

## 書評

広田真一著

『株主主権を超えて：ステークホルダー型  
企業の理論と実証』

大杉謙一

## I はじめに

上掲書は、日本企業の行動をステークホルダー型モデルによって説明し、そのことの妥当性を主張するものであるが、観念論ではなく実証分析を踏まえての主張であり、説得力を有している。

この書評では、まず本書の各章の概要を紹介した上で(Ⅱ)、本書の意義とその主張の骨子をまとめ(Ⅲ)、次に本書の議論と法律学(会社法学)とが関連する問題について議論し(Ⅳ)、本書に対するコメントを述べ(Ⅴ)、この書評を結ぶ(Ⅵ)こととしたい。

## II 本書の概要

## 1 第1章

ここでは、「株主主権型モデル」、つまり、株主の利益を最大にすることが企業の使命であるとする企業観と、「ステークホルダー型モデル」、すなわち、企業の目的は企業に貢献するステークホルダー(株主・従業員・顧客・取引先等)のために有形無形の価値を創造すること

であるとする企業観とが対比される。

ある契約について、契約の内容が守られているかどうかを第三者に立証できるものである場合、その契約は完備契約であるが、株主主権型モデルでは、企業と従業員・顧客・取引先の間関係は完備契約により定められ、企業と株主の関係だけが不完備契約である(企業の株主に対する支払いの内容を契約により定めることはできず、企業の側の裁量がある)、すなわち株主が企業の唯一の残余請求権者である、という前提に立つ。しかし、現代の先進国では、企業と従業員の間で、従業員の知識・知恵・スキル・やる気・エネルギーに関して完備契約を結ぶことは難しい。従業員のやる気の水準を測定・数値化し、これを第三者に証明することが不可能だからである。そうであれば、従業員が自らのインプットの対価として企業から受ける利益と満足は、企業の将来の状況やその時の企業との交渉によって変わってくる。いいかえれば、株主だけでなく従業員も企業の残余請求権者となる(同じことは、従業員だけでなく、顧客・取引先などのステークホルダーにも当てはまる。18頁表1-1参照)。このことは、現代の先進国の企業をとらえる上でステークホルダー型モデルがより適切であることを示唆す

る。

## 2 第2章

ここでは、経営理念（企業が事業を営む上で  
の基本的な価値観・考え方を明文化したもの）  
のうち、企業の使命・目的・ゴールを述べた部  
分を調査し、日米の上場会社がどのステークホ  
ルダー（株主・従業員・顧客・取引先・地域社  
会）の利益に言及しているのかについての調査  
結果がまとめられている。

日本企業では、1986年・92年・98年・2004年  
のいずれの時点においても、株主の利益よりも  
従業員の利益・満足に言及する企業が多く、従  
業員よりも顧客の利益に言及する企業が多い。  
時系列でみると、株主に言及する企業が増加す  
るとともに、顧客に言及する企業も増加してい  
る。1998年のアメリカ企業においては、従業員  
よりも株主に言及する企業が多いが、顧客に言  
及する企業はさらに多い（43頁表2-2）。経  
営理念で言及されるステークホルダーの数は日  
米ともに単一である企業が最も多いが（47頁図  
表2-6）、日米いずれにおいても2つ以上の  
ステークホルダーに言及する企業も少なくない。

製造業と非製造業を比較すると、日本では、  
製造業の方が株主に言及する企業の比率が高い  
が、従業員に言及する企業の比率も製造業の方  
が高い。顧客や取引先については、製造業・非  
製造業の差は大きなものではない。アメリカで  
は、製造業と非製造業でこのような差は見られ  
ない。

業種別にみると、日本では、金融・証券・保  
険業、小売業、電気・ガス・水道業では、1986  
年・92年の調査では、従業員に言及する企業の  
割合が有意に低く、これらの業種では地域社会

に言及する割合が有意に高い。もっとも、この  
傾向は1996年・2004年の調査では一部の業種に  
ついて弱まっている。そして、新しい調査で  
は、顧客に言及する企業の割合が輸送用機械器  
具の製造業で極めて高い。アメリカでも、経営  
理念でどのステークホルダーに言及するかにつ  
いては、業種によって違いが見られる。

なお、本章の末尾には、著者が久保田安彦准  
教授と共同で行った、上場企業の経営トップ9  
名への「企業は誰のものか」という調査の結果  
が示されており、大変に興味深い。

## 3 第3章

ここでは、企業価値を、株主・従業員が受け  
取る金銭的な価値だけでなく、非金銭的な価値  
（従業員にとっての雇用保障・仕事のやりが  
い・働きやすさ、顧客が受けるアフターサービ  
ス等）を含めて理解する立場から、会計利益の  
指標と株主以外のステークホルダーの非金銭的  
満足の間の相関関係が調査されている。

