析や実務家団体の見解ではコーポレートガバナンス改革によって日本企業は財政政策を駆使するようになったが、収益力の強化にはつながっていないこと指摘されている。

またリキャップ CB と呼ばれる転換社債型新株予約権付社債 (Convertible Bond) の発行によって、資金調達と自己株式の取得を同時に行い、負債を増やして、資本を減らすことで、ROE を向上させるために財政政策を駆使することによって、意図的に ROE を向上させる動きが現れたことが指摘されている。リキャップ CB は少なくとも中長期的に企業価値向上を高めるための手段ではなく、現在の株主価値を高めることには寄与するが、将来的には逆に株主価値を損なう可能性のある手段である。リキャップ CB を日本企業が用いたことについて手島(2015)では伊藤レポートが公表された 2014 年度にリキャップ CB が増加したことを指摘し、ヤマダ電機や東レ、日本ハムなどの企業が実際にリキャップ CB を用いて ROE を向上させたことが指摘されている。

東京証券取引所も同様にこうしたリキャップ CB の事例の増加について「資本政策に関する株主・投資家との対話のために～リキャップ CB を題材として～」を公表し、伊藤レポートが公表された「2014 年以降、我が国の上場会社による実施例が増加しました。・・・これまでに行われたリキャップ CB の事例においても、ROE 等の資本生産性の向上をその目的として掲げた事例がみられました」（東京証券取引所, 2017, p.2）として ROE 等の資本生産性の向上を目的とした資本政策に関して警鐘を鳴らすなど、伊藤レポートが公表された 2014 年以降に ROE 向上を目的としたリキャップ CB が増加したことが示されている。また日本経済新聞 2016 年 10 月 19 日の朝刊の記事によれば、企業統治強化の影響を受けて、上場企業による自社株買いの実施が過去最高の 4 兆 3500 億円を記録し、資本圧縮を通じて経営効率を向上させる動きが強まっていることが指摘されている。このように ROE8%は、経済成長のプログラムを操作可能にするテクノロジーとして機能し、日本企業に株主重視を促し、短期主義的な行動も助長した。

さらに、伊藤レポートの座長を務めた伊藤邦雄氏自身も、2014 年の伊藤レポートの公表から 4 年後の 2018 年に ROE が企業の短期主義的な行動を促す可能性について次のように述べている。

「2014 年に発表した伊藤レポートは ROE 向上をうたいましたが、ROE も決して万能ではありません。短期主義に陥りやすい、会計的な利益調整を誘導しやすいといった潜在的な毒を持っています」（伊藤, 2018a, p.39）。

以上で示してきたように、第二次安倍内閣発足後、日本経済を持続的に成長させるアベノミクスの成長戦略の重要政策としてスチュワードシップ・コード、伊藤レポート、コーポレートガバナンス・コードの 3 つの柱からなるコーポレートガバナンス改革が実施され、成長戦略の具体的な指針にも ROE という言葉が使われ、ROE を重視するように促すような制度が制度化された。2 つのコードと伊藤レポートで示された ROE8%というテクノロジーが ROE を重視するような制度と連動するように機能し、日本企業は ROE を重視し、収益力の向上を通じてではないものの、ROE を向上させ、まるでトロイアの木馬のように持続的な企業価値向上という外観を有しながら、経済成長のプログラムを実行するための手段として機能し、株主還元を図る企業が増え、リキャップ CB のような財政政策を通じて、短期主義的な思考に基づいて ROE を向上

させる企業も現れ、短期主義的な行動も助長した。

本章では第二次安倍内閣後の日本経済の持続的成長を目的とするアベノミクスの成長戦略の重要政策であるコーポレートガバナンス改革を伊藤レポートを中心にプログラムとテクノロジーの関係から分析してきた。第二次安倍内閣のコーポレートガバナンス改革を分析すると、コーポレートガバナンス改革は金融危機の反省に基づくサステナビリティのプログラムと、バブル崩壊後自民党政権で推進されてきた経済成長のプログラムに基づいていることが判明した。サステナビリティのプログラムは曖昧な性質を有していること、アベノミクスの政策的な影響が反映されたことによって、サステナビリティのプログラムと経済成長のプログラムはコンフリクトを起こすのではなく、サステナビリティのプログラムに経済成長のプログラムが重なるという現象が観察された。このようなプログラムに ROE8%とスチュワードシップコード、コーポレートガバナンスコードとテクノロジーとして連動することによって、外形的にはサステナビリティのプログラムであるように見えながらも、実質的には経済成長のプログラムを動かすテクノロジーとして機能した。日本企業自らが ROE を高めるように自己規制的に作用し、第二次安倍内閣の株価浮揚という第二次安倍内閣の政策的な目標に資する政治的なツールとしての役割を担った。その結果、ROE 向上を促すような制度が創り出され、実際に日本企業の ROE は向上したものの、持続的な企業価値とは逆の短期主義的な行動も助長した。

## 6章 複数のプログラムとテクノロジーの関係に関する考察

### 1. プログラムとテクノロジーの分析視角からみた日本のコーポレートガバナンス改革

本論文では、バブル崩壊後のコーポレートガバナンス改革から、第二次安倍内閣のコーポレートガバナンス改革までミラー=ローズのプログラムとテクノロジーの分析視角を用いて分析してきた。バブル崩壊前はコーポレートガバナンスという言葉がそれほど一般的に用いられることはなかったが、バブル崩壊後、日本型のコーポレートガバナンスのあり方が問題化され、アメリカからの強いプレッシャーの影響下で自民党政権が経済成長のプログラムに基づいてアメリカ型のコーポレートガバナンスを規範とする改革を実施してきた。そのような状況のもとで ROE や EVA のような株主を重視するようなテクノロジーが経済成長のプログラムを操作可能にするテクノロジーとして関連づけられ、日本企業のコーポレートガバナンスに大きな影響を与えた。

2008年に金融危機が起こると、株主中心主義や短期主義といったアメリカ型のコーポレートガバナンスの仕組みに起因する様々な事柄が問題化され、中長期的な企業経営や投資を促すサステナビリティのプログラムに基づいて世界的にコーポレートガバナンス改革や、中長期的な企業価値の向上を目指す取り組みが急速に拡大した。そのような世界的な潮流のもとで、日本でも野田内閣の際に持続的な企業価値向上が問題化され、ROEに代表される資本効率を高めるべきという経済成長のプログラムと、中長期的な視点で企業経営や投資を促すためのサステナビリティの2つのプログラムに基づいて日本でも検討が開始された。

