

商工金融

巻頭言	中小企業における人工知能(AI)利用と社会的責任／藤本昌代1
論文	事業承継手法としてのサーチファンド／根岸 剛・森口文博・吉村典久4
論文	大企業論としてのコーポレート・ガバナンス論が中小企業のガバナンスを考える際に どのような点が参考となるか?／今西宏次26
論文	ESG への取り組みが非上場企業の財務と持続可能性に与える影響 ／中本浩喜・根本直子45
中小企業の目	会社設立半世紀を迎えるにあたって、変化対応を目指す／丹藤昭文72
論壇	実効力のあるファミリーガバナンスを巡って／階戸照雄74
現場の視点	墨田区における後継者・若手経営者育成(フロンティアすみだ塾)76
経済	日本の経済展望(2025年6月)／青木 剛80
STREAM	出生数と外国人増加数／中谷京子89

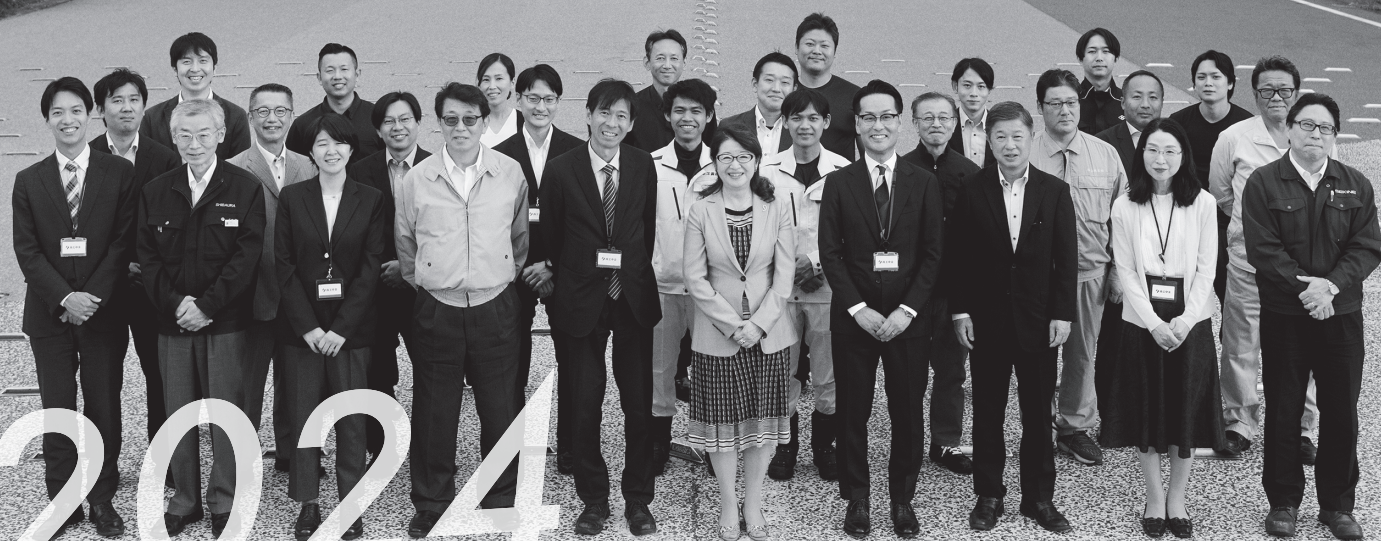
1979



変わるあなたを、変わらず支える。

この国の経済成長を支えてきた、浦安鉄鋼団地協同組合。商工中金は50年以上にわたりこの組合をサポートし、時代の変化とともに乗り越えてきました。社会が大きく変わっていく今、鉄鋼業界も変わらなければならない。鋼材の付加価値を高める。後継者問題に向き合う。新たな顧客と出会う。時代の節目に立つ中小企業組合や企業の皆さまとともに商工中金も挑みつけます。

2024



企業の未来を支えていく。日本を変化につよくする。  商工中金

本店

〒104-0028 東京都中央区八重洲2丁目10番17号

<https://www.shokochukin.co.jp/>



中小企業における人工知能(AI)利用と社会的責任

藤 本 昌 代
(同志社大学)
(社会学部教授)



現在、人工知能（Artificial Intelligence, AI）は多くの人々に使われている。仕事の効率化のためにAIが用いられる時、アメリカでは人々の雇用を脅かす存在として「AIに仕事が奪われる」という議論が起こった（Frey and Osborne 2017）。また欧州各国ではAIと人間の働き方について社会的、倫理的問題など多くの議論が起こっている（OECD 2024）。しかし、日本の場合、労働者の高齢化と若年労働者の人口減から深刻な労働力不足に陥っているため、AI、ロボット、その他の自動化技術によって効率化が図られても、アメリカのような大量の失業の心配はされていない（藤本 2024）。むしろ、少ない労働力で作業が成立する自動化技術への期待が大きい（藤本 2025, 藤本・池田・郭 2025）。さらに、日本政府は国際的に後れを取っているAIの開発・利用強化に取り組んでおり、補助金制度、AI利用のガイドライン作成などの推奨政策に注力している（総務省 2017, 経済産業省 2024）。

私たちはOECDのGlobal Partnership on Artificial Intelligence (GPAI) のFuture of Work (FoW) の日本調査チームとして従事して、今年で5年目になる（藤本チームは日本調査の約半数を担っている）。政府のAI利用推奨政策は2017年頃から特に注力されてきたが、私たちが調査を始めた2021年頃はAIを開発・利用していることを隠したがる企業や組織が少なくなかった。しかし、2023年春、Chat GPTがブームを巻き起こすと、民間、公的機関を問わず、AIを開発・利用していることを誇示する組織が増えた。現在は民間だけでなく、多くの地方自治体がAI利用によって業務の効率化を試みている（藤本 2024）。以下では調査結果のうち、「労働力不足の補完」「効率化」を目的にAI利用されている事例を挙げ、今後のAI利用に関わる問題について述べる。

労働力不足の現場では、「労働力の高齢化」「知識・技能の後継者不足」「低労働条件による低定着率」のためにAI、自動化技術が用いられていた。たとえば、農業や漁業は他の産業より高齢者率が高く、毎年、廃業する所が後を絶たない。そこで、ある農家では、大学の小さな研究室によるAIとIoTによる比較的廉価で利用できる技術を用いた自動灌水制御システムによって、可販率の高いトマトが作られ、少人数の従事者で製造できるしくみが形成されていた。また、魚類の養殖産業でも、AIをトレーニングし、魚体認知度を高めたことによって、魚体数の計測に必要な従事者数を削減でき、その担当者を別の過重労働の現場に再配置できた例がある。そして、高齢の職人の知識・技能の継承者が見つからず、消失の危機に直面している製造業や建築業では、ベテランが引退する前にAIに学習させるべく、できうる限り、電子データ化して蓄積することに注力されていた。労働者の定着率の低さで苦しむ運輸業では、AIやロボットにより、作業軽減が図られ、重労働が改善されることで従業員の定着率が高まっていた。他にも社会福祉業では、高齢者のケアにおける夜間の徘徊や便失禁を未然に防ぐためにAIがセンサー情報を分析することで、ケア担当者の省人化と共に、被ケア者も失敗せずに人格が尊重される

生活が目指される例が見られた。他にもコンテンツ産業では、クライアントから厳しい納期を迫られる中、従業員のワークライフバランスを守るために10種類のAIを駆使していた。人力での丁寧な作業と効率のバランスを考慮し、苦渋の選択をしている所、積極的に行っている所などがあつた。これらのことから、労働力不足の事例にはAIを利用することで、日本の中小零細企業への支援的可能性が大きいことがうかがえた。

効率化の利用例には、従来、事務職が行っていた繰り返し作業やチェック機能などに従来の機械学習AIで処理を行い、生成AIには専門的情報、論文などを学習させ、アイデアのヒント、需要予測、医療画像処理など、使用者がAIの提案の正否を判断できる知識をもった上で、より高度な回答を求める作業に用いられていた。ただし、専門職の仕事の中には、作業の効率化がフリーランスの大卒女性たちが多い仕事（文字起こし業、翻訳業、速記業など）の減少にもつながっていた（藤本 2024,2025; 郭 2025）。

AIを提供するアメリカのビッグテックなど大手企業および関連企業は、データのセキュリティ、倫理的、偏見などの社会的問題等に巨大予算と人員を配置し、リスク管理やさらなる問題への対応をしている。これらのビッグテックのサービスは廉価で提供されており、特にベンチャー企業にはより支援的にサービスが提供されている。ベンチャーはこれらのサービスを使いながら事業を進めていくため、ビッグテックのサービスなしには事業が成立しない状況となり、結果としてビッグテックのシステムの普及に貢献することになっている。その中で、日本の社会的・文化的文脈を学習した日本製のAIは十分普及しているとは言い難い。また、欧州では人の権利、働きがいなどの問題を重視し、AI原則、責任あるAIについての議論が活発であり、倫理問題を議論するセンターが次々と設立されている（藤本 2025）。日本でもAIセーフティ・インスティテュート (AISI)が2024年に発足しているが、言い換えると、まだ、昨年度に発足したばかりとも言える。

中小企業にとって効率化は事業継続に重要な問題であり、AI利用は大いに役立つだろう。しかし、2025年度には次世代のAIにより、さらに多くの仕事が代替されるという予測がなされており、すでに、効率的なことだけに注目する時期は終わり、社会的責任を果たすAIの利用に関する取り組みが急がれる時期に来ている。今後、中小企業にもAI利用者として、効率性を享受するだけでなく、AIリテラシー、規制、社会的問題への対応が求められるだろう。

【参考文献】

- Frey, C. B., & Osborne, M. A.,2017, “The future of employment: How susceptible are jobs to computerisation?,” Technological forecasting and social change, 114:254-280.
- 藤本昌代, 2023, 「職場へのAI導入の必要性和ジレンマ:GPAI・2021年・2022年調査から」『年報 科学・技術・社会』 32: 31-56.
- , 2024, 「人口減少社会における自動化技術と仕事との関係—AI利用事例調査より —」『特集：人口減少社会における労働・社会保障問題』『日本労働研究雑誌』 768: 70-80.
- , 2025, 「AI 利用・開発組織における仕事の変化に対する構造的・制度的要因—GPAI・FoWの2024年度日本事例調査および4年間の調査概要—」『同志社社会学研究』 29号:25-45.
- 藤本昌代・池田梨恵子・郭文静, 2025, 「AI 利用・開発による技能, 知識の継承・移転・変容 —後継者不足対策と効率化推進の職場調査より—」『社会科学』 54(4):101-127.
- 郭文静, 2025, 「翻訳業界におけるAI 翻訳導入の課題とジレンマ—2024 年に翻訳業社の調査事例より—」『同志社社会学研究』 29: 87-109.
- 経済産業省, 2024, 「AI事業者ガイドライン」(2025年4月6日取得 (<https://www.meti.go.jp/press/2024/04/20240419004/20240419004-1.pdf>)).
- OECD, 2024, 「OECDの法的文書(2024年改訂版)」(2025年4月6日取得, <https://legalinstruments.oecd.org/en/instruments/OECD-LEGAL-0449>)
- 総務省, 2017, 『AIネットワーク推進会議報告書』 (2025年4月6日取得, https://www.soumu.go.jp/main_content/000499624.pdf).

目次

巻頭言	中小企業における人工知能（AI）利用と社会的責任 同志社大学社会学部教授 藤本昌代 …1
論文	事業承継手法としてのサーチファンド —中小企業の「攻め」のコーポレート・ガバナンスの観点から— 株式会社ヘルスケア・フィット取締役 根岸 剛 京都産業大学経営学部助教 森口文 博 関西学院大学専門職大学院経営戦略研究科教授 吉村典久 …4
論文	大企業論としてのコーポレート・ガバナンス論が中小企業の ガバナンスを考える際にどのような点が参考となるか？ 同志社大学商学部教授 今西宏次 …26
論文	ESGへの取り組みが非上場企業の財務と持続可能性に 与える影響 —COVID-19ショック下の財務パフォーマンス分析— 商工中金産業戦略部オフィサー 中本浩喜 早稲田大学大学院経営管理研究科教授 根本直子 …45
中小企業の日	会社設立半世紀を迎えるにあたって、変化対応を目指す 株式会社丹藤代表取締役 丹藤昭文 …72
論壇	実効力のあるファミリーガバナンスを巡って 日本大学元教授 階戸照雄 …74
現場の視点	墨田区における後継者・若手経営者育成 （フロンティアすみだ塾） 運営主体：すみだ次世代経営研究協議会 支援機関：東京都墨田区産業観光部経営支援課 …76
経済	日本の経済展望（2025年6月） 商工総合研究所専務理事 青木 剛 …80
STREAM	出生数と外国人増加数 商工総合研究所主任研究員 中谷京子 …89

事業承継手法としてのサーチファンド

—中小企業の「攻め」のコーポレート・ガバナンスの観点から—



根 岸 剛
(株式会社ヘルスケア・フット
取締役)



森 口 文 博
(京 都 産 業 大 学)
(経 営 学 部 助 教)



吉 村 典 久
(関西学院大学専門職大学院)
(経営戦略研究科教授)

< 要 旨 >

コーポレート・ガバナンス（企業統治）の問題は、従来企業経営上の意思決定の透明性や公平性の確保、企業不祥事の防止などの「守り」の側面が取り上げられてきた。本稿では、その取り上げに比較して、これまで焦点があたることが少なかったコーポレート・ガバナンスの「攻め」の側面、その中でも特に企業の収益力強化に繋がる経営者の任命、事業承継に注目する。中小企業にとって、経営者の存在は収益を左右する決定的に重要な要因であり、経営者の入れ替えをいかに適切に行うかは、「攻め」のガバナンスの核であると言えよう。

昨今、日本では中小企業の後継者不足が課題となっている。中小企業が事業承継を検討するにあたり、取り得る経営手法は複数存在するが、昨今注目を集めているのが中小M&A（Mergers & Acquisitions）である。本稿では、その中でも新たな手法として注目されているサーチファンドを通じた仕組みを取り上げ、その現状と実態を調査した。

サーチファンドは、後継者不在の中小企業と起業を志す経営者候補となる個人をマッチングし、サーチャーと呼ばれる経営者候補が企業を探索し、買収・経営に携わる手法である。この仕組みでは、サーチャーが企業を探索する活動（サーチ活動）をするタイミングとサーチした企業を買収するタイミングの2段階で投資家からの出資が行われる。サーチャーは投資家からの支援を受けながら企業価値を向上させ、最終的にIPO（Initial Public Offering）やM&Aなどによる出口戦略を通じて、投資家はキャピタルゲインを得るという仕組みである。

調査の結果、中小M&Aと共通する点、相違する特徴など、サーチファンドの現状と仕組みを整理することができた。サーチファンドの認知度が高まり、事業承継の選択肢の一つとして普及することで、事業承継問題の解決を通じた地域経済の活性化策が期待できる。一方で、事業承継後の出口戦略に関する課題も見いだされた。サーチャーを支援する投資家にとっては、投資リターンを得ることが主目的となる。そのため、支援期間終了後に、当初計画していた出口を迎えられない場合の対応のあり方は今後注目すべき点である。日本でのサーチファンドは、普及の初期段階にあり、さらなる事例の創出が望まれる。また、中長期的な視点では、今後事業承継したサーチャーを分析することにより、出口戦略のあり方にも注目することが望まれる。

目 次

1. はじめに
 - 1.1 小論の目的
 - 1.2 小論の位置づけ
ー事業承継に関わる議論におけるー
 2. サーチファンドとは
 - 2.1 仕組み
 - 2.2 先行研究
 - 2.3 日本におけるサーチファンドの現状
 3. 研究の枠組み
 - 3.1 調査対象
 - 3.2 調査方法
 - 3.3 分析手順
 4. 分析結果
 - 4.1 『サーチファンドの基本的特質』
 - 4.2 『承継企業の受容性に影響を与える要素』
 - 4.3 『アントレプレナーシップの発露』
 - 4.4 『ファンド事業者がサーチファンド稼働に影響を与える要素』
 5. 考察
 - 5.1 サーチファンドの事業承継の視点
 - 5.2 M & Aとの類似点・相違点
 - 5.3 ファンド支援期間終了後の対応
 - 5.4 サチャーのアントレプレナーシップ発揮に繋がる要素
 6. おわりに
 - 6.1 本研究の含意
 - 6.2 限界及び今後の展望
- 謝辞
参考文献

1. はじめに¹

1.1 小論の目的

この小論で取り上げるのは、中小企業を対象としたコーポレート・ガバナンスの問題である。多様な定義が提出されているが、小論では「株式会社（コーポレーション）がより『よく経営』されるようにするための諸活動とその枠組み作り（加護野・吉村、2010、2頁）」あるいは「『誰が会長、社長、CEO（最高経営責任者）、COO（最高執行責任者）などの最高責任者を選び、そのパフォーマンスを誰が評価して、どういう答で、そしてどういう手続きで追い出せるか（ドーア、2006、2頁）』に関わる、よりよい企業経

営が執行されるようにするための方法、制度と慣行（加護野・吉村、2010、3頁）」とする。定義におけるキーワードである「よく経営」「よりよい企業経営」の姿を一義的に述べることは困難である。ただし、いわゆる「守りのガバナンス」に関しては、企業経営上の意思決定の透明性や公平性の確保、企業不祥事の防止、くわえて、いわゆる「法令遵守」の枠を超えて、広く「社会」が企業活動に求める諸点への対応があげられよう。また「攻めのガバナンス」では、企業の収益力の強化があげられよう。

こうしたガバナンスの問題については、「非上場企業、ないし中小企業のコーポレート・ガバナンスには、あまり関心が向けてこられなか

¹ 筆者らは、関西学院大学専門職大学院経営戦略研究科の在学生、修了生、教員が集う「IBA研究フォーラム」の研究会として「IBAサーチファンド研究会」を立ち上げ、わが国におけるサーチファンドの普及・発展に寄与する研究をしている。今後も継続して、わが国でのサーチファンドの発展過程をフォローしていく予定である。

った（小塚、2018、44頁）」との指摘は事実であろう。ただし中小企業であっても、「組織として永続していくためには、やはりガバナンスを考えなければならない（小塚、2018、44頁）」存在であることも確かである。執筆者の1人はこうした観点からすでに本誌にて（吉村、2022）、「守り」の側面の重要性に関する小論を発表してきた。

今回の小論では、企業の収益力の強化につながる「攻め」の側面に焦点を当てる。そして特に、企業の収益力の強化の土台となる「最高責任者」たる経営者の任命、中小企業の事業承継の側面に注目する。すでに周知のように、多くの中小企業が新たな経営者の確保に難儀している（日本政策金融公庫総合研究所、2020a；2020b）。こうした難儀への対応として小論では、「サーチファンド」と呼ばれる手法に注目する。このサーチファンドとは、経営者を志す社外の人物と後継者不在の中小企業とのマッチングを行い、当該個人がその企業を買収し経営者となる手法である。小論の目的は、この新たな手法であるサーチファンドの特徴や今後の展望を紹介することである。

1.2 小論の位置づけ

―事業承継に関わる議論における―

吉村（2022）でも指摘したように、中小企業の事業承継に関わる議論は過去、法律の研究者や弁護士・公認会計士・税理士といった「士」業の観点から、経営者の家産形成・維持の観点からのものが大半であった。しかしながら2000年代に入り、後継者不足、事業承継難の現実を背景にして、中小企業政策のなかで承

継難の問題が本格的に論じられることとなる（安田、2013、2021；佐藤、2018）。例えば、中小企業庁の事業承継・第二創業研究会の『事業体の継続・発展のために－中間報告－』（2001年8月・取りまとめ）がある。ここでは「事業体の維持・発展の観点からは、既存の事業体が、従前の事業を円滑に維持すること（狭義の事業承継）のみならず、新たな技術や市場に進出して事業を大きく発展・変革させること（第二創業）も極めて重要である（32頁）」としたうえで、政策的対応の方向性として「第二創業は、これを積極的に支援していくべきであると考え（35頁）」と主張されている。それまで税制面に偏っていた政策的対応の修正が求められるだけでなく、政策的に「攻め」の承継までの対応が指摘されたのである。

くわえて近年、経営戦略論や組織論などの経営学の観点から事業承継のあり方が活発に論じられるようになった。そこでは、経営者の入れ替えにともなって企業活動を営むに必要な「ヒト・モノ・カネ・情報」が次世代に承継され、承継に取り組んだ企業が新たな経営者のリーダーシップのもとで継続的に成長・発展をいかに成し遂げてきたのか、いるのか、そしていくべきかが検討されている（落合、2016；2019；日本政策金融公庫総合研究所、2020a；2020b；山田、2020；堀越、2021）。

こうした動きの中で、中小企業が取り得る経営手法として注目が集まり始め、そして注目を集め続けているのが中小M&A（Mergers & Acquisitions）である。政策的には例えば、2000年代に入ると中小企業庁は初の取り組みとしてのM&Aマッチングサポート事業など、

複数の中小M&Aの政策が展開されることとなる（佐藤、2021）。現在も、その円滑化を目指した取り組みは継続されている。こうした中小M&Aに関しては、中小M&Aを専らとする仲介会社の設立も1990年代に相次ぐこととなる。そこでは当初、増加する後継者不在の問題が主たる背景となっていた（古瀬、2011）。その後、例えば「ロールアップ型連続M&A」と呼ばれる手法なども含め（上野、2023）、より「攻め」の手法として中小M&Aへの注目が続いている（MAREC、2024）。

「狭義の事業承継」や「攻め」としての「第二創業」が求められ、それらを実現する手法として中小M&Aが注目されているのが現在である。小論では、こうした背景を踏まえ、日本における新たな中小M&Aの手法として、サーチファンドに注目するものである。

2. サーチファンドとは

2.1 仕組み

近年、第三者承継の方策として、経営者を志す社外の人物を後継者不在の中小企業とマッチングを行い、当該個人がその企業を買収し経営者となる、買収起業が注目されている。海外で

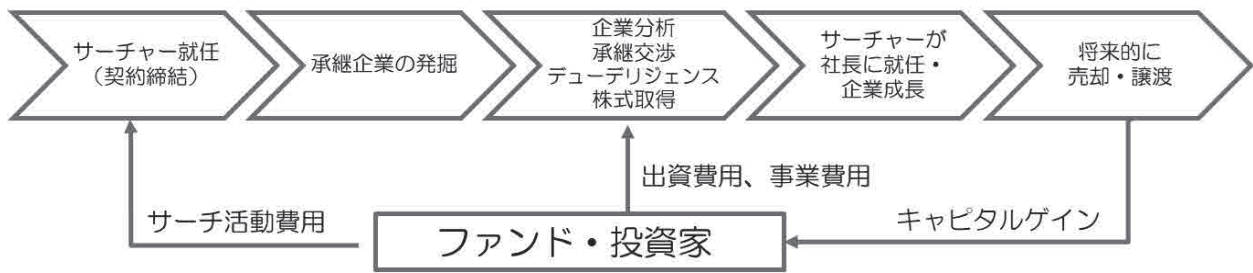
は新たな経営者を生み出す手法として約40年の歴史がある。創業済の企業を受け継ぐ形で起業することを欧米では「Entrepreneurship through acquisition」と呼び、日本では、買収型起業や買収起業と訳される。

買収起業の中心的手法がサーチファンドである（Johnson, 2014）。サーチファンドとは、経営者を志す個人を軸に投資する事業投資・事業承継手法である²（図1）。サーチファンドに取り組む経営者候補はサーチャーと呼ばれ、自らが主導的に経営者になりたい中小企業を探索（サーチ）し、企業を買収を行い、経営に携わることになる。この一連の活動に対して、サーチファンドでは、まず、サーチャーのサーチ活動のために資金を出資し、サーチ活動の結果、承継する企業が決定したら買収資金を出資する、というように2段階で出資を行う。この際、ファンドによっては、資金面以外でもサーチャーを支える手厚いサポートを実施することもある（中小企業庁、2023）。その後、サーチャーが買収した企業の価値を向上させ、最終的に新規株式公開（IPO）や企業の売却（M&A）を通じて、投資家がキャピタルゲインを得るという仕組みである³。

2 小論では、サーチファンドの正式な定義を「M&Aを目指す個人（サーチャー）が投資家から支援を受けるために設立する法人／組合、またその法人／組合を通じてM&Aと経営を目指す活動のこと」としている。この定義は、サーチファンド・ジャパン（2024）がスタンフォード大学ビジネススクールによる定義を和訳したうえで要約したものである。

3 ベンチャー企業が新規株式公開（IPO）や企業・事業等の売却（M&A）により、出資者が投資した資本を最大限に回収するための経営戦略のことをエグジット（Exit Strategy）という。

図1 サーチファンドの仕組み



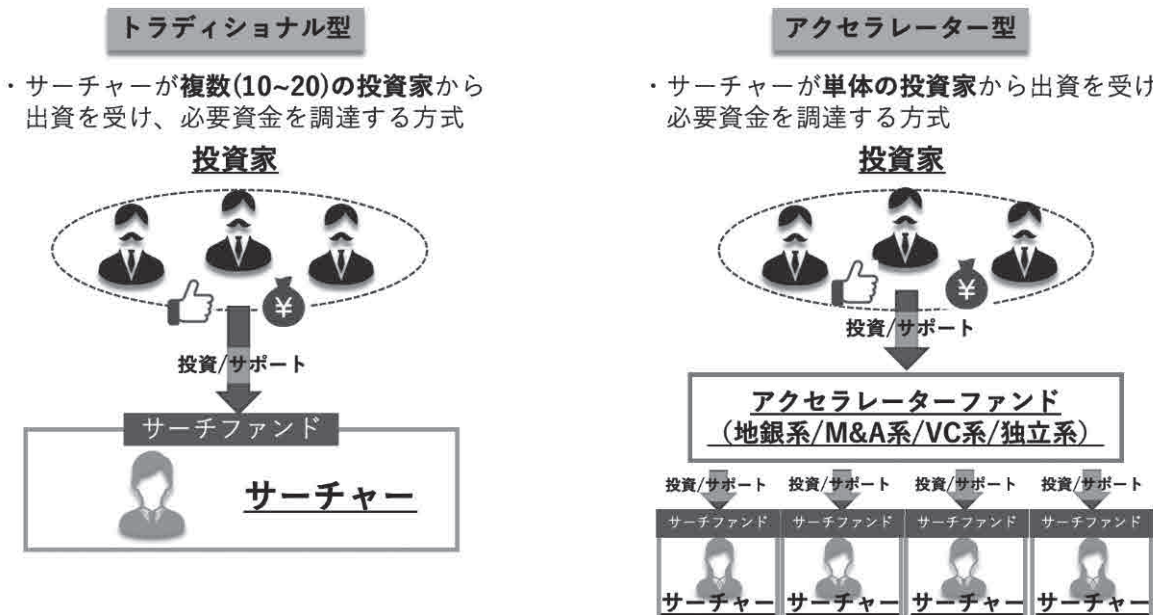
出所：中小企業庁（2023）を基に筆者作成

サーチファンドには、「トラディショナル型」および「アクセラレータ型」の2種類のタイプがある⁴。その違いは投資家の数にあり、トラディショナル型は、サーチャーが複数（10～20）の投資家から出資を受け、必要資金を調達する方法である。この手法は、サーチャーが投資家から直接資金調達し、独立して活動を行う

ことが特徴である。

一方、アクセラレータ型は、サーチャーが単体の投資家から出資を受け、必要資金を調達する方式である。単体の投資家がファンドを組み、そのファンドから複数のサーチャーが資金面その他、ハンズオンでの様々なサポートが期待できるのが特徴である。

図2 トラディショナル型とアクセラレータ型の違い



出所：JAPAN BULLSEYE CAPITAL作成

⁴ 本研究のインタビューを実施した時期（2023年3月～7月頃）は、日本でサーチファンドが注目を集めはじめた時期である。アクセラレータ型のファンドの方が多い時期にインタビューしたため、アクセラレータ型のサーチファンドの情報が多くなっている点を申し添えておく。

2.2 先行研究

サーチファンドは、1984年に米国のビジネススクールで生まれ、これまでに数百件のファンドが設立されている (Nows, 2021)。2022年のスタンフォード大学による米国のサーチファンドに関する調査報告書では、1984年以降のファンド組成数は累計で526件となり、107件のサーチ活動中を除く419件がサーチ活動を終了している。サーチ活動を終了した419件のうち買収実現が270件、買収未完が149件となっている (Kelly and Heston, 2022)。日本においても2019年以降複数のファンドが設立され、サーチファンドによる事業承継成約事例が出てきている (Growthix Investment, 2024)。

買収起業は米国、カナダで発展を遂げ、欧州も含めて世界中に拡大してきた。サーチファンドは成功率やリターンの実績が高く、買収起業は今後も成長や進化が期待されている (Dennis and Laseca, 2016)。スタンフォード大学の調査では、1984年以降に米国とカナダで設立されたサーチファンド投資のIRRは35.3%であったと報告されている (Kelly and Heston, 2022)。サーチファンドは、経営者を志す個人に投資をする仕組みであることから、トップマネジメントの経験がほとんどない起業家が、投資家から資金を確保して企業を探索し買収することができる (Johnson, 2014)。起業家は、投資家による資金面でのサポートに加え、経験豊富な投資家による指導を受けられることが、サーチファンドの特徴である (Dennis and Laseca, 2016)。また、日本においては、大手金融機関やM&A

仲介会社の顧客基盤と信用力を活用したサーチ活動が行われ、社会課題への対策としてESG投資の一環と捉えられていることが報告されている (前川, 2023)。

加えて、サーチファンドは米国においては、ベビーブーマー世代の高齢化に伴う事業承継問題に対する解決策の一つとなり得るという指摘もある (Nows, 2021)。ファミリービジネス比率の高いポーランドでも、同様の報告があり、後継者問題に直面している経営者にとって、新しい形の選択肢となることが単一事例研究を通じて示唆されている (Biegajlo, 2022)。

こうした買収起業の有用性が提示される一方で、課題も複数指摘されている。第一にサーチャーと投資家との間に生じるエージェンシー問題⁶である。サーチャーは、買収を完了させたいという願望から、投資家にとってリスクが高い企業を買収対象に選択する可能性がある (Ener and Dávila, 2023)。また、買収起業は、サーチャー個人の株式の保有割合が低くなることもあり、自身の支配力が低いことに不満を抱く事例が確認されている (Freiling and Oestreich, 2022)。これらから、サーチャーと投資家の目標の不一致をいかに防ぐかが重要であることが想起される。

第二にサーチャー個人の属性に関する課題である。サーチファンドは、事業経験の少ない起業家が経営者になれる仕組みであるが (Johnson, 2014)、その事業経験の乏しさがネックとなるという指摘もある (谷井, 2022)。小規模なM&Aや個人によるM&Aにおいては、外部の実務

⁵ IRRとは、Internal Rate of Returnの略称である。内部収益率と訳し、投資の収益性を評価するための指標である。

⁶ 代理人が依頼人からの依頼の通りに動かず、自己の利益を優先した行動に出るかもしれない可能性が生じる問題である。このケースでは、投資家の意向が必ずしもサーチャーの意向と一致しないことから生じる問題のことを指す。

家（経営層、管理職経験者）が後継経営者の場合、彼ら、彼女らが保有している、組織における実務能力が、スムーズな第三者承継に有効だとしている（Namba, 2022）。すなわち、誰がサーチャーになるのかは、サーチファンドの仕組みにとって重要な点であることが言えよう。

第三に、事業承継の視点での課題であり、中小企業の先代経営者がM&Aにより買収されることを必ずしも望んでいないことである（谷井、2022）。創業者は、自ら設立した組織に対して感情的な愛着を抱いており（Pierce, Kostova and Dirks, 2001）、組織の法的な所有権が第三者に移ったとしても、創業者の理念や遺産、痕跡や創業者との絆が後継組織に残る（Ljungkvist and Boers, 2019）。こうした創業者の心理的オーナーシップは、企業の事業承継に影響を与えていることが推察される。

2.3 日本におけるサーチファンドの現状

多くの中小企業が事業承継の時期を迎え始めた2000年代前半より、事業承継を切り口とした研究は増加している。また、最近では事業承継を中小企業の経営革新や第二創業の契機として捉え、事業承継と企業のパフォーマンスに着目した研究も見られる。実務レベルでは、米国を中心に事業承継の解決策の1つとして、外部の個人による第三者承継の仕組みである買収起業が活発に行われており、その中心的手法であるサーチファンドが発展し、事例の蓄積が進んでいる。

こうした実務レベルでの事例蓄積がある一方で、第三者承継に関する研究は少なく、外部の個人による第三者承継をテーマとした研究にお

いては、質的かつ事例研究によるものが少数報告されているのが現状であり、十分な研究蓄積があるとは言い難い。特に、わが国においては萌芽段階であるということもあり、買収起業やサーチファンドを活用した第三者承継に関する実態調査や実証分析の蓄積は僅少である。本稿では、日本のサーチファンドの実態調査を通じて、サーチファンドに関する知見を広く共有することを目的としている。日本におけるサーチファンドは、普及の初期段階にあるため、その特徴を探索している段階である。本稿では次節以降で示す探索的なインタビューにて明らかになったサーチファンドの特徴に焦点を当てた分析を行う。

3. 研究の枠組み

3.1 調査対象

本研究の目的は、サーチファンドを活用した第三者承継に関する実態調査を通じて、日本のサーチファンドの現状を提示することである。従って、サーチファンドを活用して事業承継を行った企業の先代経営者や後継経営者、及びサーチファンド事業に携わっている企業の意識や行動に着目したインタビュー調査により分析データを得ることとした。調査対象は、以下の通りである。

- ①サーチファンドを活用して中小企業を買収し事業承継を行った後継経営者（以後、サーチャー）。
- ②サーチファンドを活用して自らが経営する企業を売却し事業承継を行った先代経営者（以後、先代経営者）。
- ③サーチファンドに出資しているか、または

サーチファンドの運営に携わり、事業承継案件の成約に関わった事業会社の責任者あるいは担当者（以後、サーチファンド事業者⁷）。

①～③の基準に当てはまる経営者及び事業

会社に対し、メールにより調査の趣旨を説明しインタビューを申し入れた結果、7名（Z社はオンライン面談に2名同時に参加した）から了承が得られた。調査対象の概要は表1の通りである。

表1 インタビューリスト

会社名	創業 (年)	資本金 (万円)	売上規模 (億円)	従業員 (人)	面談者	面談者属性	面談日・方法
V社	1999	6,450	20	12	A氏	サーチャー	2023年5月16日 オンライン
W社	1955	5,500	8.5	－	B氏	サーチャー	2023年5月19日 オンライン
					C氏	先代経営者	2023年6月12日 W社応接室で面談
X社	1999	300	10	20	D氏	サーチャー	2023年5月30日 オンライン
Y社	－	－	－	－	E氏	サーチファンド事業者 (投資会社兼運営会社・社長)	2023年3月14日 オンライン
Z社	－	－	－	－	F氏 G氏	サーチファンド事業者 (投資会社兼運営会社・担当者)	2023年7月4日 オンライン

注：Z社は2名同時にオンライン面談に参加
出所：各社HP及び面談時の聴取内容に基づいて筆者作成

3.2 調査方法

調査について了承を得た7名に対し、調査対象者の立場ごとにインタビューガイドを作成し、インタビューの目的、何を明らかにしたいのか、

質問の論点を整理したうえで、半構造化インタビューを実施した。質問の論点は、表2の通りである。なお、質問の論点は同じであるが、面談者の属性により、問い方を変更している。

⁷ ファンドの運営に携わり、サーチャーに様々なサポートを提供するアクセラレータ型のサーチファンドの特徴である。本稿では、トラディショナル型ではなく、アクセラレータ型のファンドに関わる主体へのインタビューを実施したことから、定義に記載のインタビューを総称して「サーチファンド事業者」と命名した。

表2 インタビューガイド

質問テーマ (論点)	サーチャー	サーチファンドという手法により経営者となる事を決断した理由
		サーチファンドという手法に対する本人の評価
		サーチファンドにより事業承継を成功させるには何が必要か
	先代経営者	サーチファンドという手法による事業承継を決断した理由
		サーチファンドという手法に対する本人の評価
		サーチファンドにより事業承継を成功させるには何が必要か
	サーチファンド 事業者	サーチファンドを運営（参加、出資）した理由は何か
		サーチファンドという手法に対する本人の評価
		サーチファンドが発展、成功するには何が必要か

出所：筆者作成

3.3 分析手順

分析は、木下（2003）の提唱するM-GTA（Modified Grounded Theory Approach）を援用しながら実施した。まず、インタビュー結果の逐語録を作成し、文字化したインタビューデータを読み込み、話者の発言を一つ一つ確認しながら概念を生成した。概念を作る際に、分析ワークシートを作成し、概念名、定義、具体例を記入した。同時に、類似する他の具体例を探索し、具体例欄に追加記入しながら、概念や定義の修正を行った。データ分析を進める中で、新たな概念を生成し、分析ワークシートは個々の概念ごとに作成した。次に生成した概念同士の関係性を検討し関係図にまとめた。さらに、複数の概念の関係からなるカテゴリーを生成し、カテゴリー相互の関係から分析結果を整理し、全体像を結果図にまとめた。