具体的には、東証1部上場で総資産の大きな  
企業100社について、ROE、ROA、トービンの  
Q値、株式投資収益率（それぞれ3年平均と  
6年平均）と、東洋経済「第5回CSR企業ラ  
ンキング」（2010年6月調査）における雇用、  
環境、社会性の点数との相関関係を分析した結  
果、前者の各数値の高い企業ほど雇用、顧客、  
社会性の点数が（ほぼ有意に）低くなることが  
確認された。つまり、会計利益や株主利益を  
もって企業価値を評価することは正当化されな  
い。

日本企業の経営者報酬は株主利益との連動性  
が低いことが知られているが、これは、株主利  
益を示す客観的指標がバイアス（他のステーク  
ホルダーの利益からの乖離）を持つことに照ら

せば、報酬と客観的指標のリンクを弱めることが合理的であるためと理解することができる。取締役会がすべてのステークホルダーの代表として経営者のパフォーマンスを主観的に評価し、その評価と客観的指標（株主の利益指標）とを総合して経営者の報酬を決めることは十分に合理的である。

#### 4 第4章

ここでは、競争力の源泉が従業員の能力・やる気・エネルギーにある企業（人的資本企業）の望ましいガバナンス（株主権の強さ）がどのようなものになるのか、モデル分析が行われている。

従業員の人的投資  $h$  により企業のアウトプット  $V$  が左右される状況で株主と従業員の利得の合計（社会的厚生） $W$  を最大化しようとするとき、契約が完備な場合には、 $V$  から従業員への分配部分を  $h$  の水準に依存させる契約を結べばよいが、現実には  $h$  は立証不可能であるためそのような契約を結ぶことはできない（不完備契約）。そこで、 $V$  が判明した後株主と従業員間の交渉で従業員への分配部分を決定するというモデルを組み立てると、従業員が事前に決定する人的資源の投資量は完備契約の場合よりも小さくなる。また、株主権（プロジェクトに関する意思決定権限。これが強ければ、株主がプロジェクトの市場価値を実現できる可能性が高くなる） $\phi$  が強くなると従業員の人的投資量がより抑制される。これは、株主権が強いときには、プロジェクトの市場価値の上昇が株主の交渉力を高めるので、従業員の人的投資のインセンティブが低下する（ホールドアップ問題）からである。

もっとも、株主権を弱めると株主が得られる

利益が減少し、株主が企業に資金を提供しなくなる。そのため、 $W$  を最大化する株主権の水準  $\phi$  は、（このモデルの下では）株主の参加制約条件を満たす最小の  $\phi$  となる（株主による規律付けを組み込んだモデルについては、本章補論1を参照）。

最適な株主権の強さは、企業の特長や企業を取り巻く制度的・文化的環境によって変わってくる。具体的には、従業員の人的投資のうち企業内でのみ有用な価値を持つ「企業特殊的投资」の部分が大きいほど、企業外の熟練労働市場が未発達であるほど、また各国の文化的特質（ホフステードの有名な調査による）が「不確実性の回避傾向が強く、個人主義の傾向が弱い」ほど（英米と対比して、日独仏にはこれらの傾向が見られる。100頁表4-1）、そして従業員の人的投資がプロジェクトの市場価値を引き上げる度合いが大きいほど、株主権を弱めることが合理的になる。

もっとも、株主の投資期間や従業員の勤続期間が十分に長い場合には、両者の関係は繰り返しゲームとして、つまり法律や契約によらずとも各主体の行動が評判を通じて規律される。しかし、近年の日本においては、株式の持合い比率が低下し、機関投資家・外国人の持株比率が上昇することで、株主と従業員の長期的協力関係を築くことが難しくなっており、株主の交渉力が過度に強くなり、ホールドアップ問題が生じている可能性がある。この点についての傍証として、2000年代に日本企業の配当が増加したのに、従業員の残業時間が増加し、報酬が低下したことなどが挙げられる。従業員の人的投資のインセンティブを維持し、日本企業の競争力を回復するためには、株主権を抑制するための法律の運用・改正（たとえば現行法上の株主提

案権の広さ・強さの抑制)を検討すべきである。ただし、株主権の大きさは企業ごとに決められるようにすべきである。

## 5 第5章

ここでは、経営者が私益を優先し企業価値を高めない経営を行うと従業員の協力を得られなくなるという可能性について分析がされる。

まず、Allenらの研究(日米英独仏のいずれにおいても、株式・負債による経営者の規律が効果的に働いているとはいえないが、ほとんどの企業はかなり効率的に運営されている)やLandierらの研究(アメリカ企業について、経営陣の中にCEOよりも前から在職しているメンバーが多く含まれている場合には、企業の収益性が高くなる)が紹介される。次に、著者が河村耕平氏と行った上場企業13社の人事担当者のインタビューから、従業員や顧客が企業から離れるというexitが企業経営者によって強く意識されていることが示される。

