未上場企業における
コーポレートガバナンス提言書

2025 年 12 月 5 日
一般社団法人 日本取締役協会
未上場企業のガバナンスを考える委員会

エグゼクティブサマリー

日本には約 178 万社の法人が存在するが、上場企業はわずか 0.22%に過ぎず、地域経済と雇用を支える多数派である未上場企業においては、制度的な規律が十分に行き届かず、経営の属人化やリスク管理の遅れが課題となっている。本提言書は、未上場企業を①スタートアップ企業、②昭和型企業、③非上場大企業の三類型に分け、それぞれに適したガバナンス強化策を提示するものである。スタートアップ企業に対しては、創業初期からのミニマムガバナンス導入を提唱し、取締役会・議事録・権限規程などの基本整備とともに、外部株主との簡易チェックリスト共有や失敗事例の共有による学習によって、健全な透明性と信頼性を確保することを求める。昭和型企業については、閉鎖的な取締役会から脱却し、外部アドバイザーや金融機関を交えた実質的な経営体制を構築するとともに、段階的な導入を支援するガイドラインの策定、事業承継税制などのインセンティブ、地域金融機関によるガバナンス評価融資などを提案する。非上場大企業においては、創業家主導の強い権限に対し自律的牽制を働かせ、形式面（機関設計・権限規程）と実質面（社外取締役の人物本位の選任や情報開示、トップによる対話）の両輪でガバナンスを機能させることを重視する。さらに、三類型に共通する課題として、企業を公器と捉え、「形式より実質」「文化と制度の調和」を志向する視点を示し、事業承継の機会をガバナンス改革の契機とすること、経営者教育・地域金融・専門家支援の三位一体による普及体制の構築を提言する。未上場企業におけるコーポレートガバナンスは、単なる法令遵守ではなく、企業が持続的に成長し社会的責任を果たすための基盤であり、「ガバナンスは成長のブレーキではなく加速装置である」という理解のもと、信頼と企業価値の両立を目指すべきである。

はじめに

日本全国には約 178 万社の法人企業[1]が存在し、そのうち上場企業はわずか約 4,000 社（全体の 0.22%）にすぎない。日本に存在する企業のうち圧倒的多数は未上場企業であり、地域社会や雇用、産業の発展において極めて重要な役割を担っている。しかしながら、未上場企業は上場企業と異なり、コーポレートガバナンス・コード遵守や社外取締役の設置義務等を課されていない。そのため、経営は経営者個人の裁量に大きく依存し、組織的な意思決定やリスク管理が後回しにされる傾向が見られる。

一方で、未上場企業の中でも外部株主を必要とする類型が存在する。スタートアップ企業は資金調達のためにベンチャーキャピタルやエンジェル投資家を受け入れ、昭和型企業（定義については１２ページ目参照）は銀行や取引先と深い関係を築きながら存続してきた。さらに、大企業でありながら非上場を選択する企業も存在する。これらの企業においては、従業員、取引先、金融機関、地域社会など多数のステークホルダーに対する説明責任を果たす必要があるため、ガバナンスの在り方は重大な社会的課題となる。

本提言書では、未上場企業を（１）スタートアップ企業、（２）昭和型企業、（３）非上場大企業の三類型に分類し、それぞれの特徴と課題を分析した上で、具体的なガバナンス改革の方向性を提示する。さらに横断的な視点から共通課題を整理し、実務的に活用可能なチェックリストを提示する。

<各委員のプロフィール>

当提言書は、一般社団法人日本取締役協会 未上場企業のガバナンスを考える委員会の中で、2024 年 4 月より委員会内における多くの議論及び各種ヒアリング等を通じた情報収集を踏まえ、策定されたものである。提言書の内容に関しては、各委員のバックグラウンドが色濃く反映されているため、ここで各委員のプロフィールを紹介する

役割	名前	プロフィール
委員長	高橋　信也	福岡県立修猷館高等学校、上智大学経済学部卒。アクセンチュア、アーンスト＆ヤングコンサルティングにおいてコンサルティングに従事。ソニーグローバルソリューションズでは、プロジェクトマネージャとして活躍。2005

[1] 日本の企業数は、調査によって定義や集計期間が異なるため変動するが、2021 年 6 月 1 日時点の経済センサスでは、企業等（法人と個人経営の事業所を合わせた数）が約 368.4 万社となっている。このうち、法人企業は約 178 万社とされており、個人事業所が約 218 万社である。

役割	名前	プロフィール
		年マネジメントソリューションズ（プライム 7033）を設立、2024 年 1 月より取締役会長に就任。他に、一般社団法人アジア経営研究機構（AMRI）理事長など多くの経営の現場で活躍中。 主な著書に『MSOL 経営システム』ダイヤモンド社 2025 年がある。 本提言においては、「共通軸に関する議論」及び監修を担当。
副委員長	岩尾　俊兵	平成元年佐賀県有田町生まれ、慶應義塾大学商学部卒業、東京大学大学院経済学研究科マネジメント専攻博士課程修了、博士（経営学）。明治学院大学経済学部専任講師、東京大学大学院情報理工学系研究科客員研究員等を経て、慶應義塾大学商学部准教授。公的活動として組織学会評議員・日本生産管理学会理事、経営者として複数の上場企業で代表取締役社長・取締役等を歴任。第 73 回義塾賞、第 36 回組織学会高宮賞(論文部門)、第 37 回組織学会高宮賞(著書部門)、第 22 回日本生産管理学会賞（理論書部門)、第 4 回表現者賞等受賞。主な著書に『経営教育』(KADOKAWA)、『世界は経営でできている』（講談社)、『13 歳からの経営の教科書』（KADOKAWA)、『イノベーションを生む“改善”』(有斐閣）ほか。 本提言においては、「コーポレートガバナンスの本質：未上場企業を超えて」を担当。
委員	吉田　淳也	早稲田大学高等学院卒、早稲田大学政治経済学部卒。 JAFCO においてベンチャーキャピタリストとして 10 年以上のキャリア。2021 年ベンチャーキャピタルファンドである KUSABI を設立し、代表パートナー就任。 KUSABI の他、スパイダープラス社外取締役など。これまでの主な投資上場先に、ギフティ(プライム 4449)、ベガコーポレーション(グロース 3542)、スパイダープラス(グロース 4192)、未上場先に Dress Code、TOKIUM らがある。 本提言においては、「スタートアップ企業」を担当。

役割	名前	プロフィール
委員	玉井　邦晶	1990 年住友銀行（現三井住友銀行）入行。中堅法人企業および富裕層への営業活動に従事。銀行員時代、マネジメント研修の一環で、2 年間建設会社に出向、企業経営のリアルな現場を経験する。ベンチャー企業や中堅企業において、M&A や設備投資、事業のリストラクチャリングなど、重要な意思決定プロセスに多く関与した経験をもつ。CEO および CFO の経験を生かして、今でも企業価値の向上に挑戦を続けている。2020 年 1 月マネジメントソリューションズ社外取締役に就任、2023 年 1 月より取締役に就任。 本提言においては、「昭和型企業」を担当
委員	槙野　尚	2012 年東京大学法学部卒業後、モルガン・スタンレー MUFG 証券にて株式調査業務に携わる。14 年からみさき投資でエンゲージメント投資に従事する。22 年米コロンビア大学経営大学院修了（MBA）後、米ボストンを本拠地とするカナメ・キャピタルに入社。24 年に同社東京拠点を設立。「創業家持分が多い企業のガバナンス」（みずほ証券資本市場アップデート 2023 年 3 月号）、「次なる『形式』としての社外過半数」（金融・資本市場リサーチ第 13 号）などを執筆。 本提言においては、「非上場大企業」を担当

目次

エグゼクティブサマリー.....1
はじめに.....2
<各委員のプロフィール>.....2
1. スタートアップ企業におけるコーポレートガバナンスのあり方.....6
1.1. 「スタートアップ企業」の定義と特徴.....6
1.2. スタートアップ企業へのコーポレートガバナンス提言.....8
2. 昭和型企業におけるコーポレートガバナンスのあり方.....10
2.1. 「昭和型企業」の定義と特徴.....10
2.2. 昭和型企業へのコーポレートガバナンス提言.....15
3. 非上場大企業におけるコーポレートガバナンスのあり方.....19
3.1. 「非上場大企業」の定義と特徴.....19
3.2. 非上場大企業へのコーポレートガバナンス提言.....22
4. 共通軸に関する議論.....24
5. コーポレートガバナンスの本質：未上場企業を超えて.....26
6. おわりに.....30
【別紙】スタートアップ企業向け.....31
ミニマムコーポレートガバナンスチェックリスト.....31

1. スタートアップ企業におけるコーポレートガバナンスのあり方

1.1. 「スタートアップ企業」の定義と特徴

スタートアップ企業は、その設立から間もなく、エンジェル投資家やベンチャーキャピタル（VC）といった外部株主の資本を受け入れ、資本市場での Exit（上場または M&A）を見据えて大きく成長していく宿命を持つ。そのため、会社経営に対する姿勢は本質的に前向きであり、「会社を適切に運営していこう」という意思は、未上場企業全体の中では相対的に高い水準にあると言える。実際、スタートアップ企業の経営陣は、速度を伴った事業成長のため、より優れた人材の採用（ヒト）、より有利な条件での資金調達（カネ）を実現する必要がある。外部からの評価・評判はその実現に強く連動しており、最低限のコーポレートガバナンス体制が整備されているか否かは、信頼性や将来性を測る重要な指標となる。とりわけ、シリーズ A 以降の資金調達においては、コーポレートガバナンスの欠如は資金調達時のノックアウトファクターとなることすら珍しくない。このように、スタートアップ企業は、その構造上、株主資本主義や外部からの視線との距離が近く、未上場企業で起こりがちな会社の私物化や情報のブラックボックス化といった問題とは原則的に距離を置いていると捉えてよい。ただし、それが自ずと健全なコーポレートガバナンスの実践に直結するとは限らない。スピード重視の中で、制度整備や役割分担が後回しにされることも多く、急成長が構造の粗さを露呈させるリスクも孕んでいる。