第二次安倍内閣誕生後、内閣府ではサステナビリティのプログラムに基づいてコーポレートガバナンス改革の大まかな方向性が示されたが、日本経済の持続的成長を掲げるアベノミクスの成長戦略として実施されたコーポレートガバナンス改革ではバブル崩壊後の自民党政権のもとでアメリカ型のコーポレートガバナンスを規範とする改革が経済成長のプログラムと 2008年の金融危機をきっかけに中長期的な視点から企業経営や投資を促すサステナビリティのプログラムという2つのプログラムが発見され、さらにサステナビリティのプログラムに経済成長のプログラムが内包される様子が観察された。2つのプログラムがあることによって、金融危機後のサステナビリティのプログラムの正当性に便乗して、金融危機で正当性が失われたアメリカ型のコー

ポレートガバナンスを規範とする経済成長のプログラムが入り込むことで、2つのプログラムとROE 8%が2つのコードと連動するように位置づけられテクノロジーとして機能し、トロイアの木馬のように外形的にはサステナビリティのプログラムに基づいているような外観を有しながら、実際には経済成長のプログラムが動かすテクノロジーとして機能する様子が観察された。

上述した本論文の分析で観察された現象についてプログラムとテクノロジーの観点から考察する。まずミラー=ローズの分析視角では複数のプログラムが併存しうることについてそれほど言及していないが、複数のプログラム同士の関係性についてプログラムは異種混交(heterogenous)で競争的(rival)であり、プログラムで示される解決策は他のプログラムにとっては問題となる傾向があることが指摘されている(Rose and Miller, 1992, p.190)。

この現象は第5章の第二次安倍内閣発足後の内閣府の市場経済に関する専門調査会での持続的成長のあり方の提言においても観察されている<sup>34</sup>。内閣府で具体的にプログラムとして持続的成長を達成する市場経済システムを検討する際に、コーポレートガバナンスのあり方や企業価値のあり方についてサステナビリティのプログラムの多様なステークホルダーを重視する理論的な立場に基づいて、ステークホルダー全体の厚生を増進を図ることを目的とするコーポレートガバナンスや、非財務情報を含む企業の総体的価値について提言がなされた。一方で、英米型のコーポレート・ガバナンスを批判する委員の影響もあり、経済成長のプログラムであるROEの向上に代表される財務的な情報に基づく企業価値のあり方についてはむしろ短期主義を招来するものとして位置づけられ、否定的な見解が示された。これは、ミラー=ローズが指摘するように、あるプログラムに対する解決策は他のプログラムにとって問題となるというサステナビリティのプログラムと経済成長のプログラムの競争的な関係が示されている。しかし、内閣府での議論は規範的な議論にとどまり、提言されたコーポレートガバナンスのあり方や企業価値評価の手段といったテクノロジーは関係する省庁で具体的に検討されることとなった。

---

<sup>34</sup> 野田内閣の総合調査研究における持続的な企業価値向上に関する議論には経済成長のプログラムとサステナビリティのプログラムの問題意識も含まれていたが、あくまで検討段階に過ぎないものだった。

内閣府での議論を受けて第二次安倍内閣の日本経済の持続的成長を目的とするアベノミクス第三の矢の成長戦略においてコーポレートガバナンス改革が重要政策として示され、関係各省で検討されるスチュワードシップ・コード、伊藤レポート、コーポレートガバナンス・コードの3つの柱からなるコーポレートガバナンス改革が実施された。このコーポレートガバナンス改革では内閣府でのサステナビリティのプログラムに基づく議論とは一転して、第二次安倍内閣の政策的な影響を受けて持続的成長というサステナビリティのプログラムと経済成長のプログラムの2つの要素を重なりうる経済政策のために、サステナビリティのプログラムに経済成長のプログラムが重なるという現象が観察された。複数のプログラムが存在する場合に一方のプログラムが他方のプログラムが重なるという現象が生じたのはサステナビリティのプログラムが曖昧であったからである。

この本論文で示された現象について、ミラー＝ローズのプログラムの見解に基づけば複数のプログラムは相互に排他的であることが示されているため、プログラムとテクノロジーの分析視角では他のプログラムが重なるということは生じ得ないようにも思われる。しかし、ミラー＝ローズの分析視角では複数のプログラムの存在については先に示したようにごくごく一部で言及されているにとどまっており、あるプログラムで示される解決策は他のプログラムにとっては問題となる傾向があるとのみ言及されているだけで、それほど深くは考察されていない。先行研究においても新自由主義に基づく、ニューパブリックマネジメント、監査などのプログラムを操作可能にするテクノロジーに関する研究に見られるように1つのプログラムとテクノロジーの関係に関する分析が中心で、Ahrens et al.(2020)でイギリス政府のプログラムとニューキャッスル市のプログラムの複数のプログラムの競争関係が示されている。さらにROEはバブル崩壊後の経済成長のプログラムと関連づけられていたテクノロジーであり、第二次安倍内閣ではROE8%目標には数値目標が入ってはいないものの、バブル崩壊後の経済成長のプログラムと関連づけられていたテクノロジーであり、第二次安倍内閣でのコーポレートガバナンス改革はコーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードという一連の改革として実施されているという意味で違いはあるものの、他の専門知識と組合わさりハイブリッド化しているという現象は観察されていない。

そこで本論文で観察された複数のプログラムが存在した場合にプログラムが他のプ

プログラムが重なるという現象が生じた要因について、政治と専門知識とプログラムの曖昧性の2つの観点から考察をする。

## 2. 政治と専門知識の関係性

第二次安倍内閣のコーポレートガバナンス改革で経済成長のプログラムが議論される背景には政治と専門知識の関係性がある。ミラー＝ローズの統治性論においてもこの政治と専門知識は統治性を考察する上で非常に重要な位置づけになっており、プログラムとテクノロジーの変容を考察する際に起点となる要素である (Miller and Rose, 1990; Rose and Miller, 1992)。さらに会計の統治性に関する先行研究でも新自由主義に基づくプログラムとテクノロジーの関係性に関する研究が多く占めているのも、政治と専門知識が統治性の分析において中心的なテーマであり、テクノロジーの変化を扱うハイブリッドに関する先行研究も他の専門知識とテクノロジーが組み合わせることでテクノロジーが変化する様子が分析されている。