次に、経営陣が意思決定を誤った場合の従業員の行動への影響として、①離職者が増加、②従業員のやる気の低下、③労働組合を通じた不満の表明、④その他、⑤影響しない、のいずれが予想されるかについて、日米独の大企業の経営者に対して行ったアンケートの結果が示される。①は日米独で5.3%、33.9%、33.0%であり、②はそれぞれ82.2%、48.3%、49.1%である(138頁表5-2)。すなわち、従業員によるexitは(特に日本では)離職よりもやる気・忠誠心の低下という静かな形で生じ、これが経営者を規律している可能性がある。

次に、経営者が企業価値を高める良いプロジェクトと私益を高めるが企業価値を毀損するプロジェクトの選択をどのように行うかのモデ

ル分析が行われる。その結果と人事担当者インタビューとを合わせると、従業員の静かなexitによる経営者の(企業内部での)規律には、規制産業・独占産業では機能しにくいのではないかと(従業員の努力が利益水準に与える影響が小さいため、経営者は従業員のモチベーションを気にする必要がない)、経営者が十分に合理的でなく、自らの非合理的なプロジェクト選択が従業員のモチベーションを低下させることを理解していない場合があるのではないかと、企業のリストラクチャリング(あるいは、リスクの高いプロジェクト)が企業価値を高めるのに企業内部の自律的なガバナンスの仕組みがこれを妨げてしまう場合があるのではないかと、等の限界もあるため、株主等の外部からのガバナンスも必要である。従業員による経営者の規律は、労働市場が非流動的であるほど高くなり、また従業員の在職期間、不確実性回避・個人主義という文化的要因にも依存する。

## 6 第6章

ここでは、社外(独立)取締役が取締役会で経営者の規律を果たしているかが検討される。

日本では、英米と比較して、大企業の実証研究会に社外取締役(特に独立取締役)が明らかに少ない。もっとも、欧米での実証研究によると、社外取締役の比率が高い会社ではそうでない会社よりも、業績悪化時のCEOの交替の可能性が高く、CEOの報酬は低くなるが、企業の業績(会計利益、株式収益率)を高めるとはいえないことが明らかになっている。最後の点は、わが国における実証研究でも同様である(なお、社外取締役が果たすとされる諸機能のうちアドバイス機能の効果を除外し、監督機能のみを測定する研究である)。

しかし、株主主権型モデルではなく、ステークホルダー型企業においてこそ、取締役会が各ステークホルダーが得る非金銭的価値を主観的に考慮・評価するという点で、取締役会が経営を規律することの重要性が大きいと考えられる。2005年の日本の大企業の経営トップへのインタビュー調査等によると、取締役会が誰の利益を代表すべきかという点について、株主だけと考える経営者は少ないものの、従業員だけと考える経営者はさらに少なく、多くの経営者が取締役会は株主・従業員その他のステークホルダーの全体の利害を代表していると考えている。そして、社内取締役の中には、内部昇進の者以外に大株主・関係会社・取引先・銀行等の前歴・兼任先を持つ者も少なからず存在している（全取締役の31.0%がこれに該当し、つまり従業員以外のステークホルダーを代表する取締役であるといえる）。

日本企業においては、内部者だけで意思決定を行うために判断を誤りやすい（過度に楽観的になりがち）という問題や、一般株主や顧客などの代表者を取締役会に取り込むことは難しい（現実的でないし、またデッドロックを生じやすくなるため望ましくもない）という問題への対処が求められている。これらの課題に照らすと、ステークホルダー型企業であるからこそ、日本企業には独立取締役を導入する意義が大きいと考えられる。このような視点に立って、ステークホルダー型企業の取締役会が満たすべき4つの条件を挙げ、これに沿った取締役会構成の一例として、CEO以外の取締役を、内部昇進者3人、外部のステークホルダーを代表する者3人、独立取締役3人とし、取締役会が会社の経営理念を経営者監督の基準とすることを提案している。

## 7 第7章

ここでは、ステークホルダー型モデルの観点から、過去30年の日本企業の金融・財務行動がどのように説明されるかが検討される。

日本企業の負債比率は一貫して低下している。その要因は、総資産に占める資金調達（負債・株式・内部資金）額の比率（203頁表7-1。202頁図7-2も参照）の推移に照らせば、①1980年代には株式による調達が少なからず行われたこと、②1980年代から今日（少なくとも金融危機の直前）までは内部資金が堅調に推移したこと、③1990年代後半から企業の資金需要が減少し、2000年から2007年までは負債の返済が調達を上回ったこと、の3点が企業の負債による資金調達の必要性を低めたことによると考えられる。

実証研究によると、日本企業の資本構成はトレードオフ理論（企業は負債の節税効果と倒産確率上昇という費用を考慮して最適な負債比率を決める）により説明することはできず、また資金調達行動をペckingオーダー理論（情報の非対称のため、企業は必要資金を内部資金・負債・株式の順で調達する）により説明することもできない（もっとも、これらの理論はアメリカ企業の行動を説明することもできていない）。