4. 分析結果

分析の結果、サーチファンドの特徴、M&Aとの関係性について12の概念が抽出され、4つ

のカテゴリーが生成された（表3）。分析の過程において、サーチャー、先代経営者、サーチファンド事業者、サーチファンドの仕組みの外部のプレイヤーなどの構成要素が相互に作用しあっていることが確認できた。そこで、サーチャー、先代経営者、サーチファンド事業者の繋がりや関係性に着目しながら、概念の整理を行った。この概念に基づき、ストーリーラインを記述し、概念図を作成した。概念図は図3の通りである。

以下、そのストーリーラインを記述する。『 』はカテゴリーを、＜ ＞は概念を示している。文中の「 」書きの部分はインタビューの逐語録から、概念形成に用いた具体例の一部を参考例として抜粋したものである。「 」の後の（ ）は発言者を示している。

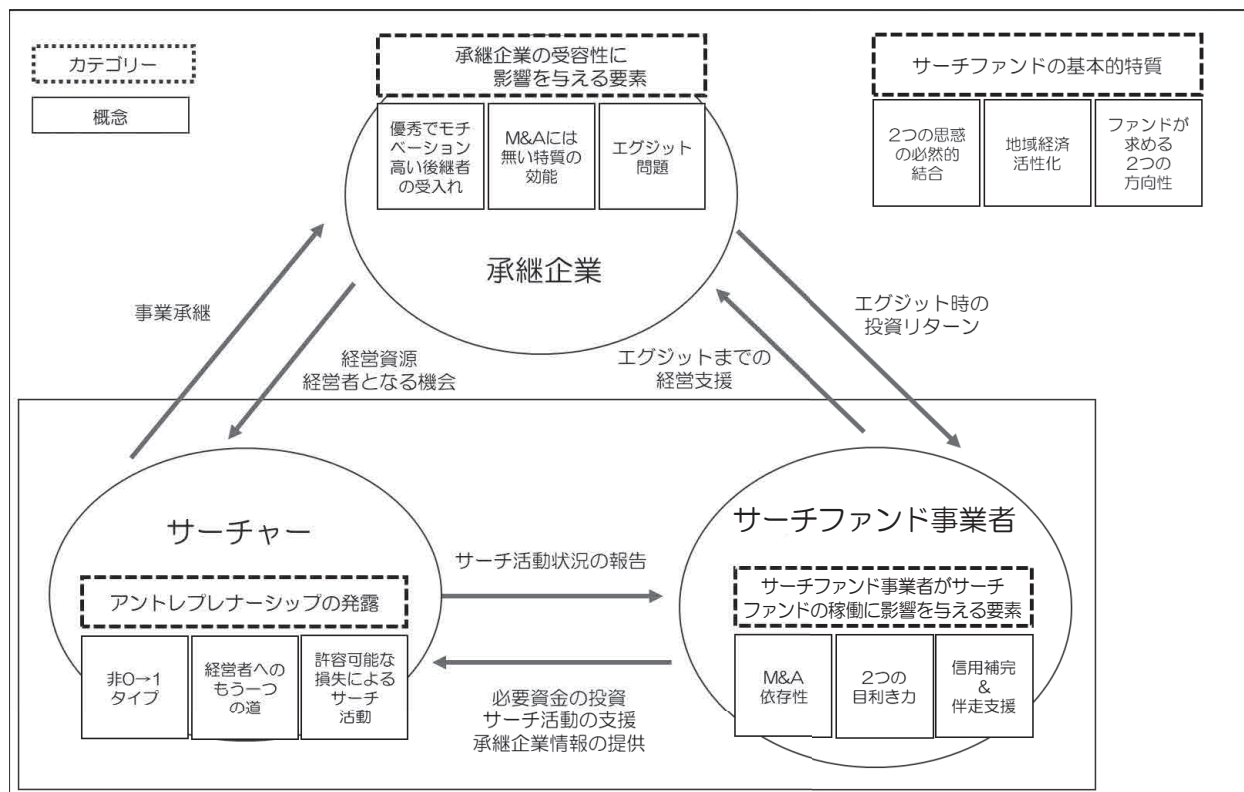
表3 概念と定義のまとめ

カテゴリー	
概念	定義
サーチファンドの基本的特質	
2つの思惑の必然的結合	「後継者を見つけたい」中小企業と「経営者になりたい」個人の持つ、異なる思惑がサーチファンドで必然的に結合すること。
地域経済活性化への期待	サーチファンドにより、地域の中小企業の事業承継が進み、優秀な経営者による経営改革の効果により、地域経済の活性化や地方創生に繋がることが期待されること。
ファンドが求める2つの方向性	ファンド（出資者）は、投資リターンへの期待から対象企業を選別したい意向と、地域経済の維持発展への期待から対象企業を幅広くしたいという2面性を持つ。
承継企業の受容性に影響を与える要素	
M & Aには無い特質の効能	サーチファンドでは、後継者の顔が見える、社名や社歴を残せるといったM & Aへの抵抗感を排除（緩和）するような特質を有しており、このことが、先代経営者のサーチファンドによる事業承継への受容性を高めていること。
優秀でモチベーション高い後継者の受入れ	中小企業、特に地方の中小企業であっても、サーチファンドによりビジネス経験を積んだ優秀でモチベーション高い人材が後継者となる可能性があること。
エグジット問題	サーチファンドはファンドからの出資資金を活用しているため、永続的な株式保有を前提としておらず、5～10年後に株式の売却すなわちエグジットをどうするかという問題が発生する。このエグジットを前提とした仕組みが中小企業の事業承継のネックとなる懸念がある。
アントレプレナーシップの発露	
経営者へのもう1つの道	自らの意思で経営者となることを展望した場合、選択肢は起業するか、既存の企業の経営者となるかの2択であり、サーチファンドは後者の道である。
非0→1タイプ	0→1の起業ではなく、既存の事業を成長させる方が向いているという、実務経験や保有スキル、自分の思考特性、行動特性からくる自己認識（エフェクチュエーションの手中の鳥の原則 ⁸ ）に基づくタイプである。
許容可能な損失を考慮したサーチ活動	サーチ活動をスタートする際には、起業家の行動様式である「エフェクチュエーション」で言われる「許容可能な損失の原則」 ⁸ で判断する。
サーチファンド事業者がサーチファンドの稼働に影響を与える要素	
信用補完 & 伴走支援機能	社会的信頼を有する機関、組織のファンドへの参加による信用補完機能と伴走支援機能が、わが国におけるサーチファンドの萌芽期においては果たす役割が大きいこと。
M & A 依存性	サーチファンドの機能はM & A 市場と同様の特性を有しており、承継企業のソーシングや買収手法はM & A 市場に関わる人々や組織（M & A ブティックや金融機関など）に依存している。また、M & A 市場の発展がサーチファンドの発展に繋がること。
2つの目利き力	サーチファンドが機能するには、中小企業経営力のあるサーチャーを選定する目利き力と、事業の成長あるいは事業改善を果たせられる中小企業を選定する目利き力が必要となること。

出所：筆者作成

⁸ エフェクチュエーションとは、アメリカの経営学者サラス・サラスバシーが提唱した起業家が不確実な状況で意思決定を行う際の思考プロセスや行動様式を体系化したものである。エフェクチュエーションには5つの原則があり、「手中の鳥の原則」は、所与の目的を達成するために新しい方法を見出すことではなく、手元にある手段を活用して何か新しいものを作ることであり、「許容可能な損失の原則」は、許容できる損失を事前にコミットしておき、その範囲内で行動するというものである（サラスバシー、2015）。

図3 サーチファンドの特徴



注：「2つの目利き力」「信用補完 & 伴走支援」の2つの概念については、アクセラレータ型のサーチファンドに特有のものである。
出所：筆者作成

4.1 『サーチファンドの基本的特質』

(1) <2つの思惑の必然的結合>

後継者不在の中小企業は、事業存続の為に後継者を見つけないと考えている。一方で、サーチャーは、経営者になりたいと思っているが、必ずしも事業承継問題の解決を目的としている訳ではない。

「事業承継ってサーチャーは言うんです。それ何でかって言うと、たくさんいろんな企業に会いたいから。(中略)で、どんな企業が多いか？後継者不足企業が日本で圧倒的に多いはずなので、(中略)そういうところにアプローチする方がアプローチしやすいから。」(サーチャー D氏)

両者は、それぞれ異なる思惑を有しているが、

サーチファンドによって、結びつけられることになる。経営者になる方法は、起業により新しい企業を起ち上げるのでなければ、既に存在している企業の経営者になるしかない。サーチファンドは自らの意思で既存企業の経営者になる数少ない方法の一つであり、経営者を求めている企業の多くは、後継者難に悩んでいる中小企業である。従って、経営者になりたい個人の思惑と、後継者を見つけないという中小企業の思惑が、サーチファンドによって必然的に結合していることが示唆された。この<2つの思惑の必然的結合>はサーチファンドに期待される役割であるが、サーチファンドの本質であるとも言えよう。

(2) <地域経済活性化への期待>

また、サーチファンドは、地域経済活性化への貢献も期待されている。

「地方創生とか地域の活性化という観点でも、かなりいろんな地銀さんが興味を持っていますし、地銀さん、信金さんのレベルだと本当に地方産業の活性化もそうなんですけど、やっぱり事業承継問題への危機感が圧倒的に高くてですね。(中略) 信金さんとか地銀さんから紹介を受けるケースもございましたので、やっぱりその意味では比較的そちら側の視線としては結構熱いのかなというふうに思いますね。」(サーチャー A氏)

地域経済にとっては、地元の経済を支える企業の事業承継問題は切実な問題である。サーチファンドにより、優秀な後継者への事業承継が実現すれば、地域中小企業の経営改善に結び付くことになる。事業承継問題を解決した結果、地域経済を支える中小企業の存続や、魅力ある中小企業の出現につながり、地域経済が活性化することが期待される。

(3) <ファンドが求める2つの方向性>

通常、ファンドへの出資者は投資リターンを期待する。出資者が投資リターンを得るためには、承継企業が企業価値を増加させてエグジットする必要があることから、ファンドとしては、投資先の企業を厳選する必要がある。

「リターンに関しては、日本の事例はまだ少ないですけど、海外のスタンフォードのレポートを見ると、やっぱり基本的にはマルチプル⁹で行くと比較的、通常のPE (Private Equity) 投資¹⁰と比べてもパフォーマンスいいと思っています。(中略) 今(ファンドを)作っている人たちは、多分そういうところを期待してるんじゃないかなという気はしますね」(サーチャー A氏)

しかし、サーチファンドは、エグジットによる投資リターンだけではなく、地域の中小企業の事業承継実現により、地域経済が維持、発展することが期待されていた。特に地方銀行等が組成するアクセラレータ型サーチファンドの場合、自社の取引先や融資先が存続することによって取引の維持、拡大を期待していることが垣間見られた。

「目的がそもそも事業承継課題の解決と企業の持続的成長ですね。(中略) 収益性に関してはIRR、よそは20%前後、まあPEファンド的な水準かなあとと思います。我々は数%というところで優秀な人が入って数年間やれば、実現可能な成長、まあ求めるリターンはそれぐらいかなと思っています。」(サーチファンド事業者F氏)

「●●銀行の場合は(中略)つまり融資先の存続なんです、彼らの意図は。別にエグジットして大儲けしなくていいんです。」(サーチャー D氏)

9 マルチプル法のこと。企業価値評価(バリュエーション)手法のひとつで、上場している類似企業の株価などを参考に、売上や利益などのKPI(重要業績評価指標)に倍率をかけて、企業の相対的な価値を求める方法である(朝岡・砂川・岡田、2022)。

10 プライベート・エクイティ投資のこと。プライベート・エクイティとは広義には未上場企業の株式を意味し、未上場企業の株式の取得・引受を行う投資行為をプライベート・エクイティ投資と呼ぶ(日本プライベート・エクイティ協会、2023)。

このように、サーチファンドは、投資リターンへの期待から対象企業を厳選しようとする意向がある一方で、地域活性化を目的として、幅広い企業を対象としようとする意向の、2つの方向性が存在することが示された。これが<サーチファンドが求める2つの方向性>である。

4.2 『承継企業の受容性に影響を与える要素』

(1) <M & Aには無い特質の効能>

サーチファンドは通常のM&Aには無い特性を有している。M&Aの場合、会社間の売買の条件交渉が重要視されるため、後継する経営者がどのような人であるのかは見えずらい。一方で、サーチファンドの場合は、サーチャー個人が、承継企業と直接交渉をするため、承継企業のオーナーにとっては、後継者が誰なのか、誰に事業を承継するのかが分かる、つまり後継者の顔が見えるという特徴がある。また、M&Aの場合は、買収された側の社名や社歴がなくなるケースがあるのに対し、サーチファンドの仕組みの場合は、社名や社歴を残すことができ、従業員の雇用も含めて現状の体制の継続が見込めるといった特性を有している。

「経営者に受け入れられているのは、(中略)やっぱり、このスライドの部分(社長自身が「後継者」をじっくり見極め指名し、じっくり「想い」と「社長業」を引き継げる)。他に声を頂くのは情報。M&Aとかだと、信用不安に繋がるといかなですね、(中略)どっかから漏れるんじゃないかって、結構不安を持っている人は、かなり一定数いてですね、そういったところを、この仕組みであれば、サーチャーと我々限られ

た人数だけで秘密裏に進めることが出来る。というところは、結構、意外に言われるところ、この方法だったら良いよねって。」(サーチファンド事業者G氏)

「このサーチファンドっちゅうのは、社歴っちゅうか会社の名前も残るっていうことやったもんですからですね。(質問者「なるほど、そういう意味では今の会社さんとして事業を継続するというのが大前提だった?」) そうですね。はい、はい、そうですね。うん、うん。うん、そうです。そうです。そうですよ。」(先代経営者C氏)

これらのことが、M&Aに対する先代経営者の抵抗感を緩和し、サーチファンドへの受容性を高める働きをしており、<M & Aには無い特質の効能>と定義した。

(2) <優秀でモチベーション高い後継者の受入れ>

また、サーチャーはビジネス経験を積んだ優秀でモチベーションの高い人材が多く、このような人材が、中小企業の後継者として、経営に携わることになる。

「まあ、B社長は(中略)業界の経験は全然ないんですけど、インターンでまあ、ここに何ヶ月か来たり、(中略)非常に熱心で熱意があってですね、意欲があったから決めたんですけどね。(中略)熱心にやるし、志が高かった。まあ一年ぐらいかな、考えるのを。考えたんですけど一番いい選択肢かなと思ったから。」(先

代経営者C氏)

これが、＜優秀でモチベーション高い後継者の受入れ＞である。

(3) ＜エグジット問題＞

一方で、サーチファンドはファンドの出資を活用した仕組みであるため、一定期間（通常5年から7年、長くて10年）経過後、ファンドが株式を売却することが前提となっている。すなわちエグジットをどうするか、という問題が発生する。企業を自ら興し、あるいは先代から受け継ぎ、育て、従業員の雇用を守ってきた先代経営者が、一定期間経過後、企業を売却し経営者から退くかも知れない人物に会社を承継させようとするのか、という問題である。

「特に従業員とか、取引先とかですね、いろんなところに対しては、少なくとも短期のエグジットの話とかはしてないですし、しない方が良いかなという感じですね。」(サーチャー A氏)

「やっぱりその会社に骨を埋めるっっちゃう覚悟ではいてほしいですけどね。だから今のこれは（だけどこの仕組みは、の意）5年から10年の縛りなんで……。 (質問者「だからそういう前提で来るのじゃなくて、自分が責任もって最後までやりますという思いで来て欲しい?」) そうです、そうです。うん、うん、はい、それありますね。」(先代経営者C氏)

このエグジットを前提とした仕組みが、サーチファンドを活用した事業承継のネックとなり得る懸念がある。この問題に対し、地方銀行等が組成するサーチファンドの場合、エグジットの手法として、外部の第三者に売却することを求めるのではなく、サーチャーが承継企業をMBO¹¹し、事業を継続することも選択肢の一つとなっている。この場合、地方銀行にとっては、銀行取引の維持、拡大につながるという側面があった。

本節で述べた3つの概念は、先代経営者がサーチファンドの仕組みを受け入れるかどうかの判断を行う際に作用する要素であり、『承継企業の受容性に影響を与える要素』と言える。

4.3 『アントレプレナーシップの発露』

(1) ＜経営者へのもう一つの道＞

経営者となるには、起業するか、既存の企業の経営者となるかのどちらかである。日本企業の大多数は中小企業であり、自らの意思で経営者となることを展望した場合、起業するのであれば、中小企業の経営者を選択することになる。

「少なくとも日本において経営者になる道は起業する以外ほぼないと思います。(中略) だからいろいろあって選んだじゃなくて、これしかなかったというのは本当のところだと思います。」(サーチャー D氏)

11 Management Buy-Outの略。会社の経営陣が、企業外部の投資家（プライベート・エクイティ・ファンドなど）、金融機関と組んで、会社の株主から自社を買取る経済行為を言う（日本プライベート・エクイティ協会、2023）。

このようにサーチファンドは、経営者となるための、起業に代わるもう1つの方法、すなわち<経営者へのもう1つの道>と言える。

(2) <非0→1タイプ>

ビジネスの世界においては、「0→1」や「1→10」、「10→100」といった表現が用いられる。一般的に「0→1」とは、アイデアから新しい事業の芽を創ることを指し、「1→10」とは、事業の型を創ることを言い、「10→100」とは型をビジネスモデルに発展させ、より拡大、効率化することを言う。

「まあ、よく言われる0→1よりも1→10っていうふうな側の方が私には向いているかなっていうふうに考えた。」(サーチチャー A氏)

「私もどちらかと言うと、本当にゼロからアイデアを作っていくというよりかは、今あるものを、こうしたらもうちょっと良くなるんじゃないかなとか、少しずつのその改善をですね、積み重ねていって、企業価値向上に繋げるっていう方が、個人の思想というか思考というか、まあそのあたりで得意かなというふうに感じているところはあったので。」(サーチチャー B氏)

サーチチャーは、「0→1」の起業ではなく既存の事業を成長させる方が自分には向いている、すなわち<非0→1タイプ>との認識に基づき、起業ではなくサーチチャーを選択する仕組みであることが分かる。

(3) <許容可能な損失を考慮したサーチ活動>

サーチチャーとしてサーチ活動を行う場合、専業サーチチャーとして、今の会社や携わっているビジネスから退きサーチ活動に専念する場合と、今の勤務を継続したまま兼業としてサーチ活動を行う場合とがある。専業サーチチャーは、サーチ活動に専念できるメリットがある一方で、もし事業承継ができなければ、キャリアのロスや厳しい場合には失業に繋がる恐れがある。兼業の場合は、そのようなリスクが軽減できる代わりに、サーチ活動が制限され十分なサーチ活動を行うことが出来ずに、結果として事業承継に失敗する可能性がある。どちらも一長一短があり、各々がリスクとリターンを判断して決定することになる。

「まあ1年ぐらいのキャリアが空くっていうところがまあ全然問題ないっていうふうに考えるのであれば、専業でやられた方が私は個人的にはいいんじゃないかな、というふうに思います。」(サーチチャー B氏)

「サーチチャーの1番のリスクは、僕はやっぱり事業承継できないことだと思います。事業承継できない時に専業だと戻る先がないんですよ。そこから就職活動しなきゃいけない。でも兼業だと(中略)元の仕事に戻ればいいだけなので。」(サーチチャー D氏)

この概念を<許容可能な損失を考慮したサーチ活動>と定義した。

これらの2つの概念、<非0→1タイプ>と

＜許容可能な損失を考慮したサーチ活動＞は、いずれも、起業家の思考プロセスを理論化したエフェクチュエーションと親和性が高く、起業家的特性であると言える。＜非0→1タイプ＞は、自身の今までのビジネス経験や保有スキル、思考特性からくる自己認識を基に判断をする「手中の鳥の原則」であり、＜許容可能な損失を考慮したサーチ活動＞は、あらかじめ許容可能な損失の範囲を決め、その範囲内であれば行動する「許容可能な損失の原則」に当てはまる。

このように、サーチャーのサーチ活動は、起業家的な思考特性・行動特性の表れであり、『アントレプレナーシップの発露』として整理できる。

4.4 『ファンド事業者がサーチファンド稼働に影響を与える要素』

(1) ＜信用補完 & 伴走支援機能＞

サーチファンドはわが国においては普及の初期段階であり、社会的な認知度が低いのが現状である。承継企業や出資者からすると、認知度や実績の乏しい仕組みを活用し、外部の個人に事業承継させることはリスクが高い。そのため、社会的な信用を有する企業がサーチファンドに参画することも求められる。

そのような意味では、サーチャーがサーチ活動を行う際に、サーチャーと一緒に、サーチ活動を伴走支援する、アクセラレータ型のサーチファンドの仕組みが信用補完の役割も担っているといえよう。

「ファンドではあるんですけど、そのY社の場合は、あのまあ、出資元がある程度明確とかですね。L社がいて、M社がいて、あと

N社とか、若干ありますけれど、そういったところである程度、変なファンドじゃないということかですね。そういう安心感はおそらくあったと思います。」(サーチャーA氏)

「何からやればいいのかっていうのは本当暗中模索みたいな形でスタートしてて、(中略)ある意味、門前払いっていうかね、なんかよくわかんないやつがなんだっていうような感じでスタートしてたんですけども。それと並行して、●●銀行の貸金先とか彼らが持ってるデータベースだったりとか、彼らの顧客先っていうのを並行して訪問させてもらったりとかですね。(中略)もうちょっとなんかそういうところをなんとかしてくれたら、なんかもっとスムーズに行ったのかなっていうところもあったりとかするんですけども。」(サーチャーB氏)

このように社会的信頼を有する機関や組織がサーチファンドに関わることは、サーチファンドの認知度や実績の少ない日本において、サーチファンドの仕組みそのものの信用を補完することにつながる。特に、アクセラレータ型のサーチファンドの場合は、サーチャーと一緒に、サーチ活動をフォローすることがサーチャーの信用補完につながるから、これらの機能を＜信用補完&伴走支援機能＞とした。

(2) ＜M & A依存性＞

サーチファンドの仕組みは、ファンドの資金を活用した個人による中小企業のM & Aであると捉えることができるため、M & Aと類似する特徴もある。サーチファンド独自の市場が形

成されていないことから、承継企業候補先情報の抽出や提供（ソーシング）、買収手続きなどは、既存のM&A市場に依存しているのが現状である。これが＜M&A依存性＞である。

「Y社の場合だとM社というのが、株主とかバックアップにおりますので、まあ、ここからのソースでいろいろな、仲介に出てきたような案件っていうところを、見させてもらってというのが主でした。」（サーチャー A氏）

（3）＜2つの目利き力＞

成功例を生み出すことは、今後のサーチファンドの仕組みが普及するために必要である。成功例を生み出すには、中小企業を経営する力ですでに有している、またはそれを身につけることができるサーチャーの存在と、サーチャーの経営の下で、事業の成長や改善を実現することができる中小企業の存在が必要である。つまり、サーチファンド事業者は、「良い」サーチャーと「良い」中小企業を選定する目利き力が必要である。

「やっぱり年商100億円企業を伸ばすのと10億円企業を伸ばすのと1000億円企業を伸ばすのでは、経営者に求められる能力って全く違うので。サーチファンドは年商10億円とか20億円とかそのクラスですよ。PEファンドが手を出さなかったさらに下の規模。そこの企業の目利きってどうやるのってほとんどの人が知らないんですよ。PEファンド出身者も分からないと思います。企業クラスが全然違うので。」（サーチャー D氏）

「その人の強みだったり弱みを理解できるシステムを使ってまして、やっぱりサーチャーがキモですから、費用を払っても、ミスマッチがないように導入した（中略）サーチャーの選考は結構厳しくやってますし。」（サーチファンド事業者G氏）

このように、サーチファンド萌芽期のわが国においては、信用補完機能と伴走支援機能が発揮されること、M&A市場との連携、及び、成功例を生み出すであろうサーチャーと承継企業の選定が、サーチファンドの仕組みが稼働するための重要な要素となることから、『ファンド事業者がサーチファンド稼働に影響を与える要素』とした。

5. 考察

5.1 サーチファンドの事業承継の視点

分析の結果、サーチファンドは、地域経済の活性化策として期待されているため、ファンドを活用したスキームであるにも関わらず、リターンを追求するだけではなく、事業承継問題を解決することを通じて、地域企業を幅広く支援しようとする方向性を有することが明らかとなった。米国においても、起業家を経営者とする仕組みとして定着したサーチファンドを事業承継対策の手法として活用しようとする研究があるが（Nows, 2021; Biegajło, 2022）、当初より事業承継手法の一つとしてサーチファンドが期待されている日本の状況とは相違している。

また、投資の期待リターンを示す指標の一つであるIRRに関しては、米国の実績では35.3%であるのに対し、わが国ではサーチファンドによ

っては数%程度を想定しているとの報告もあった。米国をはじめ、諸外国では投資リターンの追求を主目的としているのに対し、わが国では、投資リターンだけでなく、地域企業の事業承継実現を重要視している点が見いだされた。すなわち、サーチファンド事業者は、サーチャーのアントレプレナーシップと中小企業の事業承継を成功に導く目利き力が求められる。サーチファンドによる投資リターンおよび事業承継の実績は、今後わが国での実績データが蓄積されれば、彼我の相違がより明らかになるであろう。

現状、上記のようなサーチファンドの特徴に関して、わが国では社会的認知に乏しいことが課題であり、中小企業庁では、「中小企業の成長にむけた研究会」において、サーチファンドに関する情報発信の強化や、サーチファンドへの金融支援なども検討されている（中小企業庁、2023）。サーチ活動のノウハウが蓄積されていない状況下においては、サーチャーを支援する伴走支援者によるフォローや、社会的信頼を有する機関による信用補完機能が求められていることも本研究の分析により示された。サーチファンドの社会的認知度が向上すれば、上記の実績データの蓄積が進むことが期待される。

5.2 M & Aとの類似点・相違点

M & Aとの関係においては、以下の2つの側面を有することが示された。第一に、サーチファンドは、ファンドを活用した個人によるM & Aであり、M & Aと類似する特性を有している点である。そのことからサーチファンドの萌芽期の現在においては、買収対象の探索をM & A市場に依存していることが見いだされた。M

& A市場が一般化することで、中小企業経営者のM & Aに対する抵抗感が薄れ、サーチファンドへの抵抗感も減少することが考えられる。M & A市場の拡大により、売り手としての中小企業が増加すれば、サーチファンドにおける承継候補先の増加に繋がり、サーチ活動の質が向上することが期待できるだろう。

第二に、サーチファンドに特有の点である。サーチファンドは、事業承継において誰が後継者なのか特定できることや、承継企業の社名や社歴の継続や従業員の雇用の維持が図れるといったM & Aでは担保し得ない特徴を有している。これらの特徴は、事業を承継する際、心理的オーナーシップを持つ先代経営者に配慮する仕組みである。これにより、先代経営者がM & Aにより買収されることを必ずしも望んでいないとの問題点（谷井、2022）を緩和できる可能性が示唆された。また、Johnson（2014）やDennis and Laseca（2016）が指摘するように、経営者を志す個人に投資し、承継後の企業に伴走しながら支援する仕組みであることが、日本においても確認された。これらから、サーチファンドは、新たな経営者を生み出す『アントレプレナーシップの発露』であるとともに、第三者承継において、M & Aを補完するもう1つのオプションであると言える。

5.3 ファンド支援期間終了後の対応

サーチファンドはファンドを活用して承継企業の株式を買い取る仕組みであるため、一定期間経過後のエグジットをどうするかという問題を有していた。Ener and Dávila（2023）では、最終的な目標として、承継企業の株式を外部に

売却することでキャピタルゲインを得ることを期待する投資家の意向と、サーチャーの意向が一致しない可能性が指摘されていた。しかし、わが国では、投資リターン以外に、地域企業の事業承継実現を重要視しているサーチファンドも存在している。この場合、エグジットの手法として、外部に売却することを求めるのではなく、サーチャーが承継企業をMBOし、事業を継続することを求めていると考えられる。

先行研究ではエージェンシー問題に基づく、投資家とサーチャー間の目標の不一致を課題として捉えていた（Ener and Dávila, 2023）のに対し、事業承継を重視するサーチファンドの場合は、MBOもエグジットの選択肢であるという共通認識を、投資家とサーチャーが共有していることから、エージェンシー問題の程度が低くなっている可能性がある。一方で、欧米と同様に相応の投資リターンを期待しているサーチファンドもあり、今後、事例の蓄積を踏まえた調査が必要となろう。

また、先代経営者C氏の発言からは、一定期間後のエグジットがある仕組みであることそのものに対しては全面的に同意しきれない微妙な感情を読み取ることができ、エグジットは先代経営者がサーチファンドの仕組みを通じて事業承継をすることを躊躇する要素となりかねないことが示唆された。この点についても、事例の蓄積により、検証が必要となろう。

このようなサーチファンドの実態を考慮すると今後、事業承継問題に精通している地域金融機関がサーチファンドに参画することが期待される。サーチャーが、経営者として経営の継続を望んだ場合の株式買い取り資金を支援す

る仕組み、すなわちMBOに向けたエグジットファイナンスの整備が拡充できれば、＜エグジット問題＞の解決に繋がることが期待できる。比較的企業規模の大きい未上場企業に投資するPEファンドや、急成長が見込まれるスタートアップ企業に投資するベンチャーキャピタルとは異なり、サーチファンドの投資対象は、年商10億円規模の地域中小企業であることから、地域金融機関の目利きが、わが国のサーチファンドの発展に活かされると考えられる。

5.4 サーチチャーのアントレプレナーシップ発揮に繋がる要素

これまでの議論の通り、サーチャーの活動はアントレプレナーシップの発露であり、サーチファンドは新たな経営者を生み出す仕組みである。わが国の事例においては、経営者を志す人材がサーチ活動一本に絞り活動を行うパターンと、本業を行いながら、買収起業の候補先をサーチできるパターンがあることが見いだされた。特に後者の場合、本業での事業経験を積みながら、経営者となる道を模索できることは、失業リスクやキャリア喪失リスクを回避しながら、起業するタイミングを判断できる仕組みとなっている。すなわち、わが国でサーチ活動を行う形態に選択肢があることで、サーチャーの働き方やリスクに対する許容度に合わせた活動を行うことができるため、起業に対するハードルが低くなることが考えられる。さらに、経営者を志す人材がゼロから起業するのではなく、承継企業の経営資源を受け入れることができるのも、起業のハードルを低くする一つの要素となっており、事業経験の乏しさ（谷井、2022）を補完し

ている可能性も示唆された。これらのことから、転職市場の拡大や兼業・副業制度の充実といった環境面を整備することにより、サーチファンドを活用して起業を志す優秀でモチベーションの高い人材が増加することが期待できるだろう。

また、新たな経営者を生み出す既存の仕組みにスタートアップ市場がある。スタートアップ市場は成功例の蓄積、投資家の拡大、先輩起業家達のフォロー、政策支援や教育など、さまざまな要素により起業家の社会的評価も高まり、発展を遂げている。サーチファンドもスタートアップ市場の発展の軌跡をなぞるように、事例の蓄積により、社会的認知が高まることで、サーチャーの担い手が増加することが期待できる。

6. おわりに

6.1 本研究の含意

本稿では、ガバナンスの「攻め」の側面、すなわち、中小企業の収益力の源泉である経営者の事業承継をテーマとした議論を行った。特に、円滑な事業承継の手法として昨今期待が高まってきているサーチファンドの特徴を紹介し、質的分析を通じた知見を提供した。わが国ではサーチファンドは萌芽期にあり、少数事例ではあるものの、サーチファンドの現状を提示できたことは、本研究の貢献点であると言える。以下に3つの含意を提示し、結論としたい。

第一に、わが国のサーチファンドは、事業承継の仕組みが内包する特性があることを明らかにしたことである。諸外国では投資リターンの追求を主目的として論じてきた研究がほとんどであったのに対し、わが国のサーチファンドは、事業承継の実現が重要視されていた。サーチ

ファンドが既に発展している米国での結果とは異なるが、後継者問題に直面しているポーランドでの事例研究 (Biegajło, 2022) を追認する結果であったと言える。

第二に、事業承継の文脈におけるサーチファンドの具体的な特性を提示したことである。サーチファンドには、事業承継の文脈において、後継者の顔が見える点や、承継企業の社名や社歴の継続、従業員の雇用の維持が図れる点に特徴があり、先代経営者の受容性を高めていることが示唆された。また、米国を中心とする投資リターンを重要視するファンドでは、投資家とサーチャーとの間に生じるエージェンシー問題に基づく目的の不一致 (Ener and Dávila, 2023) を課題として捉えていた。一方で、わが国のサーチファンドでは、投資リターンに加え、地域経済の維持発展も目標の一つとされることから、投資リターンを追求せず、エグジットをMBOとして、サーチャーによる持続的な経営を想定している投資家も存在することが確認され、エージェンシー問題の程度が低くなっている可能性が示された。この結果は、サーチファンドを対象としたエージェンシー問題に関する議論において、わが国に特有の現象として関心深い。

第三に、わが国のサーチファンドには、起業のハードルを下げる仕組みがあることである。先行研究では、特に事業経験の少ない起業家が買収起業を実現するにあたり、投資家から資金の提供を受け、さらにはサーチ活動中に指導を受けられる点が強調されていた (Johnson, 2014)。加えて、本研究により、わが国でサーチ活動を行う場合、本業との兼業を行いながら、買収起業の候補先をサーチすることが可能な点

が発見事項として挙げられた。これらの日本に特有の仕組みが、今後の起業促進に機能するのか否かは、追跡研究が求められる論点として提起できるだろう。

6.2 限界及び今後の展望

本稿では、インタビュー対象者が、サーチャー、先代経営者、サーチファンド事業者であり、従業員や取引先などの他のステークホルダーの声や反応を拾えていないことが限界として挙げられる。多様なステークホルダーへの追加インタビュー調査を行うことで、本研究の内的妥当性の検証が求められる。

今後は、対象者の行動に焦点を当てたプロセス的視点からの研究により、サーチファンドの特長や有用性がより複眼的に明らかになると考えられる。また、エグジットまでの事例が複数

発生した段階においては、後継者選定手法としての視点だけでなく、承継後の事業パフォーマンスに着目した研究や、投資手法としての評価に関する研究、エグジット手法に関する研究、アントレプレナーのキャリアに関する研究など、新しい視点から捉えたサーチファンドの研究が期待される。

【謝辞】

本稿作成にあたり、インタビュー調査に協力いただいた方々に御礼申し上げます。また、「IBA サーチファンド研究会」の顧問として日々指導をいただいている関西学院大学専門職大学院経営戦略研究科西本凌教授、研究会活動の中で、ゲスト講師を務めてくださったサーチファンドの第一線で活躍されている皆様にも、御礼申し上げます。

【参考文献】

- 朝岡大輔・砂川伸幸・岡田紀子 (2022). 『ゼミナールコーポレートファイナンス』日本経済新聞出版.
- 上野善久 (2023). 『成熟産業の連続M&A戦略－ロールアップ型産業再編の手引き－』中央経済社.
- 落合康裕 (2016). 『事業承継のジレンマ－後継者の制約と自律のマネジメント－』白桃書房.
- 落合康裕 (2019). 『事業承継の経営学－企業はいかに経営者を育成するか－』白桃書房.
- 加護野忠男・吉村典久 (2010). 「経営学から論ずるコーポレート・ガバナンス論／会社統治論」加護野忠男・砂川伸幸・吉村典久『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.
- MAREC (神戸大学大学院経営学研究科中小M&A研究教育センター) (編) (2024). 『中小M&A白書＜2024-25年版＞』中央経済社.
- 小塚莊一郎 (2018). 「プチ・コーポレート・ガバナンスのすすめ－非上場企業の2大課題を克服する－」『ビジネス法務』18 (8)、44-48.