第二次安倍内閣のコーポレートガバナンス改革でサステナビリティのプログラムと経済成長のプログラムが重なるという現象が観察されたのも、この政治と専門知識の関係性が大きく影響している。第二次安倍内閣で経済成長のプログラムが反映されコーポレートガバナンス改革が実施される背景には、バブル崩壊後のコーポレートガバナンス改革の延長に第二次安倍内閣のコーポレートガバナンス改革があるからである。3章で分析したようにバブル崩壊後に自民党政権で経済成長のプログラムの内容としてアメリカ型のコーポレートガバナンスを規範とするコーポレートガバナンス改革が実施される背景には日米構造協議によるアメリカからの政治的プレッシャーがあり、そうした歴史的な経緯があり、当時の自民党政権が掲げた新自由主義に基づく多くの政治改革は日米構造協議の中で、アメリカからの要求事項として日本に提示されたものである。そうしたコンテキストのもとで、伊藤レポートを作成する伊藤邦雄氏を始めとする研究者や実務家が厳しく日本的なコーポレートガバナンスのあり方を批判し、2000年始めにエンロン事件やワールドコム事件を経ても継続してエージェンシー理論に基づく株主利益最大化を目指すコーポレートガバナンスの仕組みを変革するように学説や実務の紹介が行われ、ROEやEVAが優れた企業価値評価の手法として注目を集めるようになった。

2008年に金融危機が発生し、アメリカ型のコーポレートガバナンスに起因する諸

問題が提起され、そうした反省に基づいて世界的に金融システムやコーポレートガバナンス改革、情報開示の仕組みが進められていること、また第二次安倍内閣の政策的な強いイニシアティブのもと実行されたコーポレートガバナンス改革も内閣府ではサステナビリティのプログラムに基づいて持続的成長のあり方について検討されていたにも関わらず、関係各省で具体的に検討された伊藤レポート作成において、伊藤邦雄氏に代表されるようにアメリカ型のコーポレートガバナンスのあり方を提唱してきた専門家が採用されている。このバブル崩壊後の経済成長のプログラムと同様の専門知識にもとづいて、第二次安倍内閣で日本経済の持続的成長が検討されているのはまさに政治と専門知識の関係性によるものである。

特に伊藤レポートにおいてサステナビリティのプログラムと重なるように経済成長のプログラムが議論され、ROE8%というテクノロジーが関連づけられたということがあり、金融危機をきっかけに株主利益の最大化を規範的な主張としてもつ専門知識の正当性が失われつつあり、バブル崩壊後に議論されてきた経済成長のプログラムと同様の主張を行うことが困難となったためであり、サステナビリティのプログラムという正当性を獲得しつつあるプログラムを抛り所とすることで、経済成長のプログラムの規範的要求を覆い隠す役割を果たし、ROE8%というテクノロジーがサステナビリティのプログラムを実行するための手段であるかのように動作したのはこうした理由であろう。ここまで日本のコーポレートガバナンス改革の政治と専門知識の関係性について検討してきたが、サステナビリティのプログラムに経済成長のプログラムが重なるという現象が起こったのはサステナビリティのプログラムが持つ曖昧性に起因している。次にプログラムの曖昧性について検討する。

### 3. プログラムの曖昧性

4章でサステナビリティのプログラムの曖昧性について検討してきたが、サステナビリティのプログラムが曖昧でなかったら、経済成長のプログラムと重なることはなかったであろう。バブル崩壊後日本で推進されてきた経済成長のプログラムは株主利益最大化を規範的要求として持つものであり、サステナビリティのプログラムはステークホルダーを重視する規範的要求を持っている。こうした経済成長のプログラムとサステナビリティのプログラムの関係は、しばしばエージェンシー理論とステークホルダー論でコーポレートガバナンスのあり方を支える理論的根拠として対立するもの

として議論される関係にある。もし、サステナビリティのプログラムが曖昧な性質を持たなかったならば、ミラー＝ローズが指摘するようにサステナビリティのプログラムで示される規範的要求と経済成長のプログラムで示される規範的要求し、あるプログラムで示された解決策は他のプログラムにとっては問題となるということが発生し、サステナビリティのプログラムに経済成長のプログラムが重なる余地はなかったであろう。

しかし、本論文ではコーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードでは中長期的な企業価値という言葉を用いて、上場企業、機関投資家に持続的成長を図ることが示され、さらに伊藤レポートにおいて持続的企業価値と中長期的な企業価値という2つの表現を用いることによって、2つのプログラムが重なるように持続的成長が議論されている。そうした価値を評価するテクノロジーとしてROE8%目標が関連づけられたことによって、コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードで示されている中長期的な企業価値の中身が伊藤レポートで持続的企業価値ないしは中長期的な企業価値の目標として、数値目標まで示したROE8%目標によって規定されたことによって、外形的にはサステナビリティのプログラムを作動させるテクノロジーのような外観を有しながら、本質的には経済成長という別のプログラムを作動させるテクノロジーとして機能したということが観察された。

この曖昧なプログラムについてパワーは監査社会の分析の中で他の領域に監査というプログラムが爆発的に拡張していく原動力として監査のプログラムの曖昧性について議論しているが、本論文のサステナビリティのプログラムと経済成長のプログラムの分析から曖昧なプログラムは他のプログラムと重なることによって、他のプログラムの中に異なるプログラムの規範的要求を覆い隠し、社会に広く共有されてしまうという性質が明らかとなった。

本章ではプログラムとテクノロジーの観点から本論文で観察された複数のプログラムとテクノロジーの関係性について政治と専門知識、プログラムの曖昧性について考察してきた。この複数のプログラムのテクノロジーの分析を通じて明らかとなった複数のプログラムが重なるという現象が起こることによって、外形的にプログラムとして示されている事柄と実際に作動させたいプログラムが異なる可能性が示唆され、そうしたことによって本来の意図が覆い隠されたまま、サステナビリティのプログラムのような新しいプログラムの正当性を利用することができるのであるから、より強力

に価値評価が社会に影響を及ぼしてしまう可能性がある。そのため、プログラムとテクノロジーの関係性から価値評価実践をより注意深く見ることによって、外形的に評価するとされているものと、実際に評価しようとしている事柄を見極めることが必要である。

## 終章

現代社会では様々な価値評価実践があり、現代社会を駆動する枢要な仕組みとして存在している。しかし、そうした価値評価の仕組みのアウトプットとして算出される数値は中立的で客観的なものに思われる。しかし、そうした価値評価実践は中立的で客観的な外観を有しているに過ぎず、価値評価のプロセスを紐解けば、社会、文化、政治など様々な事柄がブラックボックス化してしまい覆い隠され、中身が問われることのないままに現代社会を駆動している。本論文ではこのような問題意識のもとに、ミラー＝ローズのプログラムとテクノロジーの分析視角を用いて、日本のコーポレートガバナンス改革を分析してきた。