そこで、企業は存続可能性を目的とした財務行動を取っているという仮説を立て検証する。企業の存続は各ステークホルダーに共通する願いである。企業の存続確率は、倒産確率および第三者のテークオーバーの確率を小さくすることによって高めることができる。モデルの実証分析により、日本企業の1980年以降の財務行動（負債依存度の長期的低下と直近の金融危機以

後の負債への再依存)はこの仮説によって説明できる。このような企業行動は、従業員の幸福度が失業によって大きく低下すること等に照らすと合理的であるといえ、最近では欧米でもこのような観点を織り込んだモデル分析や実証研究が現れてきている。

なお、補論ではかつて存在した公募増資に関する規制(証券業界の自主ルール)と自社株買に関する規制(商法による規制)とが企業の財務行動にどのような影響を与えたかが回帰分析により測定されている。1980年代には前者の効果(負債による調達比率を高める)よりも後者の効果(余剰資金を持つ企業を負債の返済に向かわせる)が上回っていたが、1990年代には両者の効果がほぼ相殺しあうようになり、これらの規制が完全に撤廃される2000年以降は両者の効果はともにゼロとなっている。

## 8 第8章

ここでは、企業とメインバンクの取引関係のデータ、企業・銀行へのインタビュー調査を踏まえて、企業とメインバンクの関係が近年実際に変化しているのかどうかを検討される。

1980年から2010年までを5年ごとに区切って、それぞれの期間においてメインバンクの変更を調べると、2000年以前も以降も約95%の企業はメインバンクを変更していない。企業の負債に占める借入金の比率、メインバンクからの借入金の比率は、いずれも1990年頃までは低下しているが、以後は上昇傾向が見られる。5年ごとの期間でフローで見た負債調達においても、1980年代後半の時期を除けば、借入金による調達の比率が高く、社債での調達は限界的な手段に過ぎない。他方、メインバンクによる企業の株式保有の比率は2000年以降低下し、メイ

ンバンクから貸出先企業への役員派遣の平均人数も2000年頃から低下傾向にある。コミットメントラインの主幹事銀行、シンジケートローンの主幹事銀行も多くの場合はメインバンクであり、また社債発行の際の財務代理人・主管理会社におけるメインバンクのシェアも高く、また引受証券会社は多くの場合にメインバンクの証券子会社である。

また、メーカーの財務担当者、メガバンク融資担当者へのインタビュー(1997年から2008年)に照らしても、メインバンクが資金調達リスク(企業の財務状態やマーケットの状況により必要な資金を調達できないリスク)や倒産リスクのヘッジ機能を果たしており、これが企業の側だけでなく銀行にとっても経済合理性(企業はメインバンクに融資のみならず、コミットメントライン、シンジケートローンの幹事、社債発行時の各種業務を集中している)を有していることが確認できる。

株主以外のステークホルダーは分散投資が困難であるため、ステークホルダー型企業では企業の存続が重要な経営目標となる。また、日本では他国と比べて人々の不確実性回避の程度が高い。これらの点から、企業の資金調達リスク、倒産リスクのヘッジのニーズは高い。そして、これらのリスクを明示の保険契約によりヘッジすることは、企業の経営努力は観察できても立証できないこと(契約の不完備性)から困難である。モデル分析では、企業が競争的な金融市場(スポット市場)にアクセスできる場合でも(つまり競争制限的な規制が撤廃された後でも)、企業とメインバンク間の暗黙の契約は維持されることが示されているが、実証分析によっても、メインバンクが資金調達リスク・倒産リスクのヘッジ機能を果たしているこ

とが確認できる。

なお、本章補論において、メインバンクが救済した倒産企業の約9割が10年後も存続し、その間に新規採用の抑制により雇用水準を長期的に低下させていることが示されている。企業の倒産によって失業した従業員は金銭的・非金銭的に幸福度が大きく低下することに照らすと、メインバンクによる経営悪化企業の支援・救済をゾンビ企業を存続させ経済効率性を低下させるものにとらえるべきではない。

## 9 第9章

ここでは、企業が経営理念を定めることの意義がインタビュー調査および実証分析により示される。

経営理念を定め、組織内に浸透させることには、経営者・従業員の①意思決定を容易にする、②行動のベクトルをそろえる、③行動の評価・監督を可能にする、④仕事へのモチベーションを高める、⑤仕事の幸福度・満足感を高める、という機能が予想される。企業の人事担当者、社長・役員へのインタビューは、経営理念がこれらの役割を果たしていることを示唆している。

日経連出版部『企業行動指針実例集』(1997年)に登載された回答企業207社のうち、東証一部上場で、かつ非規制産業に属する120社についてみると、「社会、人類の幸福、文化の創造、世界の繁栄に貢献する」などの高次の理念を掲げる企業が70%を超え、従業員の利益・厚生に関する内容を含める企業が非常に多いが、株主の利益を掲げる企業は6.3%に過ぎない(281頁表9-2)。この120社のうち、2003年にもホームページ上に経営理念を明示している企業84社を選び出し、さらに同業で総資産が最も