- 木下康仁 (2003). 『概念の生成法グラウンデッド・セオリー・アプローチの実践－質的研究への誘い－』弘文堂.
- サーチファンド・ジャパン (2024). 『サーチファンドという言葉の誤用と乱用』, <https://www.searchfund.co.jp/archives/20240718> (2025年4月6日閲覧)
- 佐藤憲 (2018). 「事業承継をめぐる戦後中小企業政策史－1980年代以降の変化に焦点を当てて－」『大学院紀要』81、141-153.
- 佐藤憲 (2021). 「中小M&Aをめぐる政策過程－2010年代の変化に注目して－」『大学院紀要』86、92-101.
- サラスバシー、S. (著) 加護野忠男 (監訳) 高瀬進・吉田満梨 (訳) (2015). 『エフェクチュエーション－市場創造の実効理論－』碩学舎.
- 谷井良 (2022) 「事業承継における買収起業の可能性」『明星大学経営学研究紀要』(18)、77-88.
- 中小企業庁 (2023). 『日本におけるサーチファンドの

- 現状とチャレンジ』, 中小企業の成長経営の実現に向けた研究会 第3回 資料5 株式会社Japan Search Fund Accelerator提供資料, <https://www.chusho.meti.go.jp/koukai/kenkyukai/seichoken/003/005.pdf> (2025年4月6日閲覧)
- ドーア、R. (2006). 『誰のための会社にするか』 岩波新書.
 - 日本政策金融公庫総合研究所 (編) (2020a). 『経営者の引退、廃業、事業承継の研究－日本経済、地域社会、中小企業経営の視点から－』 同友館.
 - 日本政策金融公庫総合研究所 (編) (2020b). 『ライフイベント別に読み解く中小企業－創業・承継・廃業の変化と社会的背景－』 同友館.
 - 日本プライベート・エクイティ協会 (2023). 『日本のプライベート・エクイティ』, <https://jpea.group/private-equity-faq/> (2025年4月6日閲覧)
 - 古瀬公博 (2011). 『贈与と売買の混在する交換－中小企業M&Aにおける経営者の葛藤とその解消プロセス－』 白桃書房.
 - 堀越昌和 (2021). 『中小企業の事業承継－規模の制約とその克服に向けた課題－』 文眞堂.
 - 前川鉄也 (2023). 「日本におけるサーチファンドの海外との比較から見て来る成功要因の研究－サーチチャーの視点から－」『早稲田大学商学大学院専門職学位論文』 1-75.
 - 安田武彦 (2013). 「中小企業のライフサイクル」 中小企業総合研究機構 (編) 『日本の中小企業研究 (2000-2009) 第2巻－主要文献解題－』 325-346. 同友館.
 - 安田武彦 (2021). 「中小企業政策」 安田武彦 (編著) 『中小企業論－組織のライフサイクルとエコシステム－』 259-294. 同友館.
 - 山田幸三 (編著) (2020). 『ファミリーアントレプレナーシップ』 中央経済社.
 - 吉村典久 (2022). 「中小企業のコーポレート・ガバナンス－拡大する『守り』のガバナンス」への対応－」『商工金融』 4月号、5-23.
 - Growthix Investment (2024). 『～サーチファンド白書2023年～』, <https://prtimes.jp/main/html/rd/p/0000000005.000119214.html> (2025年4月6日閲覧)
 - Biegajło, M. (2022). “Search Funds Characteristics of a New Group of Investors in Poland for Family Businesses Facing the Lack of Succession.” *Central European Management Journal*, Vol.30, No.4, pp.27-52.
 - Dennis, J. and Laseca, E. (2016). “The evolution of entrepreneurship through acquisition.” *University of Chicago*. https://polsky.uchicago.edu/wp-content/uploads/2018/03/Booth-Research-Evolution-of-ETA_FA110716.pdf (2025年4月6日閲覧)
 - Ener, H., and Dávila, A. (2023). “What makes search fund entrepreneurship different in Europe?” *European Management Journal*, Vol.41, No.4, pp.488-498.
 - Freiling, J., and Oestreich, M. (2022). “Is business succession by the search fund model an option for Central Europe?” *Entrepreneurial Business and Economics Review*, Vol.10, No.2, pp.81-96.
 - Johnson, R. (2014). “Search Funds—What has made them work? (No. ST-357-E)” *Barcelona: IESE*. <https://media.iese.edu/research/pdfs/ST-0357-E.pdf> (2025年4月6日閲覧)
 - Kelly, P., and Heston, S. (2022). “Search fund study: Selected observations.” Palo Alto, CA: Stanford Graduate School of Business. <https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/case-studies/2022-search-fund-study-selected-observations> (2025年4月6日閲覧)
 - Ljungkvist, T., and Boers, B. (2019). “The founder’s psychological ownership and its strategic implications.” *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol.27, No.1, pp.85-102.
 - Namba, K. (2022). “Impact of New Resources from Unrelated Person on the Entrepreneur Activity Process in Business Succession in Japan.” *2022 Portland International Conference on Management of Engineering and Technology (PICMET)*, pp.1-8.
 - Nows, D. (2021). “Acquisition Entrepreneurship: one solution to the looming business succession crisis.” *Indiana Law Journal Supplement*, Vol.97, pp.1-13.
 - Pierce, J. L., Kostova, T., and Dirks, K. T. (2001). “Toward a Theory of Psychological Ownership in Organizations.” *AMRO*, Vol.26, No.2, pp.298-310.

大企業論としてのコーポレート・ガバナンス論が中小企業のガバナンスを考える際にどのような点が参考となるか？

今 西 宏 次
(同志社大学)
(商学部教授)



< 要 旨 >

本稿では巨大な株式会社を対象にスタートしたコーポレート・ガバナンスに関する議論が、中小企業のガバナンスについて考える際に、どのような点が参考になるのか考察している。アメリカで始まったコーポレート・ガバナンスに関する議論の源流を見れば、以下の2点が重要である。①株式会社が巨大化し、公的な政府＝国家に比肩するほどの経済力をもつ会社が多数出現して私的な政府といえるような状況になっている。公的な政府＝政府に統治(governance)が必要なと同様に、私的な政府＝巨大株式会社にも統治が必要(したがって、企業は社会的責任を担うことが必要)な状態になっている。②コーポレート・ガバナンスの源流・古典であるバーリとミーンズの共著『近代(現代)株式会社と私有財産』1932年は、その成立過程から、株主第一主義理論(株主理論)・利害関係者理論双方の古典としての側面があること、である。ガバナンスにはさまざまな派生的な問題が含まれるため、この問題の核心がよくわからなくなってしまうが、この点を理解しておく必要がある。

中小企業は、個々の企業を見ると大企業と比べ大きな権力をもっているとは言えないが、日本企業総数の約99.7%、従業員数の約70%を占めている。総体として考えれば極めて大きな権力を有し、国家の趨勢に多大な影響をもつものであるといえる。このように考えれば、中小企業についてもガバナンスが必要であると考えられる。社会的規範論の慈善原理において、「企業は『権力・責任均衡の鉄則』によって社会的権力に相応する社会的責任を負わねばならない」とされている。ここでは、中小企業もそれぞれの企業規模に相応する社会的責任を負うことが求められている。大企業が国であるとすれば、中小企業は、市町村(local government)に該当する。私的な地方政府としての中小企業のガバナンスも必要な時代になっているように思われる。加えて、所有と経営が一致している中小企業の経営者の裁量は、専門経営者と比して大きく、中小企業では、経営者の理念・「想い」によりガバナンスの在り方が変化すると考えられる。

- | | |
|--|---|
| <p>1 はじめに</p> <p>2 Private Governmentとしての株式会社のガバナンス</p> <p>3 バリー & ミーンズ『近代（現代）株式会社と私有財産』を起点として考えるコーポレート・ガバナンス論</p> | <p>4 中小企業のガバナンスを考える際に、大企業論としてのコーポレート・ガバナンス論のどのような点が参考となるか</p> |
|--|---|

1 はじめに

本稿では巨大な株式会社を対象にスタートしたコーポレート・ガバナンスに関する議論が、中小企業のガバナンスについて考える際に、どのような点が参考になるのか考えてみたい。

コーポレート・ガバナンスの研究がわが国においてスタートしたのは、1990年代に入ってからである¹。そして、研究が本格化したのは、いわゆるバブル崩壊（1990年代中頃）以降であると言える。中小企業のコーポレート・ガバナンスについては、1990年代中頃から論文を散見することができるが、それほど多くの論文は発表されていない。ただ、近年の傾向としては、地域経済再生などの企業の社会的責任に関連して論じられているとも言われている³。

日本のコーポレート・ガバナンス論は、まず1980年代のアメリカの研究を紹介することからスタートした。そして、その紹介者の中心は、当初は証券会社系のアナリストであり、「会社支配権市場（Market for Corporate Control）」に関する議論が中心であったといえる。会社支配権市場は、基本的に上場している大企業（大規模な株式会社）の株主と経営者の問題であったため、わが国においてコーポレート・ガバナンスは、基本的に所有と経営・支配が分離した大企業を対象とする議論であると理解されたのである⁴。

実は、筆者は、25年ほど前、中小企業のコーポレート・ガバナンスについて論文を執筆してほしいとの依頼を受け、お断りしたことがある。当時は、中小企業研究で中心的な役割を果たしている大学（大阪経済大学）に所属してお

- 1 この点に関して、トリッカーは、コーポレート・ガバナンス研究が最初に行われたアメリカについて、「1980年代の初め、コーポレート・ガバナンスは本格的な学術研究の対象ではなく、この言葉は専門的な文献では見あたらなかった。しかし、1980年代の終わりまでに一般的な言葉となった」(Tricker, B., "Editorial: Corporate Governance — the new focus of interest," *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 1, 1993, p. 1.) としている。日本のコーポレート・ガバナンス研究は、1980年代のアメリカにおいて現象として多く生じ、研究も多かった、アメリカの会社支配権市場をめぐる研究が紹介される形で、スタートしたといえる。
なお、筆者は、アメリカにおいて最初に本格的にコーポレート・ガバナンスについて論じた書物は、Eells, R., *The Government of Corporation*, New York, The Free Press, 1962. であると考えている。本稿では本文において若干参照しているが、Eellsの著書を参照・引用している文献は、ほとんど見受けられない。
- 2 データベースのCiNiiを用い、「中小企業、ガバナンス」で検索すると、検索結果は、220件であり、そのうち2020年以降発表されたものは77件であった（2025年2月13日現在）。
- 3 中小企業庁編『中小企業白書2024』を読むと、外部株主を意識したガバナンスによるガバナンス強化や外部株主からの支援獲得が提示されているが、この点については、2章以下でも見るように、コーポレート・ガバナンスが本来問題としてきた問題とは少しずれがあるものであると筆者は考えている。確かに、外部株主との関係構築は、ガバナンスの問題ではあるが、これは、コーポレート・ガバナンスが問題となる中で、派生的に出てきた問題であると考えられる。
- 4 3章においてみるように、「所有と経営の分離」と「所有と支配の分離」という2つの概念がある。これは、しばしばコーポレート・ガバナンス論のスタートラインとして取り上げられるバリー & ミーンズ『近代（現代）株式会社と私有財産』をどのように理解するかにより大きく異なることになる。3章で詳しく論じたい。

り、その関係で、先輩の先生から依頼を受けたのだが、コーポレート・ガバナンス論は大企業を対象とする議論であるという思いが強く、議論の対象を広げてしまうと本来の意味が失われてしまうのではないかと考えたからである。しかし、長年コーポレート・ガバナンス研究を続けてくる中で、日本において企業総数の約99.7%、従業員数の約70%を占める中小企業（2021年）⁵の動向は、日本の経済に広範な影響を与えていることは明らかである。筆者は、コーポレート・ガバナンスは、株式会社権力（corporate power）をめぐる問題であると考えている。日本の経済に広範な影響を与えている中小企業のガバナンスについても考察を加える必要があると考えるようになった。

とはいえ、筆者がこれまで研究してきたのは大企業のガバナンスである。このため、本稿では、巨大な株式会社を対象にスタートしたコーポレート・ガバナンスに関する議論が、アメリカにおいてどのように議論されてきたのかを1970年代以前にも遡って検討することを通じて、中小企業のガバナンスについて考える際に、どのような点が参考になるのか考えてみたい。2章では、コーポレート・ガバナンスが問題とされる契機となった概念であると筆者が考えている私的な政府（private government）という概念について見ていく。3章ではしばしばコーポレート・ガバナンス論の古典として取り上げられるバーリ&ミーンズ『近代（現代）株式会社と私有財産』をどのように理解するかについて考えていく。最後に4章において、2章・3

章での議論を受けて、大企業のガバナンスに関する議論が、中小企業のガバナンスについて考える際に、どのような点が参考になるのか考えてみたい。

2 Private Governmentとしての株式会社のガバナンス

ここでは、まずは筆者がコーポレート・ガバナンス研究をスタートした際の問題意識から議論を始めたい。既に述べたように日本のコーポレート・ガバナンス論は、1980年代のアメリカの研究を紹介することからスタートし、社外取締役（outside director）⁶に関する若干の議論を除いて、当時は「会社支配権市場」に関する議論が中心であった。1980年代に入ってジャンク・ボンド（利払い・償還に関する危険は大きい）、その代わり利回りが大きい格付けの低い社債）が利用されるようになって、LBO（被買収会社の資産を担保に資金調達し、その資金を利用して買収する手法）を含めた敵対的企業買収運動が増加・大型化した。経営者が敵対的企業買収に対抗するためにクリーン・メール、ポイズン・ピル、ゴールデン・パラシュートといった様々な方策を考案したために、経営者の統治権力（governing power）に関して疑念が投げかけられたのである。また、機関投資家の台頭、特に年金基金アクティビズムの登場といったことも論じられており、いずれにせよ株主理論の立場からの議論が中心となっていたのである。

⁵ 中小企業庁編『中小企業白書 2024』xiページ。

⁶ outside director は、一般的には社外取締役と翻訳されるが、筆者は外部取締役と翻訳する方がいいのではないかと考えている。ここで求められていることは、取締役が部外者であることであり、当該会社から独立した（independent）存在であることである。

筆者は、コーポレート・ガバナンス研究を始める以前は、会社支配（corporate control）の研究をしていた。筆者が大学院に入学し、会社支配の研究を始めたのは1980年代末なので、1990年代に入り、突然、コーポレート・ガバナンス（企業統治）という言葉が使われ始めたという印象である。ただ、「会社支配権市場」に関する研究なら、それ以前から使用されていた会社支配という概念を用い説明し、論じることが可能なはずなのに、なぜわざわざ新たにコーポレート・ガバナンスという概念を創出し、論じる必要があるのかが疑問であった。2000年代に入って、わが国でも多く論じられるようになった会社を株主のものと考え、株主と経営者の間に存在するエージェンシー・コストをいかにして最小化するか、という株主理論の中心テーマについても、従来の「支配」概念を用いて論じることが可能であると考えられる。筆者は、コーポレート・ガバナンスには、本来、株主と会社（経営者）との関係以上のものが含まれていると考えたのである。このため、筆者のコーポレート・ガバナンス研究は、会社支配論とコーポレート・ガバナンス論のどこが同じで、どこが異なるのか、またなぜわざわざ新たにコーポレート・ガバナンスという概念を創出する必要があったのかが、その最初の問題意識となっている。

また、コーポレート・ガバナンスは、日本語に翻訳される場合、企業統治と翻訳されるが、例えば監査の問題も統治にかかわるものである

ため、確かにガバナンスの問題であるということが出来る。しかし、監査論は、コーポレート・ガバナンスという言葉ができる以前から多く論じられており、わざわざガバナンスという言葉に言い換える必要はないように思われる。コーポレート・ガバナンスに関する議論は、筆者の専門である経営学の分野のみにとどまらず、法学、経済学、会計学などの分野でも盛んに論じられている。また日本、アメリカ、欧州各国だけではなく、韓国、中国、台湾、オーストラリア、ブラジル、インドなど世界中の国々においても議論されている。したがって、さまざまな分野の世界中の論者が議論しているため、コーポレート・ガバナンスというテーマで論じられる対象・内容は多様化し、あらゆる問題がガバナンスという言葉を用いて論じられるようになってしまったため、その核心がいったい何であるのかよくわからなくなっている。⁷

このような場合、筆者は、その問題が最初どのように論じられていたか振り返ってみる必要があると考える。コーポレート・ガバナンスの問題を初めて論じた国はアメリカである。他の国々は、アメリカでの議論を参考にしてこの問題を論じている。したがって、今日さまざまな分野の論者がさまざまな角度から論じるようになっているコーポレート・ガバナンスの問題が本来どのような意味で議論されていたのかを知るためには、この問題を初めて論じたアメリカの議論を取り上げてみる必要があると考えるのである。

7 コーポレート・ガバナンスは、今日では、高校の「政治・経済」の授業でも取りあげられるようになっている。高校でよく使用されている資料集、東京法令出版社『政治・経済資料 2024』の用語解説では、コーポレート・ガバナンスは、「企業における意志決定の仕組みのこと。会社は経営者・従業員のものという従来の考えに対し、本質に立ち戻って株主を主体に企業のあり方をとらえ直そうとする立場から提唱された。この視点から派生して、内部統制の在り方、リスク管理体制、ひいては役員報酬に至るまで、原理原則が改められることになる」（394 ページ）とされている。筆者の視点から見れば、この用語解説には多くの疑問点が含まれているが、「派生」して論じられている問題が多いという点は同意できる。「派生」して論じられる問題が多いが、筆者は、コーポレート・ガバナンスが本来何を問題としていたのかよくわからないまま、「派生」問題をガバナンスの問題として取り扱っている文献が多いのではないかと考えている。

1960年代～1970年代のアメリカでの議論は、1980年代のように「会社支配権市場」、すなわち株主と経営者の関係をその中心的な論点としていたわけではない。筆者は、むしろ会社（経営者）とあらゆる利害関係者との関係、つまり株式会社の社会的責任の問題を中心的な論点としていたと考えている。⁸したがって、ここでは企業の社会的責任との関連でコーポレート・ガバナンスについて論じていきたい。

まず、コーポレート・ガバナンスとは本来どのような意味を含んでいるのかから考えてみたい。筆者は、コーポレート・ガバナンスという言葉を考えていく上で、私的な政府（private government）という概念について考えてみる必要がある、⁹と考えている。これは、私的な政府としての株式会社の問題を取り扱うのがコーポレート・ガバナンスであると考えからである。

私的な政府について考える前に、まずgovernment（政府）という言葉の意味から見てみたい。バクスバウムは、governmentという言葉は「舵を取る」という意味のギリシャ語に語源があり、あらゆる種類の管理・統制過程や社会秩序化の過程を表現するために長年にわたって用いられてきた、とする。そしてgovernmentという言葉は、governanceという言葉と取り替えのきく言葉であるという。¹⁰たとえばイギリスでは、学校、株式会社、病院等は統治

体（governing body）であると表現される。しかし、このような用い方はアメリカではあまり一般的ではなく、governmentという語は、「特定の分野で他のすべての機関を支配している機関、あるいは厳格に階層的な方法で、支配的な同種の機関に従っている機関に、排他的に用いられるようになっている」¹¹とするのである。このため、アメリカにおいてgovernmentという語は、一般的には「社会的な関心の問題に関する活動を秩序付けるといった種類の機関がもつ特徴を表現する」¹²ために用いられている。つまり、governmentという語は、アメリカにおいては、一般的に公的な（public）存在である州や連邦等の政府にのみ適用されている概念である、と考えられているのである。

このように考えると、「私的な政府」という言葉は、その言葉の中に矛盾を含んだものであることは明らかである。公的な存在を表すために用いられるgovernmentという語が、私的な（private）という形容詞を伴っているからである。従来のアメリカの政治学では、伝統的に公的なものと私的なものとの間の区別が明確になされており、基本的に重要なものであると考えられていた¹³のである。

しかし、政治学者の中に、governmentの概念を私的な組織にも適用しようとする研究者が出現することになる。私的な存在ではあるが、

8 今西宏次『株式会社の権力とコーポレート・ガバナンス』文眞堂、2006年の第3章を参照されたい。なお、筆者は同書において、1960年代～1970年代のコーポレート・ガバナンスに関する議論には、次の2つの大きな流れが存在していると論じた。すなわち、①本来的には私的権力である株式会社権力をどのようにして統制し、株式会社に社会的目標を付加していけばいいのかという議論、そして②（①に対する批判として）会社を株主のために利潤を極大化するための経済的制度である（したがって、会社はさまざまな利害関係者に対する社会的責任を果たすことはない）とする議論、また市場からのさまざまな圧力により会社は経済目的のみを追求し、社会的義務を負うことはできないとする議論、である。

9 この私的な政府というメタファーを作り上げたのは、メリアムであると考えられる。（Merriam, C. E., *Public and Private Government*, New Heaven, Yale University Press, 1944.）

10 Buxbaum, J. M., *The Corporate Politeia*, Washington, University Press of America, 1981, p. 1.

11 *Ibid.*, p. 2.

12 *Ibid.*, p. 2.

13 *Ibid.*, p. 3.

人々にその存在を政府的な（government）ものであると考えさせる組織が出現している、とするのである。例えば、ダールは、「政治的システムとは、かなりの程度権力、規則、権威を含んだ人間関係のあらゆる永続的なパターンである¹⁴」とした上で、政治的なシステムをもっている government には、「私的なクラブ、企業、労働組合、宗教組織、そして市民グループ¹⁵」等があるとしている。公的な存在である政府と市民との間に強大な権力を持ち、また永続的な存在である私的な government が台頭してきたことにより、アメリカ社会に重大な変化が生じた。このため、以前のように単純に公的な政府と他の組織を区別できなくなったのである。

では、企業（株式会社）を私的な政府と考えることには、どのような意味があるのだろうか。これは、株式会社が巨大化して、強大な経済的・政治的・社会的権力を保持するようになったため、株式会社の行動は単に私的な経済活動を行う主体としてだけでなく、多数の人々の生活に重大な影響を与える政治的・社会的な主体にもなっていることを意味しているのだと思われる。例えば、バクスバウムは、私的な政府の考え方をアメリカの株式会社に用いる理由を株式会社が「社会に対して重要な影響力を有していると理解しているからである」とし、彼が私的な政府の概念を適用して研究する株式会社は、年商20億ドルを超える巨大株式会社であるとしている。これは、彼の著書が発表された1981年当時でアメリカ最大規模の産業会社のほぼ100社を指しているとされている¹⁶。この

ことから、私的な政府という考え方は強大な権力をもった巨大株式会社に適用される考え方であることがわかるであろう。

株式会社が巨大化し、強大な権力をもつようになり私的な政府となったために、公的な政府と同様に私的な政府についてもガバナンスが必要であると考えられるようになった。これが、コーポレート・ガバナンスが論じられるようになり、求められるようになった最大の要因であると筆者は考えている。

筆者は、コーポレート・ガバナンスという言葉は、アメリカにおいて1960年代初めに、イールズにより、はじめて用いられたと考えている。彼もまた、「私的な政府」という概念を用い論じている。イールズは、1962年に出版されたその著書『株式会社の統治』（*The Government of Corporations*）を次のような問題意識をもって著している。現代の巨大株式会社は自社の従業員を全人格的に従属させ、市民の権利に直接的に影響を与えており、社会のなかで州や連邦等の公的な政府と同様の権力を行使しており、私的な政府といえる存在になっている。州や連邦等の公的な政府は、それぞれ州法や合衆国憲法というその権力に対する歯止めとなる憲法を有している。これに対して、私的な政府である現代の巨大株式会社は、その権力の歯止めとなる憲法をもっていない。イールズは、このように強大な経済的・社会的権力をもつようになった巨大株式会社の権力の歯止めとなるような憲法を考えることにより、コーポレート・ガバナンスの立憲主義的な基礎を作り出そうと

14 Dahl, R. A., *Modern Political Analysis*, 3rd ed., Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 1976, p. 3.

15 *Ibid.*, p. 3.

16 Buxbaum, *op. cit.*, p. 10.

したのである (constitutionalism)。

また、既に述べたように巨大株式会社は強大な権力をもつようになっており、その結果として多数の人々の生活に多大な影響を与えるようになっていいる。このため、イールズは、大会社(の経営者)は確かに第一義的には株主に対して有利な収益をもたらすという義務を有しているものの、社会の要求に対しても同時に対応すること、すなわち従業員、顧客、原材料の供給業者、地域社会等の構成員の要求にも対応する社会

的責任ある会社(経営者)にもなる必要がある、と考えたのである。¹⁷このようにコーポレート・ガバナンス論は、利害関係者理論的な立場からスタートしたと考えられ、企業の社会的責任の問題がその出発点から含まれていたと考えられるのである。

イールズが巨大株式会社を「私的な政府」として捉えた状況が今日、どのようになっているのかについてみてみると、表1・表2のようになる。

表1 世界各国の名目GDP (2023年)

順位	国名	GDP (10 億ドル)
1	アメリカ	27,720
2	中国	17,758
3	ドイツ	4,527
4	日本	4,219
5	インド	3,382
22	台湾	756
23	アルゼンチン	646
24	ベルギー	632
44	ルーマニア	351
106	キプロス	32
193	ツバル	0,07

(出所)「世界の名目GDP 国別ランキング・推移 (IMF)」
[available at <https://www.globalnote.jp/post-1409.html>
(last visited February 18, 2025)] より作成した。

表2 世界の大企業(売上高・収入実績 (revenues)に基づく) 2024年

順位	会社名	売上高・収入 (revenues) 10 億ドル
1	Walmart	648
2	Amazon	575
3	State Grid	546
4	Saudi Aramco	495
5	Sinopec Group	430
6	Chaina National Petroleum	422
7	Apple	383
8	UnitedHealth Group	372
9	Berkshire Hathaway	364
10	CVS Health	357
500	Samsung C&T	32

(出所) "The Full Fortune Global 500 List"
[available at <https://fortune.com/ranking/global500/> (last visited February 18, 2025)] より作成した。

17 Eells, R., *The Government of Corporations*, New York, The Free Press of Glencoe, 1962.

表1は、2023年の世界各国の国内総生産（名目GDP）を、表2は2024年の世界の大企業〔売上高・収入実績（revenues）に基づく（Fortune Global 500より作成）〕を示したものである。表1と表2から、巨大な株式会社の規模とそれらを規制すると仮定されている公的な政府の規模とを比較・考察してみれば、巨大な株式会社が公的な政府による規制に対抗する実質的な力を保持し、強大な権力を有しており、私的な政府といえるほどの存在になっていることがわかるであろう。世界最大の売上高をもつWalmart社は、世界各国のGDPのランキングと比較すれば23位のアルゼンに比肩する規模を示しており、世界の大会社の500位に位置しているSamsung C&T社は106位のキプロスに相当する規模を有している。このように一国のGDPに匹敵する巨大株式会社が多数存在し、小規模なGDPしかもたない国であればあるほど、その国民はこのように巨大な株式会社からの影響を受けやすいと考えられる。

なお、表2は、もう1つの重要な論点を示している。3章で見るように、しばしばコーポレート・ガバナンス論の古典として取り上げられるバーリ&ミーンズ『近代（現代）株式会社と私有財産』では、所有と経営・支配の分離が論じられており、所有者支配、経営者支配の問題が論じられている。経営学の分野では、コーポレート・ガバナンス論は、しばしば「経営者支配論」であるといわれるが、private government（私的な政府）論であると考え、

Fortune Global 500を見ると、必ずしも経営者支配論ではないことがよくわかる。ここでは詳しく論じないが、Fortune Global 500の中には、所有と支配が一致したいわゆるファミリービジネス（同族系企業）も多数含まれているように思われる。

例えばFortune Global 500のトップに位置するWalmart社は、「今日、19の国とeコマースのウェブサイトとで10,750以上の店舗を運営している。2024会計年度末現在、全世界で約210万人、米国で約160万人の社員を雇用している。¹⁸」同社の財務報告書によると、2024年の売上高・収入は、6,738億1,000万ドルであり、時価総額は、7,368億2,000万ドルで世界第5位である。²⁰ Walmart社は、創業家のWalton一族が多数の株式をコントロールしている。同社の株式は、2024年12月31日現在、Walton Enterprises LLC（Walton家の財産を管理する持株会社）が38.38%、Waltonファミリーが7.43%保有しており、²¹上場はしているが、同族系の企業である。コーポレート・ガバナンスが経営者支配論であるとするなら、Walmartは同族企業＝所有者支配会社であり、所有と支配が一致しているため、コーポレート・ガバナンスは必要ないことになってしまう。しかし、コーポレート・ガバナンスは「私的な政府」といえるまで成長した株式会社を取り扱うものだと考えれば、Walmartこそコーポレート・ガバナンスが必要だ、ということになる。

筆者は、コーポレート・ガバナンス論は、会

18 "Location Facts" [available at <https://corporate.walmart.com/about/location-facts> (last visited March 8, 2025)]

19 "Revenue for Walmart (WMT)" [available at <https://companiesmarketcap.com/walmart/revenue/> (last visited March 8, 2025)]

20 "Largest dow jones companies by market cap" [available at <https://companiesmarketcap.com/dow-jones/largest-companies-by-market-cap/> (last visited March 8, 2025)]

21 「ウォルマート・ストアーズ (WMT)」 [available at <https://jp.investing.com/equities/wal-mart-stores-ownership> (last visited March 8, 2025)]

社支配論が問題とした「誰が会社を支配しているのか」を問題とするのではなく、「実際に会社を統治しているのは経営者である」との認識からスタートしている議論であると考えている。「私的な政府」という考え方は、会社が大規模化し、社会に与える影響が大きくなったことを問題としており、所有と経営・支配の分離についてはあまり問題としていない。しばしばコーポレート・ガバナンス論の古典として取り上げられ、巨大株式会社の所有と経営・支配の問題を取り扱ったバーリ&ミーンズ『近代（現代）株式会社と私有財産』については、次章で取り扱いたい。

3 バーリ&ミーンズ『近代（現代）株式会社と私有財産』を起点として考えるコーポレート・ガバナンス論

バーリとミーンズの共著『近代（現代）株式会社と私有財産』²² 1932年は、会社支配論、コーポレート・ガバナンス論の古典であり、わが国でも2度翻訳され出版されている有名な書籍である。²³ バーリは1895年生まれの実業家であり、1927年にコロンビア大学教授（会社法学者）に就任している。また、その後、フランクリン・ルーズベルトの「ブレイン・トラスト」のオリジナルメンバーとなり、ニューディール期の法制定（銀行業務、証券市場に関するもの）に大きな影響力を有することになった。バーリは、1927年に「近代（現代）株式会社に関する研

究プロジェクト」を開始した。同年、経済学の修士号を得たばかりのミーンズは、第一次大戦期に知り合ったバーリから、近代株式会社に関する研究プロジェクトへの支援を要請され、統計および調査アシスタントとして雇用されることになる。ミーンズにより統計的な証拠固めと経済分析が行われ、バーリにより法律的な分析が行われた。その成果が『近代（現代）株式会社と私有財産』²⁴ として結実したのである。

同書は、以下で見るように複雑な内容になっている。有名な古典ではあるが、実際にはあまり手に取って読まれることがない書物でもあるため、教科書を通じてのみ内容を理解している研究者も多い。このため研究者の所属分野により教科書の内容が異なっていることもあり、分野により理解が異なり、混乱してしまっている。ここでは、経営学分野の研究者と経済学・法学分野の研究者で理解がどのように異なるのか見てみたい。²⁵

まず、経営学分野から見てみる。コーポレート・ガバナンスが論じられる以前、経営学分野の多くの研究者は、『近代（現代）株式会社と私有財産』は会社支配論について書かれた書物であると捉え、その統計的に分析された部分に注目した。アメリカでは、20世紀初頭に上場会社が問題となり始め、それ以前には存在しなかったような巨大株式会社が登場した。同書では、世界大恐慌が発生する直前の1929年時点でのアメリカ最大非金融会社200社が調査され、「株式会社は所有者である株主＝資本家の

22 Berle, A. A., & Means, G. C., *The Modern Corporation and Private Property*, New York, The Macmillan Company, 1932.

23 北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』文雅堂銀行社、1958年。森杲訳『現代株式会社と私有財産』北海道大学出版会、2014年。

24 この点について詳しくは、今西宏次「G・C・ミーンズと『近代株式会社と私有財産』」三戸浩編『バーリ＝ミーンズ（経営学史叢書5）』文眞堂、2013年を参照されたい。

25 ここでは単純に経営学分野の研究者と経済学・法学分野の研究者と二分しているが、実際には単純に二分できるわけではない。それぞれの分野の多くの研究者がそのような理解をしているという意味で論じている。

ために私的利益を追求するための手段である」とする伝統的な株式会社観では説明しきれないような状況が出現した、と指摘されたのである。

同書では、1929年当時のアメリカにおいて、最大非金融会社200社は、会社数で見れば全体のわずか0.07%にすぎなかったが、その規模について見ると、株式会社の富の49.2%、事業用の富の38%、国富の22%がこの200社によって占められており、驚くほど株式会社の巨大化と経済力の集中が進んでいたことが示されていた。同書では、この200社の現状を明らかにすることにより、アメリカ経済の主要な部分が明らかになると考えられたのである。

同書の主張を要約すれば、以下の2点にまとめられる。すなわち、①所有と支配の分離による経営者支配への移行（経営者革命論）と②株式会社の性格の私的な致富手段から準公的会社への変容（株式会社革命論）、である。巨大株式会社は、多くの場合、株式を証券取引所に上場している。これは、株式会社が大規模化するためには多額の資本調達が必要であり、大量の株式が発行されるからである。そして、その過程の中で、それぞれの会社の株式所有は多数の株主の間に広範に分散することになる。その結果、株式所有に基づいて会社を支配することが困難になり（所有と支配の分離）、会社支配者が株主（所有者）から経営者に移行することになる。つまり、経営者支配が成立することになる、とするのである。

「近代（現代）株式会社に関する研究プロジェクト」がバーリの発案でスタートし、また当時、ミーンズが大学院の修士課程を終えたばかりであったこともあり、『近代（現代）株式会社と私有財産』は、一般的にはバーリの考えに従って書かれた書物であると理解されているように思われる。また、第二次大戦後、バーリが以下の書物の中で、「会社良心（corporate conscienceness）」論や「社会的合意（public consensus）」²⁶論を展開しているため、経営学分野では、長年にわたりバーリが経営者支配論の祖であると理解されていたように思われる。

しかし、筆者はこのような評価は誤りであると考えている。近代株式会社に関するバーリの研究プロジェクトは、バーリが会社法学者として観察した巨大株式会社で生じている「所有と経営の分離」が、法学的・経済学的にみてどのような意味をもつのかについて研究することを目的にスタートした²⁷。しかし、ミーンズがこの研究プロジェクトに参加し、彼が担当する統計調査が進んでいく中で、会社の支配という問題・概念は、ミーンズにより新たにもたらされた考えであることを認識しておく必要がある。ミーンズは、実証研究を進めていく中で、所有と経営の分離では経済学的な意味での重要性を十分説明できないと考えるようになる。このため、ミーンズは、所有と経営の観点から考察するのではなく、所有（ownership）、経営（management）、支配（control）という3つの

26 第二次大戦後、会社の大規模化やそれへの経済力の集中が一層進展したことにより、バーリは会社活動の社会的影響力の増大とその担い手たる会社経営者の社会性の増大を認識することになる。『二十世紀資本主義革命』（*The 20th Century Capitalist Revolution*, 1954年）では、大会社に集中する巨大な経済的権力を担う経営者の絶対的な権力は、専ら経営者の良心によって抑制されねばならないとする「会社良心」論を展開し、『財産なき権力』（*Power without Property*, 1959年）では、「権力保持の正当性は、根本的には社会的合意によって容認されるかどうかにかかっている」とする「社会的合意」論を展開した。これに対して、第二次大戦後、ドッドは、バーリ・ドッド論争の勝者はバーリであると述べ、株主第一位的な立場に転向している。

27 Eichner, A. S., "Portrait Gardiner C. Means," *Challenge*, January-February 1980, p. 57.

概念を用いる方が有益である、とバーリを説得したのである。²⁸したがって、ミーンズこそが経営者支配論の祖であると考えた方が正確であると思われる。

『近代（現代）株式会社と私有財産』は、バーリとミーンズによる共著ではあるが、筆者は、二人の考えがきちんと調整されたうえで出版されているわけではないと考えている。リー&サミュエルズの研究によると、第Ⅰ編（Book I）のⅡ～Ⅵ章はミーンズ単独で執筆しており、第Ⅱ編と第Ⅲ編はバーリ単独で執筆されている。そして、第Ⅰ編のⅠ章と第Ⅳ編全体は、バーリとミーンズ共同で執筆されているのである。²⁹この点については、銘記しておく必要があるだろう。

次に、経済学・法学分野について見てみる。M. C. ジェンセンが、「今日の世界的なコーポレート・ガバナンス論争の中心は、株式会社の基本目的に関して顕著な意見の不一致が存在しているところにある」³⁰とすることからもわかるように、会社の目的は何かを考えることがコーポレート・ガバナンスの中心課題となっている。³¹この議論の始まりは、『ハーバード・ロー・レビュー』誌上において1931年～32年になされたバーリとドッドの論争にあると考えられる。そこでは、会社のために資本を提供して、そのリスクを負担する人々が、資本は提供していないが会社活動から影響を受け、会社活動に制約を求めるような人々に対して便宜を図るよう

に要求されねばならないか、という問題が議論されていた。その際書かれたバーリの1931年の論文「信託された権力としての株式会社権力」は、『近代（現代）株式会社と私有財産』の第Ⅱ編第7章に、ほぼそのままの形で所収されている。

バーリとドット論争の際のバーリの主張は、今日的に見れば株主理論（stockholder theory）や「エージェンシー」理論の研究者の主張と同様のものであった。バーリが『近代（現代）株式会社と私有財産』執筆の際、当初、想定していたのは「所有と経営」の分離である。所有と経営の分離が生じている状況下において、バーリは、取締役会は当該会社株主の利益のためだけに会社を経営する義務を負うとする株主信託モデルを主張していた。会社は株主により所有されているのだから、全ての会社権力は、株主の利益のために用いられることで信託的権力たり得る、と考えたのである。したがって、株主以外の利害関係者に対する経営者の関心は、当該会社株主の利害関係がそれによって増大される場合にのみ適切であると考えことになる。

今日、バーリ&ミーンズの『近代（現代）株式会社と私有財産』は、経済学・法学分野では、しばしばコーポレート・ガバナンス論の古典、それも株主第一位（shareholder primacy）のグランドファーザーとして取り上げられるが、³²これは、バーリとドット論争でのバーリの主張

28 Lee, F. S., *Post Keynesian Price Theory*, Cambridge, Cambridge University Press, 1998, p. 21.

29 Lee, F. S. & Samuels, W. J., eds., *The Heterodox Economics of Gardiner C. Means: a Collection*, New York, M.E. Sharpe, 1992, pp. xxx-xxxi.