1章では価値評価研究の研究アプローチと学際的な会計研究の統治性論を用いられるようになった経緯から、学際的な会計研究の価値評価実践の分析の特徴としてプログラムとテクノロジーの分析視角について考察し、この分析視角には言葉と計算と計算の権力という2つの特徴があることを示し、会計の統治性研究では新自由主義を背景とする経済的な価値評価について研究が蓄積されてきたことを明らかにした。2章では、自民党政権下のもとでバブル崩壊後の日本のコーポレートガバナンス改革の中で、日本型のコーポレートガバナンスのあり方が問題化され、経済成長のプログラムに基づいて日米貿易交渉によるアメリカからのプレッシャーによって、アメリカ型のコーポレートガバナンスを目指すべきとして推進され、そうした経済成長のプログラムを作動させるテクノロジーとしてROEが株主利益の向上や資本効率を高める企業価値評価の方法として位置づけられてきたことを明らかにした。

3章では日本で持続的な企業価値向上が問題化される背景として、サステナビリティのプログラムについて検討し、ケイレビュー、2012年のイギリスのコーポレートガバナンスコード、2013年に公表された国際統合報告フレームワークを中心に、金融危機後に世界的にどのようにサステナビリティのプログラムが展開され、かつサステナビリティのプログラムが曖昧な性質を持つプログラムであることを示した。4章では世界的な中長期的な企業価値向上という潮流のもとで、野田内閣の企業報告研究会で、非財務情報を中心に持続的な企業価値向上について問題化され、第二次安倍内閣誕生後の内閣府での目指すべき市場経済システムに関する専門調査会では、サステナビリティのプログラムに基づいて多様なステークホルダーの視点から非財務情報を

重視する企業の総体的価値に関する議論の変遷を明らかにした。

5章では第二次安倍内閣のアベノミクス第三の矢の成長戦略に位置づけられるコーポレートガバナンス改革を分析した。コーポレートガバナンス改革ではサステナビリティのプログラムが曖昧な性質を有していたために、サステナビリティのプログラムと経済成長のプログラムと重なるという現象が起こった。このことによって、トロイの木馬のようにサステナビリティのプログラムであるかのような外観を有しながら、実質的なプログラムである経済成長のプログラムの要求が隠されてしまい、テクノロジーとしてROE8%目標が設定されてしまったために、株価浮揚という政策的な手段としての役割を担い、自己規制的に日本企業にROEを向上させ短期主義的な行動も招来させたことを明らかにした。6章では本論文で観察されたサステナビリティのプログラムと経済成長のプログラムが重なるという現象について政治と専門知識とプログラムの曖昧性という2つの観点から考察を行った。

伊藤レポートでROE8%目標が設定された後、成長戦略を一層加速させるために開催された構造改革徹底推進会合におけるコーポレートガバナンス改革の議論を経て、日本政府は2017年6月に「未来投資戦略2017—Society 5.0の実現に向けた改革—」を公表した。未来投資戦略2017では、新たに設定する指標として次のようにROAが目標として掲げられた。「大企業(TOPIX500)のROAについて、2025年までに欧米企業に遜色のない水準を目指す」(首相官邸, 2017, p.114)。また同年10月には経済産業省から「持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形資産投資)研究会報告書(伊藤レポート2.0)」が公表され、伊藤邦雄氏は新たにROEとESGを組み合わせてROESGという指標を提唱している(伊藤, 2018b)。加えて専門調査会の会長代理を務めた内閣参与の原丈人氏も自身が提唱する公益資本主義に基づいてROC(Return on Company)という指標を提唱している(原, 2017)。ここでの「Company」は企業ではなく社中という意味で、従業員、株主、顧客、仕入先、地域社会、地球に利益を公正に分配すべきとして、多様なステークホルダー型の企業価値評価を提唱するなど、持続的成長を評価する新たな企業価値評価が提案されている。

また2018年の7月にはイギリスのコーポレートガバナンスコードが改定され、従業員代表の取締役を招聘することが明記され、2019年8月にはJPモルガン、アマゾン、GMなど米国を代表する経営者が参加しているビジネス・ラウンドテーブルで「株主第一主義」を見直し、顧客、従業員、取引先、地域社会に配慮し長期に企業価値を高め

ることが宣言され、2020年1月の世界経済フォーラム(ダボス会議)でもステークホルダー資本主義への転換が主張されるなど、世界的にもステークホルダーを重視する流れが加速している。

このように日本での持続的成長を評価する新たな企業価値評価の提案や、世界的にコーポレートガバナンスのあり方として株主中心主義から脱却し、ステークホルダーを重視するような動向が見受けられるなど、サステナビリティのプログラムは世界的に重要性が一層増しつつある。しかし、そうしたサステナビリティのプログラムは本論文で明らかにされたように曖昧な性質を有しているため、他のプログラムと重なることでそのプログラムの規範的な要求を覆い隠したままその影響力を維持することができるという性質によって、本来別のプログラムであるはずのものが、見せかけのプログラムとして社会に広く共有されてしまい、テクノロジーが関連づけられることで、他のプログラムの規範的な要求が覆い隠され、そうしたことが一般には関知されないままに、より強力に権力を行使する価値評価実践として作動し、あらぬ方向に社会を動かしてしまう危険性がある。

本論文では経済成長のプログラムというバブル崩壊後に推進されてきた新自由主義にもとづくプログラムの規範的な要求が覆い隠される様子が示された。1980年代以降に新自由主義が世界を席卷し、会計の統治性研究では新自由主義に基づくプログラムとそれを操作可能にする会計や監査のテクノロジーの関係性について研究が蓄積され、およそ40年が経過した現在でも大きな影響を及ぼしているが、新自由主義の綻びとして様々な問題点も次々に指摘されている。近年サステナビリティのプログラムが重要性を増しつつあるのもそうした背景とは無縁ではないだろう。

会計の統治性研究で蓄積されてきたように会計は他の専門知識とハイブリッド化することによって新自由主義的な権力を拡張するという性質や、本論文で明らかにされた他のプログラムの正当性を利用して、トロイアの木馬のようにプログラムの規範的要求を覆い隠したままに社会に影響を及ぼしてしまうという性質があるため、今後の研究では新自由主義に基づくプログラムだけでなくプログラムの曖昧性などプログラムの性質や複数のプログラムに着目し、テクノロジーとの関係性をより慎重に考察することが必要となる。

価値評価に関する研究が徐々に蓄積されつつあるとはいえ、まだ価値評価実践についてはそれほど良くわかっていないのが現状である。価値評価という実践が現代社会

において枢要な仕組みであるにも関わらず、どのように実践されているのかよくわからないままに社会や組織に大きな影響をもたらしているという現状は改善される必要がある。本論文で示された他のプログラムの正当性を拠り所として、本来のプログラムの要求を覆い隠し社会に影響をもたらしてしまうという価値評価実践に対する知見は価値評価実践の氷山の一角を明らかにしたに過ぎないが、様々な価値評価のプロセスを辿り、分析を精緻化することによって、価値評価という仕組みについて広く議論を喚起し、価値評価そのものを見直す契機を作り出すこと、そのような契機が作り出されれば、価値評価の仕組みがより開かれたものになるだろう。