本章では、スタートアップ型の企業の特徴についてまとめ、各種課題への対応について提言を行う。ここで対象とするスタートアップ型の企業とは、単に創業間もない企業を指すのではなく、「短期間での急速な成長を志向し、Exit を明確に想定している未上場企業体」として定義する。その多くは、成長した先に、新しい市場の創出や、既存産業のディスラプトがあり、既得権益やしがらみに縛られにくい企業群である。

コーポレートガバナンスの観点において、スタートアップ型の企業の特徴は以下に集約される。

① 初期からの外部株主の存在

スタートアップ企業には創業初期から外部株主がいるケースが多い。経営の意思決定には必然的に外部との合意形成や株主間契約に基づいた承認・協議が必要となる。特に株主間契約の規律が、経営陣の襟を正しつつ、同時に健全な挑戦を支える力学を生み出す。種類株、ストックオプション、ドラッグアロング等の各種権利が、コーポレートガバナンス設計に直結している他、経営指標の開示、社内の意思決定体制、監査プ

ロセス等、資本市場へのデビューを見据えて、相応の透明性が早期から期待される。

② 自律的な集団

スタートアップ企業が急成長を実現する最大の源泉は、その自律性にある。外部株主からのプレッシャーによって成長するのではなく、自ら立てた数値計画を自らの手で達成しようとする動機が根底にあるからこそ、急成長が実現する。高い目標を掲げる以上、計画が未達に終わることも少なくないが、それを受け入れ、計画を再構成できる「内発的なコーポレートガバナンス文化を持つ自律的な集団」がスタートアップ企業の特徴である。

③ リベラルなカルチャー

2000 年代以降のインターネットを主軸とするスタートアップ企業においては、リベラルな経営思想がコーポレートカルチャーの根幹となり、それを基にした MVV（ミッション・ビジョン・バリュー）が設定されるケースが多く見られる。それらは、結果的にコーポレートガバナンスに好影響をもたらしてきた歴史がある。

④ 組織と資金量のギャップ

急速な成長になればなるほど、未成熟なマネジメント体制のまま、VC から多額の資金を受ける構造が存在する。新しい領域であるが故に、若い起業家・経営陣も多く、資本効率の考え方や、キャピタルアロケーションの基礎が身に付く前に、多額の資金を扱うケースが散見される。メディアを騒がせるような横領事案も、開示されないものも含め、散発的に発生しており、時には刑事事件に至るものもある。

⑤ 失敗事例の共有不足

スタートアップ業界は構造的にポジティブバイアスに傾きやすく、失敗や崩壊の経緯が正面から語られないまま埋もれていきがちである。その結果、コーポレートガバナンス不全による組織崩壊や株主間のトラブルといった負の事例の学習機会は広がらず、同じ轍が繰り返されやすい。

こうしたスタートアップ企業特有の構造――外部資本による規律とカルチャーによる統治が並存しつつも、制度設計が追いつかず脆弱性を抱えるという現実――は、コーポレートガバナンスの必要性を示している。一方で、業界全体でコーポレートガバナンス＝上場準備の話として後回しにされる傾向が根強い。本来、コーポレートガバナンスは成長のブレーキではなく、加速装置として機能すべきである。スタートアップ企業の健全なスケーリングと、経営陣・従業員・投資家の信頼関係の構築を両立させるには、制度的なコーポレートガバナンスを「初期から、小さく、確実に」導入していくことが鍵となる。以下に示

す提言は、そのような実質的なコーポレートガバナンス設計を志すスタートアップ企業向けの具体的アクションの一例である。

1.2. スタートアップ企業へのコーポレートガバナンス提言

提言 1　［基盤］創業初期からのミニマムコーポレートガバナンスの導入
創業初期からコーポレートガバナンスの基本を整え、経営判断の透明性を確保する。

スタートアップ企業においては、設立直後から成長資金の調達や採用競争にさらされることが多く、外部からの信頼を確保するための制度的裏付けが欠かせない。上場準備のための厳重なコーポレートガバナンスとは違い、「ミニマムコーポレートガバナンス」とは、経営の透明性と説明責任を確保するための最低限のルール整備を意味する。参考までに、スタートアップ企業向けコーポレートガバナンス簡易チェックリストを策定した（別紙）。これ以外にも運用し易いコーポレートガバナンスのフォーマットは幾つか存在しているので、各社の状況に応じ、適宜参考にされたい。

提言 2 ［運用］社内外からのファクトレビュー
開示にあたって、インテグリティとファクトレビューを。

開示情報が一人歩きし、発信内容そのものがヒトとカネを惹きつける時代になった。経営陣は、財務情報や主要 KPI の開示にあたって、高いインテグリティを持つことが不可欠である。しかし、それだけでは十分ではない。これからの時代は、それらの数値をファクトレビューする機能を備えることが必須である。社内では監査役などがその役割を担うのが望ましいが、初期段階では必ずしもその限りではない。重要なのは、「誰かが数字の裏を確認している」状態をつくることである。社内のみならず、広義のステークホルダーであるメディア各社もその一端を担い、開示情報がファクトレビュー済みか否かを明示することが望ましい。AI 時代において、情報の信頼性はもはや公共財であり、その維持と検証の仕組みは企業統治の基盤となる。

提言 3 ［学習］プラクティスの共有とインフラ化
起業家のみならず、VC・アクセラレーターを軸にした業界全体での知の共有。

国内のスタートアップ業界では、グロースの方法論や資金調達の成功パターン等、事業成長に直結するノウハウは活発に流通している。その一方で、コーポレートガバナンス不全

に起因する失敗事例――経営陣の対立、不可逆な資本政策の罠、横領、ハラスメント、情報開示の欠如等――については、関係者の立場やレピュテーションリスクへの配慮で、共有・検証されることはほとんどなく、その結果、同種の問題が別の場所で繰り返されている。この 15 年ほどで、VC やアクセラレーターは大きく存在感を増し、数多くの投資から豊富なプラクティスを得ている。彼らが定期的に開催しているカンファレンスやプログラム等を通じて、それらのプラクティスが共有される機会は増えているが、それでもやはり失敗事例は語られづらい。加えて、北米のようにプラクティスが書籍化されて流通することも相対的に少ないのが現実である（起業家・VC 共に）。これら知の共有は、「晒すため」ではなく「防ぐため」の営みであり、成功も失敗も含めてオープンに学び合うサイクルを回すことが、スタートアップ・エコシステムの成熟には不可欠な知的インフラとなる。

提言 4 ［文化］ちょうどいいガバナンスを称えるスタートアップ業界へ
コーポレートガバナンスを適度に実装することが信頼のブースターになる。

スタートアップ企業におけるコーポレートガバナンスは、事業をスケールさせる上での必須条件ではないため、「やらなくても今は困らない」という空気が広がりがちである。しかし、近年の失敗事例は、コーポレートガバナンスの設計不備や無関心に起因しているものも多く見られる。成長を実現しつつ、ちょうどよいコーポレートガバナンスを実装するには、意識的な設計と不断の運用努力がなければ実現しない。だからこそ、それらを適切に整備し、過不足なく機能させているスタートアップ企業を、投資家・採用市場・メディア・コミュニティなどが明確に評価する文化が必要である。この文化の醸成には、業界全体の認識転換が必要である。そして最終的には、こうしたスタートアップ企業にこそ、優秀な人材（ヒト）が集まり、投資家からの引き合い（カネ）が強くなるという明確な因果関係が形成されていくことが望ましい。コーポレートガバナンスは信頼のためのブースターなのである。

昨今の事例を鑑みるに、スタートアップ業界が持続的に進化していくためには、事業の面白さや成長性だけでなく、「どのような組織でそれを実現しているのか」が問われる時代がすでに始まっている。今スタートアップ業界がコーポレートガバナンスを軽んじれば、未来の優れた経営陣は育たない。問われているのは、経営陣一人ひとりの自覚だけでなく、業界全体が、どのような組織運営を「当たり前」として捉えていくのかという、私たち全員の選択である。

2. 昭和型企業におけるコーポレートガバナンスのあり方

2.1. 「昭和型企業」の定義と特徴

本来、大企業・中堅・中小企業の定義は、法律や業種によって異なる。ここでは東証の上場基準や中小企業基本法などの法規を主体とした資本金や従業員数による区分は考慮しない。ここで対象とする昭和型の企業とは、主に第二次世界大戦後に勃興し、高度成長を支えたオーナーシップ型の中堅・中小企業体と定義する。インダストリー区分としては、製造、建設、卸売、小売、サービス業など様々である。一部元請け的な役割や独立自主運営を果たしている企業も多数存在するが、昭和型企業のほとんどは、大企業のサプライチェーンに組み込まれた「協力会社」の形態をとっている。俗にいう下請け企業である。こうした企業体が象徴する特徴は、おおむね以下の通りである。

① 高い比率でオーナー一族が株式を支配している
② 銀行取引、資金繰りおよび人件費に高い関心を示し「現金信仰」が強い
③ 家族主義という名分の下、従業員に対する高い支配欲が見られる
④ 戦略的な管理会計は無視され情報の透明性が欠如している
⑤ ハラスメントや企業不正への認識に「なあなあ」的世代ギャップがある

以下に各項目の詳細を検証する。但し、以下の考察は多分に筆者の銀行員時代の経験に基づくものであり、筆者の早計な考えも含まれるかもしれない。その点はご容赦願いたく、またご批判を頂きたいと思う。