30 Jensen, M. C., "Value Maximisation, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function," in J. Andriof, et al., eds., *Unfolding Stakeholder Thinking*, Sheffield, Greenleaf Publishing Ltd, 2002, p. 65.

31 ただし、ジェンセンは経済学者であるため、株主理論の立場から、利害関係者理論については、どの利害関係者が最も重要ななどあいまいな点が多いと批判している。彼は、複数の次元にわたるものを最大化することは論理的に見て不可能であり、目的行動は一価目的関数（single valued objective function）である必要があるとする。そして、200年にわたる経済学や金融論の研究では、外部性や独占が存在せず、全ての商品価格が存在している場合、それぞれの企業がその時価総額を極大化させた時に社会的繁栄が最大化されるとするのである（*Ibid.*, pp. 65-68.）。

32 Bratton, W. W. & Wachter, M. L., "Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and the Modern Corporation", *The Journal of Corporation Law*, Vol. 34, 2008, pp. 100-101.

を同書に転載した部分（第Ⅱ編第7章）のみを参照しているのである。この立場からは、基本的に株主の利害を明確に反映したコーポレート・ガバナンスのメカニズム形成が目指されることになる。そして、これを実際の経営に適用すれば、株主のために利益を最大化するという目的に従った管理が目指されることになるのである。

これに対して、ドッドは、株式会社の社会的責任に関するバーリの見解を受け入れなかった。ドッドは株主を不在所有者（absentee owners）であると理解し、株主の利害関係は、株主以外の会社構成員や社会全体の利害関係に従っていると考えたのである。ドッドは所有者を2つのカテゴリーに分類した。すなわち、①当該会社に対して資本を投資した人びと、及び②当該会社に対して資本は投資していないが、利害関係をもっている人びとである。彼は、経営者の責任は当該会社の株主、従業員、顧客、および一般社会のために経営することであると主張した。つまり、彼は、上場会社の目的には株主のために金儲けをするだけでなく、従業員の仕事の保障、顧客のために質の高い製品を提供すること、社会貢献が含まれると考え、「株式会社は、利潤追求機能だけでなく社会奉仕機能もあわせもった経済的制度である」、「ビジネスが法により認められ、奨励されているのは、ビジネスがその所有者のための利潤の源泉であるというよりも、第一にビジネスがコミュニティの役に立つからである。したがってそこでは、無制限の私的利益は適切なサービスとは相容れないものであるように思われる」と主張したの

である。³³ ドッドのこのような見方は、後に managerialism や managerialist view、managerial capitalism と呼ばれることになる。第二次大戦後、バーリとドッドの主張が入れ替わってしまっているため、バーリが managerialism の祖であると理解されている場合もあるが、実際には、ドッドこそが managerialism の祖であると言えることができるのである。

次に、ミーンズが加わった『近代（現代）株式会社と私有財産』の結論部分にあたる第Ⅳ編を見てみる。バーリ&ミーンズは、同書の結論部分Ⅳ編第4章「株式会社の新概念」において、所有と支配が分離された株式会社の経営者がその権力を誰の利益のために用いなければならないのかについて問題を提起し、次の3つの可能性を示している。①財産の伝統的な理論に基づき、消極的な財産の所有者たる証券所有者（株主）の受託者として行動する可能性、②会社の支配者たる経営者が自らの利益のために会社を運営する可能性、そして③経営者が社会全体の利益のために仕える可能性、である。この部分は、彼らが、「会社は誰のものか、また誰のために経営するべきか」という問題提起をしたということができるであろう。

バーリが単独で執筆した第Ⅱ編第7章「信託された権力としての株式会社権力」の部分の分析に従えば、本書の結論は、①財産の伝統的な理論に基づき、株主の受託者として行動すべきとするエージェンシー理論の考え方の方向で進展すべきだということになるのかもしれない

33 Dodd, E. M., "For Whom Are Corporate Managers Trustees?", *Harvard Law Review*, Vol. 45, 1932, p. 1149.

い。結論を①とすれば、一冊の書籍としては、論理的に整合することになる。³⁴しかし、バーリ&ミーンズは、株式会社制度が存続し続けるためには③の方向に進展し、経営者が純粹に中立的なテクノクラシーに発展することが必要不可欠であるとしたのである。

所有と支配の分離に伴う経営者支配の正当性の問題や、株式会社が巨大化し、強大な影響力を社会に与えるようになったことを重視する研究者は、多様な利害関係者の利害を含むガバナンスメカニズムの構築を目指すことになる。これを実際の経営に適用すれば、利潤追求以外にも多様な経営目的をもつことが可能となり、企業は積極的に社会的責任を果たすことが求められることになる。したがって、③の方向は、株主だけではなくさまざまな利害関係者を含むコーポレート・ガバナンスメカニズムの形成を主張する利害関係者論者のそれと軌を一にするものであると言える。この部分を『近代（現代）株式会社と私有財産』の結論である、ととらえれば、同書は利害関係者論の古典と考えることができるのである。

なお、『近代（現代）株式会社と私有財産』の結論部分で示された3つの可能性を改めてみると、①はエージェンシー理論に、②は1980年代以降のコーポレート・ガバナンス論のスタートの議論に、そして③はmanagerialismに対応しており、多くの示唆が含まれているように思われる。既に述べたように、同書は、有名な古典ではあるが、実際にはあまり手に取っ

て読まれることがない書物である。改めて検討してみる必要があろう。

4 中小企業のカバナンスを考ふる際に、大企業論としてのコーポレート・ガバナンス論のどのような点が参考となるか

以上、第2章、第3章では、巨大な株式会社を対象にスタートしたコーポレート・ガバナンスに関する議論を見てきた。追加的な要素を加えまとめると、以下ようになる。第2章では、株式会社が巨大化し、公的な政府＝国家に比肩するほどの経済力をもつ会社が多数出現したため、このような会社は私的な政府といえるような状況になっていること、公的な政府＝政府に統治（governance）が必要であるのと同様に、私的な政府＝巨大株式会社にも統治が必要（したがって、企業は社会的責任を担う必要があること）が示された。第3章では、バーリ&ミーンズの『近代（現代）株式会社と私有財産』について取り上げ、同書が成立した過程から、株主第一主義理論（株主理論）・利害関係者理論双方の古典としての側面があることが示された。

同書で示された経営者支配やマネジリアリズムの考え方は、株主第一主義的なガバナンスの考えが強くなった今日では、幾分か違和感を覚える考え方かもしれないが、議会や政府機関による報告書やマルキストを中心とする所有者支配論者や金融支配論者により多くの批判にさらされてきたものの、1960年代のアメリカでは、

34 同書の翻訳を見ると、第I編・・・第IV編と翻訳されているが、原著を見るとBook I・・・Book IVとなっている。バーリとミーンズの父親はともに会衆派教会の牧師であった。『新約聖書』は全てキリストの教えにしたがう書物ではあるが、成立時期、著者が異なるばらばらの書物の集合体であると考えられている。巻頭の『マタイによる福音書』は英文では、Book of Matthew もしくは the Gospel of Matthew となる。『近代（現代）株式会社と私有財産』は、これまで統一された1冊の書籍として捉えられてきた。あくまでも私見ではあるが、本書は、ある程度の矛盾を含んだ4冊の書籍（Book）を合本した書籍であると考えた方が適切ではないか、と筆者は考えている。

一応のコンセンサスが得られていたと考えられている。³⁵ コーネル・ロー・スクールの会社法・ビジネス法の卓越教授（distinguished professor）であったストートは、「20世紀の半ばまでに、明らかに経営者主義的な考え方（managerialist view）が主流となった」、1960年代に「株式会社の目的は何かと取締役やエグゼクティブに尋ねたら、会社は、以下のような多くの目的を有していると答えるだろう。投資家に満足のいく利益をもたらすだけでなく、従業員に良い仕事を提供し、消費者のために信頼できる製品を作り、良き企業市民になることである」³⁶としている。そして、1980年頃までは、この考え方は上場会社の経営者の哲学として一般に受け入れられていたといえる。

しかし、1970年代以降、状況が徐々に変化することになる。まず、1970年に経済学者M. フリードマンが「ビジネスの社会的責任は利益を増大させることである」³⁷という有名なエッセイを発表する。そして、1976年にジェンセン&メックリングが「企業の理論」³⁸を発表し、エージェンシー問題が注目されるようになる。上場会社の株式所有が分散したために株主の行動が受動的になっていることに関して、エージェンシー理論の研究者は、バーリ&ミーンズが示した3つの可能性の②「会社の支配者たる経営者が自らの利益のために会社を運営する可能性」の方向に株式会社は進展してしまっていると考えたのである。ジェンセン等は、専門経営者が自己利益の追求や経営努力を怠ったりし

て、株主利益を軽視・無視することに繋がるため、「所有と経営・支配の分離」が上場会社の重大な弱点であると考えられることになる。このため、株主（プリンシパル）が経営者（エージェンツ）の行動を監視し、規律付けることが求められる。1980年代以降、このようなエージェンシー問題をめぐる問題が盛んに研究され、株主主権・株主第一位に基づくコーポレート・ガバナンス研究がなされることになったのである。

そして、1980年代のアメリカに起こった現実には、株主主権・株主第一位に基づくコーポレート・ガバナンス研究を後押しすることになる。1980年代になり、LBOが盛んに利用されるようになる。その際、ジャンク・ボンドもあわせて利用され、LBOを利用した敵対的企業買収の増加・大型化によってコーポレート・ガバナンスに対する関心が高まることになった。つまり、会社支配権市場を巡る議論を中心に、「株主対経営者」の問題が論じられることになったのである。ここでは、敵対的企業買収は無能な経営者を排除し、優秀な経営者が企業経営を行っていれば、株主が本来得られるはずであった利益を彼らに与える自由市場の装置であると考えられた。株式市場を通じて企業経営（経営者行動）を有効に監視し、規制できると考えられたのである。経営者は、敵対的企業買収に対抗し、自身の地位や利益を守るためにさまざまな手法を考案し、利用することになる。このため、どのようにすれば有効に株主による企業経営（経営者行動）のチェックが行えるようになるの

35 正木久司『株式会社論』晃洋書房、1986年、92ページ。

36 Stout, L. A., "The Problem of Corporate Purpose", *Issue in Governance Studies*, Number 48, 2012, p. 2.

37 Friedman, M., "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits", *New York Times Magazine*, September 1970, 122-126.

38 Jensen, M. C., & W. H. Meckling, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Issue 4, 1976, pp. 305-360.

か、また、株主の願望と経営者の行動をいかにして一致させるかが問題とされた。この1980年代以降の、株主中心のアメリカのコーポレート・ガバナンス論が、日本を含め世界中に輸出され、大きな影響力をもつようになったのである。

企業の社会的責任に関する議論は、1980年代以降のアメリカのコーポレート・ガバナンス論においては、あまり中心的な課題になっていとは言えない。その理由としては、1970年代のアメリカ企業は収益力・競争力が低く、経営者の在り方が問題にされたこと、公的規制の強化により大気汚染などの企業が起こす社会的問題がある程度解決されたこと、社会問題解決のために企業が寄付を増加させたこと、取締役には社外取締役として「公益代表」の取締役(“public” director)を加えたこと、そして、アメリカ経営学及び経営学教育に「企業倫理」や「企業と社会 (business & society)」の領域が確立し、企業の社会的責任や利害関係者理論に関する議論は、経営学分野で中心的に論じられるようになったこと等があげられる。³⁹

なお、株主理論に基づくコーポレート・ガバナンス論では、法律を超えて責任を負うという意味での企業の社会的責任はその想定に含まれていない。M.フリードマンは「法律に従って利益を最大化させることこそが企業の社会的責任」としている。そして、株主価値を重視するイデオロギーの下では、非常に限られた一部の株主の利益のみに焦点を合わせている。そこで、株主は、きわめて短期志向で、日和見主義

的であり、外部にコスト押し付ける傾向をもち、倫理的な問題や他者の幸福には関心を持たない機能的に見てサイコパス (functional psychopath) な経済人 (homo economicus) が想定されている。⁴⁰ 株主の目的を単純化し、目的は1つであるとしているのである。

しかし、株主中心のガバナンスの在り方は、近年、変化がみられる。アメリカの主要企業により構成されるロビー団体であるビジネスラウンドテーブル (BRT) の企業の目的に関する考え方が変化したためである。BRTは、1978年以降、定期的に企業の目的やコーポレート・ガバナンスに関する声明を公表しているが、1997以降、「会社は主として株主に仕えるために存在する」とする株主第一位の原則 (principles of shareholder primacy) を承認していた。しかし、2019年8月19日に公表された「会社の目的に関する声明」では、会社は株主に仕えるだけでなく、顧客、従業員、供給業者、事業活動を行っているコミュニティなどのステークホルダーにも仕えるとしている。「ステークホルダーはそれぞれ必要不可欠なものである。自分の会社、コミュニティ、国の将来的な成功のために、すべてのステークホルダーに対し価値の供給を約束する」⁴¹ とするのである。この声明はわが国でも多く報道され、株主理論重視の議論や会社経営者の考え方に影響を与えたと考えられる。

また、株主理論では株主の目的を単純化し、目的は1つであると仮定しているが、実際には

39 詳しくは、今西『株式会社権力とコーポレート・ガバナンス』第4章を参照されたい。

40 Stout, *op. cit.*, p. 1.

41 Business Roundtable, “Statement on the Purpose of a Corporation”, <https://opportunity.businessroundtable.org/ourcommitment> (2025年3月25日閲覧。)[「ビジネスラウンドテーブルと『企業の目的に関する声明』について意見交換－ワシントン・リポート＜68＞」]『週刊経団連タイムス』2019年12月5日、No. 3434 (available https://www.keidanren.or.jp/journal/times/2019/1205_11.html) も参照のこと。

多様な株主が存在しており、彼らは多様なニーズや関心を有している。例えば、「環境、社会、ガバナンス（ESG）などの課題を勘案し、投資対象の持続性を考慮する投資」⁴²であるサステナブル投資の資産額は、ヨーロッパ、カナダ、日本、オーストラリア、ニュージーランド合計で21兆9,000億ドル（2022年時点）であり、2020年と比較して20%増加している。⁴³ここからは、人間の大半は、少なくともある程度は「向社会的（prosocial）」であることが見て取れるのである。

以上の議論からわかるように、コーポレート・ガバナンスに関する議論はその時々を経済的・社会的環境に対応し、変化してきたといえる。コーポレート・ガバナンスは株式会社権力をめぐる問題であると考えれば、①株主の立場から見て経済的に効率的に会社経営や経営者権力を統制していこうとする考え [market (stockholder) control of corporate power] と②株主だけではなく、もっと広く従業員、消費者、取引先、地域社会なども含んだ社会的な視点からも会社経営や経営者権力を統制していこうとする考え [social (stakeholder) control of corporate power] の2つがあり、この2つの考え方の間で揺れ動いてきたといえるであろう。

以下では、巨大な株式会社を対象にスタートしたコーポレート・ガバナンスに関する議論が、中小企業のガバナンスについて考える際に、どのような点が参考になるのか考え、私見を述べ

ることで本稿を終えておきたい。

まず、第2章で見た、Private Governmentとしての株式会社と中小企業について考えてい。2章での議論では、個別の企業が巨大化し、国家に比肩するほどの強大な権力をもつ私的な政府となったため、公的な政府と同様にガバナンスが必要になったということであった。この議論に従えば、個々の企業を見ると中小企業はそれほど大きな権力をもっていないため、ガバナンスの対象とはならないのかもしれない。しかし、日本において企業総数の約99.7%、従業員数の約70%を占める中小企業（2021年）は、総体として考えれば極めて大きな権力を有し、国家の趨勢に多大な影響をもつものであるといえる。このように考えれば、企業の規模にかかわらず、ガバナンスが必要であると考えられるであろう。

では、中小企業のガバナンスを企業の社会的責任の観点から見る場合、どのように考えればいいであろうか。企業は社会的責任を遂行しなければならないとする論拠として多くの場合依拠される見解に、慈善原理（charity principle）がある。慈善原理は社会的規範論に属するものであるが、権力と責任の関係で、「企業は『権力・責任均衡の鉄則』によって社会的権力に相應する社会的責任を負わねばならないとされる」⁴⁴。これは、「長期にわたり社会が責任あると考える方法で権力を用いない人は、やがて権力を失う」⁴⁵と考えられるからである。このよう

42 『日本サステナブル投資白書 2022』（available <https://japansif.com/2022.pdf>）

43 *Global Sustainable Investment Review 2022*, p.5. (available <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2023/12/GSIA-Report-2022.pdf>)
なお、統計の取り方（methodology）に変化があったこともあり、アメリカのサステナブル投資資産額は、2020年約17兆ドルから2022年8兆4,000億ドルへと低下している。アメリカ、ヨーロッパ、カナダ、日本、オーストラリア、ニュージーランドの合計で見れば、2020年約35兆ドル、2022年約30兆ドルである（*Ibid.*, p. 10.）。

44 森本三男「企業社会責任の論拠とステークホルダー・アプローチ」『創価経営論集』第28巻第1・2・3号合併号、2004年、4ページ。

45 正木久司『経営学講義』見洋書房、1991年、134ページ。

に考えれば企業規模によりその企業がもつ権力は変化すると考えられるため、中小企業もそれぞれの企業規模に相応する社会的責任を負うことが求められるようになっていっていると思われる。

Governmentは国家だけではなく、日本ならlocal governmentに当たる都道府県、市町村にも適応される概念である。国、都道府県、そして市町村、これらはすべて行政組織であるという点では共通するため、ガバナンスを考える際に共通する部分も多いと考えられる。しかし、それぞれ規模が異なるため、それがステークホルダーに与える影響も異なることになる。ガバナンスは、本来政治学の概念である。それを企業に応用したのが、コーポレート・ガバナンスであると考えられる。したがって、筆者は、①国際的な事業活動を行っている巨大企業は、国のガバナンス、②①程は大規模ではないが上場しているような企業は、都道府県のガバナンス、③中小企業については、市町村のガバナンスに対応すると考えればいいのではないかと考えている。中小企業については、その経済的な基盤から考えて、まずは雇用の維持・拡大を通じて地域社会に貢献することが求められると考える。そして、次の段階として、経営資源が限られていることから、それぞれの企業の特性に合わせて、本業と関連のある社会課題分野・ステークホルダーに対する責任を果たすことが求められると考える。

次に、第3章で見た、バーリ&ミーンズが提起した所有と経営・支配の問題について考えたい。第3章では、バーリ&ミーンズの『近代（現代）株式会社と私有財産』を取り上げ、同書の

成立過程から、株主第一主義理論（株主理論）・利害関係者理論双方の古典としての側面があることを示した。まず、株主理論の立場から見れば、大企業の株主と経営者の間で生じるエージェンシー問題が、コーポレート・ガバナンス論の中心的なテーマとなる。これは、大企業では、多くの場合、所有と経営の分離が生じているからである。これに対して、中小企業の場合、所有と経営が一致している場合が多く、エージェンシー問題は生じないため、株主理論の立場からはガバナンスの問題は生じないことになる。中小企業庁編『中小企業白書2024』では、外部株主を意識したガバナンスによるガバナンス強化や外部株主からの支援獲得が提示されているが、所有と経営が一致している場合が多い中小企業の経営者は、ひとりよがりな経営を行う可能性があり、外部からのチェックやコントロールが行えない可能性が高いため、外部株主をもつことにより彼らを意識し、資金を含めたさまざまな支援獲得が期待されたと考えたのであろう。

では、所有と支配の分離と「経営者が社会全体の利益のために仕える可能性」（利害関係者理論）についてはどうであろうか。これは、権力の正当性（legitimacy）について考える必要がある。正当性とは、「権力から影響を受ける人々によって、適切かつ適当であると認められること」⁴⁶である。

コーポレート・ガバナンスが論じられる以前の会社支配論において、会社権力の正当性は、通常、以下のように論じられていたと筆者は考えている。資本主義社会は私有財産に基づく社会であり、財産の所有者は自らの財産を自由に

46 Epstein, E. M., "The Historical Enigma of Corporate Legitimacy," *California Law Review*, Vol. 60, 1972, p. 1703.

使用し、収益を上げ、処分することができる権利を有している。株式会社について見てみれば、所有者支配型の会社の場合、個人の大株主が存在しており、彼らは資本家であるといえる。資本主義社会において、株式会社は資本家のために富を創造する装置であり、資本家は自らの利益最大化のために会社を経営する。資本主義社会において、このような行動は合法的であり、社会的に認められた行動であるため、正当性を獲得しているといえる。これに対して、所有に基づかない経営者は、資本主義の根本である財産の所有に基づかない支配であるため正当性を保持しているとはいえない。このような所有に基づかない経営者は、第二次大戦後、バーリが『二十世紀資本主義革命』（1954年）や『財産なき権力』（1959年）で論じた考えに従うなら、社会的責任を果たすことにより社会的容認が得られ、正当性を獲得することができると考えられたのである。このような考えに従えば、所有と経営が一致している中小企業は、合法的な範囲内で利潤追求を行っているならば、特に社会的な責任を果たさなくても正当性を得ていることになる。

しかし、中小企業経営者の多くは、株主理論が想定するような「倫理的な問題や他者の幸福には関心を持たない機能的に見てサイコパスな経済人」ではなく、少なくともある程度は「向社会的」な人たちであると考えられる。このため、「資本主義社会は私有財産に基づく社会であり、財産の所有者は自らの財産を自由に使用

し、収益を上げ、処分することができる権利を有している」という部分が重要となる。所有と経営・支配が分離している会社の専門経営者の場合、確かに社会的責任を果たすことにより正当性が得られるということにはなるのだが、例えば、専門経営者が慈善活動を行う場合、実際には、ある程度はその慈善活動が最終的に当該会社の長期的利害と一致することを示す必要があると考えられる。専門経営者から見れば、会社の財産は経営者個人の財産ではないため、株主からの批判に耐えられる程度の活動しかできないからである。

これに対して、所有と経営が一致している中小企業の経営者の場合は、財産の所有者であるため専門経営者よりも大きな裁量を有しているといえる。日本の経済思想史関連の文献を見ると、江戸時代の大商家の場合などは家業の永続性を重視するため個人の所有権行使に制限が加えられていたという伝統があり、西欧近代社会で成立した所有権の考え方に比べて、日本では、伝統的に「所有」の観念が弱いといわれている。⁴⁷ このため、日本の場合は、所有権の行使に関して多少の制約はあるだろうが、所有経営者の自由度は高いと考えられる。私事で恐縮だが、現在筆者が勤務している同志社大学は、2025年に創立150周年を迎える。「同志社大学 2025 ALL DOSHISHA 募金」として多くの皆様からご寄付をいただいているが、法人部分の芳名録⁴⁸を見ると多くの部分が所有経営者型の企業で占められており、この点を裏付けて

47 宮本又郎『日本企業経営史研究』有斐閣、2010年及び武田晴人「日本経済思想史 第2回」（available https://ocw.u-tokyo.ac.jp/lecture_files/eco_06/2/notes/ja/JET-02.pdf）を参照した。

48 「WEB 芳名録」（available <https://bokin.doshisha.ed.jp/2025alldoshisha/names/index03.php>）（2025年4月1日閲覧）なお、専門経営者型の企業が寄付を行っている場合は、大学と取引関係にある企業である場合が多いように思われる。

いるといえよう。

中小企業は、個々の企業がもつ影響力は大企業と比較すると大きくないが、全体としてみれば非常に大きな力を有している。中小企業を総体として捉え、中小企業庁などが中心となって、中小企業全体のガバナンスをどのように進めていくか考えていく必要があるだろう。

筆者は大学で「コーポレート・ガバナンス論」という名前の講義を担当しているが、受講生に選挙でどの候補者・政党に投票するか考えるの

と、どの企業の製品・サービスを購入するか考えるのは同じであり、われわれは日常的に投票行動を行っているのだと伝えている。これは企業の側からみても同じであるといえる。中小企業経営者が自社をどのようなものと捉え、社会に対してどのような形で貢献していくのか考えていくこと。今後、このようなセルフ・ガバナンスの側面がこれまで以上に問われていくことになると思う。この点については、今後の課題としたい。

ESGへの取り組みが 非上場企業の財務と持続可能性に与える影響¹ —COVID-19ショック下の財務パフォーマンス分析—



中 本 浩 喜
(商 工 中 金)
(産業戦略部オフィサー)



根 本 直 子
(早稲田大学大学院)
(経営管理研究科教授)

< 要 旨 >

本稿は、日本の非上場企業におけるESG（環境・社会・ガバナンス）活動が財務パフォーマンスに与える影響を実証的に分析するものである。この研究テーマは、大手企業と中小企業間のESGへの取り組みや認識の格差が背景となっている。近年、中小企業においても、取引先からの要請や企業ブランドの強化を目的としてESGを活用するケースが増加している。ただし、ESG活動が財務指標や企業業績に寄与するかについては懐疑的な見方もあり、実証的な検証が必要とされる。

本分析では、商工組合中央金庫が収集した非上場企業1,246社のESGスコアおよび財務データを活用した。これらが企業の財務パフォーマンス（総資産利益率（ROA）、付加価値率）と財務耐性（売上高維持ダミー、営業利益黒字ダミー）にどのように影響するかを評価することで、ESGへの取り組みが中小企業の経営に与える影響とその要因を明らかにした。既存研究の多くは、ESG活動が企業業績に対してポジティブな影響を与える結果を示しているが、それらは主に上場企業を対象としたものであり、非上場企業に関する知見は限定的である。本研究は、このギャップを埋めるものである。

¹ 本稿は、中本浩喜の早稲田大学大学院経営管理研究科修士学位申請論文を、中本、根本が討議のうえ再構成し、改稿したものである。

1. はじめに

- (1) 研究の動機
- (2) ESGの変遷と非上場企業における取り組みの重要性
- (3) 先行研究
- (4) 本研究の仮説

2. データと分析方法

- (1) 使用する ESG データ
- (2) 使用する企業財務データ
- (3) 変数の定義
- (4) サブグループ
- (5) 分析方法

3. 分析結果

- (1) ROA への影響
- (2) 付加価値率への影響
- (3) 売上高耐性への影響
- (4) 事業利益維持への影響
- (5) 分析結果のまとめ

4. おわりに

- (1) 本研究結果の示唆
- (2) ESG推進に向けた実務的インプリケーション
- (3) 分析の限界と今後の課題

1. はじめに

(1) 研究の動機

近年、環境・社会・ガバナンス（ESG）要因を組み込んだ経営は、企業にとって不可欠な戦略として認識されつつある。特に、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）のパンデミックは、企業に財務的圧力を与えると同時に、持続可能性への対応能力が競争優位性の重要な要素であることを浮き彫りにした。ESG活動は、短期的な財務目標の達成だけでなく、長期的な経済的安定性や社会的信頼を構築する手段として注目されている（Liu et al., 2023）。

これまでの研究では主に上場企業を対象に、ESG活動と企業財務パフォーマンスとの関連を調査してきた。その結果、多くの研究において、ESG活動が企業価値や財務パフォーマンスにプラスの影響をもたらす可能性が示唆されている（Friede et al., 2015）。しかし、上場企業と

非上場企業ではその規模、資源、外部からの圧力の性質が大きく異なるため、上場企業の知見を非上場企業にそのまま適用することは難しい。

日本では全企業数の99%以上を非上場企業が占め、雇用や地域経済において極めて重要な役割を担っている（中小企業庁, 2023）。しかし、これら企業のESG活動の実態やその効果に関する研究は依然として十分に蓄積されていない。特に中小企業はリソースやESGデータの不足から、持続可能性に向けた取り組みが進みにくいのが現状である。一方で、こうした企業がどのようにESG活動を実施し、それが財務パフォーマンスや事業継続性にどのように影響するのかを明らかにすることは、日本経済全体の持続可能性を高めるうえで不可欠である。

本研究は、日本の非上場企業、特に中小企業を対象に、ESG（環境・社会・ガバナンス）活動が財務的耐性に及ぼす影響を実証的に分

析することを目的とする。具体的には、COVID-19のような経済的ショック下において、ESG活動が中小企業の財務的安定性や競争力、さらには持続可能性にどのように寄与するのかを明らかにすることを指すものである。

(2) ESGの変遷と非上場企業における取り組みの重要性

ESG（環境・社会・ガバナンス）の概念は、2004年に国連グローバル・コンパクトが発表したレポート「Who Cares Wins」で提唱された。このレポートは、投資意思決定に持続可能性を統合する重要性を示し、ESG三要素を企業評価に取り込む契機となった。さらに、2006年に設立された国連責任投資原則（PRI）が、ESGを投資基準に組み込む動きをグローバルに推進し、普及を加速させた。

ESGスコアは、企業の持続可能性を評価する指標として発展してきた。環境(E)、社会(S)、ガバナンス(G)の各側面における取り組みを総合的に測定し、たとえば温室効果ガス排出削減、労働環境整備、取締役会の独立性確保などが主な評価対象となる。これらは非財務情報や将来の財務情報を表す指標として、特に長期投資家に重視されてきた（辻本, 2019）。MSCIやSustainalyticsといった主要評価機関が提供するESGスコアは、企業のリスクと機会を評価する重要な基準として広く活用されている。

また、ESGスコアは国際的なサプライチェーンやグローバル取引においても重要な役割を果たし、企業が持続可能な経営を実現しているかを評価する指標として、投資家や取引先からの信頼性向上に寄与している（蔵元, 2022）。こ

のため、上場企業のみならず非上場企業にも、サプライチェーン全体でESG課題への取り組みを可視化する必要性が高まっている。

日本においては、近年、企業経営および投資の両面でESGスコアの活用が急速に進展している。2015年に策定された「コーポレートガバナンス・コード」や、2020年に改訂された「日本版スチュワードシップ・コード」は、企業に対するESG情報開示の促進を大きく後押しする契機となった。加えて、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が2015年に責任投資原則（PRI）に署名し、ポートフォリオ運用にESG評価を本格的に導入したことも、国内企業のESG対応を加速させる重要な要因となっている。GPIFは、ESGを重視したインデックス投資を推進するとともに、企業に対して透明性向上およびESG取り組みの強化を求め、さらに運用会社に対してもESG分析力およびエンゲージメント能力の向上を要請している（GPIF, 2022）。

上場企業においては、MSCIやCDPといった国際的な評価基準に対応したESGスコアの活用が進展し、企業価値の向上および投資家からの信頼獲得に向けた取り組みが加速している（浅野, 2023）。また、ESGスコアを経営戦略に組み込む動きも広がっており、環境分野では温室効果ガス排出削減や再生可能エネルギーの導入、社会分野ではダイバーシティ推進や地域社会への貢献、さらにガバナンス分野では取締役会の独立性強化や情報開示の透明性向上といった具体的施策が積極的に進められている。

一方で、日本の非上場企業においては、依然としてESGへの取り組みが限定的であり、サ

プライチェーン全体での対応が求められるなか、その遅れは重要な課題となっている。その主要因として、外部からのガバナンス圧力が上場企業に比べて小さいことが挙げられる。すなわち、非上場企業は機関投資家などの外部株主を持たない場合が多く、ESG開示や対応を求められる機会が相対的に少ない。また、上場企業に適用されるようなESG情報開示に関する制度的枠組みや規制も存在しないため、自主的な取り組みに依存せざるを得ない状況にある。加えて、ESGに関する知識や人材などのリソースも不足していることが、実質的な取り組みのハードルを高くしている（中小企業庁、2021）。こうした状況を改善する方策として、近年、サステナブルファイナンスの役割に注目が集まっている。

具体的には、地方銀行や信用金庫が、取引先企業との対話（エンゲージメント）を深めながら、ESGに積極的に取り組む企業への資金支援を強化している。その手段として、「ポジティブ・インパクト・ファイナンス」や「グリーンローン」といった新しいタイプの融資が活用されている。ポジティブ・インパクト・ファイナンスとは、企業の事業活動が環境や地域社会に与える良い影響（ポジティブ・インパクト）を評価し、それを金融の支援対象とする仕組みである。一方、グリーンローンは、再生可能エネルギーの導入や省エネ設備の導入など、環境保全に直接貢献する取り組みに対して融資を行うものであり、持続可能な社会の実現を金融面から後押しする手段として注目されている。これらの取り組みは、地域経済の持続可能性を支えると同時に、企業に対して環境・社会・ガバ

ナンスへの対応を促進するインセンティブを提供する役割を担っている（環境省、2023）。さらに、地方自治体においてもESG債の発行や補助金制度を通じ、非上場企業がESG活動に取り組むための基盤整備が進められている。

非上場企業は、上場企業とは異なるガバナンス構造を有するため、ESG要素を活用したガバナンス改革が、経営の持続可能性を向上させる上で重要な意義を持つと考えられる（青木、2022）。特に、少子高齢化や労働力不足に直面する日本では、従業員の健康促進や働きがい向上を通じた生産性向上、ならびに優秀な人材確保が、中長期的な企業価値向上に不可欠と認識されている（浅野、2023）。したがって、非上場企業においても、単なる環境対策やガバナンス強化にとどまらず、人的資本投資を含む社会的要素への対応が、今後一層求められることは明らかである。

しかしながら、現場においては、ESG活動を「短期的な収益向上に資するか否か」という視点で捉える企業が少なからず存在し、金融機関や政策担当者との間で意識の乖離が依然として課題となっている（水口・高田、2023）。

このようなギャップを解消するために、本研究では非上場企業のESG評価が企業価値や財務パフォーマンスにプラスであることを定量的に分析した。

(3) 先行研究

ESGへの取り組みが企業価値や企業の財務パフォーマンス（CFP）に与える影響については、これまで多くの研究が行われてきた。Friedeら（2015）の分析によれば、ESGスコ

アと企業の財務パフォーマンス（Corporate Financial Performance: CFP）には90%以上の研究で非負の関連性が示され、多くの場合で正の影響が確認されている。特に、環境やガバナンスの要素で顕著な効果が見られる一方、地域的・文化的背景による影響も指摘されている。

これらの研究では、ESGがCFPに寄与するメカニズムとして、リスク削減、競争優位性の強化、効率性とイノベーションの向上、ステークホルダーエンゲージメントの向上、および持続可能な成長の促進の5つの観点が提唱されている。また、ESGの構成要素（環境、社会、ガバナンス）がそれぞれ異なる形でCFPに影響を与えることも明らかにされている。

1. ステークホルダーエンゲージメントの向上

ステークホルダー理論（Freeman, 1984）に基づき、ESG活動は主要な利害関係者（顧客、従業員、投資家、地域社会など）との信頼関係を構築し、企業価値を高める効果があると考えられている。Freeman（1984）によれば、ステークホルダーとの良好な関係は企業の長期的安定性と価値創造に寄与する。このような活動が売上増加や利益率向上に結びつくことは、Ruf et al.（2001）の研究によって確認されている。さらに、ステークホルダーからのプレッシャーにより、特に、社会要素（S）は、地域社会への貢献や多様性の推進を通じて従業員エンゲージメントや顧客満足度の向上に寄与する（Suto & Takehara, 2007）。

2. リスク軽減

ESG活動は、規制リスクや市場リスクを軽減

する効果を持つとされ、これはステークホルダー理論の枠組みで説明することができる。例えば、環境規制や労働基準に適切に対応することで、罰則や訴訟のリスクを回避できる可能性が指摘されている（Suto & Takehara, 2016）。さらに、高いESGスコアを持つ企業は、投資家や金融機関からの信頼を獲得し、それにより資本コストを低減しつつ、財務的な安定性を強化することが示されている（Ernst et al., 2024）。また、COVID-19パンデミック期における研究では、ESG活動が市場流動性の向上や株価の安定に寄与し、経済危機下でも企業のリスク管理能力を強化する役割を果たしたことが確認されている（Liu et al., 2023）。