## 参考文献

- Ahrens, T., Ferry, L. and Khalifa, R. (2020) "Governmentality and Counter-Conduct: A Field Study of Accounting amidst Concurrent and Competing Rationales and Programmes", *Management Accounting Research*, Vol.48, Article 100686.
- Aoki, M. and Patrick, H. (1995) *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Clarendon Press Oxford(白鳥正喜監訳(1996)『日本のメインバンク・システム』東洋経済新報社).
- Aoki, M., Jackson, G. and Miyajima, H. (2007) *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford University Press.
- Broadbent, J. and Guthrie, J. (1992) "Changes in the Public Sector: A Review of Recent "Alternative" Accounting Research", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.5, No.2, pp.3-31.
- Brown, W. (2015) *Undoing the Demos: Neoliberalism's Stealth Revolution* (中井亜佐子訳(2017)『いかにして民主主義は失われていくのかー新自由主義の見えざる攻撃』みすず書房).
- Burchell, G., Gordon, C. and Miller, P. (1991) *The Foucault Effect: Studies in Governmentality*, University of Chicago Press.
- Burchell, S., Clubb, C. and Hopwood, A. G. (1985) "Accounting in Its Social Context: Towards a History of Value Added in the United Kingdom", *Accounting, Organizations and Society*, Vol.10, No.4, pp.381-413.
- Burchell, S., Clubb, C., Hopwood, A. G., Hughes, J. and Nahapiet, J. (1980) "The Roles of Accounting in Organizations and Society", *Accounting, Organizations and Society*, Vol.5, No.1, pp.5-27.
- Callon, M. (1998) *The Laws of the Market*, Blackwell.
- Callon, M., Millo, Y. and Muniesa, F. (2007) *Market Devices*, Blackwell.
- Chiapello, E. and Baker, C. R. (2011) "The Introduction of French Theory into English Language Accounting Research", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.24, No.2, pp.140-160.
- Cooper, C., Graham, C. and Himick, D. (2016) "Social Impact Bonds: The Securitization of the Homeless", *Accounting, Organizations and Society*, Vol.55,

pp.63-82.

Eccles, R. G. and Krzus, M. P. (2014) *The Integrated Reporting Movement: Meaning, Momentum, Motives, and Materiality*, Wiley.

FRC (2012) *The UK Corporate Governance Code* (金融庁訳(2014)『英国・コーポレート・ガバナンス・コード (仮訳)』) .

Ficher, M. D. and Ferlie, E. (2013) “Resisting Hybridisation between Modes of Clinical Risk Management: Contradiction, Contest, and the Production of Intractable Conflict”, *Accounting, Organizations and Society*, Vol.38, No.1, pp.30-49.

Gendron, Y. and Baker, C. R. (2005) “On Interdisciplinary Movements: The Development of a Network of Support around Foucaultian Perspectives in Accounting Research”, *European Accounting Review*, Vol.14, No.3, pp.525-569.

Gray, R., Adams, C. A. and Owen, D. (2014) *Accountability, Social Responsibility and Sustainability: Accounting for Society and the Environment*, Pearson.

Helgesson, C. F. and Muniesa, F. (2013) “For What It’s Worth: An Introduction to Valuation Studies”, *Valuation Studies*, Vol.1, No.1, pp.1-10.

Himick, D. (2009) “Accounting and Chilean Pension Reform”, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.22, No.3, pp.405-428.

Hines, R. D. (1988) “Financial Accounting: In Communicating Reality, We Construct Reality”, *Accounting, Organizations and Society*, Vol.13, No.3, pp.251-261.

Hopwood, A. G. (1983) “On Trying to Study Accounting in the Contexts in Which it Operates”, *Accounting, Organizations and Society*, Vol.8, No.2/3, pp.287-305.

Hopwood, A. G. (1987) “The Archaeology of Accounting Systems”, *Accounting, Organizations and Society*, Vol.12, No.3, pp.207-234.

Hopwood, A. G. (1992) “Accounting Calculation and the Shifting Sphere of the Economic”, *European Accounting Review*, Vol.1, No.1, pp.125-143.

Hopwood, A. G. and Miller, P. (1994) *Accounting as Social and Institutional Practice*, Cambridge University Press(岡野浩・國部克彦・柴健次訳(2003)『社会・組織を構築する会計—欧州における学際的研究』) .

Humphrey, C. and Miller, P. (2012) “Rethinking Impact and Redefining Responsibility: The Parameters and Coordinates of Accounting and Public Management Reforms”,

- Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.25, No.2, pp.295-327.
- Humphrey, C., Miller, P. and Scapens, R. W. (1993) “Accountability and Accountable Management in the UK Public Sector”, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.6, No.3, pp.7-29.
- IIRC (2013) *The International<IR> Framework* (日本公認会計士協会訳(2014)『国際統合報告フレームワーク』) .
- Kay, J. (2012) *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report*, BIS, London.
- Kjellberg, H. and Mallard, A. (2013) “Valuation Studies? Our Collective Two Cents”, *Valuation Studies*, Vol.1, No.1, pp.11-30.
- Kurunmäki, L. (2004) “A Hybrid Profession — The Acquisition of Management Accounting Expertise by Medical Professionals”, *Accounting, Organizations and Society*, Vol.29, No.3/4, pp.327-347.
- Kurunmäki, L. and Miller, P. (2011) “Regulatory Hybrids: Partnerships, Budgeting and Modernising Government”, *Management Accounting Research*, Vol.22, No.4, pp.220-241.
- Lamont, M. (2012) “Toward a Comparative Sociology of Valuation and Evaluation”, *The Annual Review of Sociology*, Vol.38, pp.201-221.
- Lapsley, I. and Miller, P. (2019) “Transforming the Public Sector: 1998-2018”, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.32, No.8 pp.2211-2252.
- Latour, B. (1988) *Science in Action: How to Follow Scientists and Engineers through Society*, Harvard University Press(川崎勝・高田紀代志訳(1999)『科学が作られているとき—人類学的考察』産業図書).
- Lazonic, W. and Shin, J. (2020) *Predatory Value Extraction: How the Looting of the Business Corporation Became the U.S. Norm and How Sustainable Prosperity Can be Restored*, Oxford University Press.
- Mackenzie, D. (2006) *An Engine, Not a Camera: How Financial Models Shape Markets*, The MIT Press.
- Mckinlay, A. (2017) “Making Governmentality I : An Interview with Peter Miller”, in Mckinlay, A. and Pezet, E. (eds.) *Foucault and Managerial Governmentality:*