① 高い比率でオーナー一族が株式を支配している

日本経済が終戦直後の混乱から脱しようとしていた時代、昭和型企業の創業者たちは戦前の人間関係や戦友の伝手を辿って事業を起こした。始めは、個人事業主的な規模からのスタートであるが、１ドル３６０円時代の極端な円安や戦後の物資不足を背景に、業容の拡大を図る。当時の創業者の主要な関心は、産業資本の拡大（そもそもモノが少なかった時代である）ではなく、労働力の安定確保にあったと考えている。産業資本の不足については、戦前・戦中から存続していた大企業からの「現物出資」や「材料の有償支給」などである程度は克服できる。昭和型企業創業者の重要なミッションは、元請け企業に対する安定した労働力の確保と供給である。地方経済および第一次産業からの労働調達を可能にし得る、魅力的で情緒的なリーダーシップ、一方でやや強引な「カリスマ性」を発揮する親分肌の人間こそがその主人公である。そうした親分肌の人間は、株式を自身の分身と考える傾向があり、これを他人と分かち合うと

いう思想には馴染まない。意思決定の最終責任者として、決定的なトップダウンを維持するために、自身が大株主でなくてはならないのである。昭和型企業は、その成長過程の中で、経営支配権の維持や節税対策の面も加わって、一族経営に変化していったものと考えられる。もちろん１９９０年代になって創業された新興系の中堅企業も多数存在する。これらの企業群は戦後間もない企業とは異なり、創業当初から技術力や販売ルートも洗練されてはいたが、株主支配という意味においては、やはり戦後間もない昭和型企業群と同様、オーナーシップが高い傾向になっていく。ある機関投資家から聞いた話ではあるが、現在においても、サラリーマン経営に比べて、創業者のオーナーシップが高い企業ほどパフォーマンスが高いとのことである。おそらく、創業経営者は、未来に対する成長意欲、責任感さらには経営を担う胆識が非常に高いということであろう。しかしこれは、主に情報開示が進んでいる上場企業における傾向であって、未上場企業の場合には一概に断言はできない。

② 銀行取引、資金繰りおよび人件費に高い関心を示し「現金信仰」が強い

終戦直後の日本経済は、国家財政が破綻し、また銀行の自己資本も全く脆弱な状況である。こうした時代のビジネスでは、「口約束」と「日銭」が商いの主体である。取引金額がそれなりに膨らんだ場合には、当然、期限を設定した「掛け商売」が中心となる。高度成長期を迎えると、経済規模の拡大に伴い、戦前からの踏襲で約束手形の流通が拡大していく。昭和中後期の好景気を背景に、昭和型企業は、売上金の回収に先駆けて従業員を大量採用し、給与を支給し、取引先への持ち出し経費が増大していった。結果として、増加運転資金が発生するわけであるが、当時の経営者は、これを「ボーナス」という形で給与の分割支給を行い、約束手形を裏書で融通し、銀行団による手形の割引や当座貸越で乗り越えていく。しかしこれらの信用取引は、あくまでも期日に現金が入金される、という前提の下に成り立つ。期日未入金や不渡手形は企業の存亡にかかわる重大なリスクである。西暦２０２５年の現代においては、もはや手形取引は消滅したが、筆者が銀行員時代、１９９０年代中ごろまでは、現金回収３０％、手形回収７０％、手形支払いサイト３か月から９か月という取引慣行をかなり経験した。小切手は偽造でない限り特に問題はない（但し、銀行員が小切手への横線印を忘れ、紛失すると社会問題になる）が、手形については発行元と裏書譲渡先をいちいちチェック（実は記憶）しながら、集金帳に転記した記憶を持っている。当時の昭和型企業の経営者は、現金回収に尋常ではない執念を燃やしていた。かつて銀行員として与信上の懸念があった融資先企業を訪問した際、手形の回収屋（＝反社会的集団）と鉢合わせたことがある。昨今では考えられないが、おそらく、数万円でも回収したいと考えた経営者が、不渡手形に合点がいかず、反社会的集団へ不渡手形を譲渡したのだろう。

③ 家族主義という名の下、従業員に対する高い支配欲が見られる

先に述べた通り、高度成長期を経験した昭和型企業は、労働力の確保を優先順位の第一としていた。筆者が幼少だった頃、昭和４０年代初頭から後半にかけて、東北地方からの集団就職を取り上げる報道番組が数多くあった。毎年年末にもなると上野駅周辺に各東北県人会が無料の炊き出しを行い、帰郷する人々への長旅をねぎらった。東京に居残る人々らが帰省する同朋に無償で酒や料理をふるまっていた。労働者たちの心には、それぞれ別の会社に就職していても、「同郷」「同人」「家族」という強いつながりの意識があったに相違ない。当然のことながら、各企業の経営者たちも、従業員に対して強い人間的なつながりをもっていた。朝は、集団のラジオ体操に始まり、昼は食堂で社員と肩を並べ、夕方は残業時間を共にする。クーラーもない時代には、女性社員が帰宅した後に男性社員は下着一枚になり、深夜まで残業をした。時折、一升瓶をもった社長が工場（こうば）を訪れ、従業員たちをねぎらい、車座になって人生感を語り合う。あたかも古代ギリシャの逸話で有名な「テルモピュライの戦い」を想定させる。伝説の「スパルタ３００」の戦士たちは、戦闘の合間に焚火を囲み、家族、故郷、友情を懐かしんだ。彼らは何かを信ずる強い仲間意識に満ち溢れていた。作業場における師弟関係は、これにとどまらず、私的な生活にも及ぶ。職場結婚ならいざ知らず、通常の恋愛結婚であっても、「社長が仲人」という具合である。昭和型企業においては、とにかく社長と従業員の距離が近い。社長と従業員は一心同体であり、双方捨て身の経営であったともいえるだろう。こうした関係性の中で、従業員は子供、社長は育ての親といった関係である。なお、昨今でも「家族経営」を謳う企業は存在する。某証券会社の営業担当から聞いた話であるが、社長曰く「うちは今でも家族経営なんですよ」。証券マン曰く「では社員全員のお名前を言えるのでしょうか？」。この問いに詰まる経営者が後を絶たないという。家族経営は過去の産物であり、あきらかに時代は変わったと痛感するのは、筆者のみであろうか。

④ 戦略的な管理会計は無視され情報の透明性が欠如している

会社法の規定においては、取締役会は３か月に１回開催せねばならない。法律で定められている以上、取締役会の開催は、遵守されていると信じたい。しかし、この定時取締役会が将来に向けた戦略議論の場になっているかと言えば限りなく疑わしい。代表取締役以外の取締役が、社長腹心の重鎮であるイエスマンもしくは家族で固められるケースがほとんどだからである。取締役会議事録が作成されるケースにおいては、銀行からの融資を受けるための提出書類であったり、登記上の手続きとしてやむなく作成する場合が散見される。昭和型企業は、日ごろから与信を受けている取引銀行や仕事を発注してくれる元請けには頭が上がらない。こうした状況下にある社長の役割は、銀行団との融資折衝と元請け企業との良好な関係構築である。結果的に資金繰りが安定していれば問題ないと考える。確かに高度成長期においては、発注元の大企業

も景気が良く、協力会社に対してある程度のマークアップ（利益）を約束してくれたであろう。しかし、現在は違う。大企業は、国際競争の中で日々血のにじむコストダウンに取り組んでおり、わざわざ発注元が利益を配分してくれるわけではない。昭和型企業自らも厳格な管理会計を実践し、損益分岐点や原価計算を実施せねば、最終利益は確保できないのである。未上場企業においては、税法を念頭に置いた入出金ベースの「成り行き」処理を会計基準としていることが多い。「掛け」「先払い」「未払い」などの「経過勘定」に配慮した会計処理を行わなければ、正確な月次損益は判明しない。さらには、原価、販売費および一般管理費を明確に区分する。また将来に向けた設備投資や無形固定資産などの貸借取引を正式な「企業会計原則」に基づいて資産計上する。こうすることで、はじめて費用対効果などの検証が可能となるのである。筆者が銀行員であったとき、確定申告書における別表への質問で、「納税義務はない」と胸を張って答える経営者を幾人も見てきた。しかしその一方で損益計算書と貸借対照表の関係を明確に説明できる経営者はかなり限定されていた。１９９０年代当時は、決算書に「使途不明金」という科目を記載したまま、平気で開き直っている経営者がいたのも事実だ。当時、こうした状況下においてどのように未来を生き抜こうとしているのか、銀行員として訝しく思ったものである。概して、こうした企業群で力量を発揮している辣腕オーナー経営者は、法人税の仕組みにも精通していることが多く、納税するくらいなら赤字決算でもよいと開き直る傾向があったように思う。なぜこうした会社が今でも生き残っていられるのだろうか。いくつかの可能性が考えられるが、一つの回答として、金融機関からの借入過多（「返済もたれ」ともいう）によるものが大きいのではないだろうか。

⑤ ハラスメントや不正への認識に「なあなあ」的な世代ギャップがある

未上場企業においては、社長のプライベートな経費と会社の公式な経費とが明確に区分されていないケースが多い。必ずしもこれ自体が違法になるわけではないが、株式会社である以上、社長の権限は、純粋に企業価値向上に利用されるべきである。公私混同してはいけない。特徴３に記載したように、社員を家族の一員と思うあまり、福利厚生の範囲を超えて、会社経費を流用して強引な海外旅行等を企画し、女性従業員や若手従業員の不評を買うケースもあると聞く。これがきっかけで将来を担う女性従業員や若手従業員の退職率がアップするとなれば本末転倒である。また、女性は「お酒を注ぐもの」という先入観は、ハラスメントを超えた「性差別」ともいうべきものであり論外である。なぜこのような双方の認識差異が生まれてしまうのか。昭和型経営者の頭の中は、「昔はこうだった」が当たり前、一方の若手授業員は過去の経験を全く知らないので、カルチャーショックを受けてしまう。

結局のところ、昭和型経営者を叱る者が少ないのである。マスコミや労働基準監督署は、たいていは上場しているエグゼクティブのみを叱咤する。一般的には、上場を志

していない限り、監査法人が経営課題を指摘することもない。実は、昭和型経営者は、過去の成功体験から脱却できず、また誰からも厳しい指摘をされず、会社の財産とプライベートな費用との区別があいまいになっている「裸の王様」状態なのである。残念ながら、よほど謙虚で勉強家の経営者でない限り、こうした問題に対処しているケースは少ないと言わざるをえない。