3. 競争優位性の強化

ESG活動の競争優位性への貢献は、資源ベース理論（Resource-Based View, RBV）に基づいて説明される。この理論では、価値のある（Valuable）、希少な（Rare）、模倣困難な（Inimitable）、代替不可能な（Non-substitutable）資源が持続可能な競争優位性を生み出すとされる（Barney, 1991）。特に、環境要素（E）は、消費者からの支持や市場シェア拡大を通じてブランド価値を向上させる中心的な役割を果たし、持続可能な製品やプロセスが企業の差別化戦略を強化し、レピュテーションを高めることが示されている（Ni et al., 2024; Song, 2024）。社会要素（S）は、ステークホルダーとの連携を強化し、業務効率の向上や顧客ロイヤリティの向上に寄与する。また、ガバナンス要素（G）は、透明性の向上や取締役会の独立性を通じて財務パフォーマンスを改善し、投資家からの

信頼を高める要因となる (Saygili et al., 2021; Friede et al., 2015)。

4. 効率性とイノベーションの向上

ESG活動は、企業の効率性向上とイノベーション促進を通じて財務パフォーマンス (CFP) に寄与する重要な要素である。この関係は、ダイナミック・ケイパビリティ理論 (Teece et al., 1997) に基づき、企業が外部環境の変化に迅速に適応し、競争優位性を維持する能力によって説明される。

特に環境 (E) 要素への取り組みは、新技術の導入やプロセス改善を通じて企業の競争力を高めることが示されている (Broadstock et al., 2020)。具体的には、環境技術への投資が、新製品の開発や生産効率の向上を促し、結果として市場での差別化を可能にする。また、循環型経済 (サーキュラーエコノミー) への取り組みは、資源の効率的な利用や廃棄物削減を推進し、企業のコスト削減など経済的メリットの向上に貢献する (Magnano et al., 2024)。

5. 持続可能な成長の促進

持続可能な成長の促進において、ESG活動は、投資家からの信頼を獲得し、長期的な資本流入を促進する重要な役割を果たす。特に、ガバナンス要素 (G) は、外部環境の変化に柔軟に対応する経営体制を構築し、企業価値の向上に寄与することが示されている (Friede et al., 2015)。このプロセスは、シグナリング理論 (Spence, 1973) を通じて理解できる。

シグナリング理論の視点では、企業がESG活動を積極的に実施することは、外部のステーク

ホルダー、特に投資家や顧客に対して「持続可能性」や「信頼性」のシグナルを送る行為であるとされる (Fu et al., 2022)。幅広いステークホルダー管理を伴うESG活動は、企業が社会的責任を重視し、長期的な安定性と価値創造を追求していることを効果的に伝え、競争優位性の強化に寄与する。

6. 業種や地域特性による影響の違い

ESG活動の効果は、企業の業種や規模、そして地域特性によって大きく異なる。例えば、自動車産業のような環境負荷の大きい産業では、政府の規制が厳しく適用される傾向がある。そのため、環境 (E) 要素が特に重要であり、資源効率の向上や環境コストの削減を通じて財務パフォーマンス (CFP) に大きな影響を与えることが確認されている (Chen et al., 2023)。一方で、企業規模もESG活動の効果を左右する要因であり、大規模企業ほどESG活動とCFPの関連性が強く、小規模企業ではその関連性が限定的であることが示されている。

地域特性もまた、ESG活動の効果に重要な影響を及ぼす。新興国市場では、先進国市場に比べてESGとCFPの間に正の関係を示す研究結果の割合が高いとされる。これは、各国の法制度や政策の違い、環境および社会問題に対する意識の高さや成熟度が、ESG活動の影響を変化させる要因であることを示唆している (Friede et al., 2015)。このように、ESG活動の効果は、企業が置かれた外部環境や内部要因との相互作用によって多様に変化する。

(4) 本研究の仮説

ESG活動がCFPに与える影響は、複数の理論的背景を通じてこれまで説明されてきた。また、業種や地域特性、企業規模による違いも重要な要因であることが示されている。本研究では、これらの理論を基盤とし、日本の非上場企業におけるESG活動の実効性を検証するために以下の仮説を設定した。

H1：ESGへの取り組みはROA（収益性）へ正の影響を与える

ROAは企業の収益性を直接的に反映する指標であり、ESG活動はこの向上に寄与すると考えられる。特に、環境（E）要素によるコスト削減や規制リスクの軽減、社会（S）要素による従業員満足度向上、ガバナンス（G）要素による経営管理能力の向上がROAを改善する。

H2：ESGへの取り組みは付加価値率（VAR）へ正の影響を与える

付加価値率（Value Added Rate：VAR）は、企業が効率的に価値を創出しているかを示す指標であり、ESG活動が生産性や競争力を高めるかを評価する。特に、環境（E）の持続可能性への取り組みやガバナンス（G）の経営効率化がVARに寄与すると考えられる。

H3：ESGへの取り組みは売上高減少リスクの低減に正の影響を与える

売上高が成長する確率を予測することで、ESG活動が経済ショック下で売上の減少を抑える効果を持つか検証する。特に、環境（E）要素によるブランド価値向上や社会（S）要素に

よる顧客ロイヤリティの強化が、売上成長の確率に寄与すると考えられる。

H4：ESGへの取り組みは事業利益の維持に正の影響を与える

営業利益が黒字になる確率を予測することで、ESG活動が経済ショック下で事業利益を保つ力を持つか検証する。環境（E）要素によるコスト削減、社会（S）要素による従業員満足度向上、ガバナンス（G）要素による経営効率化とリスク削減が、営業利益の維持力に寄与すると考えられる。

2. データと分析方法

(1) 使用するESGデータ

本研究で使用するESGスコアは、商工組合中央金庫（以下、商工中金）と船井総合研究所が共同開発した「中小企業版・簡易ESG評価」に基づいている（商工中金，2021）。この評価基準は、株式会社日本取引所グループ（JPX）が発行した「ESG情報開示実践ハンドブック」を参考に設計された。同ハンドブックは、Sustainable Stock Exchanges（SSE）Initiativesが提唱する「Model Guidance for Companies on Reporting on ESG Information」に基づき、上場企業が実践可能な形で作成されたガイドラインである。ESG情報開示実践ハンドブックが提唱する指標群は、環境（E）、社会（S）、ガバナンス（G）の各要素を包括的に網羅し、特に国際的な枠組みに準拠した開示を行うことを目的としている。中小企業版の簡易評価は、こうした国際基準をベースとしつつ、設問数や表現などを中小企業の実態に合わせて簡素化し、

実務上の負担を軽減した形式となっている。

なお、現時点では、ESG全般にわたる体系的な評価スキームおよびデータベースが、非上場企業を対象として大規模に構築されている例は極めて限られている。多くのESG関連の枠組みや評価基準は上場企業を主な対象としており、非上場企業に対する実証的な研究やデータ整備は十分に進んでいないのが現状である。本研究で用いるESGスコアは、こうしたギャップを補完する取り組みとして位置づけられ、非上場企業を対象にESGと財務パフォーマンスの関係を定量的に分析する点において、先駆的かつ実務的意義の高い試みといえる。

中小企業版の簡易評価の特徴は以下の通りである。

1. 環境スコアにおける評価対象の絞り込み

ハンドブックが推奨するスコープ3（間接排出）までの詳細な温室効果ガス排出量の開示や、サプライチェーン全体の監査は対象外とし、エネルギー効率や廃棄物削減など、直接的で実行可能な項目に焦点を当てている。

2. 実行可能な指標の採用

取締役会の独立性やサステナビリティ関連の開示といった要素は除外し、労働環境への配慮や倫理・腐敗防止の取り組みなど、ハンドブックの指標の中から特に中小企業が取り組みやすい内容を選定している。

3. 簡素な評価形式

各カテゴリーに15項目ずつ設問を設定し、「○（1点）」「×（0点）」で回答するセルフチェック形式を採用。全45問・最大45点の評価形式に簡素化している。

ESGスコアデータは、商工中金が2021年8月から2024年5月に収集した情報を基にしている。この期間には新型コロナウイルス（COVID-19）の経済的ショックが含まれ、企業の財務的耐性とESG活動の関連を検証する上で適切な時期といえる。

調査は地域や業種を限定せず、全国の非上場企業1,593社からデータが収集された。回答は各企業1回のみで、その時点のESG活動状況を的確に反映したデータとなっている。

表1 「中小企業版・簡易ESG評価」の内容

環境 【E】	方針・訴求	企業の環境ポリシーを定めている（水資源保護・有害物質による汚染の予防・自然環境の保全等）	E1
		取引先への環境啓発活動を行っている	E2
		自社顧客・消費者への環境啓発活動を行い、自社の環境面における付加価値を訴求している	E3
	エネルギー対応	自社CO2排出量の測定し、現状を認知している	E4
		脱炭素（温室効果ガス削減）への取り組みを行っている 例）設備投資を実施する際にCO2排出やエネルギー効率等を配慮して投資判断を行っている。	E5
		再生可能エネルギー利用率向上への取り組みを行っている	E6
		自社エネルギー消費量削減への取り組みを行っている	E7
	廃棄物 リサイクル対応	自社の産業廃棄物量の測定を行い認識している	E8
		産業廃棄物削減への取り組みを行い、成果を上げている	E9
		自社廃棄物のリサイクル率の向上の為の取り組みを行っている（生産活動の改編を含めて）	E10
	緊急時対応	事業継続計画（BCP）を策定している	E11
		緊急時に計画通りに運用されている又は、計画通りに運用できる体制がある 例）防災訓練、緊急連絡網、規模縮小等の勤務体制 等	E12
		サプライチェーン対応（製造、仕入、物流、在庫など）のBCP対応を整備している	E13
		取引先の財務状況を把握し、自社事業活動の健全性を認識している	E14
		災害時におけるシステム/情報の保護・バックアップ策を策定している	E15
社会 【S】	社会・地域への対応	社会問題の解決を主たる目的とした、事業を行っている	S1
		本業の事業展開において、社会貢献・社会性の視点が考慮される仕組みがある	S2
		本業以外に、社会/地域貢献に寄与する活動を行っている	S3
		地域の発展に貢献するために、重要な役割を担っている	S4
	労務環境	従業員1人当たりの月平均的残業時間は、20時間以内である	S5
		年次有給休暇の取得は、50%以上である	S6
		労働基準監督署（過去5年間）よりの指摘がない	S7
		労災事故（過去5年間）について皆無である	S8
	組織環境	採用計画を立てて、毎年積極的に雇用している	S9
		一定の社員教育体制があり、基本業務が習得できる環境が整っている	S10
		従業員満足度調査を定期的に行い、組織状況をスコアリングしている	S11
		女性社員の活躍のための工夫や仕組みが充実している	S12
		65歳以上の高齢者の雇用（契約社員を含む）を10%以上行っている	S13
		高齢者やパート・アルバイト、外国人労働者等の給与・労働条件への配慮、働きやすい環境の整備などがされている	S14
		離職率が10%以下である（※年間退職者数は、定年退職含む）	S15
ガバナンス 【G】	コンプライアンス 体制	社内での通報制度が確立されている	G1
		反社チェックの体制が整っている(※)	G2
		コンプライアンスに関する教育体制が整っている(※)	G3
	経営管理体制	株券不発行会社となっており、株主名簿がある	G4
		経営計画を毎年策定している	G5
		例）重要事項は実質経営TOPの決定ではなく、取締役会で審議され、決まる	G6
		毎月予算実績管理を実施している	G7
		投資を行う際の社内のルールが定まっている	G8
		部門別PLや事業別PLを作成している	G9
		契約書などをチェックする体制が整っている(※)	G10
		稟議に関するルールが決まっている	G11
	財務・会計管理体制	月次決算は翌月中に固まっている	G12
		支払処理にあたって牽制が効く体制になっている	G13
	労務管理体制	重要な規程(就業規則、服務規程、賃金規程など）について整備されている(※)	G14
		労働時間や残業、深夜勤務、休日管理などの労働状況を把握している	G15
		ハラスメント（パワハラ、セクハラなど）に関する教育体制が整っている(※)	G15

(※) 1. 「整っている」「整備されている」という記載の定義は、「最新の法令に準拠し、適切に運用されている」こととする
2. 商工中金「ESG診断」より筆者作成

(2) 使用する企業財務データ

本研究で使用する財務データは、商工中金の取引先データを利用した非上場企業のパネル

データであり、対象期間は2021年度から2023年度の直近3期に限定されている。この期間設定は、分析対象となるESG診断が2021年8月

から2024年5月の間に実施されたことを踏まえ、診断データと財務データの整合性を確保するためである。データには、各社の決算時点における財務指標が含まれるほか、企業の設立年度や従業員数といった基礎情報も含まれている。また、企業の業種は10分類され、コード

化された形式で付与されている。分析にあたっては、ESGデータおよび財務データの双方が取得可能な企業を対象とし、外れ値を除くなどの処置を経て、最終的に1,246社・3,664件の有効データを用いた。

表2 サンプルの資本金・従業員数構成

資本金	サンプル数	割合	従業員数	サンプル数	割合
5000万円以下	2,628	71.7%	50人以下	1,576	43.0%
～1億円以下	864	23.6%	～100人以下	945	25.8%
～3億円以下	91	2.5%	～300人以下	811	22.1%
3億円超	81	2.2%	300人超	235	6.4%
			NA	97	2.6%

表3 対象企業の業種分布

業種コード	業種名	Obs.	構成比率
IND_1	農林水産業	14	0.38%
IND_2	鉱業	9	0.25%
IND_3	建設業	138	3.77%
IND_4	製造業	1,651	45.06%
IND_5	卸・小売業	1,054	28.77%
IND_6	金融・保険業	(除外)	(除外)
IND_7	不動産業	43	1.17%
IND_8	運輸・通信業	408	11.14%
IND_9	電気・ガス・水道業	9	0.25%
IND_10	サービス業	338	9.22%
	合計	3,664	

(3) 変数の定義

本研究における変数の定義については以下の通りである。

【従属変数（パフォーマンス指標）】

➤ ROA（総資産利益率）

定義：EBITDA（営業利益＋減価償却費）を総資産で割った値。

意義：ROA（総資産利益率）は、資産を効率的に運用して収益を生み出す能力を示す指標である。特に、非上場企業では監査法人による監査が行われていない場合が多く、利益項目の計上基準にばらつきが生じることがある。このため、本研究ではキャッシュフローの近似値としてEBITDAを基準としたROAを採用している。ROAは、企業全体の経営効率を測定する

ための代表的な指標であり、株主や投資家が財務パフォーマンスを評価する際に重要な役割を果たす (Orlitzky et al., 2003)。

➤ **VAR (付加価値率: Value Added Rate)**

定義: 付加価値額 (加算法※) を売上高で割った値の自然対数。

意義: 企業における付加価値とは、アウトプットとインプットの差分であり、事業活動を通じて生み出された価値の総額とされる (加藤, 2017)。付加価値率は、企業の付加価値創出能力を測定する指標であり、高い付加価値率は、企業内部で生み出される価値の大きさ、つまり外部購入費用に依存せず、独自の生産プロセスや製品・サービスから大きな価値を創出していることを反映する。

(※) 計算式: 経常利益 + 支払利息割引料 + 社債発行差金償却 + 減価償却費 + 人件費 + 労務費 + 賃借リース料 + 租税公課

➤ **SGR_Dummy (売上高成長ダミー: Sales Growth Rate Dummy)**

定義: 売上高 t を売上高 $t-1$ で割った値を SGR (Sales Growth Rate) とし、 $SGR > 0$ の場合は1、 $SGR \leq 0$ の場合は0とする変数。

意義: 売上高の増減を直感的に評価し、経済的ショックに対する売上高の維持、あるいは回復力を分析するために用いられる。

➤ **OPM_Dummy (営業利益黒字ダミー: Operating Profit Margin Dummy)**

定義: 営業利益率 (Operating Profit Margin, OPM) が0を超える場合に1、0以下の場合に0

を割り当てる変数。

意義: 企業の事業利益が黒字であるか赤字であるかを直感的に示す指標であり、経済的ショックや外部環境の変化に対する企業の収益基盤の安定性を評価するために用いられる。

【コントロール変数】

➤ **Size (資産総額)**

定義: 資産総額の自然対数。

意義: 企業規模は、財務リスクや成長の可能性を分析する際の基礎的な指標であり、規模の経済の存在を示唆する。特に、大規模企業は市場での交渉力が強く、ESG パフォーマンスによる財務パフォーマンスの影響を受けやすい場合がある (Shawat et al., 2024)。

➤ **Age (業歴)**

定義: 決算年度 (FY) から設立年を引いた値。
意義: 企業の存続期間は、その安定性や市場での成熟度を測るための重要な要素である。成熟企業は成長機会が限定される一方、社会的評価に敏感でかつ活動のコストを負担する余裕がある (Suto & Takehara, 2007)。

➤ **Lev (レバレッジ)**

定義: 負債総額を資産総額で割った値の自然対数。

意義: レバレッジは、企業が負債を活用して収益を最大化する財務戦略を評価する指標である。一方で、過剰な負債は財務の安定性を損ない、リスクを高める可能性がある。そのため、企業の非システムティックリスクを測定する代替変数として用いられる (Duque-Grisales &

Aguilera-Caracuel, 2021)。

➤ Liq (流動比率)

定義：流動資産を流動負債で割った値の自然対数。

意義：流動比率は短期的な支払能力を測定し、企業の流動性を評価する指標。流動比率が高い企業は、財務的余裕度が高いと考えられる (Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021)。

➤ LP (労働生産性)

定義：付加価値額を従業員数で割った値の自

然対数。

意義：従業員一人当たりの生産能力を評価する指標であり、労働効率や技術導入の効果を示す。組織的要因の中で、人材管理は労働生産性を高めるとされる (Suto & Takehara, 2016)。

本研究では、すべての使用変数について外れ値や欠損値を含むデータクリーニングを徹底して行い、統計解析に適したデータセットを構築した。

表4 変数の記述統計量

変数	Mean	Median	SD	Max	Min
ROA (%)	4.44	4.24	5.73	25.01	-17.26
SGR (%)	4.83	3.50	18.63	99.28	-100.00
Size (ln:千円)	14.42	14.37	1.11	17.22	11.58
Age (年)	50.89	53.00	18.61	104.00	4.00
Lev (ln:%)	4.28	4.35	0.34	5.12	3.06
Liq (ln:%)	5.29	5.21	0.67	7.24	3.59
VAR (ln:%)	3.33	3.42	0.64	4.40	1.35
LP (ln:千円)	9.08	9.05	0.54	10.92	7.68
SGR_Dummy (%)	61.63%	-	-	-	-
OPM_Dummy (%)	72.81%	-	-	-	-
ESG合計スコア (点)	26.59	27	7.72	45	4
Eスコア (点)	7.19	7	3.82	15	0
Sスコア (点)	8.56	9	2.68	15	0
Gスコア (点)	10.84	11	3.00	15	2

(4) サブグループ

本研究では、企業規模がESGスコアと財務パフォーマンス (CFP) の関係に与える影響を

評価するため、観測データを資産規模および従業員規模に基づいて分類し、それぞれのグループごとに分析を行った。この手法は、企業規

模がESGとCFPの関係を調整する要因となることを示した先行研究（Shawat et al., 2024）を参考にしている。

資産規模については、変数Size（資産総額の自然対数）を用い、四分位範囲に基づいて上下25%をサブグループとして抽出した。資産規模の大きい企業については、設備投資や資本集約的な活動を中心とした「資本集約型モデル」である可能性が高いと推察される。一方、従業員規模については、各年度における従業員数を自然対数変換し、同様に上下25%をサブグル

ープとして分類した。従業員規模の大きな企業については、人材を主軸とする「労働集約型モデル」に依存していると考えられる。このアプローチにより、規模の違いによるESGスコアと財務パフォーマンスの関係を詳細に評価することが可能となった。

サブグループの記述統計量は表5に示している。また、グループ間の変数の違いを直感的に理解しやすくするため、一部の自然対数表記を実数で表記している。

表5 サブグループ別記述統計量

変数	グループ	全体	L-Asset	S-Asset	L-Emp	S-Emp
	Obs.	3,664	916	916	910	917
ROA (%)	mean	4.44	5.11	3.53	4.85	3.50
	sd	5.73	5.21	6.86	5.42	5.75
SGR (%)	mean	4.83	5.51	3.91	4.40	5.41
	sd	18.63	17.99	20.73	16.30	22.22
VAR (実数：%)	mean	33.45	30.21	36.89	37.17	27.76
	sd	18.30	18.22	19.98	17.92	19.17
SGR_Dummy	mean	61.6%	67.6%	55.8%	64.8%	58.5%
OPM_Dummy	mean	72.8%	80.1%	61.6%	75.7%	69.3%
Size (実数：百万円)	mean	3,775	10,757	512	8,826	1,252
	median	1,733	6,702	514	5,008	744
期末従業員数 (実数：人)	mean	106.04	243.26	30.90	288.10	17.11
	median	58	159	23	190	18
Age (年)	mean	50.89	56.48	45.76	55.28	45.68
	median	52	59	48	58	48
ESGスコア (点)	mean	26.59	29.20	24.91	29.18	24.94
Eスコア (点)	mean	7.19	8.08	6.42	8.22	6.39
Sスコア (点)	mean	8.56	9.00	8.53	8.75	8.67
Gスコア (点)	mean	10.84	12.13	9.96	12.22	9.87

表6 年度別主要変数サマリー

	変数	ROA		SGR		VAR		SGR_ Dummy	OPM_ Dummy
	FY	mean	sd	mean	sd	mean	sd	mean	mean
全体	2021	4.13	5.95	-1.88	19.36	3.36	0.63	43.2%	69.4%
	2022	4.52	5.94	9.75	18.03	3.33	0.64	73.5%	73.4%
	2023	4.65	5.28	6.56	16.43	3.30	0.66	68.1%	75.6%
L-Asset	2021	4.77	5.36	-1.29	18.52	3.22	0.69	48.5%	77.7%
	2022	5.23	5.41	9.83	17.46	3.20	0.70	77.3%	80.2%
	2023	5.31	4.87	7.56	16.16	3.18	0.71	76.0%	82.3%
S-Asset	2021	3.34	6.87	-1.85	21.65	3.42	0.66	40.3%	57.6%
	2022	3.51	7.22	9.15	20.55	3.43	0.64	68.3%	62.1%
	2023	3.74	6.47	4.62	18.29	3.43	0.64	59.7%	65.4%
L-Emp	2021	4.62	5.71	-1.91	17.30	3.50	0.55	44.6%	72.6%
	2022	4.85	5.52	8.19	15.83	3.48	0.57	73.5%	74.8%
	2023	5.08	5.02	6.70	13.88	3.46	0.58	75.6%	79.5%
S-Emp	2021	3.01	5.75	-1.33	22.14	3.11	0.71	42.5%	64.6%
	2022	3.40	5.85	10.51	21.87	3.07	0.73	70.2%	69.2%
	2023	4.11	5.61	7.40	20.95	3.06	0.75	63.7%	74.3%

(5) 分析方法

本研究では、ESGスコアが企業の財務パフォーマンスに与える影響を定量的に評価するため、目的変数の特性に応じて2つの異なるモデルを用いて分析を行った。

まず、連続変数であるROA（総資産利益率）およびVAR（付加価値率）を従属変数とする分析には、変量効果モデル（Random Effects Model）を適用した。このモデルを採用した主な理由は以下の2点である。第一に、説明変数として用いるESGスコアが時間不変の特性を

持っており、変量効果モデルが時間に依存しない企業間の差異を分析するのに適している点である。第二に、本研究の観測期間は3期と比較的短いため、固定効果モデルを用いると自由度が大幅に減少し、推定結果が不安定になる可能性がある。一方で、変量効果モデルを採用すれば、自由度の損失を回避しつつ、企業固有の未観測要因も考慮できるという利点がある。このアプローチにより、ESGスコアの影響を包括かつ精緻に評価することが可能となる。

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_i + \beta_2 Z_{it} + \beta_3 sdi + \gamma D_{industry} + \delta D_{year} + u_i + \epsilon_{it}$$

- Y_{it} : 従属変数（ROAまたはVAR）
- X_i : 説明変数（例：ESGスコアおよびその交互作用項）
- Z_{it} : コントロール変数（例：企業規模、負債比率、流動比率など）
- sdi : 企業固有のリスク調整変数（例：企業規模や財務変数の標準偏差）
- $D_{industry}$: 業種ダミー
- D_{year} : 年度ダミー
- u_i : ランダム効果（企業固有の未観測要因）
- ϵ_{it} : 誤差項

次に、二値変数であるSGR_Dummy（売上高成長ダミー）およびOPM_Dummy（営業利益黒字ダミー）を従属変数とする分析には、ロジスティック回帰分析を採用した。この手法により、売上高の成長や営業利益の黒字化といった特定の事象の発生確率を予測し、その確率にESGスコアがどのように寄与しているかを明らかにすることを目指している。さらに、本モデルでは、コントロール変数に加え、ESGスコ

アと労働生産性（LP）、およびESGスコアと付加価値率（VAR）の相互作用項を導入した。これにより、ESGスコアがそれぞれの経済的要素を通じてSGR_DummyおよびOPM_Dummyに与える影響を検証することが可能となる。特に、労働生産性や付加価値率が高い場合に、ESGスコアが成功確率に与える効果がどのように変化するかを評価することを意図している²。

$$\begin{aligned} \text{logit}(P(Y_{it} = 1)) \\ = \beta_0 + \beta_1 X_i + \beta_2 (ESG_i \times LP_{it}) + \beta_3 (ESG_i \times VAR_{it}) + \beta_4 Z_{it} + \beta_5 sdi \\ + \gamma D_{industry} + \delta D_{year} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

- $P(Y_{it} = 1)$: 従属変数が1（成功）となる確率
- X_i : 説明変数（例：ESGスコアおよびその交互作用項）
- $ESG_i \times LP_{it}$: ESGスコアと労働生産性（LP）の相互作用項
- $ESG_i \times VAR_{it}$: ESGスコアと付加価値率（VAR）の相互作用項
- Z_{it} : コントロール変数（例：企業規模、負債比率、流動比率など）
- sdi : 企業固有のリスク調整変数（例：企業規模や財務変数の標準偏差）
- $D_{industry}$: 業種ダミー
- D_{year} : 年度ダミー
- ϵ_{it} : 誤差項

本分析モデルでは、企業固有のリスク要因を適切に制御するため、観測期間前5年間（FY2016～FY2020）の財務指標（Size、Lev、Liq）の標準偏差を変数として組み込んでいる。このアプローチにより、過去の財務リスクが分析結果に及ぼす影響を抑制するとともに、観測されないリスク要因によるバイアスを

最小限に留めることを目指している。

また、業種ダミー（Industry Dummy）および年度ダミー（Year Dummy）をモデルに導入することで、業種特有の固定要因や年度ごとの外生的影響をコントロールし、推定結果のバイアスを抑制した。これらの措置により、モデルの適合性と推定結果の頑健性を高めている³。

² 紙幅の都合により本稿では結果の詳細を省略している。

³ 本研究で用いたパネルデータは全体として均衡性を有するが、欠損値処理の影響により一部に不均衡データが含まれるため、推定にはクラスタ単位で標準誤差（HCl）を算出している。

表7 分析目的と使用する変数

項目		変数	内容	H1.収益性	H2.付加価値率	H3.売上耐性	H4.利益維持
従属変数	パフォーマンス	ROA	収益力指数	○			
		VAR	付加価値創出指数		○		
	財務耐性	SGR_Dummy	売上耐性指数			○	
		OPM_Dummy	利益耐性指数				○
説明変数	ESGスコア	合計スコア	ESG総合力	○	○	○	○
		Eスコア	環境要素	○	○	○	○
		Sスコア	社会要素	○		○	○
		Gスコア	ガバナンス要素	○	○		○
コントロール変数		SGR	売上高成長指数	○			
		LP	労働生産性指数			○	○
		VAR	付加価値創出指数			○	○
		Size	企業規模の代替指数	○	○	○	○
		Age	企業成熟度の代替指数	○	○	○	○
		Lev	財務安定性の代替指数	○	○	○	○
		Liq	支払能力の代替指数	○	○	○	○
		s_Size	企業規模の固有リスク	○	○	○	○
		s_Lev	財務安定性の固有リスク	○	○	○	○
		s_Liq	支払能力の固有リスク	○	○	○	○

3. 分析結果

(1) ROA への影響

ROAに対する分析結果から、以下のESGスコアが有意な影響を持つことが確認された。

- **合計スコア**：ROAに対して有意な正の影響を持つ（係数：0.047、5%有意）。【表8：a1】
- **Eスコア**：ROAに対して有意な正の影響を持つ（係数：0.066、10%有意）。【表8：a2】
- **Sスコア**：ROAに対して有意な正の影響を持つ（係数：0.101、5%有意）。【表8：a3】
- **Gスコア**：ROAに対して有意な正の影響を持つ（係数：0.128、1%有意）。【表8：a4】

これらの結果は、ESGスコア全体および各スコア（Eスコア、Sスコア、Gスコア）がROAの向上に寄与していることを示唆している。中でもガバナンススコア（Gスコア）の影響が最も顕著であり、係数は0.128と算出された。これは、Gスコアが1ポイント上昇することで、

ROAが0.128%向上することを意味している。この結果は、適切なガバナンスが企業の意思決定プロセスやリスク管理を通じて収益性を高める中心的な要素である可能性を示唆しており、特に不確実な経済環境においてもその重要性が際立っている。

サブグループ分析では、大規模企業グループ（L-Asset）では以下のスコアが有意な影響を示した。

- **合計スコア**：ROAに対して有意な正の影響を示す（係数：0.064、5%有意）。【表8：a5】
- **Sスコア**：ROAに対して有意な正の影響を示す（係数：0.241、5%有意）。【表8：a7】
- **Gスコア**：ROAに対して有意な正の影響を示す（係数：0.159、10%有意）。【表8：a8】

一方で、概ね総資産が38億円以上の大規模企業において、環境スコア（Eスコア）は統計的に有意ではなく、ガバナンススコア（Gスコア）

は統計的な有意性を減少させた。これは、大規模企業が社会的な取り組み全般に注力しており、特にSスコアが収益性向上において中心的な役割を果たしている可能性を示唆している。

その他のグループでは、ESGスコア全体および各スコア（Eスコア、Sスコア、Gスコア）は統計的に有意な影響を示さなかった（なお、これらの結果は表から省略している）。規模の小さい企業は、資源投資が限定的であり、ESG活動が収益性向上に寄与するまでの効果が十分に顕在化していない可能性がある。特に資産規

模が小さいグループ（S-Asset）の企業では、ESG活動が競争優位性や収益向上に直接的な影響を与えるには一定の時間が必要であると考えられる。

従業員規模の大小で有意な影響を与えなかったことは、従業員数が多いことが必ずしもESG活動によるROAの向上効果を強めるものではないことを示している。例えば、従業員規模が大きい企業でも、自動化が進んでいる場合には人的資源の活用が収益性に与える影響が限定的になる可能性がある。

表8 ROAとESGスコアの分析結果

			a	b	c	d	e	f	g	h	i	j	k	l	
グループ	従属変数	説明変数		SGR	Size	Age	Lev	Liq	sd_Size	sd_Lev	sd_Liq	ESG *SGR	Obs.	R ²	
1	全体	ROA	合計	0.047***	0.1***	0.169	-0.024***	-4.885***	-0.145	5.9***	-8.752**	-0.793	0	3,664	0.203
2			E	0.066*	0.085***	0.194	-0.024***	-4.88***	-0.14	5.929***	-8.779**	-0.825	0.001	3,664	0.202
3			S	0.101**	0.111***	0.219	-0.023***	-4.88***	-0.157	5.831***	-8.612**	-0.809	-0.003	3,664	0.203
4			G	0.128***	0.108***	0.143	-0.024***	-4.956***	-0.138	5.937***	-8.964***	-0.789	-0.002	3,664	0.203
5	L-Asset	ROA	合計	0.064**	0.076**	0.006	-0.022	-3.559***	0.649	8.078**	-16.285**	-1.489	0	916	0.206
6			E	0.036	0.07***	0.129	-0.021	-3.567***	0.678	8.242**	-15.575*	-1.523	0.001	916	0.204
7			S	0.241**	0.089***	0.01	-0.021	-3.499***	0.601	7.818**	-16.559**	-1.254	-0.001	916	0.209
8			G	0.159*	0.082***	0.003	-0.024	-3.591***	0.669	7.801**	-15.202*	-1.646	0	916	0.206

(注) 1. a～l列の値は係数、***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%有意水準であることを示す。産業ダミーおよび年度ダミーは省略している。
2. ロバスト標準誤差はクラスター単位（企業ID）で推定（HC1）。係数はランダム効果モデルで推定。

(2) 付加価値率への影響

付加価値率（VAR）に対する分析の結果、以下のスコアが有意な影響を持つことが確認された。

- **合計スコア**：VARに対して有意な正の影響を持つ（係数：0.004、5%有意）。【表9：a1】
- **Eスコア**：VARに対して有意な正の影響を示す（係数：0.007、10%有意）。【表9：a2】
- **Gスコア**：VARに対して有意な正の影響を示す（係数：0.011、5%有意）。【表9：a4】

これらの結果は、ESG全体の取り組みが付加価値率（VAR）に対してプラスの影響を与える可能性を示唆しており、特にガバナンスコア（Gスコア）の重要性が強調されている。Gスコアの係数は0.011であり、VARが自然対数であることを考慮すると、Gスコアが1ポイント上昇することで付加価値率が約1.11%向上することを意味する。この結果は、ガバナンスを強化することで、企業のコスト配分の効率化や計画遂行能力が向上し、結果として企業が生み出す価値が増加することを示している。特に、適切な内部統制や透明性の向上を伴うガバ

ナンスの改善が、企業の生産性と競争力を直接的に高める要因となっていると考えられる。

一方で、社会スコア（Sスコア）は統計的に有意ではなく、付加価値率に対する直接的な寄与は確認されなかった。この結果は、社会的取り組みが付加価値率に影響を及ぼすまでには、より長期的な視点や間接的な要因が影響している可能性を示唆している。

規模別に分析を行った結果、以下の傾向が確認された。

- 大規模企業グループ（L-Asset）では、合計スコアおよびSスコアがVARに対して有意な正の影響を示した【表9：a5、a7】。ただし、

合計スコアがVARに影響をしていないという仮説は5%水準で棄却されるのに対して、Sスコアについては10%水準で棄却される結果となった。

- その他のサブグループでは、いずれのスコアもVARに対して統計的に有意な影響を示さなかった。

この結果は、資産規模が大きい企業（L-Asset）においてはSスコアの影響も重要であることを示している。一方、資産規模が小さい企業や従業員規模の大小による影響は確認されず、ESG活動の効果が規模に依存する可能性が示唆された。

表9 VARとESGスコアの分析結果

			a	b	c	d	e	f	g	h	i	j
グループ	従属変数	説明変数	Lev	Size	mean_Age	Liq	sd_Size	sd_Lev	sd_Liq	Obs.	R ²	
1	全体	合計	0.004**	-0.058***	-0.001	-0.106**	0.044***	-0.366**	0.438	0.493***	3,664	0.232
2		E	0.007*	-0.057***	-0.001	-0.105**	0.044***	-0.365**	0.445	0.491***	3,664	0.231
3		S	0.004	-0.054***	-0.001	-0.107***	0.044***	-0.37**	0.444	0.489***	3,664	0.231
4		G	0.011**	-0.06***	-0.001	-0.109***	0.044***	-0.363**	0.425	0.496***	3,664	0.232
5	L-Asset	合計	0.009**	-0.024	-0.001	-0.122	0.073*	-0.378	0.589	0.949***	916	0.275
6		E	0.015	-0.014	-0.001	-0.125	0.074*	-0.326	0.578	0.946***	916	0.274
7		S	0.02*	-0.016	-0.001	-0.119	0.07	-0.396	0.639	0.967***	916	0.273
8		G	0.018	-0.02	-0.002	-0.126	0.075*	-0.408	0.754	0.932***	916	0.273

(注) 1. a～j列の値は係数、***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%有意水準であることを示す。産業ダミーおよび年度ダミーは省略している。
2. ロバスト標準誤差はクラスター単位（企業ID）で推定（HC1）。係数はランダム効果モデルで推定。

(3) 売上高耐性への影響

売上成長ダミー（SGR_Dummy）に対する分析結果から、全体としてESGスコア（合計スコア、Eスコア、Sスコア、Gスコア）は統計的に有意な影響を示さなかった。一方で、大規模企業グループ（L-Asset）においてのみ、以下のスコアが有意な影響を示した。

- 合計スコア：売上減少リスクの抑制に対して有意な正の影響を持つ（係数:0.548、1%有意）。

【表10：a5】

- Eスコア：売上減少リスクの抑制に対して有意な正の影響を持つ（係数:1.029、1%有意）。

【表10：a6】

- Sスコア：売上減少リスクの抑制に対して有意な正の影響を持つ（係数:1.087、5%有意）。

【表10：a7】

大規模企業グループ（L-Asset）を対象とした分析では、環境スコア（Eスコア）および社会スコア（Sスコア）がほぼ同程度に売上減少リスクの低減に寄与していることが示された。具体的には、両スコアがそれぞれ1ポイント上昇することで売上高成長確率が約1%向上することを意味しており、ESG活動が経済ショック時において売上高の維持を支える役割を果たしている可能性がある。この結果は、ESGのイノベーション効果やステークホルダーマネジメントの向上が売上安定性に貢献していることを示唆するものの、非上場企業の中でも規模の大き