- Rethinking the Management of Populations, Organizations and Individuals*, Routledge, pp.197-209.
- Mennicken, A. (2010) “From Inspection to Auditing: Audit and Markets as Linked Ecologies”, *Accounting, Organizations and Society*, Vol.35, No.3, pp.334-359.
- Mennicken, A. (2013) “‘Too Big to Fail and Too Big to Succeed’: Accounting and Privatisation in the Prison Service of England and Wales”, *Financial Accountability & Management*, Vol.29, No.3, pp.206-226.
- Mennicken, A. and Miller, P. (2012) “Accounting, Territorialization and Power”, *Foucault Studies*, No.13, pp.4-24.
- Miller, P. (1986) “Accounting for Progress—National Accounting and Planning in France: A Review Essay”, *Accounting, Organizations and Society*, Vol.11, No.1, pp.83-104.
- Miller, P. (1987) *Domination and Power*, Routledge.
- Miller, P. (1990) “On the Interrelations between Accounting and the State”, *Accounting, Organizations and Society*, Vol.15, No.4, pp.315-338.
- Miller, P. (1991) “Accounting Innovation beyond the Enterprise: Problematizing Investment Decisions and Programming Economic Growth in the U.K. in the 1960s”, *Accounting, Organizations and Society*, Vol.16, No.8, pp.733-762.
- Miller, P. (1994a) “Accounting as Social and Institutional Practice: An Introduction”, pp.1-39, in Hopwood, A. G. and Miller, P. (eds.) *Accounting as Social and Institutional Practice*, Cambridge University Press (岡野浩訳(2003)「社会的・制度的実践としての会計」『社会・組織を構築する会計—欧州における学際的研究』所収, 中央経済社, 1-43頁) .
- Miller, P. (1994b) “Accounting and Objectivity: The Invention of Calculating Selves and Calculable Spaces”, pp.239-264, in Megill, A. (eds.) *Rethinking Objectivity*, Duke University Press.
- Miller, P. (2001) “Governing by Numbers: Why Calculative Practices Matter”, *Social Research*, Vol.68, No.2, pp.379-396.
- Miller, P. and Napier, C. (1993) “Geneologies of Calculation”, *Accounting, Organizations and Society*, Vol.18, No.7-8, pp.631-647.

- Miller, P. and O'Leary, T. (1987) "Accounting and the Construction of the Governable Person", *Accounting, Organizations and Society*, Vol.12, No.3, pp.235-265.
- Miller, P. and O'Leary, T. (1990) "Making Accountancy Practical", *Accounting, Organizations and Society*, Vol.15, No.5, pp.479-498.
- Miller, P. and O'Leary, T. (1993) "Accounting Expertise and the Politics of the Product: Economic Citizenship and Modes of Corporate Governance", *Accounting, Organizations and Society*, Vol.18, No.2-3, pp.187-206.
- Miller, P. and O'Leary, T. (1994) "Accounting, "Economic Citizenship" and the Spatial Reordering of Manufacture", *Accounting, Organizations and Society*, Vol.19, No.1, pp.15-43.
- Miller, P. and O'Leary, T. (2007) "Mediating Instruments and Making Markets: Capital Budgeting, Science and the Economy", *Accounting, Organizations and Society*, Vol.32, No.7-8, pp.701-734.
- Miller, P. and Power, M. (2013) "Accounting, Organizing, and Economizing: Connecting Accounting Research and Organization Theory", *The Academy of Management Annals*, Vol.7, No.1, pp.557-605.
- Miller, P. and Rose, N. (1986) *The Power of Psychiatry*, Polity Press.
- Miller, P. and Rose, N. (1988) "The Tavistock Programme: The Government of Subjectivity and Social Life", *Sociology*, Vol.22, No.2, pp.171-192.
- Miller, P. and Rose, N. (1990) "Governing Economic Life", *Economy and Society*, Vol.19, No.1, pp.1-31.
- Miller, P. and Rose, N. (2008) *Governing the Present: Administering Economic, Social and Personal Life*, Polity.
- Miller, P. and Rose, N. (2010) "Rejoinder to Alan Mckinlay", *Organization Studies*, Vol.31, No.8, pp.1159-1163.
- Miller, P., Hopper, T. and Laughlin, R. (1991) "The New Accounting History: An Introduction", *Accounting, Organizations and Society*, Vol.16, No.5/6, pp.395-403.
- Miller, P., Kurunmäki, L. and O'Leary, T. (2008) "Accounting, Hybrids and the Management of Risk", *Accounting, Organizations and Society*, Vol.33, No.7-8, pp.942-967.

- Muller, J. Z. (2018) *Thy Tyranny of Metrics*, Princeton University Press (松本裕訳 (2019)『測りすぎ—なぜパフォーマンス評価は失敗するのか?』みすず書房) .
- Muniesa, F. (2012) “A Flank Movement in the Understanding of Valuation”, *The Sociological Review*, Vol.59, No.2, pp24-38.
- Nyamori, R. O. (2009) “Construction and Effects of Markets in a Local Authority in New Zealand”, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.22, No.7, pp.1055-1086.
- Ogden, S. G. (1997) “Accounting for Organizational Performance: The Construction of the Customer in the Privatized Water Industry”, *Accounting, Organizations and Society*, Vol.22, No.6, pp.529-556.
- Power, M. (1997) *The Audit Society: Rituals of Verification*, Oxford University Press (國部克彦・堀口真司訳(2003)『監査社会—検証の儀式化』東洋経済新報社) .
- Power, M. (2007) *Organized Uncertainty: Designing a World of Risk Management*, Oxford University Press (堀口真司訳(2011)『リスクを管理する—不確実性の組織化』中央経済社) .
- Preston, A. M., Chua, W. F. and Neu, D. (1997) “The Diagnosis-Related Group Payment System and the Problem of the Government of Rationing Health Care to the Elderly”, *Accounting, Organizations and Society*, Vol.22, No.2, pp.147-164.
- Rose, N. (1991) “Governing by Numbers: Figuring out Democracy”, *Accounting, Organizations and Society*, Vol.16, No.7, pp.673-692.
- Rose, N. and Miller, P. (1992) “Political Power beyond the State: Problematics of Government”, *The British Journal of Sociology*, Vol.43, No.2, pp.173-205.
- Spence L. J. and Rinaldi, L. (2014) “Governmentality in Accounting and Accountability: A Case Study of Embedding Sustainability in a Supply Chain”, *Accounting, Organizations and Society*, Vol.39, No.6, pp.433-452.
- Thomson, I., Grubnic, S. and Georgakopoulos, G. (2014) “Exploring Accounting-Sustainability Hybridisation in the UK Public Sector”, *Accounting, Organizations and Society*, Vol.39, No.6, pp.453-476.
- U. S. Embassy (1996) *Submission by the Government of the United States to the Government of Japan Regarding Deregulation, Administrative Reform and*