現代の昭和型企業はどこに向かうのか

昨今では、経営者の高齢化が進み、事業承継を念頭に置いた動きが活発化している。往々にして M&A を活用した株式売却による経営の引継ぎ、さらにはプライベート・エクイティファンドを対象とした経営権の譲渡も活発化しつつある。その証拠に、M&A 仲介会社の株式上場やプライベート・エクイティファンドの設立が後を絶たない。また従前では低金利の運転資金を提供するのみであった都市銀行も、採算が取りやすい LBO 融資に力を入れている。経営者の高齢化をきっかけとして、事業承継の体制は徐々に整備されつつあるが、これに伴って、昭和型企業にも新しい心構えが必要になってくるだろう。非連続時代の経営環境の中で、優秀なリーダーシップの下に、イノベーションを起こしていかねばならない。しかもそれには、柔軟で強いチームの結成が欠かせない。事業をドライブできるマーケティング力に加えて、数値で会社を語れる財務のプロフェッショナルが必要なのである。さらには、企業カルチャーの変革も必要である。社長と従業員皆で温泉に行けば問題が解決するわけではない。昭和型企業の経営者は、皆一様に同様のことを言う。「うちは特別だから」。類似した業者が山ほどもあり、会計システムはたいていどこも同じ、給与水準も平均並み。営業活動も特段大きな違いはなく、発注元の役員を接待しながら毎回同じような見積もりを提出する。もともと労働集約的なビジネスから社業が始まっているので、発注先の指示に基づいて設備投資を行い、在庫はすべて発注元に買い取ってもらうという仕組みに慣れきってしまっている。現代は、こうした時代とは根本的に異なっているのである。戦略なき会社は、自分の頭で戦略を考えなければならない。営業は、今までとは全く異なったアプローチで市場と接しなくてはならない。生産管理は、「ベテラン職人」に頼りきりであってはならない。KPI を使いこなして生産現場の「今」を改善していかねばならない。財務や会計部門は、社長への忖度（奇妙な場所での飲み代等の経費処理）を捨て、一日でも早く正確に会社の財務数値を可視化し、経営陣やステークホルダーに説明しなくてはならない。取締役会メンバーは、多様性に溢れた人たちで構成され、異見を戦わす緊張感ある最高決定機関でなくてはならない。つまり、事業承継のテーマにおいて、①リーダーシップの必要性、②企業カルチャーの変革、③現場のやり方を変えるという命題が明らかになってくるのである。

2.2. 昭和型企業へのコーポレートガバナンス提言

提言 1　取締役会の実質化
社外アドバイザーや金融機関 OB を加え、実質的な議論の場とする。

総じて昭和型企業対して期待すべきは、同族やイエスマンを中心とした名ばかり役員ではなく、企業価値について本質的な議論ができる人材を登用することである。従来の取締役会は、対銀行や管轄公共団体などへの報告や登記上の手続きなどのために、開催されているケースが散見される。取締役会の定期開催は言うまでもないが、関係各位に対して事前に審議案件を共有したり、可視化するなどして、会議の検討議題を明確に記録することが望まれる。こうした会議体の運営を通じて、会社の最高機関が活性化し、ついては長期的な視点における企業価値向上が実現可能となると我々は考えている。さらに、未上場企業は、社外取締役や監査役を置く義務がないため、意思決定が閉鎖的になりやすい。上場企業のすべてが見本となるわけではないが、現経営陣から独立した社外取締役の就任もしくは社外アドバイザーの設置が望ましい。運用上、上場企業並みの厳格さは難しいにしても、可能であれば、地元金融機関 OB などを社外取締役として採用するなど、現経営陣に寄り添った支援を期待する工夫があっても良い。会社法の規定を最低限遵守すればよい、という意識は捨て去り、非連続時代の経営環境に対し、強い改善への意思を示すべきである。生成ＡＩの登場に伴うデジタルトランスフォーメーションの進展、少子高齢化に伴う生産人口の減少など、非連続時代における経営環境の変化はすさまじい。これらの変化を真摯に受け止め、独立した経営知見者の意見を参考にしながら、「取締役会の実質化」を通じて、企業価値向上に取り組むべきである。

提言 2　コーポレートガバナンスのスモールスタート
段階的導入を支援する中小企業庁のガイドライン策定。

未上場企業の多くは人員・予算に余裕がなく、「ガバナンス強化＝コスト」と認識されがちである。そこで上場企業並みの枠組みとは異なり、指名委員会や監査委員会等設置のレベルではなく、外部アドバイザーの設置や勉強会を中心とした「スモールスタート・ガバナンス」を提案したい。そのためには、ガバナンスに普段馴染みのない昭和型企業が安心してスモールスタートを切れるように、例えば、中小企業庁のような公的機関によって、参考となるガバナンス指針や事例集が公開されることで、解決を目指したい。具体的には、①月 1 回アドバイザリーボードを開催する、②経営会議体制の作り方と運営の仕方を学ぶ、③役職者に対して、利益貢献度合いに配慮した「業績評価制度」を導入するなどして、段階的に導入が可能となるよう、わかりやすく導入ステップが明示されている必要が

ある。中小企業庁などが主体となって、「ガバナンス導入ガイドライン」を作成し普及する。アドバイザリーボードの設置に際しては、仮に法的拘束力は持たずとも、戦略やリスクマネジメントに助言を得られることが期待できる。また、中堅・中小企業に見落とされがちなセキュリティリスク（昭和型企業においては、最も大きなリスクかもしれない）も、最優先事項に含めたい。IT 統制や内部統制システムも、当ガイドラインを構成する重要なファクターであることを意識すべきだろう。この間に、現経営者は次期幹部候補を相手にコーポレートガバナンスに関する教育、コーポレートガバナンスに根差した企業文化の醸成を諮ってほしい。

提言 3　事業承継時の税制インセンティブ
承継税制にガバナンス要件を組み込み、承継の機会を改革の契機とする。

日本では今後 10 年にかけて中堅・中小企業の多くが事業承継の最盛期を迎える。今まではオーナー型の経営シップが主体であったため、経営権と所有権の分離がなされておらず、事業承継の混乱要因となるリスクが高いことが指摘され続けてきた。そこで我々は、ベテラン経営者の事業承継を積極化させるために、事業承継時の相続税優遇や株式移動時のキャピタルゲイン課税優遇を提言したい。事業承継優遇税制の適用条件として、「基本的なガバナンス体制の整備（定款整備、「実質的」な取締役会の実施記録など)」を含めることとし、中小企業庁や税務署などの公的機関による簡易審査を通じて、これらを実践する。現在、全国には、正式登録されている税理士が８万人、さらには３万人を超える中小企業診断士が存在する。昨今、巷で行われている政府補助金申請などは、地元の金融機関に任せる一方で、「基本的なガバナンス体制の整備（定款整備、取締役会の実施記録など)」、つまりは事業承継優遇税制における「適用条件」の整備等に関しては、全国に登録されている税理士や中小企業診断士の協力を仰ぐ、という方法である。こうした事業承継を念頭に置いた税制優遇などの取り組みを通じて、旧来の経営者に対する積極的なガバナンス改革の機運を高めたい。

提言 4　地域金融機関や地方自治体との連携
ガバナンス評価を融資条件に取り入れる。

地域金融機関は未上場企業の主な資金提供者であり、当然昭和型企業との所縁も深い。金融機関は、融資先のガバナンス評価指標を導入し、改善提案も含めた「関与型」融資を促進する。現状、各地方銀行は、地元の活性化に向けて名門企業への積極融資はもちろんのこと、顧客の主力製品やサービスなどの他県や海外へのマッチングサービスなど、融資に限定されない高度な支援を実施している。話は少し脱線するが、某Ｇ７の外国大使館員か

ら聞いた話である。海外において、地方自治体や地方銀行の方々がこうしたマッチングサービスを実践する場合、プレゼンテーターは、「県名」を謳ったおきまりの「ハッピ姿」で登場し、地元の名産と称して自画自賛のプレゼンテーションを行う。こうした姿を目にした大使館員たちは、皆断言している。ダサいのだ。外国人から見ると「ハッピ姿」は「ニンジャ」に見えるらしく、彼らの注目は、製品やサービスに向かわず日本的な文化に関心が行ってしまう。服装はシンプルにスーツで良い。場合によっては、ユニクロのシャツとジーンズでも構わない。イベントに参加するユーザー層は、「製品・サービスの優位性」、「大量生産時の品質安定度」、「物流の容易性」、「自らのライフスタイルへの影響」さらには、「環境への負荷」や「創業の精神や経営理念」などの説明を期待している。実際、これらの議論は先の提言１に述べた「取締役会の実質化」において日頃から行われてしかるべき題目である。したがって、地元金融機関や自治体の方々の熱い気持ちには、とてもシンパシーを感じざるを得ないが、企業の生き残りとは別次元の話である。地域経済における持続可能性を支える観点からは、むしろ、ガバナンス支援を念頭に置いた金融手法の開発こそが地元貢献に寄与するだろう。具体的には、ガバナンスへの取り組みレベルに応じて、「無担保融資枠の条件緩和」、「融資枠の拡大」、「金利優遇」などの手段があってしかるべきであると考える。地元金融機関や自治体のプロフェッショナルには、コーポレートガバナンスにおける実質的な論点で、地元企業に貢献してほしいと願う。こうした取り組みのイニシアチブを地方商工会議所が音頭を取り、地元の金融機関と協働していくことも考えられるが、やはりここはガバナンスの専門集団である日本取締役協会が「中堅・中小企業ガバナンス支援」チームを結成し、啓蒙活動を行うほうが現実的かもしれない。