い企業に限定された現象であるため、慎重な解釈が必要とされる。

別の変数に着目すると、サンプル全体の分析ではSize（資産規模）が売上減少リスク（SGR_Dummy）に対して有意な影響を示しており、資産規模が小さい企業ほど経済ショック時の売上維持が困難であることが示唆された【表10：d1-4】。この結果は、大規模企業のESG活動が売上減少リスクを効果的に抑制する一方で、小規模企業におけるリスク増加を十分に相殺するには限界がある可能性を示している。

表10 SGR_DummyとESGスコアの分析結果

グループ	従属変数	a		b	c	d	e	f	g	h	i	j	k	l	m	n	
		説明変数	LP	VAR	Size	Age	Lev	Liq	sd_Size	sd_Lev	sd_Liq	ESG *LP	ESG *VAR	Obs.	擬似R ²		
1	全体	SGR Dummy	合計	0.091	0.789***	-0.327	0.106***	-0.001	0.24*	-0.045	1.32***	-0.067	0.11	-0.011	0.003	3,664	0.136
2			E	0.215	0.661***	-0.25*	0.105***	-0.001	0.24*	-0.045	1.303***	-0.058	0.1	-0.024	0.002	3,664	0.136
3			S	0.096	0.67***	-0.48**	0.106***	-0.001	0.24*	-0.045	1.332***	-0.052	0.117	-0.021	0.027	3,664	0.136
4			G	0.137	0.66**	-0.239	0.106***	-0.001	0.24*	-0.047	1.327***	-0.075	0.111	-0.015	0	3,664	0.136
5	L-Asset	SGR Dummy	合計	0.548***	2.247***	-0.153	-0.094	-0.002	0.515*	0.308**	1.16	-2.36	-0.375	-0.058***	-0.003	916	0.168
6			E	1.029***	1.411***	-0.217	-0.098	-0.002	0.476*	0.29*	1.145	-2.549	-0.436	-0.111***	-0.001	916	0.169
7			S	1.087**	1.705***	-0.569	-0.094	-0.002	0.531*	0.308**	1.143	-2.159	-0.354	-0.129**	0.031	916	0.166
8			G	0.452	1.059	-0.043	-0.104	-0.001	0.504*	0.289*	1.004	-2.07	-0.412	-0.043	-0.02	916	0.158

(注) 1. a～n列の値は係数、***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%有意水準であることを示す。産業ダミーおよび年度ダミーは省略している。
2. ロバスト標準誤差はクラスター単位（企業ID）で推定（HC1）。係数はランダム効果モデルで推定。

(4) 事業利益維持への影響

事業利益の維持（OPM_Dummy）に対する分析の結果、サンプル全体では以下のスコアが有意な影響を持つことが確認された。

- **合計スコア**：OPM_Dummyに対して有意な正の影響を持つ（係数：0.396、1%有意）。

【表11：a1】

- **Eスコア**：OPM_Dummyに対して有意な正の影響を示す（係数：0.537、5%有意）。

【表11：a2】

- **Gスコア**：OPM_Dummyに対して有意な正の影響を示す（係数：1.506、1%有意）。

【表11：a4】

本分析の結果、ESGスコア全体および環境スコア（Eスコア）、ガバナンススコア（Gスコア）が事業利益（OPM）の安定性に寄与していることが示唆された。特にGスコアは1ポイントの上昇で事業利益が黒字となる確率を約1.5%向上させる強い影響を持つことが確認され、適切なガバナンス体制が企業の利益安定性を支

える重要な要素であることが示された。また、Eスコアも利益安定性に一定の貢献を示しており、コスト効率化や環境対応型施策が企業の収益基盤を強化する可能性を示している。

規模別分析では、全てのサブグループでESGスコアとOPM_Dummyの間に有意な相関が見られた。特徴的な結果は以下の通りである。

- **L-Asset**：全グループの中で、Gスコアが最も強い正の影響を示した（係数：3.652、1%有意）【表11：a8】。この結果は、大規模企業が複雑な事業運営や多様な利害関係者を管理するためにガバナンスの強化が特に重要であることを示している。
- **S-Asset**：全グループの中で、Sスコアが最も強い正の影響を示した（係数：1.314、5%有意）【表11：a11】。小規模企業では、地域

社会や顧客との信頼関係構築が収益基盤の安定に重要な役割を果たしていると考えられる。

- **L-Emp**：Gスコアのみ正の影響を示した（係数：2.59、1%有意）【表11：a16】。従業員規模が大きい企業では内部統制や意思決定プロセスの適切性が利益維持に直結していることを示唆している。
- **S-Emp**：全グループの中で、Eスコアが最も強い正の影響を示した（係数：1.205、1%有意）【表11：a18】。従業員規模が小さい企業では、相対的に設備などの資産依存度が高いと考えられ、エネルギー効率化や廃棄物削減といった取り組みが、コスト削減を通じて利益率の安定化をもたらしている可能性が高いことを示唆している。

表11 OPM_DummyとESGスコアの分析結果

			a	b	c	d	e	f	g	h	i	j	k	l	m	n	
	グループ	従属変数	説明変数	LP	VAR	Size	Age	Lev	Liq	sd_Size	sd_Lev	sd_Liq	ESG *LP	ESG *VAR	Obs.	擬似R ²	
1	全体	OPM Dummy	合計	0.396***	2.632***	0.585**	0.107**	-0.005**	-0.96***	-0.065	1.359**	-4.403***	-0.747***	-0.039***	-0.013	3,664	0.226
2			E	0.537**	1.967***	0.393***	0.117***	-0.005**	-0.974***	-0.068	1.312**	-4.302***	-0.754***	-0.052**	-0.022	3,664	0.224
3			S	0.161	1.649***	0.426*	0.114***	-0.005**	-0.955***	-0.069	1.303**	-4.31***	-0.753***	-0.007	-0.023	3,664	0.223
4			G	1.506***	3.339***	0.517**	0.086*	-0.005**	-0.982***	-0.065	1.412***	-4.606***	-0.693**	-0.155***	-0.025	3,664	0.232
5	L-Asset	OPM Dummy	合計	0.72***	3.538***	0.399	-0.164	-0.005	-0.906**	0.142	2.713**	-10.928***	-1.778**	-0.073**	-0.011	916	0.226
6			E	0.767	2.073***	0.022	-0.105	-0.005	-0.937***	0.116	2.63**	-10.394***	-1.804**	-0.086*	0.005	916	0.217
7			S	0.468	1.69**	0.065	-0.179	-0.006	-0.852**	0.108	2.36**	-10.562***	-1.631**	-0.038	-0.011	916	0.222
8			G	3.652***	5.9***	1.69**	-0.193	-0.006	-0.843**	0.191	2.599**	-10.512***	-1.956***	-0.35***	-0.126**	916	0.243
9	S-Asset	OPM Dummy	合計	0.594**	2.796***	0.995**	-0.076	0.005	-1.232***	-0.19*	1.83*	-2.822*	-1.306***	-0.053**	-0.033*	916	0.226
10			E	0.56	1.685***	0.618**	-0.066	0.004	-1.252***	-0.181	1.763	-2.576	-1.336***	-0.037	-0.07**	916	0.221
11			S	1.314**	2.473***	0.816*	-0.092	0.005	-1.23***	-0.174	1.87*	-2.832*	-1.363***	-0.117*	-0.075	916	0.223
12			G	1.567***	3.148***	0.347	-0.135	0.005	-1.263***	-0.2*	1.85	-3.04*	-1.082**	-0.163***	-0.021	916	0.231
13	L-Emp	OPM Dummy	合計	0.063	2.428***	-1.555**	-0.145	-0.008	-1.07***	0.126	0.23	-5.455***	-0.092	-0.026	0.046*	910	0.211
14			E	-0.34	1.656***	-0.756*	-0.158	-0.007	-1.063***	0.11	0.17	-5.442***	-0.095	0.008	0.075*	910	0.209
15			S	-0.813	1.177*	-0.905	-0.179	-0.008	-1.088***	0.103	0.118	-5.39***	-0.03	0.061	0.08	910	0.207
16			G	2.59***	5.951***	-1.57	-0.125	-0.008	-1.137***	0.121	0.24	-5.424***	-0.059	-0.342***	0.116	910	0.229
17	S-Emp	OPM Dummy	合計	0.744***	3.985***	1.223**	-0.372***	0.004	-0.481*	-0.183	1.189	-5.448***	-0.827	-0.064**	-0.053***	917	0.363
18			E	1.205***	3.069***	0.504*	-0.328**	0.003	-0.483*	-0.169	1.033	-4.943**	-0.85	-0.104**	-0.095***	917	0.362
19			S	0.691	2.584***	0.954**	-0.437***	0.004	-0.568**	-0.183	1.275	-5.321***	-0.849	-0.031	-0.134***	917	0.354
20			G	1.866***	4.131***	0.57	-0.455***	0.006	-0.527*	-0.201	1.212	-5.806***	-0.61	-0.177***	-0.077*	917	0.358

(注) 1. a～n列の値は係数、***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%有意水準であることを示す。産業ダミーおよび年度ダミーは省略している。
2. ロバスト標準誤差はクラスター単位（企業ID）で推定（HC1）。係数はランダム効果モデルで推定。

分析の結果から、資産や従業員といった規模が大きくなるほどガバナンスの強化が企業の利益維持にはより重要となり、規模が小さいほど社会的な取り組みや環境配慮が利益維持に重要な役割を及ぼすことが示唆された。この結果は、企業規模や特徴に応じたESG活動の重点化が必要であることを示唆している。

(5) 分析結果まとめ

本分析結果は、ESGスコア全体が非上場企業の財務的耐性に正の影響を与えることを明確に示している。特に、経済的ショックが企業財務に与える影響を緩和する役割として、ESGスコアが重要な役割を果たしていることが確認された。

ガバナンススコア（Gスコア）は、収益性（ROA）や事業利益の維持（OPM_Dummy）において最も顕著な影響を示し、適切なガバナンス体制が財務パフォーマンスや経済的ショックに対する耐性を向上させることを示唆してい

る。具体的には、内部統制の強化やリスク管理体制の向上が、収益の安定性や事業継続性を支えていると考えられる。

環境スコア（Eスコア）は付加価値率（VAR）や事業利益の維持（OPM_Dummy）において有意な正の影響を示し、コスト効率化やエネルギー効率化が財務的耐性を高める要因として機能している。コロナ禍のような経済的ショックにおいては、環境対応が固定費の削減や資源の最適利用を可能にし、企業の安定性に寄与した可能性が高い。

一方、社会スコア（Sスコア）は、大規模企業では収益性（ROA）の向上に重要な役割を果たし、小規模企業では地域社会や顧客との関係性を通じて利益の安定性を支えている。特に、社会的取り組みが企業の信頼性や顧客ロイヤルティの向上に寄与し、経済的ショック下でも収益基盤を維持する力となっていると考えられる。

表12 分析結果サマリー

仮説		結果	最重要スコア(係数)		仮説対比
H1	ESGへの取り組みはROA（収益性）へ正の影響を与える	全てのESGスコアで正の影響がある。資産規模が大きくなると、Sスコアの影響が相対的に高まる。	G	0.128	○
H2	ESGへの取り組みは付加価値率（VAR）へ正の影響を与える	Sスコア以外で正の影響がある。資産規模が大きくなるとSスコアの影響が顕在化する。	G	0.011	○
H3	ESGへの取り組みは売上高減少リスクの低減に正の影響を与える	全体では有意な影響はないが、資産規模が大きい場合にのみ正の影響がある。 労働生産性との飽和効果がある。	E及びS	1.029 1.087	△
H4	ESGへの取り組みは事業利益の維持に正の影響を与える	Sスコア以外で正の影響がある。資産や従業員数の規模が大きくなるほどGスコアが重要となり、規模が小さくなるほどEスコアやSスコアの影響が顕在化または増加する。 労働生産性との飽和効果がある。	G	1.505	○

※○は概ね仮説通り、△は一部仮説通り、×は仮説と異なる結果となったことを意味する

さらに、労働生産性(LP)や付加価値率(VAR)との相互作用分析の結果、ESGスコアが一定の水準を超えると、その効果が頭打ちになる「飽和効果」が存在する可能性が示された。この現象は、ESGスコアの高い企業において、労働生産性や付加価値率の向上が財務的耐性に与える追加的な効果が低下することを意味している。この結果は、ESG活動が財務的な耐性を向上させる一方で、その効果が無制限ではなく、活動が一定の閾値を超えた段階で限界的な効果が減少することを示唆している。ESGへの取り組みは経済的ショックに対する企業の防御力を強化するものの、効果を最大化するためにはリソース配分や優先順位の戦略的な調整が求められる。

4. おわりに

(1) 本研究結果の示唆

本研究は、非上場企業におけるESG（環境・社会・ガバナンス）への取り組みが財務パフォーマンスに与える影響について実証的に分析を行った。その結果、ESGへの積極的な取り組みが、ROA（総資産利益率）および付加価値率（VAR）に対して有意に正の影響を及ぼしていることが確認された。また、ESGスコアは、事業利益がマイナスに転じる確率を有意に低下させ、売上高が減少する確率についても限定的ながら減少効果を示した。特に、事業利益の黒字維持を示す指標（OPM_Dummy）において、ESGの影響が最も顕著に現れており、ESGへの取り組みが経済ショック時における財務安定性の向上に寄与する可能性が示唆された。

また、企業規模が大きくなるに従い、Eスコ

アおよびSスコアが売上高に与える影響が顕在化するという結果は、中小企業が中堅企業や大企業へと成長していく過程において、環境問題や社会的責任への取り組みが、経営の安定性を高める上で一層重要な役割を果たすことを示唆している。

さらに、設問レベルにまでスコアを分解した分析では、特定の設問が財務パフォーマンスに対して特に強い影響を有することが明らかとなった。特に、SスコアおよびGスコアにおいて複数の設問がポジティブな影響を示していることが確認されている【表12】。

Sスコアに関しては、社会課題への対応や組織環境の改善に向けた取り組みが、ROAの向上に対して有効に機能していることが示された。この背景には、分析対象となった非上場企業の多くが地域に根ざしたローカル企業であるという特性が影響していると考えられる。これらの企業は、仕入れ先や販売先を同一地域内に持ち、従業員の多くを地元から採用するなど、地域社会と密接な関係を構築している場合が多い。

このような地域密着型の企業においては、社会課題への積極的な対応が地域内での企業の信用力やブランドイメージの向上に寄与するとともに、採用活動や人材育成においても優位性を発揮しやすい環境にあると推察される。結果として、優秀な人材の確保・定着や地域社会からの支持を通じて企業の事業基盤が強化され、それが財務パフォーマンス、特にROAの向上に対してプラスの効果をもたらしている可能性が示唆される。

なお、この結果は、企業が多様なステークホルダーとの良好な関係構築を通じて長期的な価値創造を図るべきであるとするステークホルダー理論とも整合的である。

Gスコアに関しては、計画的な経営戦略の策定や内部統制の強化が、財務パフォーマンスの向上に寄与することが示された。この背景には、分析対象となった非上場企業の大半がオーナー企業であり、上場企業に比べてガバナンス体制が構造的に脆弱であるという特性が影響して

いると考えられる。

このような環境下において、企業自らがガバナンスの向上に取り組むことにより、経営における意思決定や資源配分の最適化が進み、成長促進やリスク低減といった観点で財務的成果に結びついている可能性が示唆される。なお、この知見は、企業内部の資源を戦略的に活用・強化することの重要性を説く資源ベース理論（RBV）および、環境変化への適応能力を強調するダイナミック・ケイパビリティ理論とも整合的である。

表13 有効設問サマリー

カテゴリー	影響	設問内容	インプリケーション
E	負	自社CO2排出量の測定し、現状を認知している	積極的なエネルギー対応は短期コストの増加に繋がり、利益の維持（OPM_Dummy）に対して負の影響を与える
		再生可能エネルギー利用率向上への取り組みを行っている	
S	正	社会問題の解決を主たる目的とした、事業を行っている	ステークホルダーを重視する取り組みは、収益性（ROA）を高める
		採用計画を立てて、毎年積極的に雇用している	
		一定の社員教育体制があり、基本業務が習得できる環境が整っている	
	負	労災事故（過去5年間）について皆無である	安全管理措置は短期コストを増大させる。ただし経営上の必要コストと見做される
G	正	経営計画を毎年策定している	動的な戦略的意思決定は、収益性（ROA）、および付加価値率（VAR）を高め、利益の維持（OPM_Dummy）に貢献する
		労働時間や残業、深夜勤務、休日管理などの労働状況を把握している	
	負	社内での通報制度が確立されている	通報制度が与える影響は組織成熟度に左右される可能性がある

従来、上場企業を対象とした先行研究では、ESGへの取り組みが競争優位性の強化、リスク軽減、持続的成長の促進に寄与することが示されてきた。本研究はこれを非上場企業にも拡張し、非上場企業においても、ESG活動を通じた内部資源の高度化が持続的な競争優位性の構築に資する可能性があることを示唆している。

さらに、ESGが財務パフォーマンスに与えるメカニズムについても興味深い知見が得られた。上場企業の場合、ESGスコアや非財務情報の開示を通じて投資家やステークホルダーとのエンゲージメントが強化され、企業価値の向上、レピュテーションリスクの軽減、顧客ロイヤリティの向上といったシグナリング効果が期待される。一方、非上場企業では、第三者機関

によるESGスコアの算定や公表が行われな
ため、このようなシグナリング効果は限定的と
考えられる。しかし、それにもかかわらず、
ESGへの取り組みが財務パフォーマンスに有意
にポジティブな影響を及ぼしたことは、ESGが
単なる外部向けのシグナルではなく、企業経営
そのものを質的に向上させる本質的な効果を有
することを示唆している。

(2) ESG推進に向けた実務的インプリケー ション

1. 経営者への示唆

本研究の結果は、ESGへの戦略的な取り組
みが単なるコストではなく、特に不確実性が
増す現代において、経済ショックへの耐性を
高め、企業の財務パフォーマンスを安定化さ
せる有効な経営手段であることを示唆して
いる。ESG活動は、資源の効率的活用や従
業員のエンゲージメント向上といった短期
的成果にとどまらず、企業の体質そのもの
を強化し、外部環境の変化に柔軟に対応で
きる組織をつくる上で重要な基盤となる。

特に非上場企業では、ガバナンス体制が
構造的に脆弱な場合も多いが、ESGへの取
組みを通じて、内部統制や情報開示の仕組
みが整備され、意思決定の透明性・合理性
が向上することによって、経営の質そのも
のが底上げされる可能性がある。

筆者の実務経験からも、優れた経営者ほど
地域社会や多様なステークホルダーとの関
係に配慮し、課題解決につながる事業投資
や人材育成を積極的に行っている例が多く
見受けられ

る。このような経営姿勢は、地域のリーダー
としての信頼を高め、行政や金融機関から
の支援獲得にもつながる好循環を生み出し
ている。

実際に、アルミダイキャストメーカーで
ある株式会社プログレス（山梨県都留市）で
は、カーボンニュートラルという世界的潮
流を自社にとっての重大な環境変化と捉え
、経営者主導による事業改革に着手して
いる。その過程で、経営戦略の明確化や社
員の意識改革が進み、さらに業界団体や
金融機関を巻き込んだ支援体制の構築に
もつながっており、環境変化への対応力を
高めるとともに、企業としての信頼性向上
を実現している⁴。

また、急速な社会・経済の変動が常態化
し、人口減少によって労働力確保が一層困
難になる局面においては、経営者には環境
変化に応じた事業モデルの再構築や、労働
環境・生産性の抜本的な見直しが求められ
る。ESGの実践は、そうした変革の方向性
を示す羅針盤となり、企業経営の中核的な
機能強化に直結する。

ESGは単なる「社会的配慮」ではなく、
環境変化に対応する企業の適応力そのもの
であり、経営基盤を構造的に改善するた
めの戦略的な手段である。これを経営の中
心に据えることは、企業の持続的成長と
競争力強化に向けた重要な一歩となるだ
ろう。

2. 国内金融機関への示唆

ESG診断を通じて非上場企業のリスクプロ
ファイルを評価することは、金融機関にと
って非財務的視点からの重要なリスク管理
手法となり得る。本研究は、ESGスコア
が高い企業ほど

⁴ 株式会社プログレスの取り組みの詳細は、商工中金作成の紹介動画（<https://www.youtube.com/watch?v=u8IE5OUZWUE>）を参照。

経済ショック時にも安定した財務パフォーマンスを維持する可能性が高いことを示しており、非財務的指標の活用が金融機関に対して新たな評価の視座を提供することを明らかにしている。

特に、融資判断やリスク評価プロセスにおいてESGスコアを積極的に取り入れることは、信用リスクの低減のみならず、非上場企業の事業性評価の高度化にも資するものと考えられる。従来、非上場企業に対する評価は財務諸表に依存する傾向が強かったが、ESGの観点を組み込むことにより、企業の持続可能な成長力や経営基盤の質を多面的に捉えることが可能となり、中長期的な視点からの融資判断の精緻化が期待される。

さらに、ESGスコアを基準とした融資方針の策定や、ESG向上を支援する金融商品の開発（例：グリーンローン、サステナブルファイナンス）は、金融機関にとって競争優位を確立するうえで有効な差別化戦略となり得る。これにより、金融機関自身の持続可能性や社会的責任の履行にも資することが期待される。

(3) 分析の限界と今後の課題

本研究にはいくつかの制約が存在する。第一に、分析対象を商工中金の取引先企業かつESG診断を受けた企業に限定しており、一定の信用力や持続可能性への関心を有する企業にサンプルが偏っている可能性がある。このため、得られた結果を一般の非上場企業全体に適用

するには慎重な解釈が求められる。第二に、使用したデータが3期に限定されており、ESG取り組みの長期的影響を十分に検証するには期間が不十分である。このため、短期的影響と長期的影響を区別するには、今後さらなるデータ蓄積が不可欠である。

今後の研究においては、以下の方向性が重要となる。まず、長期的データを用いた分析により、ESGが財務パフォーマンスに与える影響の時間的推移を明確にすることが求められる。次に、ESGが企業の成長促進や競争力強化にどのように寄与するかについて、内部資源活用や外部環境適応の視点から質的・定量的に検討する必要がある。加えて、異なる産業・地域を対象とした比較分析により、産業特性や経済状況によるESG効果の違いを検証することも不可欠である。

さらに、統計分析の精度向上も課題であり、セレクションバイアス対策として傾向スコアマッチング（PSM）やヘックマン選択モデルの適用、因果推論強化のための自然実験や差分の差分法（DiD）の活用が有効である。また、GDP成長率や失業率、金利変動といったマクロ経済指標を組み込んだモデル設計により、外部環境の影響を統合的に把握することも重要となる。

これらの課題に取り組むことにより、ESGと財務パフォーマンスの関係に関する学術的理解が一層深化し、実務における意思決定にも資する実践的知見が得られることが期待される。

【参考文献】

- 青木剛. (2022). 『中小企業のためのサステナブルファイナンス』. 一般財団法人商工総合研究所・株式会社同友館.
- 浅野健一郎. (2023). 「サステナビリティ情報開示の拡充とESG評価の不一致」. 証券経済研究, 第122号, 63-81.
- Barney, J. (1991). 「Firm resources and sustained competitive advantage」. Journal of Management, 17 (1), 99-120.
- Broadstock, D. C., Matousek, R., Meyer, M., & Tzeremes, N. G. (2020). 「Does corporate social responsibility impact firms' innovation capacity? The indirect link between environmental and social governance implementation and innovation performance」. Journal of Business Research, 119, 99-110.
- Cavusgil, E., Seggie, S. E., & Talay, M. B. (2007). 「Dynamic capabilities view: Foundations and research agenda」. Journal of Marketing Theory and Practice, 15, 159-166.
- Chen, S., Song, Y., & Gao, P. (2023). 「Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: Analyzing the impact of ESG on financial performance」. Journal of Environmental Management, 345, 118829.
- 中小企業庁. (2021). 「中小企業白書 2021年版」.
- 中小企業庁. (2023). 「中小企業白書 2023年版」.
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). 「Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack」. Journal of Business Ethics, 168, 315-334.
- Ernst, D., & Woithe, F. (2024). 「Impact of the environmental, social, and governance rating on the cost of capital: Evidence from the S&P 500」. Journal of Risk and Financial Management, 17 (3), 91.
- Freeman, R. E. (1984). 『Strategic Management: A Stakeholder Approach』. Pitman Publishing, Marshfield, MA.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). 「ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies」. Journal of Sustainable Finance & Investment, 5 (4), 210-233.
- Fu, L., Boehe, D. M., & Orlitzky, M. O. (2022). 「Broad or narrow stakeholder management? A signaling theory perspective」. Business & Society, 61, 1838-1880.
- Hong, Y. (2024). 「Driving corporate value through ESG performance: Empirical evidence from listed companies」. Proceedings of the 2024 9th International Conference on Social Sciences and Economic Development (ICSSED 2024), Advances in Economics, Business and Management Research, 289, 567-578.
- 株式会社商工組合中央金庫. (2021). 「環境・社会・ガバナンスに配慮したESG経営の実現をサポートする『ESG診断』の取扱い開始について」. プレスリリース, 2021年12月9日. 取得元: https://www.shokochukin.co.jp/assets/pdf/nr_211209_02.pdf (アクセス日: 2025年1月2日).
- 加藤俊彦. (2017). 「日本企業における付加価値の創出」. 経営学論集, 第87集, 32-41.
- 環境省. (2023). 「ESG地域金融実践ガイド 2.2」.
- 蔵元左近. (2022). 「サプライチェーンにおける人権、環境などのESG課題への創作的対応」. 海外投融資, 2022年1月号, 36-38.
- Liu, L., Nemoto, N., & Lu, C. (2023). 「The effect of ESG performance on the stock market during the COVID-19 pandemic—Evidence from Japan」. Economic Analysis and Policy, 79, 702-712.
- Magnano, D. G., Grimstad, S. M. F., Glavee-Geo, R., & Anwar, F. (2024). 「Disentangling circular economy practices and firm's sustainability performance: A systematic literature review of past achievements and future promises」. Journal of Environmental Management, 353, 120138.
- Miroshnychenko, I., Barontini, R., & Testa, F. (2017). 「Green practices and financial performance: A global outlook」. Journal of Cleaner Production, 147, 340-351.
- 水口剛 & 高田英樹. (2023). 『サステナブルファイナンス最前線』. 一般社団法人金融財政事情研究会.
- 村上芽. (2023). 「ESG調査の変遷からサステナビリティ

- ティ実現に向けた企業評価のあり方を問う」．取得元: <https://www.jri.co.jp/page.jsp?id=104663>（アクセス日: 2025年1月2日）．
- 根本忠宣. (2022) . 「COVID-19ショックに対する中小企業向け支援の国際比較」．日本政策金融公庫論集, 第54号, 51-85.
 - 年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）. (2022) . 「2022年度 ESG 活動報告」．
 - Ni, K., Zhang, R., Tan, L., & Lai, X. (2024) . 「How ESG enhances corporate competitiveness: Mechanisms and evidence」．Finance Research Letters, 69, 106249.
 - Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003) . 「Corporate social and financial performance: A meta-analysis」．Organization Studies, 24, 403-441.
 - Ruf, B. M., Muralidhar, K., Brown, R. M., Janney, J. J., & Paul, K. (2001) . 「An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: A stakeholder theory perspective」．Journal of Business Ethics, 32, 143-156.
 - Saygili, E., Arslan, S., & Birkan, A. O. (2021) . 「ESG practices and corporate financial performance: Evidence from Borsa Istanbul」．Borsa Istanbul Review, 22 (3) , 525-533.
 - Shawat, R. S., Zamel, A., Otake, T., Sabry, S., & Badawy, H. (2024) . 「How firm size shapes the ESG and financial performance nexus: Insights from the MENA region」．Journal of Accounting and Auditing: Research & Practice, 2024, 145355.
 - Song, J. (2024) . 「Corporate ESG performance and human capital investment efficiency」．Finance Research Letters, 62, 105239.
 - Spence, M. (1973) . 「Job market signaling」．The Quarterly Journal of Economics, 87 (3) , 355-374.
 - Suto, M., & Takehara, H. (2007) . 「企業の社会的責任とコーポレート・ガバナンス—非財務情報開示とステークホルダー・コミュニケーション」．早稲田大学ファイナンス総合研究所.
 - Suto, M., & Takehara, H. (2016) . 「The link between corporate social performance and financial performance: Empirical evidence from Japanese firms」．International Journal of Corporate Strategy and Social Responsibility, 1 (1) , 4-25.
 - Teece, D. J., Pisano, G., & Shuen, A. (1997) . 「Dynamic capabilities and strategic management」．Strategic Management Journal, 18 (7) , 509-533.
 - 富永健司. (2021) . 「投資家と指数によるESG評価の活用状況と論点整理」．野村サステナビリティクォーターリー, 2021年春号, 129-141.
 - 辻本臣哉. (2019) . 「日本におけるESG投資の現状と課題」．インベスター・リレーションズ, 2019年13巻1号, 32-40.
 - Wooldridge, J. M. (2019) . 「Correlated random effects models with unbalanced panels」．Journal of Econometrics, 211, 137-150.

会社設立半世紀を迎えるにあたって、 変化対応を目指す

丹 藤 昭 文
(株 式 会 社 丹 藤)
代 表 取 締 役



当社はお陰様で本年7月をもって法人設立50年を迎えます。

私の祖父と父が創業し家族経営からのスタートです。私が幼少期の頃で少し記憶に残っておりますが、昔よくあった自分の敷地を改造した小さなガソリンスタンドを営業した事が始まりでした。父が丸善石油特約店（旧丸藤商会）様からの、のれん分けで会社名も丸藤さんからのながれと父親の名前の一文字である「義」をとって「丸義商会」という社名となりました。後でご説明致しますが、この名称がのちに私の中では厄介で社名を変更するきっかけとなりました。

丁度、モータリゼーションの初期にあたるころかと思います。今だから言えますがオイルショックを2度経験し、手形商売全盛期で売掛先が不渡りをだして回収できない売掛債権が相当額あり、いつもお金の事で祖父と父が揉めていたことが記憶にございます。大変恥ずかしい事ですが、社業半世紀ですからこのような事があったこともよりリアル感があると思います。

なぜ、私がこのような幼少期の話題をするのかと言いますと、今でもはっきり覚えているのは、その時代（私が小学校4年生の頃）、当時はもう石油はあと10～20年位で枯渇すると言われ、TV等で良く取り上げられておりました。しかしあれから50年たってどうでしょう？私は当時跡継ぎ宣告を半強制的にさせられていたので、将来どうすればいいのだろう？と小学生ながらも悩んだ事を覚えております。今、私の業種だけの話ではなく、若い方で親の家業の業種業態に悩まれている方も沢山いらっしゃるだろうと思い触れさせていただきました。

そのような中、当時まったくやる気がない私でしたので、親の言われるまま県外で就職し、やる気のないまま県内に戻り関連の仕事はしていたものの、20代前半で今の会社に就職をする事になりました。当時は従業員5人くらいで私も配達等を行い、ちょっとした村のお坊ちゃんかなと思うくらいの生活を満喫しておりましたが、神様はきちんと人生平等に与えてくださいます。

ガソリンスタンド業界は国の手厚い規制に守られておりましたが、規制緩和でどちら様でも出店でき、あわせてセルフ化の波が到来しました。売上と粗利は急激に減少し、その様な環境下で当時ゼネラル石油の特約店となっておりましたがエッソ石油さんに吸収される事によって商品取引代が、月払いからCOD（当日払い）に変更になりました。その当時資金繰りを担当していた祖父が他界し、父からは突然お前が今度から専務として資金繰りをするように指示されました。当時27歳の私はその日から月末の資金繰りに困窮する日々へ突入することとなりました。まずは資金繰りの本を購入し、会計事務所さんにも同時に教えて頂く日々が続きました。

少しずつですが知識を身に着けていく中、資金の事で悩んで2回胃潰瘍で入院しました。ようやく安定してきましたので社業の発展について考えることができ、自分、会社には何かが足りないと思うようになりました。

それからできる限り時間を作り、本を読むことに努めました。

まずは自己啓発に努め、今までの自分の緩さを改めてコツコツ努力する事に励み、会社经营理念がないことが問題で、まずは皆がわかりやすくシンプルな理念を作り共有する事を目指しました。经营理念を時間かけてシンプルに作り上げてからは人間でいう背筋が伸びた感じがして、それからの社業の発展に寄与していると今でも感じております。

自分の代で守るのではなく新しいものを作っていく会社にしないとこれからは維持、継続ができない。そのような会社を目指すとして社名も変更する事としました。おりしも前項で述べましたが（旧丸義商会）の社名がいつも丸善石油と勘違いされて郵送物が届くことに嫌気がさしていたのもきっかけになりました。

新しい自分の考える商売をやりたいと心に決めて、社名変更、经营理念を決めてからは、お客様に的確で正確な整備を目指し整備工場を運営し、あったらいいねで給油所隣にコンビニエンスストアを運営させていただいたり、4年前からは農業法人を設立し地元農産物を作り、その農産物で加工品を作ることに素人ながら取り組んでおります。その他これからも色んな事業も計画しております。

50代半ばを過ぎこの頃あらためて考える事は、经营理念の1つである「お客様が笑顔になり、喜ばれる商売を行う」は非常に大事と考えております。当社はお陰様でようやく半世紀を迎え、まだまだ歴史ある会社様には程遠いですが、私共がこれからの半世紀を新たにスタートし、1世紀を迎えられるとしたら、やはりお客様の笑顔を一人でも多くし、満足度高め、必要とされる商売を行わないと存在する意義がありません。まずは「損得より善悪を考え」お客様に喜ばれる業種業態に果敢に挑戦していく、いかなければいけないと真剣に考えております。消費者に不要とされる商売、業態は当然淘汰さますし、されなければいけないのではとも考えます。ですから必死に方向性を考えなければいけないといつも悩んでおります。先輩がおっしゃっていた「だから商いは飽きない」、納得です。

後継者になる事を若い頃は非常に嫌がり、親が創業した商売が将来無くなると言われながらもなんとか現在までやってこられました。仕事を通して自分も少しではありますが人間的に成長をさせて頂いております。昨今は仕事をする事が悪いような言い方をされているなか、生意気と思われるかもしれませんが、私は仕事のやり方は変化し、仕事をする目的、意義は変えるべきではないのではと考えております。

読者の方にはこの若輩者がと怒られそうですが、怒られついでにもう一つ。商売、仕事に対する考え方もすべからく、（目的）と（手段）と考える様に私は考えております。変えないところは変えず、変えるべきところは変える等、変化対応が必要なのではと思っております。これからも先代が築いた創業当時の思い初心貫徹を目指し継続してまいります。

実効力のあるファミリーガバナンスを巡って

階 戸 照 雄
(日 本 大 学)
(元 教 授)



1. はじめに

最近、ファミリービジネスという言葉をよく耳にするようになった。少し前までは、同族企業やオーナー企業の呼び方が一般的であったものだ。近年になり、日本企業の90%以上の社数を占めているファミリービジネスの存続・成長が日本経済に与える影響が認識されるようになった。ファミリービジネスのガバナンスの在り方、事業承継対策に注目が集まるようにつれ、ファミリービジネスという用語が定着してきたように思う。

また、ファミリービジネスという用語の普及と期を同じくして、株式保有や経営参加という形でファミリーがファミリービジネスにどのような統治を行うべきかという「ファミリーガバナンス」への関心が高まってきた。拙著『ファミリーガバナンス（副題：スムーズな事業承継を実現するために）』を出版した2020年6月とは隔世の感がある。本稿を書く機会を得て、このファミリーガバナンスについて考えてみることにしたい。

2. コーポレートガバナンスとファミリーガバナンス

「ファミリーガバナンス」を説明・定義する前に、重要な概念である「コーポレートガバナンス」について説明したい。

近年、日本では企業がその行動を律するために、コーポレートガバナンス制度の導入が鋭意進められているが、そもそもコーポレートガバナンスとはどのような概念であろうか。その定義については、経営面からのアプローチのほか、企業倫理等に基づいたアプローチなど立場の違いや、あるいは国によって社会的背景の違いもあるため、国際的に統一的な定義は定められていない。たとえば、株主至上主義の観点に立った米国型コーポレートガバナンスの一般的な定義は、「所有者と経営者の企業のコントロールに関する関係」となる。また、この分野の世界的権威とされるモンクス（Monks, R.A.）とミノウ（Minow, N）は、「企業の方向性と活動内容を決定する際の様々な参加者の関係」であるとし、その主な参加者が「株主、経営陣、取締役会」であり、他の参加者として「従業員、顧客、債権者、供給業者、地域社会」が挙げられるとしている。この考えは、どちらかと言えば広義の定義として位置付けることができるであろう。日本国内におけるコーポレートガバナンスの定義としては、2018年6月に東京証券取引所が公表したコーポレートガバナンス・コードの冒頭で「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果斷な意思決定を行うための仕組み」