- Competition Policy in Japan*(駐日アメリカ合衆国大使館訳(1996)『日本における規制緩和、行政改革及び競争政策に関する日本政府に対する米国政府の要望書(仮訳)』).
- U. S. Embassy (2001) *Annual Reform Recommendations from the Government of the United States to the Government of Japan under the U.S.-Japan Regulatory Reform and Competition Policy Initiative*(駐日アメリカ合衆国大使館訳(2001)『日米規制改革および競争政策イニシアティブに基づく日本政府への米国政府要望書(仮訳)』).
- U. S. Government (1989) *United States-Japan Structural Impediments Initiative(S II Part1)*.
- Yonekura, A., Gallhofer, S. and Haslam, J. (2012) "Accounting Disclosure, Corporate Governance and the Battle for Markets: The Case of Trade Negotiations between Japan and the U. S.", *Critical Perspectives on Accounting*, Vol.23, No.4-5, pp.312-331.
- アジア太平洋研究所(2018)「目指すべき企業経営のあり方研究報告書～世界の潮流を牽引する企業統治のあり方～」。
- アーサーアンダーセン(1999)『株主価値重視の企業戦略—SVA の考え方と実践』東洋経済新報社。
- アルーバー, A.(1999)『富を創造する EVA 経営—スターン・スチュワート企業再生コンセプト』河田剛訳, 東洋経済新報社。
- 伊丹敬之(1987)『人本主義企業—変わる経営、変わらぬ原理』筑摩書房。
- 伊丹敬之(2000)『日本型コーポレートガバナンス—従業員主権企業の論理と改革』日本経済新聞出版社。
- 伊丹敬之(2019)『平成の経営』日本経済新聞出版社。
- 伊藤邦雄(1999a)「企業価値を経営する—日本企業再生の条件」東洋経済新報社。
- 伊藤邦雄(1999b)「訳者まえがき」コーブランド, T.・カラー, T.・ミュリン, J. 『企業評価と戦略経営—キャッシュフロー経営への転換 第2版』伊藤邦雄訳所収, 日本経済新聞社, pp.i-ix。
- 伊藤邦雄(2000)『コーポレートブランド経営—個性が生み出す競争優位』日本経済新聞出版社。
- 伊藤邦雄(2016a)「企業も投資家を選ぶ時代—インタビュー「伊藤レポート」の真意と

- は」『ハーバード・ビジネス・レビュー』第41巻, 3号, pp.26-38。
- 伊藤邦雄(2016b)「コーポレートガバナンス改革と会計の役割」『商学論究』第63巻3号, pp.35-51。
- 伊藤邦雄(2017)「コーポレートガバナンス改革のPDCA—何を企図し、何が変わり、今後の課題は何なのか」『一橋ビジネスレビュー』第65巻3号, pp.8-31。
- 伊藤邦雄(2018a)「ROEとESGを結合し企業価値の持続的な成長を」『日経ESG』, 5月号, pp.38-39。
- 伊藤邦雄(2018b)「持続的な企業価値の創造に向けて」日本取引所グループ/東京証券取引所編『企業価値を高める経営—投資家との協創が生む持続的成長』所収, 日本経済新聞出版社, pp.11-35。
- 井出正介(1999)『株主価値経営—成功の条件』東洋経済新報社。
- 井出正介・高橋文郎(1998)「株主価値創造革命—日本企業再生のキーポイント」, 東洋経済新報社。
- 岩井克人(2005)『会社はだれのものか』平凡社。
- ヴォーゲル, E. F. (1979)『ジャパニアズナンバーワン—アメリカへの教訓』広中和歌子・木本彰子訳, ティービーエス・ブリタニカ。
- 江川雅子(2018)『現代コーポレートガバナンス—戦略・制度・市場』日本経済新聞出版社。
- 岡崎哲二(1995)「日本におけるコーポレート・ガバナンスの発展—歴史的パースペクティブ」青木昌彦・ロナルド・ドーア編『国際・学際研究システムとしての日本企業』所収, NTT出版, pp.437-484。
- 奥島孝康・江藤憲治郎(1998)「ストック・オプションの本質と課題」日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編『ストック・オプションのマネジメント』所収, ダイヤモンド社, pp.3-41。
- 加護野忠男・砂川伸幸・吉村典久(2010)『コーポレート・ガバナンスの経営学—会社統治の新しいパラダイム』有斐閣。
- 神田秀樹(2005)「会社法の現代化とコーポレート・ガバナンス」神田秀樹編『コーポレート・ガバナンスにおける商法の役割』所収, 中央経済社, pp.33-42。
- 金融庁(2014)『「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—』。

- グラント, J. L.(1998)『EVA（経済付加価値）の基礎—マーケットの新しい投資尺度』兼広崇明訳, 東洋経済新報社。
- 経済産業省(2004)『「企業価値研究会」の設置について』。
- 経済産業省(2008)『近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方』。
- 経済産業省(2012a)『平成 23 年度総合調査研究—持続的な企業価値創造に資する非財務情報開示のあり方に関する調査報告書』。
- 経済産業省(2012b)『企業報告研究会（Corporate Reporting Lab）設立趣意書』。
- 経済産業省(2013a)『企業報告ラボプログレスレポート 2012 年 7 月～2013 年 6 月』。
- 経済産業省(2013b)『「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」第 1 回議事概要』。
- 経済産業省(2014a)『「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」第 12 回総会議事概要』。
- 経済産業省(2014b)『「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）最終報告書』。
- 経済産業省(2017)『持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形資産投資)研究会報告書（伊藤レポート 2.0）』。
- 経済同友会(2017)『資本効率最適化経営の実践—財務・非財務資本を最適活用した価値創造経営—』。
- 國部克彦(1999)『社会と環境の会計学』中央経済社。
- 國部克彦(2020)「管理会計の脱構築—現代哲学からのアプローチ」『會計』第 197 巻, 2 号, pp.188-201。
- 國部克彦・澤邊紀生・松嶋登(2017)「はしがき」國部克彦・澤邊紀生・松嶋登編『計算と経営実践—経営学と会計学の邂逅』所収, 有斐閣, pp.i-iii。
- 小林喜光(2010)『KAITEKI 化学—サステイナブルな社会への挑戦』CCC メディアハウス。
- 小林喜光(2011)『地球と共存する経営—MOS 改革宣言』日本経済新聞出版社。
- コーブランド, T.・カラー, T.・ミュリン, J.(1999)『企業評価と戦略経営—キャッシュフロー経営への転換 第 2 版』伊藤邦雄訳, 日本経済新聞出版社。
- 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム(1998)「コーポレート・ガバナンス原則—新しい日本型企业統治を考える—（最終報告）」鈴木忠男・江頭憲治郎・西岡忠