近く、かつ経営理念をホームページに掲載していない企業が見つからないものを除いてサンプルとし、経営理念を掲げる企業(64社)と掲げない企業(64社)の間の違いを回帰分析により調べたところ、経営理念を掲げる企業は従業員の平均勤続年数が有意に長く、理念の浸透を特に図っている企業ではこの傾向はさらに強まる。また、経営理念を掲げる企業は経営陣に占める内部者の比率が有意に高い。単純に企業の(総資産に占める)負債比率を比べると両者の差はないが、回帰分析を行うと、経営理念を掲げる企業は負債比率が有意に低く、理念の浸透を特に図っている企業ではこの傾向はさらに強い。利益率(ROE, ROA)については、経営理念のある企業はROE・ROAが有意に高いが、回帰分析においてはこの傾向は有意ではなく、経営理念について正式な教育が行われている(社内教育への取り込み、新入社員への教育、朝礼・始業時の唱和など)企業においてROAの有意な上昇が確認できるのみである。

## III 本書の意義

### 1 本書の特徴と意義

本書は、日本企業が、英米流の株主利益最大化とは異なり、(株主を含む様々な)ステークホルダーのために有形無形の価値を創造するという目的で経営されていること、および、そのことが一定の経済合理性を有することを示すものである。このことは多くの日本人の実感に合致するものであるが、ステークホルダー型モデルを提示するにあたって、著者は、統計的手法(回帰分析など)を活用するとともに、インタビュー調査等により得られる人々の意識・実感

という定性的データを活用している。本書は、著者が10年余りにわたり取り組んできた実証的活動を基礎とする労作であり、単なる印象論とは大きく一線を画している。

企業統治はこれまで、外国の理論の輸入であるか、企業経営者の経験談として語られることが多く、両者の間にはほとんど接点がなかった。本書はこの2つの領域をつなぐほとんど初めての体系的な試みである。本書は、今後コーポレート・ガバナンスが論じられる際には必ず引用されることになるであろう。

## 2 本書の主張の骨子

本書は、日本の大企業が、ステークホルダー型モデルという一貫した原理によって経営されていることを実証している。すなわち、ステークホルダー型企業の理念が経営者の間で共有されており（第2章・第6章）、経営理念を強調する会社とそうでない会社の間には行動パターンの差異が認められ（第9章）、日本企業の金融・財務行動は、企業の存続可能性を高める（倒産確率および被買収確率を小さくする）ものとして説明できる（第7章）。

モデルの良し悪しは、①企業行動をよりよく説明できるかという点と、②それがあるべき経営スタイルを指し示しているかという点によって評価されよう。ステークホルダー型モデルは、①日本企業の行動を説明できるという点で優れている。では、②このモデルは株主主権型モデルに勝る、あるいは少なくとも同等の経済合理性を有する、といえるだろうか。

株主利益の最大化と社会全体の利益の最大化は理論的に乖離しうるし（第1章）、実際に株主利益を示す指標とその他ステークホルダーの利益を示すと考えられる指標の間には相反する

傾向が見られること（第3章）に照らすと、経営者がステークホルダー型企業の理念を持ち、それに沿って行動していること、株主利益最大化行動を取らないことは、直ちに批判されるべきことではない。また、メインバンクが現在でも企業の資金調達リスクや倒産リスクのヘッジの機能を果たしていること（第8章）に照らすと、経済環境の変化により日本の経営を維持することは困難になっている、という単純な議論は必ずしも的を射ていないといえよう。

本書は、日本的経営が、社会全体の利益の最大化を目指しているという可能性を示す傍証をいくつか示している。もっとも、著者も認めるように、株主以外のステークホルダーが企業から受け取る非金銭的利益の大きさは測定が容易ではない（64頁）。本書によっても、「社会全体の利益の最大化」という基準に照らしてステークホルダー型モデルが株主主権型モデルよりも優れていることが証明されたとはいえない。もっとも、この点は本書の欠点ではない。

ところで、ステークホルダー型モデルは他国の企業にも同様に妥当するのだろうか。この点について、著者の考えは必ずしも一様ではない。現代の先進国の企業をとらえる上ではステークホルダー型モデルが優れているとの記述も見られるが（第1章）、他方で国・社会ごとに制度的環境・文化的環境によっていずれが適しているかが異なる、あるいは企業が人的貢献に依存している度合いに応じて（同じ国の中でも企業ごとに）異なるという記述も見られる（第4章）。

なお、本書の主張するステークホルダー型モデルは、株主利益を他のステークホルダーの利益よりも低く（二次的なものとして）位置付けるものではない点には注意を要する（36頁参

照)。株主の受け取る利益も企業の付加価値の一つとしてとらえられており、その他のステークホルダーの利益と同等の位置を占めるものとして、両者のバランスを重視するというのが、評者(大杉)による本書の解釈である。