を意味するものと挙げられている。これらの定義をみると、コーポレートガバナンスとは、社内における経営管理の仕組みに着目するだけでなく、外部の利害関係者との良好な関係を築くことも求められているものと言えるであろう。

次に、「ファミリーガバナンス」だが、一般のコーポレートガバナンスとは違う観点から捉える必要がある。すなわち、ファミリービジネスでは、企業の統治に加えてファミリーの統治についてもその仕組みを重層的に導入していくことが求められる。ファミリービジネスにおけるガバナンスの難しさは、ビジネスに対するコーポレートガバナンスとファミリーに対するガバナンスを両立させなくてはならない点にある。

言い換えると、ファミリーガバナンスは、ビジネスにおけるコーポレートガバナンスとファミリーメンバー間での良好な関係性が構築されている状況を意味し、それとともに、2つのガバナンスが調和するように、その関係性を調整するためのビジネスおよびファミリーが作る「統治するための各種の仕組み」までも含むものと定義ができる。

3. ファミリーガバナンスを行うにあたっての具体例な方法

この「ファミリーガバナンス」を行うにあたって、具体例な方法を紹介したい。一つは古典になるもので、3円理論で有名なジョン・デビス (John A. Davis) が *HBS Working Knowledge* (November 2001) に発表したものだ。氏はファミリーガバナンスは3つの柱からなるとした。1つ目はファミリーの定期的な集まり (典型的には、毎年1回) (Periodic (typically annual) assemblies of the family)、2つ目はファミリーの計画やポリシーを決定するファミリー協議会 (Family council meetings)、3つ目はファミリーのポリシーやビジネスとのあり方を規定する書面のファミリー憲章 (A family constitution) である。シンプルではあるが、ファミリーガバナンスを遂行するための実際的な方法として、今でも十分有効であり、四半世紀前に書かれたものとは思えない。

次なるガバナンスの具体例は、拙著『ファミリービジネス成功の秘訣 (副題：地域との共存による事業承継)』(2025年2月発刊) で筆者達が分析手法で使用したパラレル・プランニング・プロセス・モデル (PPPモデル) である。この本では、9社のファミリー企業をPPPモデルによって分析しているが、このモデルの分かりやすさと相まって、企業へのガバナンスを実効するためには優れたツールになるものと確信する。

今、ファミリービジネスにおけるガバナンスのあり方を考える上で、喫緊の課題となっているのが、事業承継の問題である。日本の被雇用者の約70%はファミリービジネスで働いているが、日本のファミリービジネスは現在、経営者の高齢化や業績悪化もあり、スムーズな事業承継が困難な状況にある。ファミリービジネスの存続が危ぶまれ、倒産にもなると、失業者があふれることになる。世代交代に伴う事業承継を行うにあたり、ファミリービジネス経営者は何に気をつけて、どのように会社を引き継ぐのか、また、後継者は創業者もしくはファミリービジネスの承継者が築いてきたガバナンスをどのようにつないでいけば良いのか、大いに悩むところである。

ファミリービジネス、ファミリーガバナンスを考える際に、事業承継の重要性をあらためて再認識することが必要になるのである。

「現場の視点」は、全国の地方公共団体などが実施する、地域の特性を活かした独自性のある、効果的な施策や取り組みなどを採り上げます。

墨田区における後継者・若手経営者育成 (フロンティアすみだ塾)

運営主体：すみだ次世代経営研究協議会
支援機関：東京都墨田区産業観光部経営支援課

本誌2024年9月号において、墨田区における後継者・若手経営者育成プログラム「フロンティアすみだ塾」を掲載し、その狙いやカリキュラムなどを紹介しました。今期（第19期）塾生も1年にわたる履修を終了し、今年3月に無事全員が閉講式を迎えられました。

今回は、卒塾生の生の声をお伝えするとともに、塾頭である一橋大学名誉教授の関満博先生の熱い思いや、自治体として活動を支える墨田区産業観光部経営支援課の砂山課長のお話を紹介します。



(3月15日 閉講式の様子)

1. 卒塾生の声 ①

「決断力のある経営者への第一歩」

荻野工業株式会社 専務取締役 荻野 皓介氏（43歳）

1924年創業、冷間鍛造、切削を得意とし、材料調達から加工、組立、検査まで一貫生産体制を整え、自動車、農業・建設機械、半導体・航空機関連と多岐に渡る業界の精密部品を製造。日々、技術力を磨き、自社で開発した設備、治工具を用いて他には無い工法、技術（特許含む）を生み出し、高精度なものづくりを行っている。



私は昨年の2024年、フロンティアすみだ塾へ19期生として入塾いたしました。代々続く父の会社の後継者として、近い将来、事業継承するタイミングを迎えることとなり、これを機に経営の知識、経営者としてあるべき姿を学びたいという想いからビジネススクールを探し、フロンティアすみだ塾と出会いました。

すみだ塾は事業後継者が集まるビジネススクールであり、自分と同じ立場の後継者又は社長の方々と共に勉学に努め、本に記載された経営学ではなく、成功、失敗と事例に基づいた経営ノウハウ、経営者としての姿勢「経営者マインド」を追究するカリキュラムが構成されており、自分が求める実践的な経営学が学べると判断し、入塾を決意いたしました。

講義では挨拶の定義、挨拶の仕方一つから始まり、経営に対する考え方、価値観、判断・行動力、経営者としての心構え、責任、人柄など、この一年間、経営者として持つべき「資質」を学ばせていただきました。実際の経営者の方を講師として招き、経営理念、経営ビジョンに対する考え方、経営理念を事業活動、組織へ落とし込む術、新規事業又は事業拡大の成功までの具体的なプロセスなど、事業活動における実際の経営ノウハウを教えていただき、大変勉強になりました。またすみだ塾は「人」との繋がりを大切にしており、現役生だけでなく、経営者である沢山のOBの方々との交流を深めることが出来ます。同じ後継者又は経営者という立場、同じ志を持った者同士の集まりであるからこそ、利害関係のない深い交流が可能で、互いに切磋琢磨しながら支え合う「信頼のおける仲間」という、かけがえのないものが私には出来ました。そして講師の方々も含め、経営者の先輩方々から、多角的な視点による経営に対する思想、哲学を教えていただき、経営者としてあるべき姿を理解いたしました。すみだ塾では経営学だけでなく、帝王学も学んだといっても過言ではありません。

すみだ塾に入塾する前は、私は人が敷いたレールに乗り、人が導いたゴールに向かって結果を出す一人の従業員でした。入塾前と入塾後の変化、それは責任感です。与えられた仕事、役割に対する責任から、会社全体の運営に責任を持つ強い意識が芽生え、今は従業員目線ではなく、企業全体の方向性、ビジョンを定め、情熱を持ち、自ら先頭に立って新しい活路を切り開く経営者としての覚悟、経営視点を持つことが出来ました。経営視点を持てたことにより、自社の改善且つ進むべき点も明確に分かり、自身が掲げた目標（経営戦略）への取り組みを現在、行っております。

経営学は一定の理論はありますが、これが正しいという絶対的な正解はなく、経営手段の良し悪しは状況次第で常に変化します。正解のない問題に対し、正しい答えを導き出すことが経営の本質と考えますので、この本質から逸脱しないよう、自身の確固たる経営理念を築き、利他的な思想と冷静且つ柔軟に状況把握をする姿勢を持つことを強く心掛け、そして自分の信念に基づいた決断が出来る経営者になれるよう日々、精進して参ります。

2. 卒塾生の声 ②

『革小物業界に希望を見いだした私の覚悟と挑戦』

株式会社オーアンドエム工芸 常務取締役 菊地慎之介氏（31歳）

1997年創業。墨田区に拠点を構え、革小物やバッグの企画・開発を手がけるメーカーの2代目。OEMを事業の中心に据えながら、ODMや自社ブランドにも力を入れ、柔軟な生産体制とワンストップでの対応力を強みに、高品質なモノづくりを追求している。レザーソムリエ Professionalの資格を持ち、革の専門知識を活かした商品提案を行っている。



私がフロンティアすみだ塾への入塾を決めたのは、革小物業界の現状と将来を見つめ直し、自分自身の覚悟を試すためでした。長年、家業であるオーアンドエム工芸は高品質な革小物を提供してきましたが、キャッシュレス化の波や消費スタイルの変化により、財布をはじめとした革製品の需要は縮小傾向にあります。「このままでよいのか」という危機感と、「自分に何ができるのか」という問いが、塾への参加を後押ししました。

実際の講義では、戦略的思考や経営シミュレーションゲームを通じて、理論と実践の両面から経営を見直す視点を得ました。とくに印象的だったのは、「事実と解釈を分ける思考法」や、「市場を創る視点」の重要性です。業界の常識にとらわれず、柔軟に考える力が養われたことで、自分の発想にも自信を持てるようになりました。また、工場見学や区内企業視察では、異業種ながらも地道に新しい価値を生み出している経営者たちの姿に深い刺激を受けました。浜野製作所様の「モノからコトへ」という考え方は、革小物業界にも活かせると確信しています。「革小物に体験価値を加える」ことをヒントに、商品開発の在り方を見直すきっかけになりました。

すみだ塾で得た最大の収穫は、人との「つながり」でした。先輩方との“縦”の関係、同期との“横”の連帯感、そして秋田・八王子・いわきといった他地域の塾生との“斜め”のつながり。多様な価値観に触れる中で、視野が広がり、自分の考えを客観視する力も育まれました。この多面的なネットワークは、今後の経営においても強い支えになると実感しています。

卒塾後、すみだ塾での学びは明確に経営判断に活かされています。国内市場の人口減少という現実を受け止めつつも、訪日外国人の増加に着目し、カードケースとしての名刺入れなどインバウンド向け商品を模索。OEM中心だった事業を見直し、自社ブランドによる価値創出にも取り組み始めています。

閉講式では社長である父にこう伝えました。「この業界に入って後悔はしていない。覚悟をもって、やっていきます」と。すみだ塾での1年間は、知識を得るだけでなく、自分の意思を言葉にし、行動に移す力を育ててくれました。これからも現場に根ざした実践と挑戦を積み重ね、革小物業界に新たな風を吹かせられるよう、歩みを止めず進んでいきたいと思っています。そしてこの経験を力に、私はこれからも「革小物って面白い」と思ってもらえるような、そんな“ワクワク”を届けていきたいと強く思っています。業界の未来を信じ、日々の一歩を積み重ねてまいります。

3. 塾頭 関満博氏（一橋大学名誉教授）

フロンティアすみだ塾は、2025年度で20期を重ね、卒塾生も200人を超えている。この塾は20年経っても毎年十数人が参加してくる。墨田区の産業界では高い評価を得てきた。そこでは後継者、若い経営者が経営者としてのあり方を学んでいく。

先輩経営者や専門家の講義、現場視察等もあるが、それは一つのキッカケであり、塾生同士が語り合い、互いに磨きあっていくことを期待している。私は彼らには「ダイヤモンドはダイヤモンドでしか磨けない。人は人でしか磨けない」と語る。塾は1年だが、ここが始まりであり、卒塾してからも続く。さらに他地域の塾との交流もある。多様な人びとと交流を重ね、刺激を受け、やるべきことを見定め、次に踏み出していくことを期待している。

そして、何よりも大事なことは「真摯な取組み」と「信頼」と考えており、取引先等との間の「信頼」、従業員との間の「信頼」の醸成が一番重要であり、それを積み重ね、広げていくことにより事業が豊かなものになり、経営者として、働き手として、人として成長していくことを期待している。「幸せとは、成長した自分に出会うこと」なのである。フロンティアすみだ塾は開かれており、いつでも立ち寄ることができるであろう。

4. 墨田区産業観光部経営支援課課長 砂山暢氏

墨田区では「すみだ塾」をはじめ、「すみだ起業ゼミ」の開催、「すみだファクトリーめぐり（スミファ）」や「すみだ探求工房」など、中小企業の成長や魅力の発信に努めています。

歴史的にも小規模製造業の占める割合が多いこの地域の事業者は、事業資金以外にも、ものづくり技術や人材の確保といった様々な悩みを抱えています。区ではこうした事業者をサポートするため、ものづくり系やビジネス系の専門家12名を配置したワンストップ窓口「すみだビジネスサポートセンター（すみサポ）」を設置して、何でも一元的に相談することができ、必要に応じて伴走支援も受けられる体制も整えています。

ここでは人と人とのつながりが強く、地域全体で協力しようという空気があります。すみだ塾を運営する「すみだ次世代経営研究協議会」も卒塾生が率先して企画・運営を行うため、区の出番は限られますが、主体性を持った経営者たちが後輩経営者を育て、さらに若手を育てるという地域ぐるみの取り組みを行っています。また塾頭である関先生のご協力で、「ひたち立志塾（茨城県日立市）」や、「いわき次世代経営者塾（福島県いわき市）」といった他県の育成塾とも、合宿などを通じて交流があります。他県の若手経営者との交流は、受講者にとっては大きな財産となっているのではないのでしょうか。

中小企業に対する支援策は全国の自治体で行われています。地域ごとに産業構造が異なるため比較することはできませんが、墨田区では早くから中小企業振興政策に力を入れ、多くの事業者が集積しているというメリット（特性）を活かした政策を実行しています。区内事業者とともに築いてきた政策の積み重ねが、現在の「地域力」を支えているのかもしれない。

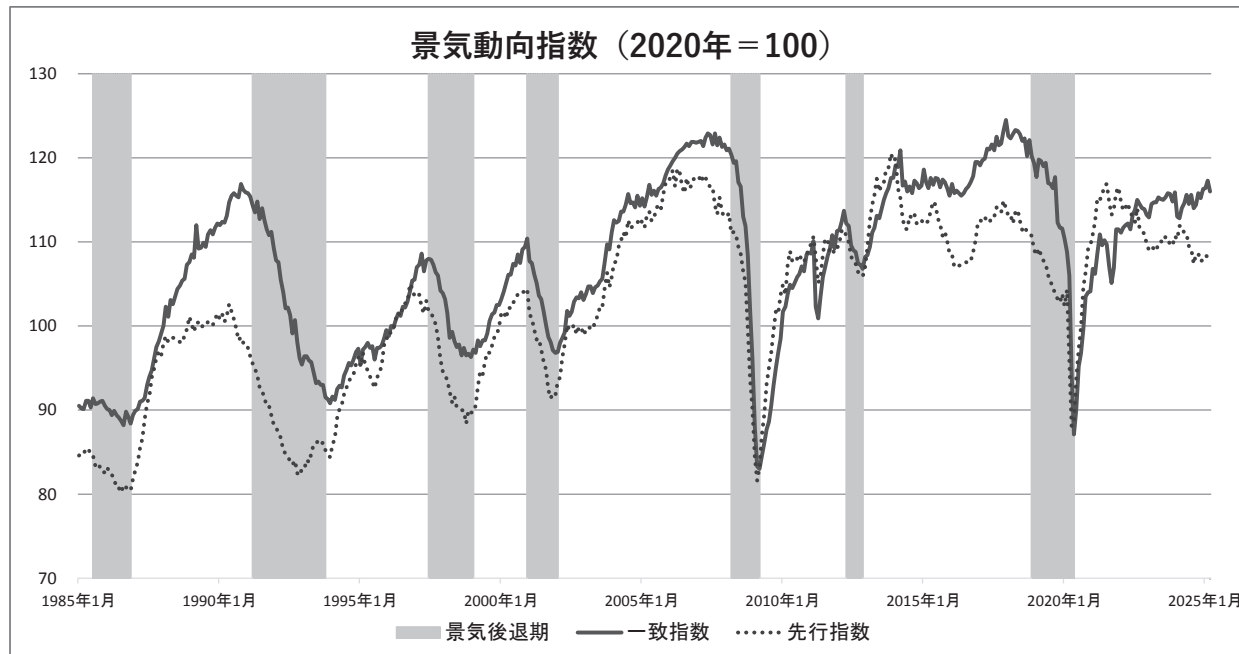
これからも事業者とともに地域課題の解決に尽力してまいります。

（聞き手：商工総合研究所主任研究員 小林順一）

景気

3月の一致指数は前月と比して1.3ポイント下降した。構成する10指標のうち5指標が下降し、特に鉱工業用生産財出荷や耐久消費財出荷の指数の落ち込みが目立つ。3か月後方移動平均の推移をみても3月は下降している。経済社会総合研究所の基調判断は「下げ止まり」となっているが、日本経済を取り巻く不透明感が強まっており、今後の動向を注視する必要がある。

先行指数をみると2カ月連続で下降しており、構成する11指標のうち2指標、消費者態度指数とマネースtockが前月を下回っている。3か月後方移動平均については、昨秋以降108台を横ばいで推移している状況ではあるが、同じく留意が必要である。

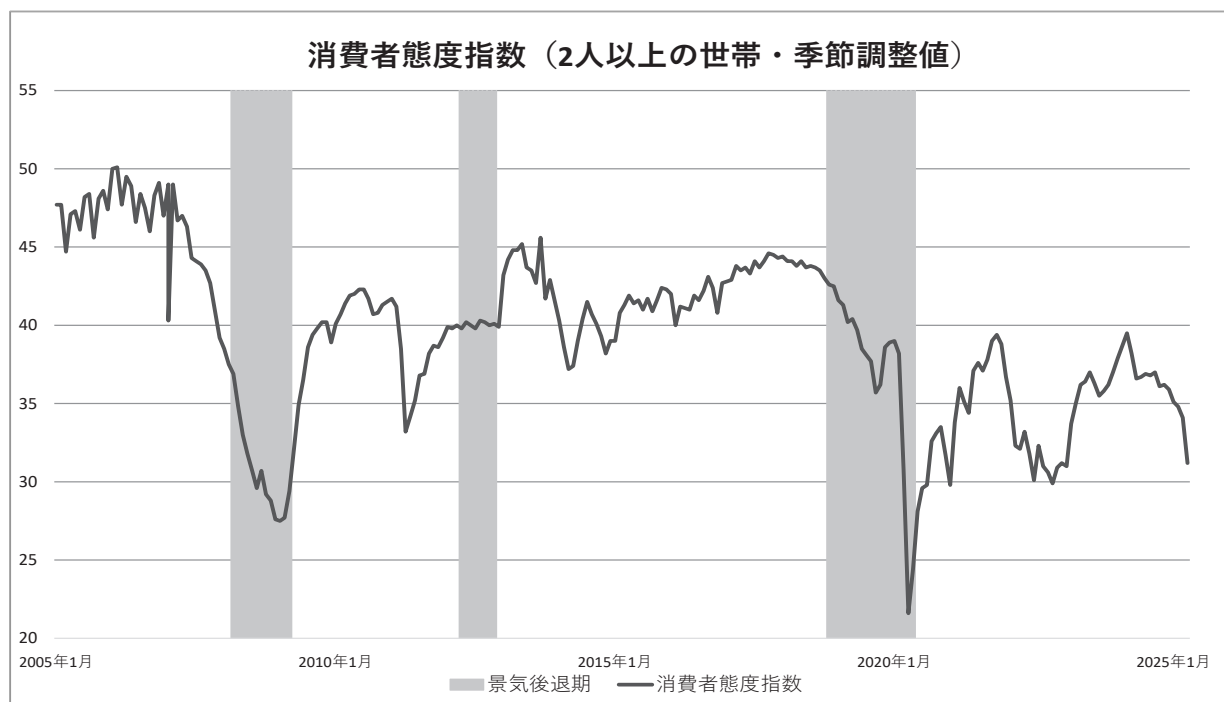


出典：内閣府 経済社会総合研究所「景気動向指数」（2025年3月は速報値）

消費

消費マインドは5カ月連続で下降し、4月の落ち込みは大きなものとなった。「暮らし向き」「収入の増え方」「雇用環境」「耐久消費財の買い時判断」といった4つの構成指標すべてが悪化し、その下降幅が大きくなっている。

特に「暮らし向き」について、5段階評価の一番下である「悪くなる」と答えた割合は、2月から4月のわずか2カ月で7.2ポイント増えており、財布の紐が相当堅くなっていることが想定される。今後の景気動向に関して黄信号が灯りつつあるのかもしれない。

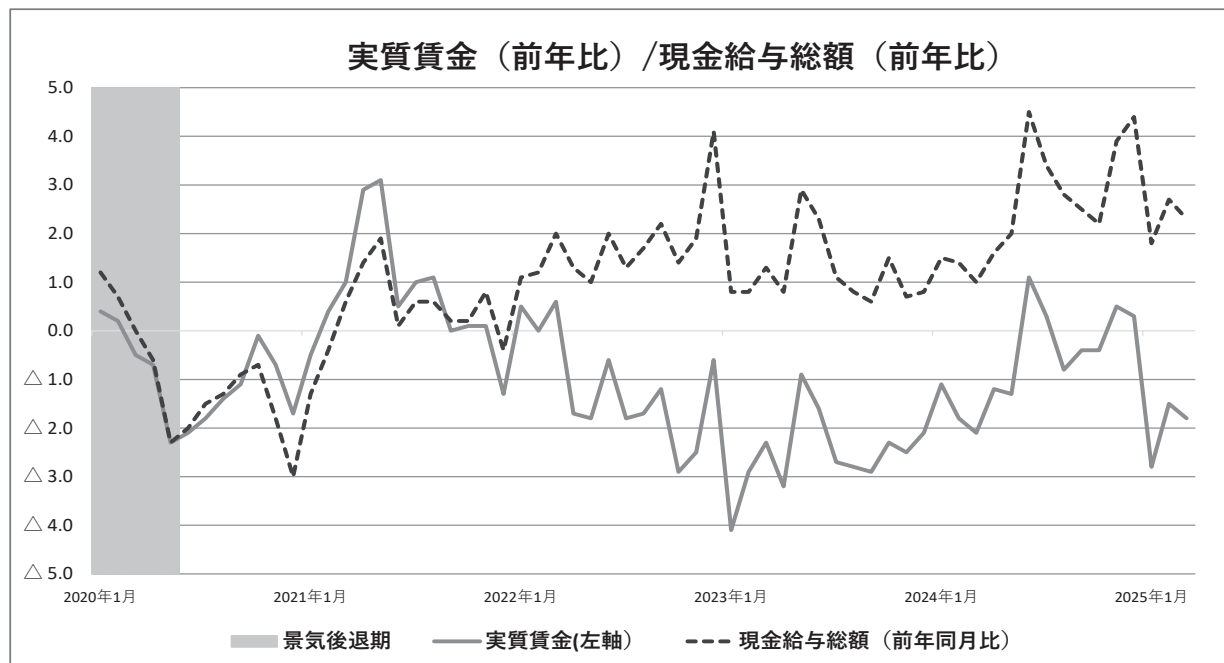


出典：内閣府 経済社会総合研究所「消費動向調査」

所得

3月実績値をみると、現金給与総額はプラスで推移しているものの、実質賃金が1月以降マイナスで推移している。2024年以降で実質賃金がプラスに転換した時期は4カ月しかないことを考えると、所得環境は厳しい状況が続いているといっていだろう。なお、今回から国際比較を可能とするために、「持家の帰属家賃を含む総合」の実質賃金も公表されているが、先進国である米英独の賃金は2024年以降プラスで推移しているのに対して、日本は5カ月のみプラスになっている点が対照的である。

前述の消費センチメントが弱い背景には、実質賃金のマイナスが継続し、食料品や日用品の物価上昇が続いている状況のなかで生活防衛にならざるを得ない消費者の心情がある。ベースアップが反映される6月公表が待たれるが、当面は厳しい状況が続くことは間違いないだろう。



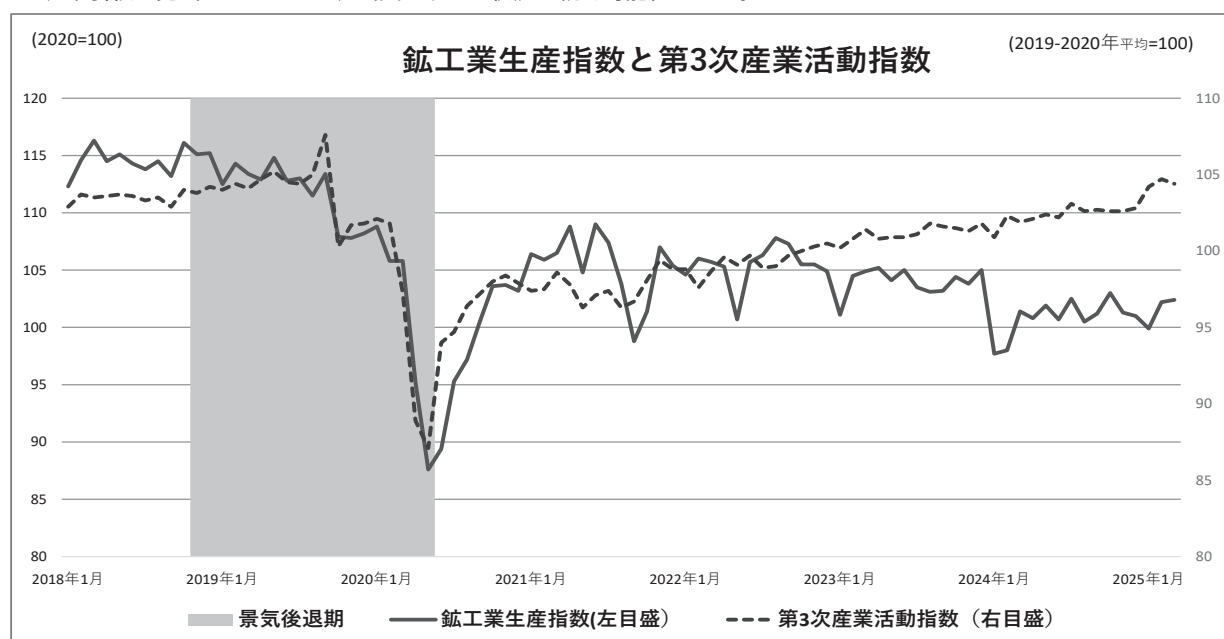
出典：厚生労働省「毎月勤労統計調査」

企業活動

製造業「鉱工業生産指数」をみると前月比0.2ポイント上昇。自動車工業関連が低下。トランプ2.0の関税強化を見越した対応がある程度終わったと考えられる。全体でみると出荷が減少し、在庫率が上昇している。生産活動としては一進一退の状況が続いている。

非製造業については、2024年以降緩やかに回復基調にあるが、力強さに欠ける。3月は前月比0.3%の低下となった。広義対個人・対事務所のいずれも前月比マイナスとなっている。好調だった業種は、戸建・マンションとも伸びた不動産業。一方、生活娯楽関連は興行関連が低調だったほか、物価高の影響が大きい旅行業も手控え影響から低下している。

このように、製造・非製造ともに企業活動は一進一退を繰り返している状況が続いている。経営環境の不透明性が増すなかで、牽引役も見当たらないため、当面こうした状況が続く可能性がある。

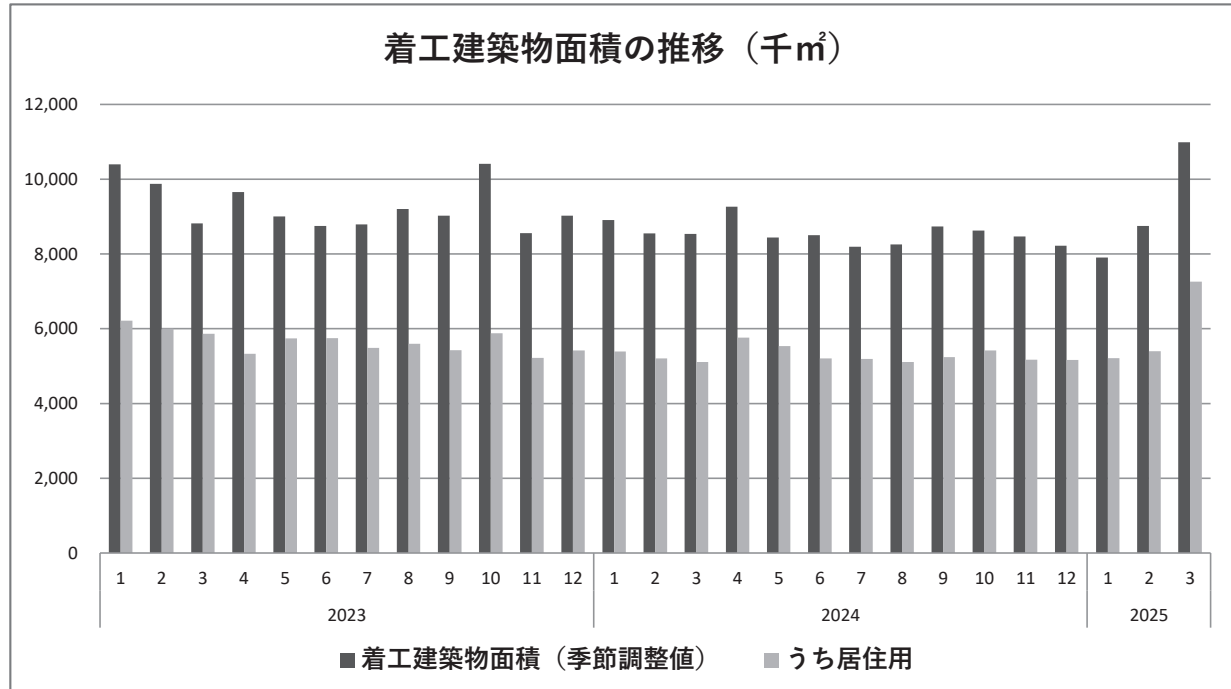


出典：経済産業省「鉄工業生産指数」及び「第3次産業活動指数」

住宅・建設

着工建築物面積については、2カ月連続で大きく伸長している。うち居住用は3カ月連続での増加となる。背景には、物流需要との関連が考えられる。九州の半導体拠点、都市部の大型物流拠点など、物流が増加することが見込まれる地域に大型の物流投資が行われている。居住用に関しては、首都圏マンションの増勢、地方戸建もZEH補助金の影響があったと想定される。

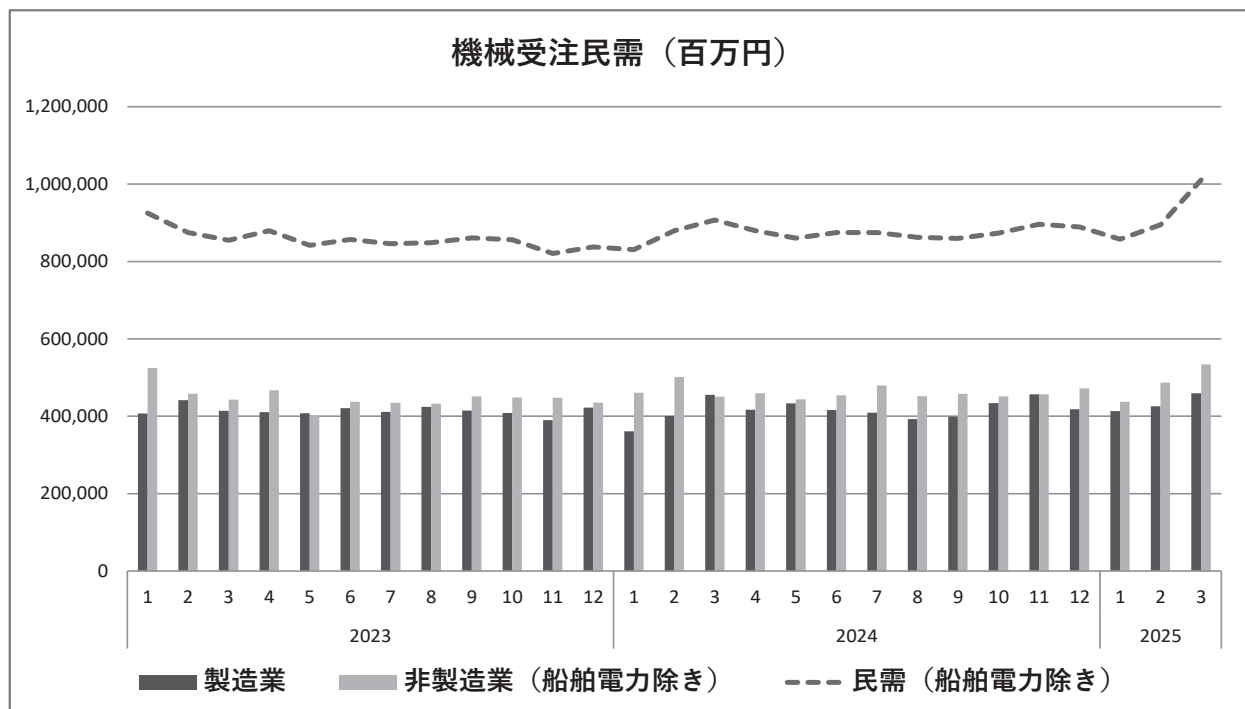
今後の資材価格や人件費の動向、さらには供給制約の強まりなど課題は山積するが、低下基調にあった住宅にとって、一安心といえる状況なのか、もうしばらくモメンタムを注視する必要があるだろう。



出典：国土交通省「建築着工統計調査報告」

設備投資

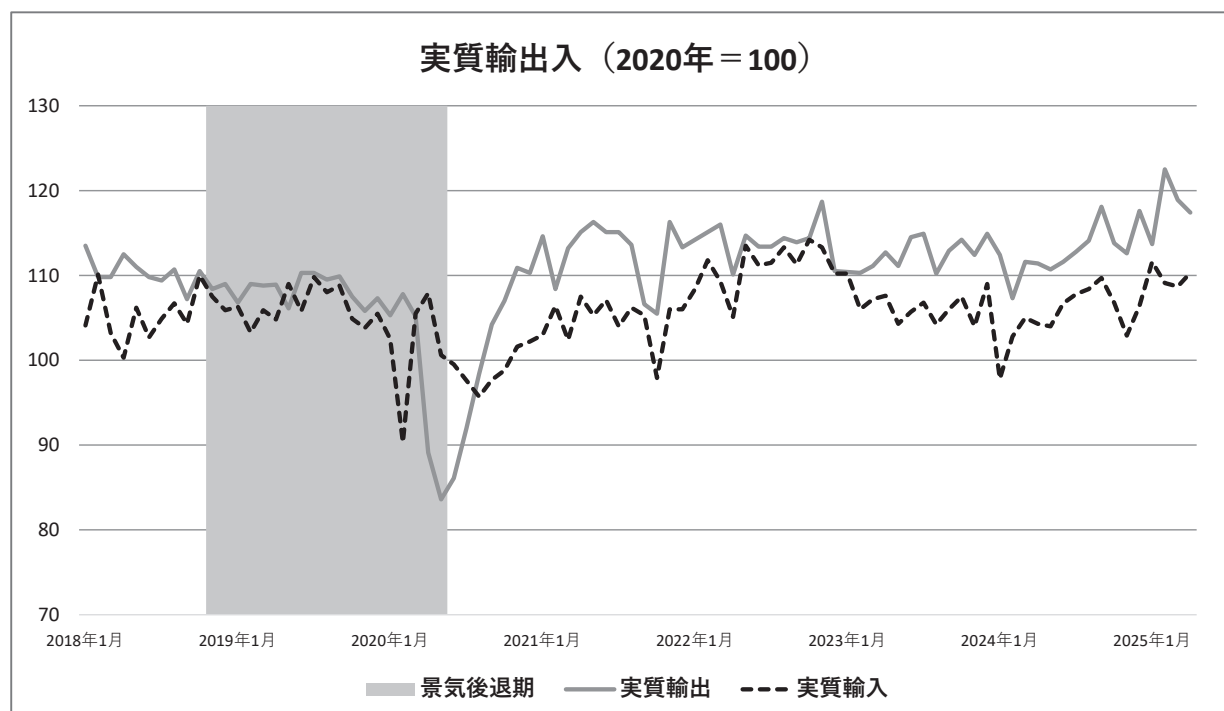
民間設備投資の先行指標である「船舶・電力を除く民需」は、3月に前月比13.0%と大きく増加し、2カ月連続でのプラス推移となっている。内訳は、製造業が8.0%、非製造業（船舶・電力を除く）が9.6%となっており、持ち直しの動きがみられる。さらに詳しくみると、製造業では自動車・同部品、電気機械が20%を超える伸びとなっており、非製造業では、通信や金融保険、不動産といったところが堅調である。受注残高や手持月数も高水準となっており、供給制約が拡大しなければ景気の下支えとなる可能性がある。



出典：内閣府 経済社会総合研究所「機械受注統計」

外需

物価変動の影響を除いた実質輸出は、3月に続き4月も下落した。3月まで米国向けや自動車関連・資本財が高水準で推移してきたことから、その影響が4月に出た可能性がある（参考系列4月分の発表が待たれる）。なお、実質貿易収支については2020年8月以降プラスで推移している。