- 夫・若杉敬明・矢内裕幸・望月輝一・大杉謙一編『別冊商事法務 No.212 コーポレート・ガバナンスの新局面―「C・G 原則」の有効性を考える―』所収, 商事法務研究会, pp.(1)-(23)。
- 櫻井通晴(2002)『企業価値を創造する 3 つのツール EVA・ABC・BSC』中央経済社。
- 櫻井通晴・伊藤和憲(1998)「構造的な不況下における管理会計制度」『専修経営学論集』第 65 号, pp.97-134。
- 澤邊紀生(2005)『会計改革とリスク社会』岩波書店。
- 自由民主党法務部会(1997)「コーポレート・ガバナンスに関する商法等改正試案骨子」鈴木忠男・江頭憲治郎・西岡忠夫・若杉敬明・矢内裕幸・望月輝一・大杉謙一編『別冊商事法務 No.212 コーポレート・ガバナンスの新局面―「C・G 原則」の有効性を考える―』所収, 商事法務研究会, pp.63-66。
- 首相官邸(2012)「日本再生戦略～フロンティアを拓き、「共創の国」へ」。
- 首相官邸(2013)「「日本再興戦略―JAPAN is BACK―」。
- 首相官邸(2014)「「日本再興戦略改訂 2014―未来への挑戦―」。
- 首相官邸(2015)「「日本再興戦略」改訂 2015―未来への投資・生産性革命―」。
- 首相官邸(2016)「日本再興戦略 2016―第 4 次産業革命に向けて―」。
- 首相官邸(2017)「未来投資戦略 2017―Society 5.0 の実現に向けた改革」。
- スターン・シュワート社(2001)『EVA による価値創造経営―その理論と実際』ダイヤモンド社。
- スターン, J. M.・シーラー, J. S.・ロス, A.(2002)『EVA―価値創造への企業変革』伊藤邦雄訳, 日本経済新聞出版社。
- シュワート III, G.(1998)『EVA 創造の経営』河田剛・長掛良介・須藤有里訳, 東洋経済新報社。
- シュワート III, G.(2002)『続 EVA 創造の経営―財務リストラ戦略』井手正介・河田剛訳, 東洋経済新報社。
- 田村達也(2002)『コーポレート・ガバナンス―日本企業再生への道』中央公論社。
- 玉木勝(1999)『株主重視経営―その視点と実践のために』シグマベイスキャピタル。
- 手島直樹(2015)『ROE が奪う競争力―「ファイナンス理論」の誤解が経営を壊す』日本経済新聞出版社。
- 東京証券取引所(2015)『コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中

- 長期的な企業価値の向上のために〜』。
- 東京証券取引所(2017)『資本政策に関する株主・投資家との対話のために〜リキャップCBを題材として〜』。
- ドーア, R.(2001)『日本型資本主義と市場主義の衝突—日・独対アングロサクソン』藤井真人訳, 東洋経済新報社。
- ドーア, R.(2006)『誰のための会社にするか』岩波新書。
- 内閣府(2013a)『持続的成長を実現する市場経済システムの構築に向けて』。
- 内閣府(2013b)『目指すべき市場経済システムに関する報告』。
- 中谷巖(2003)「コーポレート・ガバナンス改革はなぜ必要か」『コーポレート・ガバナンス改革』所収, 東洋経済新報社, pp.12-46。
- 西山賢吾(2017)『別冊商事法務 No.425 自己資本利益率(ROE)の分析—国際的・長期的・業種別の分析』商事法務。
- 原丈人(2009)『新しい資本主義—希望の大国・日本の可能性』PHP 研究所。
- 原丈人(2013)『増補 21世紀の国富論』平凡社。
- 原丈人(2017)『「公益」資本主義—英米型資本主義の終焉』文藝春秋。
- フーコー, M.(1977)『監獄の誕生—監視と処罰』田村俣訳, 新潮社。
- フーコー, M.(1986)『性の歴史 I —知への意志』渡辺守章訳, 新潮社。
- フーコー, M.(2001)『ミシェル・フーコー思考集成 6—セクシュアリテ/真理』蓮實重彦・渡辺守章・小林康夫・石田英敬・松浦寿輝編, 筑摩書房。
- フーコー, M.(2006)『フーコー・コレクション 6 生政治・統治』小林康夫・石田英敬・松浦寿輝編, 筑摩書房。
- フーコー, M.(2007)『ミシェル・フーコー講義集成 7 コレージュ・ド・フランス講義 1977-1978 安全・領土・人口』高桑和巳訳, 筑摩書房。
- フーコー, M.(2008)『ミシェル・フーコー講義集成 8 コレージュ・ド・フランス講義 1978-1979 年度 生政治の誕生』慎改康之訳, 筑摩書房。
- 淵田康之(2012)「短期主義問題と資本市場」『野村資本市場クォーターリー』第 16 巻 2 号, pp.52-87。
- ベビア, M.(2013)『ガバナンスとは何か』野田牧人訳, NTT 出版。
- マホーニー, B.(1997)『株主の権利と主張—コーポレートガバナンス革命』伊藤邦雄・関孝哉訳, 中央経済社。

- 宮内義彦(2002)「コーポレート・ガバナンスと取締役～日本企業の目指すもの」日本取締役協会編『取締役の条件—21世紀のコーポレート・ガバナンスはどうあるべきか』所収, 日経 BP 社, pp.9-43。
- 柳良平 (2013)「Equity Spread の開示と対話の提言:東証の「企業価値向上表彰」創設に際して」『企業会計』第 65 卷 1 号, pp.86-93。
- 吉村典久(2007)『日本の企業統治—神話と実態』NTT 出版。
- 吉村典久(2012)『会社を支配するのは誰か—日本の企業統治』講談社。
- ラトゥール, B.(2008)『虚構の「近代」—科学人類学は警告する』川村久美子訳, 新評論。
- 若杉敬明(2005)「コーポレートガバナンスの意味と意義」若杉敬明監修『21世紀日本企業の条件—コーポレートガバナンス・マニュアル』所収, 中央経済社, pp.3-32。
- 渡辺茂(1994)「ROE(株主資本利益率)革命—新時代の企業財務戦略」東洋経済新報社。