また、興味を引くのが、ステークホルダー型の企業であるからこそ、独立性の高い取締役を導入すべきではないか、という提言である(第6章)<sup>1)</sup>。このように、本書の主張は単なる現状の追認ではない。この点は、本書の全体の論調に共感する読者もそうでない読者も、注目すべき論点であろう。

## IV 株式会社と法律学

### 1 会社は誰のものか

評者は会社法を専門とする法学者であるので、著者の提示するステークホルダー型モデルと会社法の建前との整合性についてコメントしなければならないだろう。

本書21頁以下は、会社法は「会社は株主のもの」とは定めておらず、またそのような考えは現実社会での妥当性を欠いていると論じている。

この点について、法律学の立場から補足する。法律上は「会社は株主のものである」が、これは、①株主が事業の運営を支配することと、②株主が事業活動から生じる利益の帰属者になること、の2点を意味している<sup>2)</sup>。もっとも、このことは、株主以外の者が会社の事業に関与してはならないとか、会社の事業活動から生じる利益を株主以外の者に分配してはならないことを意味するわけではない。先の①②の特徴は、(株式)会社を他の法人形態である(公

益) 社団法人や財団法人、各種の協同組合と比較した場合の特徴を示すものだからである。たとえば、(公益)社団法人には、①事業の運営を支配する者は存在する(=社員)が、事業活動から生じる利益を社員に分配することは許されない<sup>3)</sup>ので、②が妥当しない。財団法人にいたっては、事業の運営を支配する者が存在しないため、①も充たされない。要するに、①②は他の法人形態と比較したときの株式会社の事業体としての性格、法律の建前を示すものにすぎない。

つまり、先述の①②は「株式会社を従業員の利益のために運営すること」を禁じるものではない。よって、現行法の建前とステークホルダー型モデルは差し当たり矛盾・対立するものではない。

### 2 経営者の動機付け(誰の利益に結び付けるべきか)

現実社会にとってより重要な問題は、経営者が心理的・経済的にどのステークホルダーの利益に結びつけられて(アラインされて)いるか、その点について法ルールはいかにあるべきか、である。

現行の会社法は、「株主の利益最大化」を会社を取り巻く関係者の利害調整の原則としているが、その原則は他の利害調整原則を排除してどこまでも貫かれるものではないと解釈されている<sup>3)</sup>。実際に、取締役には広範な裁量を与えられており、一見、株主の利益に反するように見える行動であっても、取締役・会社の間には利害の衝突のない状況においては、取締役は適切に行動したと推定される(経営判断の原則<sup>4)</sup>)。これは、制度の建前と実際の運用のズレとも見うるし、それなりにバランスが取れていると見

することもできる。

本書の議論からはやや離れるが、2008年秋頃に始まる世界金融危機において、欧米の金融機関における株主権的な価値観・行動様式が危機を生じさせ、拡大させたとの批判がある。ステークホルダーを重視する日本の金融機関では、金融危機の傷跡は小さかった。評者は、2つの企業観の違いと金融危機への寄与の大小にはある程度に関連があったと考えている。

しかしながら、ステークホルダー型モデルによれば金融危機の危険を緩和できる、とは評者は考えていない。世界金融危機においては、株主・経営者・従業員というグループと債権者・納税者というグループの間に利害対立があり、経営者に「ステークホルダーに配慮する」権限を与え、あるいはそのような義務を課しても、経営者の過度のリスク・テイクに影響は及ばなかったと推測するからである。より一般的にいうと、ステークホルダー間の利害対立がどのグループ間で生じるかはケースバイケースであり、ステークホルダー型モデルを採用することはこの利害対立の解決に当たっては意味を持たない。

法律学では、経営者はまず法令を遵守した上で株主利益を最大化すべきであると解されているが、評者は前述の問題を解決するためには、経営者がまず遵守すべき法令には、業規制における形式基準（ルール）だけでなく、その背後にあるプリンシプル（重要な原則）も含まれる（つまり、プリンシプルの遵守は株主利益の最大化に優先する）と解することを提案している<sup>5)</sup>。

### 3 株主権の強さについて

望ましい株主権の強さを論じる本書第4章に

については、紙幅の関係で、次の点を指摘するにとどめる。

第1に、深尾光洋＝森田泰子の1997年の研究<sup>6)</sup>以降、比較法的に見て日本の商法が株主に与える権利は他国よりも大きいという認識が一般的になっているが、同書の刊行以降の数次にわたる商法（会社法）改正により、この認識は必ずしも当てはまらなくなっている。

第2に、株主権の強弱の数値化・比較は容易ではない。紙に書かれたルールだけを見ても比較には主観が混入するし、株主が経営者に対して有する制度上の交渉力の強さは、深尾＝森田が着目するように、会社法の内外のルール（たとえば証券市場のルール、慣行等）を全体としてみなければ判断できない。

第3に、深尾らによって指摘され、本書113頁でも言及されている、株主提案権の広さ（わが国では、株主が株主総会に関連して有する提案権が広い範囲の事項について認められている）については、近時これを濫用的に利用する株主の例が報じられてはいるが、それによって株主の交渉力が増したり、その他のステークホルダーの期待権が事後的に奪われているという問題は、これまでのところ生じていないと思われる<sup>7)</sup>。