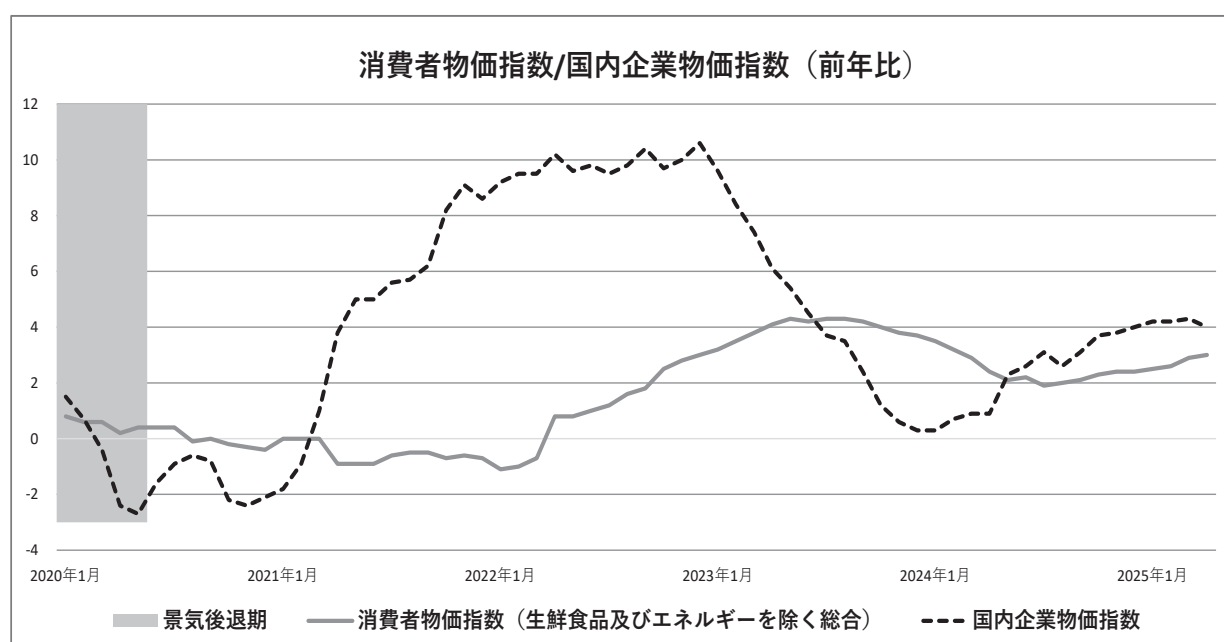


出典：日本銀行「実質輸出入の動向」

物価

企業物価は、トレンドとして上昇し続けている。4月は、前年比4.0%と前月より0.3ポイント低下しているが、昨年12月以降は前年比4%以上の水準が維持されている。内訳をみると、電力・ガスやコメ・鶏肉といった食料品の寄与が大きい。

消費者物価については、前年同月比の上り幅が昨夏以降大きくなって、4月は3.0%に達している。内訳をみても各項目が満遍なく上昇しているが、穀類が前年同月比27.4%と寄与度が高い。生鮮食料品を除く食料も7.0%と高水準であり、生活に与える物価上昇の肌感覚は数字以上に大きいものがあると考えられる。

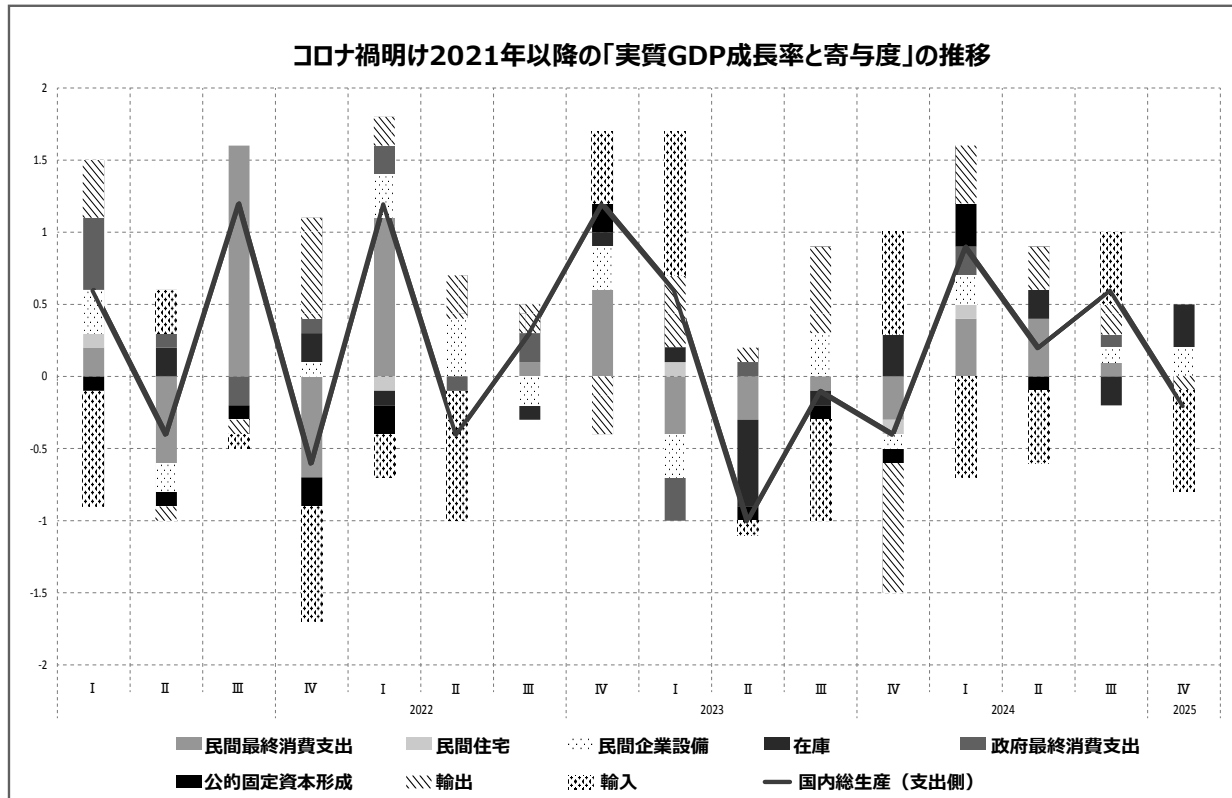


出典：総務省統計局「消費者物価指数」、日本銀行「国内企業物価指数」

GDP

国内の実質GDPは2024年第1四半期以来のマイナスとなった。民間設備や在庫はプラスに寄与したものの、最終消費がまったく振るわず、さらには純輸出のマイナスが大きく、総じてマイナスに転じた。トランプ2.0の関税政策など不透明感が高まるなかで、GDPを牽引すべき最終消費が弱く、設備投資も経営のマインドの変化を映して弱含みになれば、景気の下振れリスクが高まることになる。また、世界経済全体の下振れリスクは、輸出数量への影響も大きく、日本経済は黄色信号が灯った状況といえよう。

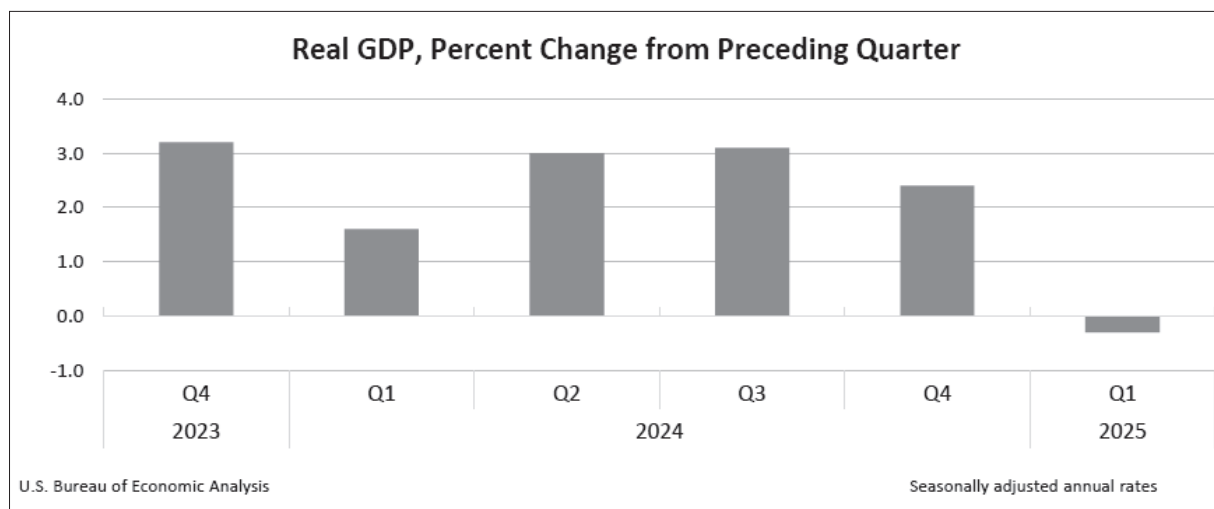
なお、2024年度（2024/4-3）の実質GDPは、0.8%の出来上がりとなった。弊財団が毎年1月に新春セミナーにおいて発表している予測値は1.4%であった。差異を分析すると、最終消費はほぼ見込み通りだったが、純輸出と設備投資の実績が予測より弱かったことが影響した。



出典：内閣府 経済社会総合研究所「国民経済計算（GDP統計）」

四半期：米国経済

堅調に推移してきた米国経済だが、4月末発表の事前予測によれば、2025年第1四半期の実質GDPは年率で0.3%減少となった。これは2022年第1四半期以来の3年振りのマイナス成長であり、確実に「変化の局面」を迎えたといっていだろう。

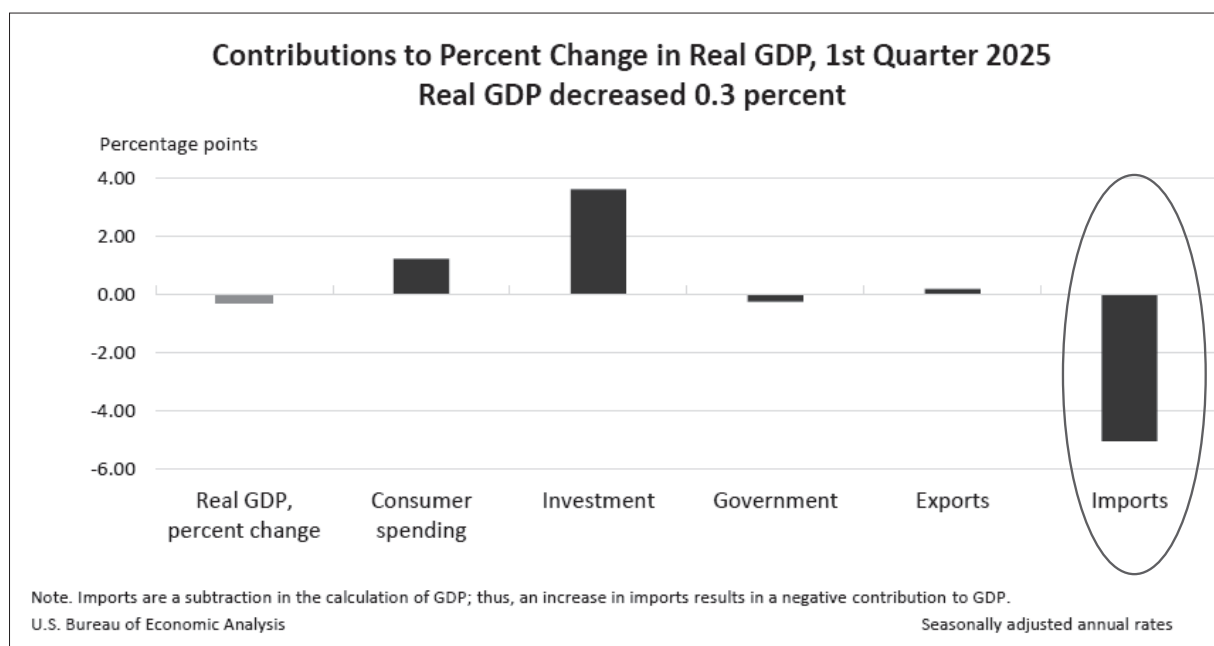


出典：米国経済分析局HP

内訳をみると、輸入増加によるマイナス寄与が大きい。トランプ2.0の通商政策、追加関税を避けるために適用が想定されている医薬品・コンピューター関連が増加している。

プラス寄与の大きい投資（investment）については、輸入品増加を反映するように情報関連機器への投資が7割近く増加している。個人消費は現時点では堅調であるが、前期と比較すると減速感が否めない。

参考までに、政府消費（Government）がマイナス寄与となっているが、トランプ2.0における政府支出の削減やウクライナ支援の停止などによる影響があるものとみられる。



出典：米国経済分析局HP

トピックス①：世界輸出入総額

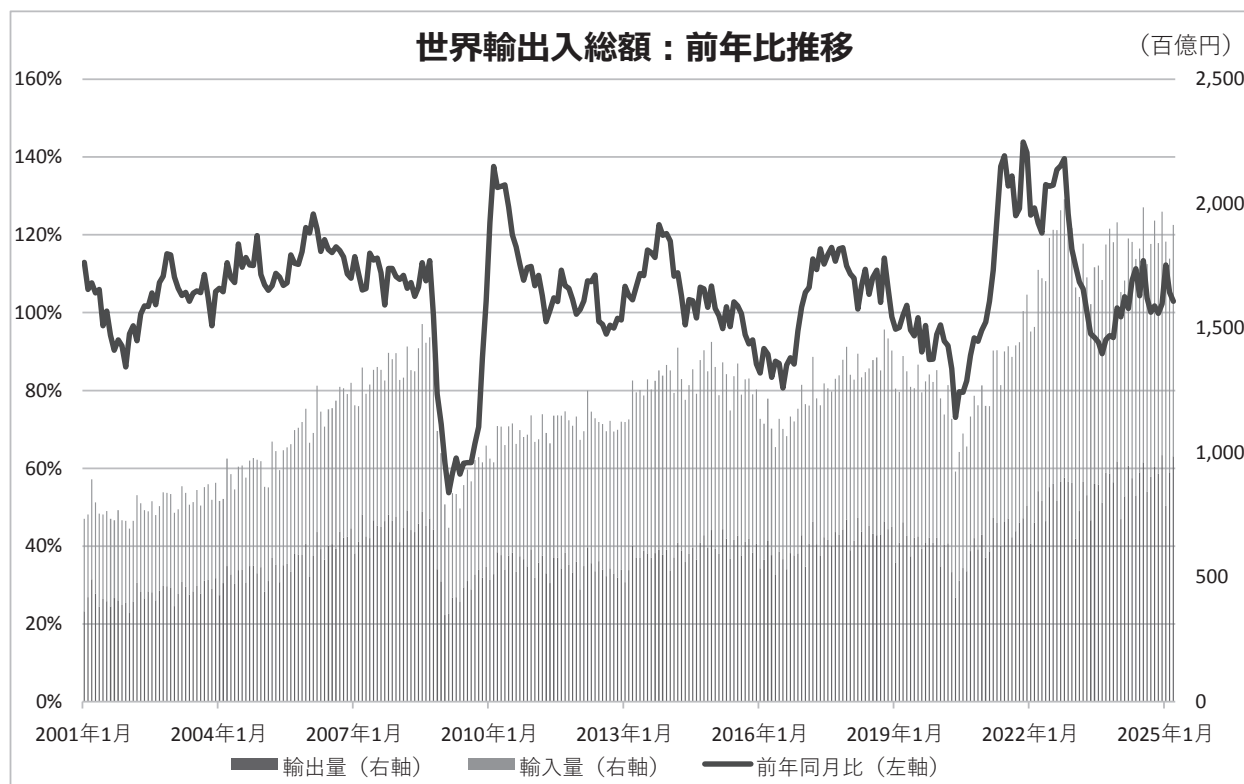
貿易はリアルな「モノの移動」であり、経済の実態の一端を示す。コロナ禍で落ち込んだ貿易量も2020年以降順調に回復している。その後ロシアのウクライナ侵攻や中東の紛争などの影響もあったが、2024年以降高い水準での貿易量が維持されている。

問題は、2025年4月以降本格的に開始されたトランプ関税とその応酬による世界的混乱である。現代の世界経済において一国のみでビジネスが完結するといったことはありえない。安いコストを求めて出来上がった世界的なサプライチェーンを再構築することは容易ではない。また、米国のGDPの1割程度を占める製造業の国産化を進めることが、米国にとって良い結果を生むことになるのか、疑問点も多い。貿易赤字を「搾取」と理解するのか、自国で実現できない安い値段や商品を「享受」として理解するのか、考え方は様々であろう。

18世紀の重商主義がトランプ2.0によって脚光をあびている。米国には、石油や食糧といった資源競争力もあり、金融やGAFAMといったプラットフォーム事業、宇宙航空など高い競争力を誇る。そしてドルという基軸通貨を持っている。そして世界中の頭脳が集まる仕組みを構築し、移民によって労働力と消費需要を確保してきた。さらに強大な軍勢力と世界的な軍事ネットワークによって、世界の警察官として国際秩序の安定に貢献してきた。

再び偉大な国にしたいとは言うが、そのやり方が重商主義的関税強化、国際秩序の貢献放棄、同盟国の紐帯の弱体化だとすれば、これまでに築いてきた世界からのリスペクトと信頼は薄らいでいくだろう。所得・資産格差が大きく、様々な面での分断がみられる米国国内を、まずは一つにするような政策は打てないものだろうか。分断ではなく、合衆国に相応しい統一の理念と理想を掲げることができれば、別の意味で「再び偉大な国」になれる可能性が高まると信じる。

いずれにしても、トランプ2.0における関税政策の動向、そして世界貿易への影響、各国の景気への影響など目を離すことができない。世界貿易量は、そのひとつの指標になるだろう。



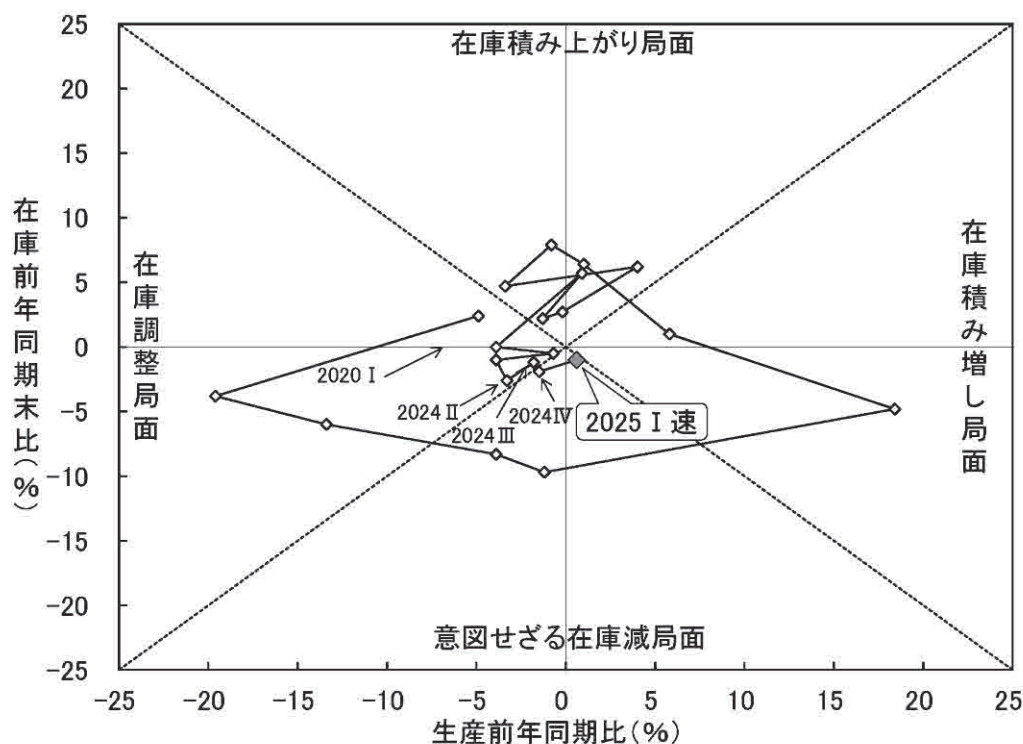
出典：財務省貿易統計「輸出入額の推移」

トピックス②：在庫循環図

鋳工業の在庫循環図は、前年同期に比べて「在庫」「生産」が増えたか減ったかをクロスして図にすることで、景気の一部をみることができる。下図にある通り、生産が増えて在庫が減っている状況であれば、出荷が増えて見通しも明るく、前向きな在庫積み増しのために生産も上がっていくイメージが得られる。逆に、生産が減り在庫が増えている状況であれば景気が弱含んで在庫調整が必要になる状況が考えられる。

2025年第Ⅰ四半期の状況をみると概ね「中心点」に近いが、それまでの動きを見ると2023年後半から在庫調整（削減）の努力を重ねてきたことで、調整段階から次のステップに入ろうとしている状況にあることがわかる。このまま順調に、右側の在庫積み増し局面に入れるようであれば、製造業の活動も活発化する可能性がある。一方で、米国通商政策やロシア・ウクライナ紛争や中東の緊張関係など不透明性も高まっており、今後の動向を注視する必要がある。

鋳工業の在庫循環図



出典：鋳工業生産指数（経済産業省 HP から抜粋）

（商工総合研究所専務理事 青木 剛）

2025－2030年 世界と日本はこう変わる 経営の論点と針路

将来予測が困難なVUCAの時代に、キーワードとデータで世界と日本の未来を読み解く。勝ち残りのための新たな方程式を示す、必読の一冊。

目次

第一部 2025-2030年 世界と日本はこう変わる

- 第1章 ここ30年の経済停滞の理由は何か
- 第2章 未来を占うキーワード
- 第3章 2025－2030年日本はこう変わる

第二部 経営の論点（概論）

- 第1章 論点1：企業のあり方
- 第2章 論点2：供給サイドの視点
- 第3章 論点3：需要サイドの視点
- 第4章 論点4：いまこそ「業界の変革」が必要である

第三部 経営の論点（各論）

パーパスとミッション、デジタル化、M&A・業務提携による業界再編、労働生産性、人的資本経営、サステナブル経営、マーケティング、ガバナンスなど12章

第四部 中小企業「経営の針路」

筆者略歴



株式会社商工組合中央金庫 産業革新本部フェロー
一般財団法人 商工総合研究所専務理事

青木 剛

著書：「経営者の条件」（同友館）、「事業性評価を起点とする企業価値向上マニュアル」（同友館）、「中小企業のためのサステナブルファイナンス」（商工総合研究所）、「入門 事業性評価と課題解決型営業のスキル」（商工総合研究所）
講演：「事業性評価を起点とする企業価値向上」、「SDGs/ESG金融 推進の壁をどう乗り越えるか」、「中小企業の戦略的事業承継」、「中小企業のガバナンス強化」など多数



定価：1,760円（本体1,600円＋税10%）

ご購入
お問合せ

発行：一般財団法人 商工総合研究所

東京都中央区日本橋茅場町2-8-4全国中小企業会館3階
<https://www.shokosoken.or.jp/publications/2024/202410.html>

TEL:03-6810-9361(代)

発売：株式会社同友館



出生数と外国人増加数

日本の人口が減少している。人口の変動は「自然増減（出生と死亡の差）」と「社会増減（外国人の転入、日本人の転出など）」で捉えることができる。日本の人口減少の要因は、1980年代以降の少子高齢化で、2007年以降は死亡数が出生数を上回る「自然減」の状態が続いている。一方で、日本に滞在する外国人は増加している。出入国在留管理庁は、2024年末現在の在留外国人数は376万8,977人で、前年末比+35万7,985人（+10.5%）で過去最高を更新したと発表した。

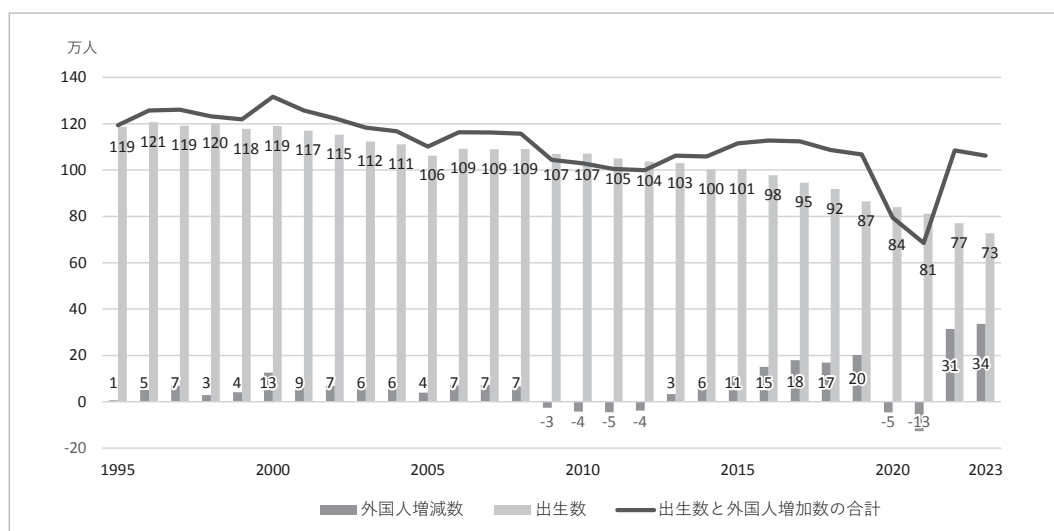
外国人居住者数の増加の主な要因としては、①外国人財の受け入れに対するビザの要件が緩和され在留資格の取得が容易になったこと、②技能実習制度・特定技能制度により外国人労働者が日本で働く機会が増えたこと、③日本の大学や専門学校で学ぶ外国人留学生が増えたことが挙げられる。

年間の出生数と外国人の増加数を比較すると（図表）、出生数が徐々に減少しているのに対し、外国人の増加数が拡大傾向にあるのが見てとれる。リーマンショック、東日本大震災、コロナ禍に一時的にマイナスとなっているが、ここ数年は30万人規模で増加している。2023年で比較すると、出生数が73万人に対し、外国人の増加数が33.6万人となっており、外国人の増加数は出生数のおよそ半分に達している。1995年の出生数118万7千人に対し、2023年は同72万7千人と46万人減少した。一方で、外国人の増加数が1995年は6千人だったのに対し2023年は33万6千人となり、33万人拡大した。出生数の減少分を外国人の増加分が埋めている。

高齢化社会で年間の死亡者数は当面増加するため、自然減の状態は続く。少子化で出産可能年齢の女性の数自体も減少する中、出生率を高める政策も大切だが、それ以外の方策もとる必要があるのではないだろうか。子育て支援の政策を否定するものではないが、高校までの授業料無償化や子どもの医療費の無償化などは税で賄っていくものになる。日本に在留する外国人の場合は、多くがすでに教育を受け、企業で働き、納税している。もちろん、外国人が流入することに対する懸念があることも承知している。しかしながら、彼らに対して住みやすい環境をつくることで、日本の人口減少を止めることはできないだろうか。

（商工総合研究所 主任研究員 中谷京子）

（図表）出生数と外国人の増加数



（出所）出生数の推移 厚生労働省 人口動態総覧

在留外国人数の推移 2005年まで法務省HP 出入国在留管理庁 登録外国人統計

https://www.moj.go.jp/isa/policies/statistics/toukei_ichiran_touroku.html

2006年から2012年まで <https://www.moj.go.jp/isa/content/001425981.pdf>

2013年以降 <https://www.moj.go.jp/isa/content/001425981.pdf>

<https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fwww.moj.go.jp%2Fisa%2Fcontent%2F001403956.xlsx&wdOrigin=BROWSELINK>

（筆者作成）

8 月下旬刊行予定

図説 日本の中小企業 2025／2026

編集・発行 一般財団法人 商工総合研究所

A5 版 定価 1,100 円（本体 1,000 円＋税 10%）

ISBN978-4-901731-48-5 C2034 ￥1000E

最新のデータに基づき作成したグラフや表を用いて中小企業の地位や最近の動向などについてコンパクトに解説しました



【目次】

「特集」 わが国の供給制約

- ・供給力不足の構造的背景
- ・企業に何が求められるか 他

第1章 中小企業の地位

1. 企業数からみた地位
2. 従業者数からみた地位
3. 開廃業率の推移 他

第2章 最近の中小企業動向

1. 景況
2. 設備投資
3. 輸出入 他

第3章 中小企業の財務動向

1. 収益性
2. 安全性
3. 生産性 他

中小企業関連統計資料

——— 全国の書店および当研究所ホームページよりご注文ください ———

一般財団法人 商工総合研究所

URL <https://www.shokosoken.or.jp>

TEL 03(6810)9361(代表) FAX 03(5644)1867

次号 予告 [2025年 7月号]	巻頭言	3で考える中小企業の経営 九州情報大学経営情報学部長・教授 広島大学名誉教授 日本マネジメント学会会長 井上善海
	論文	未熟な企業家の起業を支える伴走支援 西南学院大学商学部教授 松田温郎 神戸女子大学心理学部助教 吉川祐介
	論文	ファミリービジネスにおけるエフェクチュエーション理論の 実践的適用と課題 関西学院大学国際学部教授 児島幸治
	中小企業目	足元をしっかりと見つめつつ、変化をし続けて競争に生き残る！ 八戸ショッピングセンター開発株式会社取締役営業本部長 荒井利光
	論壇	中小企業の事業再生に関する現状及び課題について 一般社団法人中小企業私的再建推進協会理事長 賀須井章人
	経済	日本の経済展望（2025年7月） 商工総合研究所専務理事 青木 剛
	STREAM	情報通信費負担の低下 商工総合研究所調査研究室長 江口政宏

編集後記

▶今月号では、主に中小企業のガバナンスに関する論文2本と、中本氏の論文を掲載しました。

▶まずガバナンスに関しては、従来から指摘されている不祥事防止などの「守り」のガバナンスではなく、中小企業の事業承継やM&Aといったケースにおける「攻め」のガバナンスの重要性について、サーチファンドの仕組みから吉村先生ほか考察しています。また今西先生は、アメリカで始まったコーポレート・ガバナンスに関する議論の源流を辿り、日本の中小企業のガバナンスを考える上でのポイントを整理しています。中小企業のガバナンスについては、今

後注目されるテーマの1つとなりそうです。

▶ESGの取組みが非上場企業の財務と持続可能性に与える影響を分析した中本氏は、商工中金の保有する非上場企業の財務データから、その有効性について分析しています。そこから得られるインプリケーションも興味深いものです。

▶なお今年度の表彰事業は弊所HPに募集要項を公表しました。なお中小企業研究奨励賞は今年50回を迎えます。特別記念企画として別途「中小企業の発展を通じた日本経済の成長への提言」を募集しますので多数のご応募をお待ちしています。

(J小林)

商工金融 2025年6月号(第75巻第6号 通巻883号)

発行日 2025年6月10日

発行所 一般財団法人 商工総合研究所

〒103-0025

東京都中央区日本橋茅場町2-8-4 全国中小企業会館3階

TEL 03(6810)9361(代表)

FAX 03(5644)1867

URL <https://www.shokosoken.or.jp>



印刷所 当矢印刷株式会社

(禁無断転載)

第 50 回「中小企業研究奨励賞」募集

- 募集対象 次の2部門で、2024年8月1日から2025年7月31日までに刊行された、中小企業に関する日本語で書かれた図書または定期刊行物に発表された論文を対象とします。
 - 経済部門 経済理論、経済政策、国際経済、地域経済、産業論、産業集積、金融、経済史、その他
 - 経営部門 経営戦略、マネジメント、会計、財務、マーケティング、経営史、その他
- 応募資格 著者または出版社
- 審査委員 名古屋大学名誉教授 山田 基成氏ほか
- 表彰 本 賞：著者へ賞金40万円と記念品
出版社へ表彰楯を贈呈します(4点以内) | *特に優れた作品には特賞として賞金60万円と記念品を贈呈します(2点以内)
*本賞に準ずる作品には準賞として賞金20万円と記念品を贈呈します

第 39 回「中小企業懸賞論文」募集

- テ マ テーマは以下のとおりです。
 - 産業部門 ①中小企業の人材戦略
②地域活性化と中小企業
 - 金融部門 ①金融機関による事業承継支援
②地方創生と地域金融機関の役割
- 応募資格 学生、中小企業関連の実務に携わっている方など、中小企業・中小企業金融問題に関心のある方。グループによる応募も可。但し、経済・経営・金融等の研究者(含む後期博士課程の大学院生)は応募できません。
- 審査委員 一橋大学名誉教授 清水 啓典氏ほか
- 表彰 本 賞：賞金30万円を贈呈します(5点以内) | *特に優れた作品には特賞として賞金50万円を贈呈します(2点以内)
*本賞に準ずる作品には準賞として賞金15万円を贈呈します

第 29 回「中小企業活性化懸賞レポート」募集

- テ マ 次の2部門の活動に関する内容であればテーマは自由です
(以下に例を記載しました。また当研究所ホームページに過去の本賞作品を掲載していますので参考にしてください)。
 - 連携・組織 ○事業協同組合、商店街振興組合、企業組合などの組織活動
活動部門 ○農商工連携、産官学連携、企業間連携、異業種交流などの連携活動
 - 支援 ○中小企業団体中央会、商工会議所、商工会、中小機構、産業振興機構などの支援機関の活動
活動部門 ○官公庁、地方公共団体、金融機関、信用保証協会による支援活動
○税理士、公認会計士、中小企業診断士、NPO 法人などによる支援活動
- 応募資格 実体験を踏まえた「熱い思い」「やりがい」などが伝わってくるレポートの応募を期待しています。
中小企業の活性化を目的とした連携・組織活動および支援活動に取り組む方であれば、どなたでも応募できます。グループ、団体でも応募できます。但し、本懸賞レポートで過去に本賞を受賞された方は受賞作品と同一テーマでの応募はできません。
- 審査委員 明治大学専任教授 森下 正氏ほか
- 表彰 本 賞：賞金20万円を贈呈します(10点以内) | *特に優れた作品には特賞として賞金30万円を贈呈します(1点)
*本賞に準ずる作品には準賞として賞金10万円を贈呈します

各賞とも

- 応募開始：2025年8月1日(金)
- 応募締切：2025年10月15日(水) 但し、「中小企業研究奨励賞」は2025年9月30日(火)(必着)
- 受賞者発表：2026年2月に当研究所HP等に発表します。

※詳細は当研究所ホームページでご確認下さい。尚ホームページで最新の本賞受賞作品がご覧になれます。

一般 財団法人 **商工総合研究所**

〒103-0025 東京都中央区日本橋茅場町2-8-4 全国中小企業会館3F
お問合せは当研究所ホームページ「ご意見・お問合せフォーム」からお願いします
URL <https://www.shokosoken.or.jp/>

商工総合研究所は、商工中金創立50周年記念事業の一環として設立され、中小企業に関する調査研究事業・助成事業・情報提供事業を行っています。

中小企業研究奨励賞50回特別記念企画

「中小企業の発展を通じた日本経済の成長への提言」の募集



募 集 要 項

募 集 概 要	失われた30年に象徴される日本経済のこれまでも振り返りつつ、中小企業の発展を通じた日本経済の長期的成長を実現するための「具体的提言」を募集します。
応 募 資 格	どなたでも応募できます。
表 彰	賞金は本賞30万円、準賞15万円とします。本賞を1点、準賞を0.5点とし、合計で3点以内を表彰します。
審 査 委 員	次の委員で構成する審査委員会で審査します。 * 2025年4月現在 【委員長】名古屋大学名誉教授 山田 基成氏 他
応 募 期 間	2025年8月1日(金)～2025年10月31日(金)【必着】
発 表	2026年2月に当研究所ホームページ等に発表するほか、受賞者には個別に連絡差し上げます。 また、当研究所機関誌「商工金融」2026年3月号に本賞作品全文・選評を掲載します。
応 募 規 定	・文字数は2万字程度とし、日本語で書かれた未発表の提言とします。 (「本文」はA4横書きとし、マイクロソフト社Wordを使用してください。PDFでの応募は不可。) ・応募フォームに所定の事項を入力し、ご応募ください。添付ファイルは「要旨」「目次」「本文」「参考文献」の順番にまとめ、全体にわたって一連のページ番号をつけてください。 ・「800字程度の要旨」と「目次」を作成してください。 ・選考過程についてのお問い合わせには応じかねますので、ご了承ください。 ・応募にあたり取得した個人情報公表している「個人情報保護宣言」に定める「個人情報・特定個人情報の利用目的」に従い適正に管理します。
応 募 先	当研究所ホームページの「表彰欄」に掲載する応募フォームよりご応募下さい。 応募フォームは2025年8月よりホームページに掲載します。 * 受領の連絡はメールで差し上げます。万一、応募後1週間が経過しても連絡がない場合には、ホームページ「ご意見・お問合わせ」フォームよりご連絡をお願いします。

お問い合わせ：一般財団法人 商工総合研究所

ホームページ「ご意見・お問合わせフォーム」からお願いします。

商工総合研究所

検索



* 商工総合研究所は、商工中金創立50周年記念事業の一環として設立され、中小企業に関する調査研究事業・助成事業・情報提供事業を行っています。

商工総研