提言５　役員報酬改革、インセンティブ設計および社員持株会の設置
役員報酬を企業価値向上と連動させ、従業員を株主的存在とする。

役員報酬の決め方は、会社法における「定款または株主総会の決議によって定める」とされ、まず株主総会で役員報酬の総額（枠）を決定し、その後、取締役会で個別の報酬額を決定する。この点は、大企業でも中小企業でも同じである。ただし、非上場の昭和型企業の役員報酬については、実質、税務上の申告所得から逆算して設定されるケースが多い。非上場企業の場合、特段、株式上場を目指していない限り、税務上の損金算入を優先し、申告所得をゼロ近くまで落とす傾向が強い。つまり役員報酬が申告所得の調整弁として使われているのである。本来であれば、売上や利益計画などにおいて、目標数値を大幅に達成した場合、役員向けのインセンティブとして、役員賞与が支払われてもよいが、一般には、損金不算入という事情のために見送られるケースが多い。昭和型企業役員の動機は、税務申告がその中心にあり、業績拡大にはあまり力点が置かれていないケースが多い。
我々は、企業のゴーイングコンサーンという視座において、たとえ未上場企業であっても、コーポレートガバナンスは重要性であると断言する。現代の非連続時代の経営環境に

おいては、自身の後継を子息に譲ることが、必ずしも企業の安泰につながるとはいいがたい。場合によっては、有能なプロ経営者を集める必要性があるし、ハンズオン型のプライベート・エクイティファンドにブリッジ的に株式を保有してもらう可能性もあるだろう。その際は、自社のガバナンスの取り組みを説明できなければ、ステークホルダーには見向きもされない。当然、プロ経営者やプライベート・エクイティファンドの動機は、企業価値向上である。代表取締役および経営執行部の本来高度な職権権限が企業価値向上以外のことに使われてはならないことは明らかだが、企業価値向上のためとはいえ、消極的な「ディフェンス」型コーポレートガバナンスの範疇に終わってしまっては意味がない。プロ経営者にとどまらず、従来の会社を支えてくれた経営執行部に対しても、企業価値向上へのあくなき挑戦を称える形で、「変動型役員報酬」が設計されてしかるべきである。厳密にいえば、税務上は損金不算入かもしれないが、役員賞与、株式を使ったインセンティブ報酬の利用を検討することは、企業価値向上に対して、決して非合理的ではない。昭和型企業からの脱却に際して、自身の経営方針に理解を示し、自己株式をうまく利用して経営をサポートしてくれる優秀なファンドをパートナーにすることができれば、こうした取り組みは決して不可能ではないだろう。

以下に役員報酬の貢献度を検討する一例を紹介しておく。

評価軸の例

	事業統括役員			管理統括役員		
KPI	対象	比重	評価	対象	比重	評価
売上高	◎	30%	x %	◎	20%	x %
経常利益	◎	30%	x %	◎	20%	x %
当期利益	◎	10%	x %	◎	10%	x %
個人重点目標	◎	30%	x %	◎	50%	x %
合計		100%	x %		100%	x %

最後に、社員持株会の設置も提言しておきたい。非上場企業は、不特定多数の中から株式を公募することはできない。ゆえにステークホルダーの一員として、従業員の存在は重要である。かつてのように、口先だけの「家族経営」による中途半端な拘束関係ではなく、一人一人をプロフェッショナル社員として扱い、双方で成長を楽しむ関係が望まれる。経営者と株主と従業員の目線を「企業価値向上」に合わせるという意味において、「従業員持株会」はとても有効であると思われる。

3. 非上場大企業におけるコーポレートガバナンスのあり方

3.1. 「非上場大企業」の定義と特徴

わが国では GDP 比で諸外国に比べて上場企業数が多く、一般に企業が上場を志向する傾向が見られる。この背景には上場による資金調達以外にも、社会的信用力の補完や従業員採用力の強化に繋がることが頻繁に指摘される他、相続税率が高いことにより株式を一部流動化して納税資金を捻出するために上場が選択される場合もある。しかし、こうした事情にも関わらず非上場を選択し、大企業として成長・発展を遂げている企業も存在する。これらの企業を類型化すると、

① 創業者や創業家の哲学により非上場を是とする企業
② 不動産や伝統工芸など業としての特徴や時間軸の長さから上場企業の開示義務等がそぐわない企業
③ 家族経営を維持することや長期的な経営変革を行うために MBO により株式を非公開化した企業

の 3 種類が代表的なものと言えるだろう。これらの企業は意図して非上場を選択しているが、企業規模が大きいことから多くの従業員や取引先などのステークホルダーを抱えており、企業の持続的発展に対する要請は上場企業同様に大きい。以下では幾つかのヒアリングに基づいてこれらの企業の経営状況を検討し、非上場企業であることのメリットを活かしつつも、上場企業に求められるコーポレートガバナンスをエッセンスとして取り込むことを提言したい。

① 創業者や創業家の哲学により非上場を是とする企業

株式を上場すると不特定多数の少数株主が発生することから、これら弱い立場にある株主の利益を保護することが社会的に求められる。しかし、企業の中にはステークホルダーの優先順位にある種の哲学を持っている場合がある。例えば地域社会に根差すことや、従業員が安定して働けることを重視する場合、これが株主の利益と対立することがありうる。上場企業においてもそれが企業の長期的な利益に結びつく限り取締役会はこれらステークホルダーの期待を保護し、株主に説明を行うことが求められるが、最終的には株価という数字による冷静な判断が下されるため長期的な株価に結びつかない施策を維持することは難しくなる。この点、非上場であれば既存株主が納得し、経営陣を支持する限りは他のステークホルダーの利益を優先することが可能になる。そのために創業者や創業家が多数を保有し続けることや、従業員や地域の取引先企業など保護したいステークホルダーを株主に加えることによって解決することも考えられる。

企業の目的がステークホルダーの幸せを作り出すことだとするならば、経営者にとってはどのようなステークホルダーを幸せにしたいか、顔を思い浮かべながら考えることも有益だろう。そのときに従業員、取引先や地域社会などの顔の見えるステークホルダーが思い浮かぶのはある種必然である。上場し不特定多数の株主を受入れることは、それら株主の資産運用を担うというミッションにコミットすることができるかが問われる。資産運用立国が謳われる今日、それは社会的にも非常に意義のあるミッションである。しかし自らが経営する企業を有価証券という金融商品に替えることでもある。果たして不特定多数の人々の金融資産の増大を図ることが、自身の経営哲学と統合することができるかを考える必要がある。他方で、企業の規模が大きくなればその分多くの資本を必要とし、創業家や従業員等だけでは担いきれなくなる場合がある。そのためには企業の存続のために不特定多数の資本の担い手を必要とするので、当然これらの人々の利益を図る必要がある。今日においては知識・情報の持つ価値が高まり、資本集約的な事業機会が減っているようにも見えるが、同時に半導体やデータセンターなど、新たな巨額投資を必要とする産業も隆盛している。また、資本市場は資金調達のみではなく、既存株主に出口を提供する役割も担う。既存株主が株式の売却を求めれば、知識・情報に立脚する企業でも上場を考える必要が出てくる。自社の立地する事業において現在そして将来求められる資本や、既存株主のニーズをも想定した上で、上場と非上場のどちらを選択するか決める必要がある。

② 不動産や伝統工芸など業としての特徴や時間軸の長さから上場企業の開示義務等がそぐわない企業

上場企業には四半期での業績開示が求められ、更に日本では 3～5 年の中期経営計画を示す企業も多い。また、ガバナンスの根幹として指名・報酬の仕組みを整えることやサクセッションプランを持つことも求められている。しかしこれらは業の特徴として非常に長い時間軸を持つ場合や、同族における一子相伝の技術や精神性が重要視される場合にはそぐわないことが考えられる。

一例として不動産開発業が挙げられる。不動産開発は投資金額が大きく、開発には長期間を要するため、サラリーマン経営者には荷が重く、オーナーがリスクを取るしかないことが考えられる。また、開発に際しては全ての地権者を平等に扱うことが難しいこともあり、上場企業としての説明責任を課されることはかえって開発を困難にしてしまうこともあり得る。その他にも、職人気質の強い集団を率いる場合や、芸術性や嗜好性の強い事業である場合、業績や経歴に基づく後継者指名よりも、幼い頃から技術や伝統に馴染んだ同族に事業を引き継がせたいということもあるだろう。これらの要請を上場企業に求められる責任と両立させることは多分に難しくなっており、非上場であることのメリットの方が勝る可能性もある。

③ 家族経営を維持することや長期的な経営改革を行うために MBO 等により株式を非公開化した企業

わが国では企業が上場する志向が強いため、本来①や②の特徴を持つにも関わらず過去の経緯の中で上場を選択した企業も存在する。しかし、昨今資本市場からの株価や資本コストを意識した経営への要請が高まる中で、MBO やプライベート・エクイティと連携した非公開化を行う企業が増えている。

例えば家族経営を維持するために MBO を行う場合がある。②のような特徴が薄いにしても、代々家族で営んでいた事業を子息に承継したい、また先代の事業を引き継ぎたいという思いは業種や企業規模を問わず存在するものである。しかし、上場し経営者指名の制度を整えると、同族であるからという理由だけで後継者に指名することは難しくなってくる。また、時間が経ち創業家持分が薄まる中で、株主としても役員指名に影響力を持てなくなってきている同族も多く存在する。このような場合に MBO によって同族に持分を集約し、所有と経営を再度一体化させて自ら全権を握って経営を行うことが考えられる。

また長期的な経営改革を行うために株式を非公開化する企業も存在する。本来企業価値を高める経営改革はあらゆる株主にとって歓迎されるはずである。しかし、改革の過程で大きな損失・減損が伴う場合や、改革の不確実性が高い場合、また改革の方向性を説明することが競合への戦略の漏洩に繋がってしまう場合など、上場を維持したままでは行いにくい経営改革も考えられる。さらに、プライベート・エクイティの出資を受けて外部のリソースを活用したい場合や、大胆な株式報酬を発行することで優れた人材を惹きつけたい場合もあるだろう。これらの場合に上場を維持できるだけの大企業であっても株式の非公開化を行うことは有力な選択肢となっている。