株主権のあるべき強さの問題は、学際的な研究が必要と思われる。

## V 本書へのコメント

### 1 第5章について

本書の中で、評者が一番共感しにくいのが第5章である。

「従業員のモチベーション低下のおそれ」に

より経営者が規律されている、というためには、①従業員が経営者の経営行動を観察・評価し、②低い評価を下した場合に、従業員のやる気・忠誠心の低下が目に見える形で生じ、③経営者がそのことを観察できる、ということが必要である。これは、一定の条件が整っていればある程度可能であろう。しかし、この①②③は当然に生じるものではない。

このメカニズムが働くためには、経営者Aから見て直属の部下Bのやる気・忠誠心が低下しているように見える場合に、それがBがAを低く評価していることに起因するのか、それとも他の要因（家族・友人との関係の悪化、借金問題など）に起因するのかわ、Aは区別できなければならない。AB間に信頼関係があり、かつAが権力を笠に着ないパーソナリティーを有していれば、BがAに対して「Aの成績不振を理由とするやる気の低下」のシグナルを発することも可能であろう。その場合には、そうでないBの不機嫌をAは気にする必要はなくなる。しかし、AB間の信頼関係・Aの廉直な性格は、一般的に存在するものではない。そして、この条件のいずれかが満たされない場合には、AにとってBの反応を読み解くことは（Aは「できる」と信じていても）容易ではないはずである。

また、Bの直属の部下をC、その直属の部下をDとするとき、CやDがAに対して抱いている不満がBを通じてAに伝達されるかという点、CDとAの対立構造の中でBはA側に属しており、むしろBはCDの不満がAに伝達されないように努めることも予想される（Aの査定によりBの出世が決まる場合には、BにはAに不都合な情報を遮断するインセンティブが存在する）。その場合には、CDがAよりも特定の

経営問題について知識（ある製品が市場で「旬」であるか否か、顧客の反応など）を有していても、CDはAの不適切な判断を是正することができないことになる。

つまり、「Aが主観的にBCDらの忠誠心を観察し、自らにフィードバックできると信じていること」と、実際にAがこれを実行できるかは別物である。よって、経営者の意識を調査しても、規律メカニズムが存在することの証明としては不十分であろう。

従業員による規律のメカニズムが働きやすいのは、上り調子にある会社や、風通しの良い社風を持つ会社であろう。他方、業績が下降している会社、すなわち経営者に対する規律付けが最も必要な会社においては、「部下が上司にモノをいう」ことは難しい。もっとも、このような会社であっても、いわゆる360度評価の仕組みを取り入れることで、ノイズを排除して「上司の評価」を行うことが可能になるとも思われる。

そうであれば、360度評価などによって経営者へのシグナルを拾い上げる取り組みがどの程度行われているのか、どのような企業で実施される傾向が強いのか、を調べることが今後の研究課題となろう。評者の感覚では、このような取り組みは外資系企業においてより積極的に行われていると思われるが、いかがであろうか。

## 2 現代企業と2つの企業モデル

著者は、株主のみを企業の目的ととらえ、株主以外のステークホルダーの企業価値への貢献を重視しない株主主権モデルは、かつての大量生産・大量消費時代の工場労働を典型とする古典的資本主義の企業のイメージと似通っていると述べる（1頁以下）。しかし、この指摘は少

なくとも株主権モデル（Jensen らの「契約の束」理論）の発生史には反するものである。

実は、アメリカでも1950年代、60年代には、大企業の経営者はステークホルダー型企業を志向しており、株主利益中心主義は軽蔑の対象であった。これが株主権モデルへと転換したのは、次の諸要因による。①1970年代にいくつかの企業不祥事を経験し、再発防止策として社外取締役を中心とする各種委員会の設置が取引所の上場規則や法律団体・経営者団体から公表された。②1980年代の敵対的買収の隆盛、企業買収における独立取締役の役割の増加、③1990年代における株主価値最大化という社会規範の定着とそのための仕組みとしての業績連動報酬の普及など<sup>8)</sup>。なお、ファイナンス理論の誕生は1958年のモジリアーニとミラーの論文にさかのぼるが、ファイナンス理論の発展期はおおむね1970年代であり、それが企業買収やハイ・イールド債に応用されたのが1980年代といつてよいであろう。

アメリカで生じたパラダイム・シフトがアメリカにおいて正しかったのか、他国にも通用する一般性があるのかについては、意見は分かれよう。しかし、著者が豊かな社会においては企業の役割も変化するとしてステークホルダー型モデルの妥当性を説くこと（15頁以下）には、若干の違和感がある。

### 3 従業員偏重の危うさ

ステークホルダー型モデルの注意すべき点は、それが限りなく株主寄りに運用されることもあれば、限りなく従業員寄りに運用されることもあるというように、幅広いものを包含していることである。たとえば、米英独仏日の5か国の大企業のROE・ROAの中間値とそのばら

つきを示した本書304頁表10-1は、独仏日は米英よりも利益率の水準は低めであるが、ばらつきも小さいこと、日本企業は独仏と比較してもさらに利益率の水準が低くばらつきも小さいことを示している。独仏と日本を同じステークホルダー型モデルとくくるにせよ、日本企業は株主利益を過度に軽視しているのではないか、従業員利益を過度に重視しているのではないか、という疑念も当然に生じる。

日本では今のところ、企業外部の労働市場は未発達であり、転職は難しい。そのような状況で、経営者が株主利益のみを追い求めるのではなく雇用の安定に配慮することはやむを得ない。しかし、たとえ解雇された労働者にとって失業が心痛をもたらすとしても、国家がセーフティーネットを整備し転職を支援すること等でこの心痛を和らげることができるならば、企業・経営者が大きなリスクを取れるようになるため、社会全体の利益（金銭的なものと非金銭的なものの合計）が増大するという可能性もある。企業が労働者を雇用できるのは、企業が存続する限りにおいてであり、誰も企業の存続を保証することはできない以上、企業に依存した雇用保障には限界がある。

日本型経営の実態がステークホルダーへの「適度の配慮」の範囲内のものであるのか、従業員の偏重の域に至っているのかは、今後実証的に確認される必要がある。

宮島英昭らの研究によれば、1990年代後半に銀行が不良債権問題に苦しんでいた時に、収益性が高い企業は銀行との株式持合いの解消を選択し、収益性の低い企業は銀行との株式持合いを維持したという<sup>9)</sup>。従業員利益への配慮がもたらすメリットとデメリットの内容および大きさは、両タイプの企業において異なっているか

もしれない。

## VI 結び

企業が生み出す金銭的な価値だけで、企業活動の良し悪しを評価すべきではない。企業の生み出す非金銭的な価値について、従来の経済学は十分な注意を払っておらず、この点について評者はもどかしい思いを抱いていた。本書は、「幸福の経済学」(6頁)に注目し、定量的分析に加えて定性的な分析にも取り組むことで、従来の研究を乗り越えようとしており、評者はこの点に非常に大きな共感を覚える。

もっとも、このような取り組みは始まったばかりである。実証研究にはさまざまな制約があることは確かであるが、議論を前進させるためには結局、実証研究の積み重ねによるしかない。今後の著者および経済学における実証研究を、評者はわくわくしながら注視していきたい。

\* 本稿は科学研究費助成事業(基盤研究(B))「役員構成を通じたコーポレート・ガバナンスの改善」(研究代表者・小塚荘一郎教授)の成果の一部である。

### 注

- 1) ステークホルダー型モデルを採用しつつ、社外(独立)取締役を取締役会に取り込むことを提唱する実務書として、たとえばHilb [2011]がある。
- 2) 神田 [2012] 1頁注2。
- 3) 江頭 [2011] 20頁以下、特に22頁注(3)。株主の利益最大化の原則は会社の営利性(会社が利益を株主に分配することを目的とする法人であること)(会社法105条2項はこのことを示している)から導かれる。江頭 [2011]

19頁。

- 4) もっとも、経営判断の原則は母国アメリカにおいては定着しているが、わが国では十分には確立していない可能性がある。江頭 [2011] 438頁注3を参照。
- 5) 大杉 [2010] 53頁以下。
- 6) 深尾=森田 [1997] 55頁。
- 7) 評者の見るところでは、濫用的な株主提案に対処するために、会社が法律事務所に支払う報酬がかさみ、総会事務を担当する社内の従業員の負担が増し、また総会に出席する個人株主の時間が費消されるというコストが生じている。
- 8) Gordon [2007] at 1510ff.
- 9) 宮島=新田 [2011] 114頁, 129頁, 142頁。

## 参考文献

- 江頭憲治郎 [2011] 『株式会社法 第4版』, 有斐閣
- 大杉謙一 [2010] 「会社法と金融規制その他の業規制との関係:取締役の行動規範の内容」法律時報82巻12号(1028号), 日本評論社, 11月, 51~56頁
- 神田秀樹 [2012] 『会社法 第14版』, 弘文堂
- 深尾光洋=森田泰子 [1997] 『企業ガバナンス構造の国際比較』, 日本経済新聞社
- 宮島英昭=新田敬祐 [2011] 「株式所有構造の多様化とその帰結」宮島英昭編 [2011] 『日本の企業統治』, 東洋経済新報社, 105-149頁
- Gordon, Jeffrey N. [2007] "The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005," *Stanford Law Review*, Vol. 59, pp. 1465-1568.
- Hilb, M. [2011], *New Corporate Governance*, 4<sup>th</sup> ed. Springer (公益社団法人会社役員育成機構監訳『戦略経営マニュアル』レクシスネクシス・ジャパン, 2012年)

(中央大学法科大学院教授)