非上場大企業が直面しやすい課題

次に、非上場大企業が直面しやすい課題を考えてみたい。大企業であるからには事業は相応に高度化・複雑化しており、高い経営管理能力が求められる。しかしながら非上場大企業においては創業家や創業家に忠信を持つ人物が経営を担っている場合が多く、特定人物への依存度が高い。こうした人物が事故や病気などを理由に後継者を定めることなく経営を去ってしまうと、その後権力基盤が安定せず経営が迷走してしまうことが多い。

また、大企業にもなると相応に資産規模が大きくなり、それは事業資産だけではなく現金、不動産、有価証券、更には社会貢献や地域振興などのために行う副次的事業などの本業とは直接関係しない資産を含むことも多い。不特定多数の株主への説明責任がある場合にはこれら非事業資産の保有には一定の制限がかけられるが、非上場企業では会社の資産と創業家の資産が更に混同されやすくなる。そしてこれら非事業資産の管理・運営に携わる従業員はあたかも創業家の使用人的立場に置かれ、個人としてのキャリア形成との間に

葛藤が生じる場合がある。

これらは企業の競争力にも直結する。大企業である場合製品・サービスの競争においても業界において有意な地位を占めているはずであり、常にそのシェアや売上高を狙われる存在にある。そのときに創業家依存度が高いために経営としての安定性や規律を維持できず、競争力を失ってしまうリスクがある。また、上場企業ならば一般株主が常に競合他社や代替技術との比較を行い、競争力低下の懸念には警告を発する機能を担っているが、非上場企業ではこうしたある種のインテリジェンス機能も弱くなりやすい。そこで企業自らが積極的に外部情報を取り入れなければ、内向きの経営に陥りかねない。

3.2. 非上場大企業へのコーポレートガバナンス提言

ガバナンスによる解決の提言

不特定多数の外部株主を持たないことが経営哲学の維持や、事業の特性を活かした企業発展に繋がると判断したとしても、そのことが経営において外部の目線を取り入れる必要がないことには繋がらない。前項で見た課題に対しては自律と他律両方によって規律を働かせることが有効である。それは取りも直さず非上場大企業の経営者が持つ大きな権力に対する牽制ないしガバナンスの仕組みである。ここでは①ガバナンスの問題を認識し、②形式を整え、③機能として実質化するという三段階に分けて考えたい。

提言１　ガバナンスの必要性に対する認識

経営権を牽制する仕組みが必要であることは企業規模の大小を問わないが、企業規模が大きくなり、経営権が動員できるリソースが大きくなるにつれて、そして経営の隅々まで経営者自らの目が届かなくなるにつれてその必要性は大きくなる。上場企業であれば好むと好まざるとに関わらずコーポレートガバナンス・コードその他の要請によって一定水準以上のガバナンス体制が企業の外側から求められている。これに対して非上場企業においては経営者自らがガバナンスの必要性を認識し、自らの経営権に一定の制約をかけるものであったとしても取り入れてゆく姿勢が求められる。このことの認識は早ければ早いほど良い。経営に対して強い権限を持つ人物自らがガバナンス体制を整えなければ、その人物がいなくなった後には余計に難しくなり、権力が空転しかねない。

非上場企業でも企業理念や長期ビジョンと共にガバナンス方針を定めている場合がある。また、創業家として守るべき取り決めである家憲・家訓の中で企業におけるガバナンスに触れている場合もある。このように、企業として、そして創業家としての永続性を求める中でガバナンスの必要性を認識することが第一段階である。

提言 2　形式の整備
アドバイザリーボードの設置、社外取締役の導入など会社の実情に合った方法で経営監督に「社外の目線」を取り入れると共に、権限規程の整備などによって社内の意思決定過程にも説明責任を求める。

ガバナンスには機関設計や規定などの形式と、それらをどのように運用するかという実質があり、これらは歩調を合わせながら整えなければならない。しかし入り口においては形式の整備から始めることになる可能性が高い。経営の最高意思決定機関は株主総会である。ここに不特定多数の株主は持たないとしても、一定の外部株主を持つことは経営に説明責任をもたらす効果がある。そこで従業員や取引先による株式保有や、株主総会への参加を促すことが考えられる。逆に、会社の経営とは全く関係ない資産は創業家の財産として別会社に分離することも意識してもらいたい。日本の資産管理会社は節税を目的に設立されることが多いが、ファミリー・オフィスとして創業家の資産を管理・運用する組織を設立することも検討に値する。

しかし創業家等の経営を担う株主が株式の太宗を保有する構造には変わりないので、ガバナンスの本丸になるのは取締役会である。そこでの理想は経営への諮問と牽制機能を持つ取締役会を構築することであり、諮問と牽制という意味では社外者の登用が欠かせない。とはいえ、非上場企業の取締役会において一足飛びに社外取締役の動員を進めるのは不協和音も予想されるところであり、まずはアドバイザリーボードを設置し、外部の意見を取り入れる道筋を作ることから始めることが有効な場合もあるだろう。社外監査役を置いている場合も見られるが、監査役だけでは法的適正性など指摘が一部に留まってしまう可能性があるため、幅広い議論を喚起できるような役割を求めることが望ましいだろう。

取締役会によって意思決定プロセスの透明化を図ることと鏡合せとして、取締役会に上がるまでの社内の意思決定プロセスも透明化や合理化を図りたい。これには例えば権限規程を整備することが有効である。非上場企業ではワンマン経営に陥りやすく、経営トップの了承さえ取れば何でもできるということになりやすい。しかし取締役会において経営トップに説明責任を求めるのであれば、その途中においても誰が何を所掌し、誰が誰に対して承認権限を持つのかを定めておきたい。

創業家から経営者を輩出し続けることは難しく、創業家が大株主かつ非執行の取締役という監督者の立場に転じていく場合もある。このときには取締役会の社外過半数など、より実効的に経営を監督できる体制を構築していくことが望ましいだろう。

提言 3　実質の追求
社外者は人物本位の選任を心掛け、開示や社内での対話を通じて社内外にガバナンスの

考え方を共有し、人が替わっても受け継がれる風土を醸成する。

形式を整えたら、その運用を定着させ、全ての役職員が真摯に取り組む文化を醸成してゆきたい。取締役会の機能を実質化させる鍵となるのは社外取締役の人選だろう。上場企業においては社外取締役の設置が義務化されていることから、やむを得ず置く、当たり障りのない人物に依頼するということも散見される。しかし非上場企業においては本来設置義務はないからこそ、より人物本位の選任を心掛けたい。株主構成上も社外取締役が究極的な指名・選解任権を持つことにはならない。そこでこうした権限がなくとも臆せず発言することのできる人物や、経営者とそれだけの信頼関係がある人物が望ましい。

ガバナンスを内外に浸透させるためには、非上場であっても一定の財務報告や情報開示を行うことは有効である。実際に非上場であっても四半期決算の概要や中期経営計画の骨子を開示している企業も存在する。これらは銀行を意識して行われている場合も多いが、開示することによって施策の連続性や、有言実行性を外部から検証されることに繋がる。

こうしたガバナンスの施策や意識を組織の端々にまで行き渡らせるためには経営トップ自らによる従業員との対話が欠かせない。これをタウンミーティングや車座などによって定期的に行い、文化の形成に役立てている企業が存在する。経営トップもやがて交代するが、ガバナンスについての考え方が従業員の中で受け継がれていく風土の醸成が重要である。

小括

このように、企業としての持続的発展を考えたときに取り組むべきガバナンスの施策は、形式においても実質においても実のところ上場企業と非上場企業を分ける必要性はあまりない。経営者が間違える可能性があり、内部者だけではそれに牽制を働かせることが難しい以上、外部の目線を取り入れた経営が重要になる。上場企業においてはこれがややもすれば政府や証券取引所からのお仕着せ型の改革にもなりかねないところであるが、自社の実情やペースに合せて取り入れてゆける点に非上場企業のメリットも存在する。そのように考えて自主的に取り組むことが非上場大企業のガバナンス改革において最も重要だと言えるだろう。

4. 共通軸に関する議論

ここまで、1）スタートアップ企業、（2）昭和型企業、（3）非上場大企業の三類型それぞれにおける現状理解に関する説明及びその課題に対する提言を行なってきた。それぞれの特徴に対する提言を行うことで、より訴求力のある提言としてまとまったと自負している。しかしながら、当委員会において議論の中心となっていたものはより本質的な企業経

営に関することであり、上場企業もその対象となりうる内容であった。
テーマとしてまとめると、以下の３つに集約される

① 企業は誰のものか：企業を公器と捉え、経営者個人の私物化を防ぐ。
② 形式主義 vs 実質主義：形骸化を避け、実質的に機能する制度を設計する。
③ 文化と制度の調和：理念や文化を尊重しつつ、制度に落とし込むことで持続可能な統治を実現する。

「会社は誰のものか」という抽象度の高いテーマは、コーポレートガバナンスにおいて根源的なものであり、ステークホルダー全てに対する責任を負うための経営的な意識を経営者にどのように教育し、醸成させるか、というテーマにもつながる。この点に関しては、日本社会における一般的な経営者教育の不足、昭和型企業の章でも論じられた経営者に対する指導者の不足などもその根本的な原因であると考えられる。特にオーナー企業における経営において、ガバナンスは経営者の個人判断に依存しやすく、組織的意思決定やリスク管理が後回しになることが多い。そのため家業になりやすく、企業への意識転換を図る必要がある。
そのために、経営者育成や事業承継の機会に、ガバナンス教育を強化すること、また未上場企業においては、中小企業診断士や商工会議所等と連携したセミナーや認証制度を設けることで、「企業化」意識の醸成を図る必要がある。加えて中小企業庁等の支援を通じて、段階的な導入ステップ（例：月１回の経営会議体制、業績評価制度の導入など）を明示した「ガバナンス導入ガイドライン」の作成・普及も提案したい。特に、日本では今後 10 年で中小企業の多くが事業承継期を迎えるが、経営権と所有権の分離がなされず、混乱のリスクも高い。そのために例えば、事業承継税制の適用条件に「基本的なガバナンス体制の整備（定款整備、取締役会の実施記録など)」を含め、承継のタイミングをガバナンス見直しの契機とすることも考えられる。
次に、「形式主義 vs 実質主義」というテーマでは、上場企業におけるコーポレートガバナンス上の数々の不祥事を鑑み、実質的にコーポレートガバナンスを機能させるためにはどのようなことが必要になってくるか、議論を行った。実施的に機能させるためには、やはり経営者に対する教育が不可欠であるが、その内容について言及したい。特に上場企業においては、理想的なコーポレートガバナンスのあり方を教育し、ガイドラインやプロセスのインプットを行うのではなく、コーポレートガバナンスの不足により起きた不祥事から学ぶことである。危機感を煽ることで、真剣にガバナンスを考えるための環境が必要であると考える。また、未上場企業は、まず形式から始める必要がある。未上場企業は社外取締役や監査役を置く義務がないため、意思決定が閉鎖的になりやすい。そのため、任意の社外取締役制度の導入、例えば、地域金融機関 OB や業界経験者などを登用することで、経営の透明性と健全性を高めることを提案したい。また、アドバイザリーボードの設置も

有効であると考える。法的拘束力は持たずとも、戦略やリスクマネジメントに助言を得られる体制を整備することもガバナンス強化につながる。
最後の「文化と制度の調和」についてであるが、企業理念や企業文化をどのように尊重し、継続するか。これは日本に多く存在する老舗企業（創業から 100 年以上）や長寿企業（創業から 200 年以上）から学ぶことができる。帝国データバンクによると、日本には 100 年以上の企業が約 38,000 社、200 年以上が 3,000 社以上あるとされる。ファミリービジネスの分析において一般的に使用されるスリーサークルモデルでは、「所有」、「家族」、「経営」の 3 つの視点からアプローチを行う。長寿企業の経営を鑑みるに、創業の理念、経営哲学、価値観を継続しつつ、その時々の時代に応じた戦略で事業そのものを変化させていることが永続経営の根幹であると考える。例えば、にんべん（1699 年創業）のような長寿企業は、鰹節の販売から　だしパック・調味料 を開発し、現在はデリカテッセン事業も展開している。また、老舗企業には戦前は卸問屋であった会社が、戦後は不動産会社へ転じたり、高度成長期時代に業態を変化させた企業は多い。その中で、経営理念につながる「創業精神を生かす経営」と地域密着（地域貢献、非財務価値重視）を重視している企業は制度の充実よりも文化の充実を徹底することでガバナンスを徹底させている。

5. コーポレートガバナンスの本質：未上場企業を超えて

法人企業とは人間社会が作り出した人工物である。一般に人工物には必ず目的があり、人間にとって役に立たないか害悪を生む存在になった場合には、存在を許されない。このとき、株式会社制度に代表される法人企業（株式会社、合資会社、合同会社、合名会社など）は経済活動を通じて社会貢献をおこなうという目的のために生まれている。そのため、この目的を果たせないか社会に悪影響を及ぼすようであれば、法人企業は存在を許されないということになるだろう。会社法をはじめとする様々な法律は、「社会にとって価値がある限り」法人が人間のようにふるまうことを許している。社会にとって価値を生まない法人は、法人格を否認されたり解散命令を受けるわけである。

それでは、人間社会が経済活動の活性化のために法人企業という人工物を生み出した理由は何か。それは、「社会における遊休資本（事業に資する資源でありながら未利用のもの）を経営の意志を持つ者のもとに効果的・効率的に収集・活用して、大規模経営を可能にする」という目的のためは、①有限責任（ただし持分会社には無限責任社員が存在する場合がある）、②法人格、③株式の譲渡自由、④確定資本などの要件を組み合わせる必要があったためである。これにより、経営者の責任と資本家の責任を限定しつつ、法人としての経営の永続性を担保しすることで株式譲渡と配当を通じて資本家の利益を確定させ、資本金その他によって債権者の保護もおこなうことで、経営者・資本家・債権者の利害という一見不可能な三位一体を実現したのである。

ようするに、世の中に現存する法人企業は、①社会から事業を成り立たせるための資源を集め、②それらを一定のやり方で組み立て、③社会に価値あるものを創造・提供していなければいけない。法人企業とは社会から何らかの資源を効果的・効率的に預かるために生まれた人工的な制度なのである。法人企業は従業員から労働力を、資本家から資本を、債権者から借入金を、社会から信認を預かることで、大規模経営の可能性を開いている。

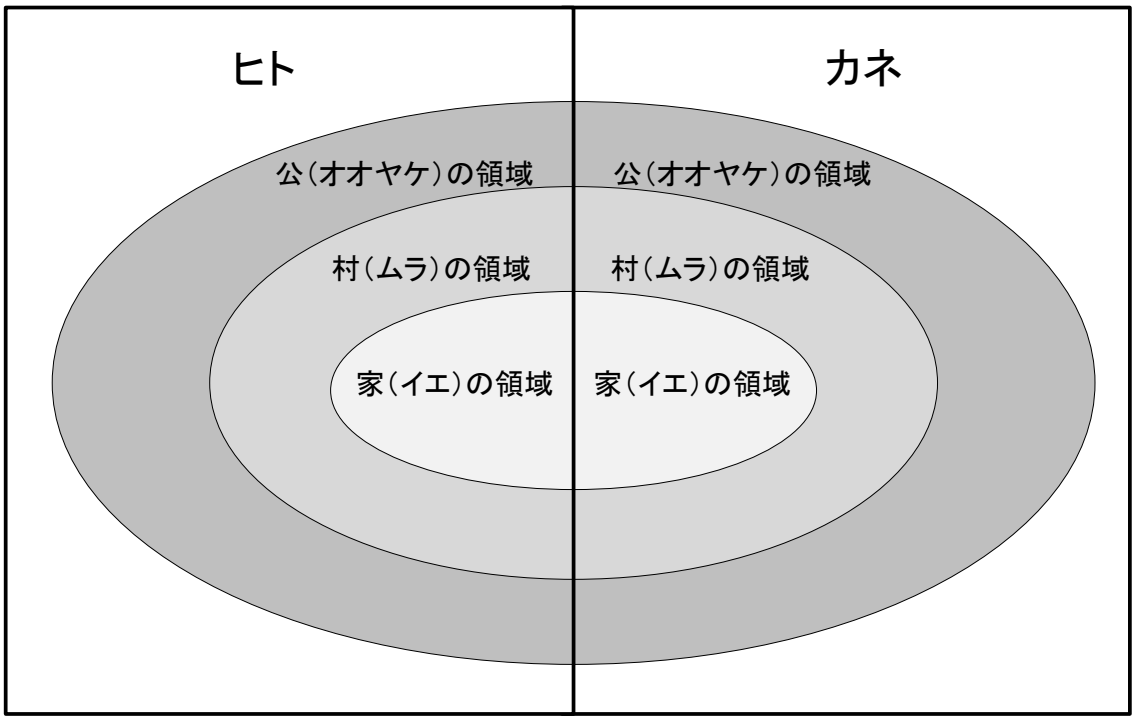
この点がコーポレートガバナンスの根幹となる。法人企業は社会からヒト・モノ・カネといった資源を預かっており、人間関係における常識・良識と一致するように「誰かから何かを預かっているなら、それに目を配る責任が発生する」。だからこそ、資源に目を配る＝統治する（govern、governance）必要がある。こうした背景から、公的機関は様々な規範や制度によって一定の「資源への目の配り方」を法人に求めているといえる。

法人企業で働く個人もまた、自分自身（ヒト）という資源を組織に預けており、将来の退職金や未払い給与といった金銭的な債権を組織に対して持っており、年金基金や従業員持株会を通じて株式に投資している。労働者は法人に対する資源の拠出者でもある。

このとき、未上場企業は、上場企業とは「社会から経営資源を預かる」あり方に相違が存在する。この差異が伝統と革新を両立する長期的視野での経営といった強みにもなると同時に、一歩間違えれば法人企業（会社）の私物化といった弱みにもつながる。もちろん、上場企業においても法人企業の私物化の事例は散見される社会問題であるものの、上場企業においては株主、監査法人、証券会社、証券取引所、金融庁といったチェック機能が非上場企業よりは豊富である。そのため、非上場企業における私物化は際限がなくなるという危険性をはらんでいる。

企業には大きく分けてヒトとカネという資源が存在する。そして、典型的には家（イエ）の領域でのヒトとカネを用いて事業が生まれる。

このとき、たとえば不動産投資会社などであれば、ヒトはあくまで家の範囲にとどめた一族経営のまま、地縁血縁関係から資金をかき集める村（ムラ）の領域を超えて、やがて銀行等を通じた大規模な借り入れをおこなうことでカネのみを公（オオヤケ）の領域から調達することがあり得る。反対に、たとえば建設会社などであれば、資本は血族の家の領域にとどめた無借金経営のまま、雇い入れるヒトが家→村→公へと大規模化していくことがあり得る。



［非上場企業のコーポレートガバナンス・グラデーション　出所：筆者作成。］

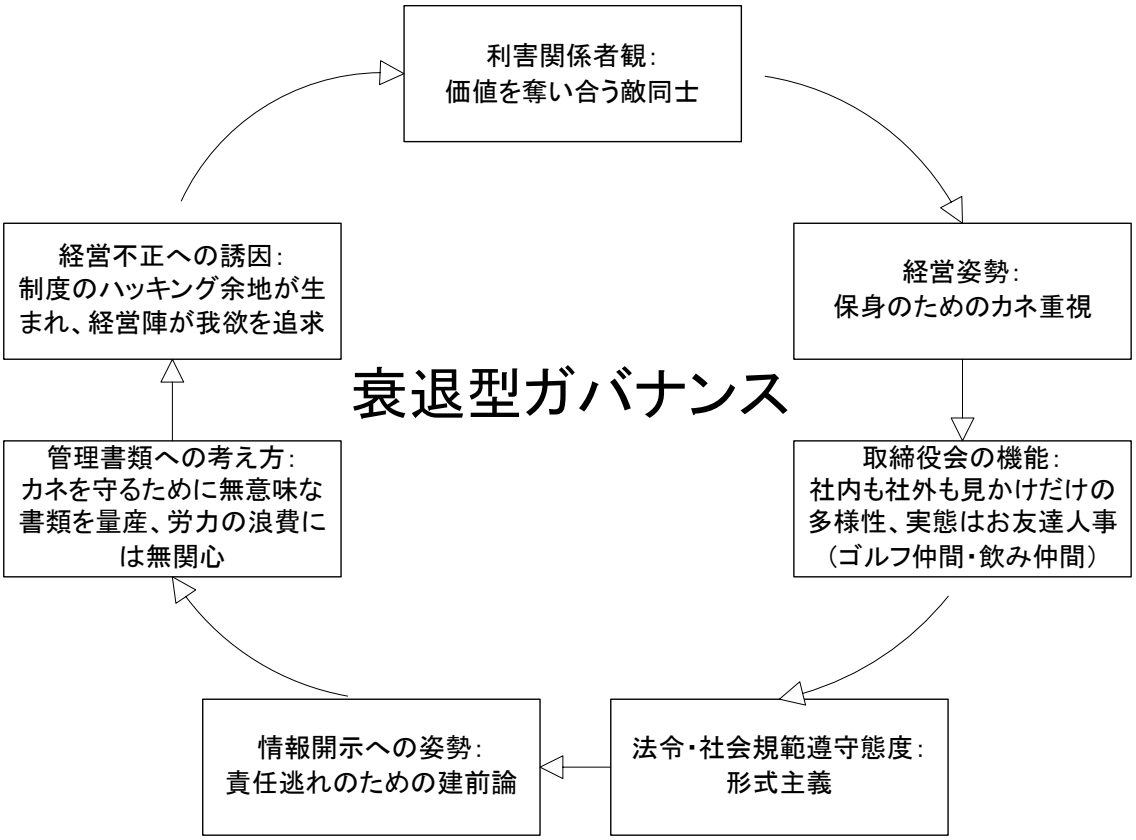
このように、非上場企業は経営者が気付かないうちに公（オオヤケ）の存在になっていたということもありうる。これを表現するのが上図である。逆にいえば、非上場企業であっても自主的に公のガバナンスを先んじて整備することで、他社に先駆けてヒトとカネという経営資源を大規模に集めることもできるだろう。

もちろん、法人の種類や社会情勢や時代によって、どのような資源を重視されるかには変化が生まれる。たとえば、医療法人や弁護士法人のような専門家組織では、パートナーシップに基づいたヒト重視のガバナンスの傾向が強くなる。また、事業資金の主な出し手が銀行から株式市場へと変化するにつれて、債権者重視から株主重視へとガバナンスの重点も移ってきた。インフレ下でカネに対してヒトの重要性が相対的に上がった現代では、人的資本会計などのヒト重視のガバナンスが力を持ってきている。

このように考えると、社会におけるすべての人がコーポレートガバナンスと無縁ではない。自分たちの労働力、未払い給与、年金、株式などを法人に預けていると意識すれば、当然ながら法人にはそれらの有効活用が強く求められることになる。だからこそ前述の①資源の集め方、②組み立て方（ビジネスモデル）、③価値創造のそれぞれに規律が必要となる。

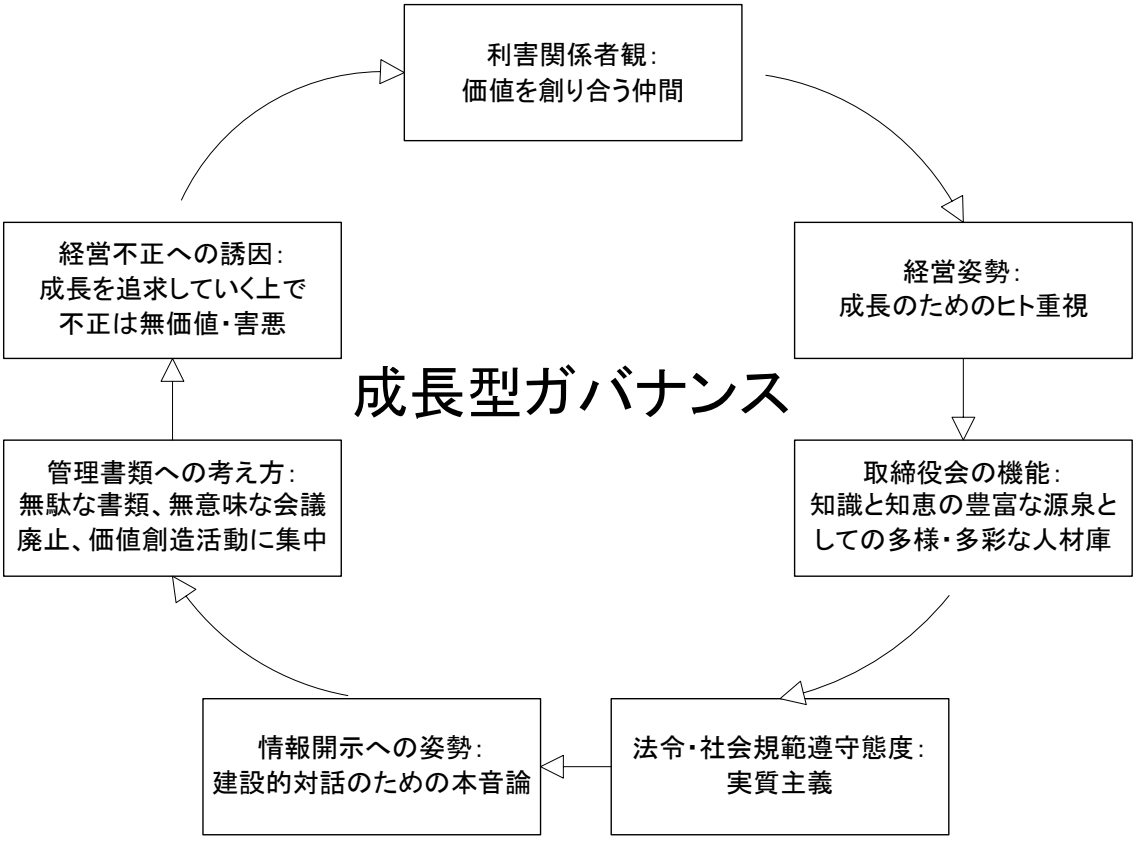
ただし、コーポレートガバナンスは形式だけでは生産性の高い経営の阻害要因とすらなりうる。下図のように、形式のみの「衰退型ガバナンス」は自己強化ループを持つ。その出発点は、価値を奪い合う競争相手としての利害関係者観である。世の中の価値は有限だと思えば、経営者にとって利害関係者は潜在的な敵である。だから、保身のためにも会社

にカネを貯めこみ、取締役会を同質的な仲間で固め、制度をハッキングすることが正解になる。社会から経営者への不信感と締め付けは募り、利害関係者は価値を奪い合う相手だという信念が強化されるのである。



［衰退型ガバナンス　出所：筆者作成。］

こうした状況から脱するには、出発点を正反対にする必要がある。すなわち、資源は有限でも価値は無限に創造しうるという前提から、利害関係者を「価値を創り合う共創相手」と定義し直すのである。出発点が変われば、そこからの帰結もすべて反対になる。これが成長型ガバナンスである。



［成長型ガバナンス　出所：筆者作成。］

このとき、本提言では成長型ガバナンスに関してひとつの提案をおこないたい。それは「大株主でかつ取締役でもある個人は、株主総会において役員選任解任の議決権を持たないようにする」という自己規制である。これは、非上場企業であっても上場企業であっても、会社私物化の危険性を大幅に削減し成長型ガバナンスを可能にすると考えられる。

6. おわりに

未上場企業におけるガバナンスは、単に法令遵守の問題ではなく、企業が持続的に成長し、社会的責任を果たすための基盤である。スタートアップ企業、昭和型企業、非上場大企業のいずれにおいても、ガバナンス強化は企業価値向上と信頼の獲得につながる。本提言書が、未上場企業の健全な発展に資することを願う。

(本件に関するお問い合わせ)
一般社団法人 日本取締役協会　03-5425-2861

【別紙】スタートアップ企業向け

ミニマムコーポレートガバナンスチェックリスト

① 組織・意思決定体制

チェック項目	状況（✓ / ✗）
経営トップ以外が重要な意思決定に関与できる体制を整備しているか	
経営会議等を定期開催し、議事録を作成・共有しているか	
株主間契約等に記載された権利義務を定期的に確認・履行しているか	

②内部統制・コンプライアンス

チェック項目	状況（✓ / ✗）
会計の基本ルールを定め、財務三表を月次でレビューし、資金の出納を適正に管理しているか	
締結した主要契約（業務委託契約、雇用契約、知財関連契約）をすぐに閲覧できる体制を整備しているか	
弁護士・会計士・社労士等、外部専門家の相談窓口を確保しているか	

③情報開示・透明性

チェック項目	状況（✓ / ✗）
情報開示に関するポリシー（ファクトレビューのフロー・開示範囲・タイミング他）を定めているか	
主要株主との間において、情報共有ルールを設けているか	

④人材・報酬制度

チェック項目	状況（✓ / ✗）
経営陣（取締役・執行をリードする Chief 職）の選解任・役員報酬・ストックオプション等の株式報酬を承認または否認する体制を整備しているか	
経営陣（取締役・執行をリードする Chief 職）の評価・育成の仕組みを持っているか	
労務・ハラスメントに関する最低限の規程を整備しているか	