

株主指向か公益指向か：日本型コーポレートガバナンスを求めて  
(要約)  
Shareholder orientation or Stakeholder orientation?;  
Study to find out the optimal Corporate Governance for Japanese firms  
(Summary)

青木 高夫

要約

ここに要約する論文は、主論文(『株主指向か公益指向か -日本型コーポレートガバナンスを求めて-』として2020年に晃洋書房から出版されたもの)、及び、副論文(『日本型コーポレートガバナンスの検討-「株主指向」「ステークホルダー指向」に関する先行研究と整理-』として2020年経済学論集第55巻第1号に掲載されたもの)より構成される。本要約は両論文の内容を整理しまとめたものである。

主論文第1章では、筆者がビジネスの実践現場で認識したわが国のコーポレートガバナンスが抱える課題を提示した。その上で、論文の目的が、その課題に応え得る日本型コーポレートガバナンスの提案である旨を述べている。

次に、主論文第2章へ進む前に、第1章との関連を考慮し、ここで副論文(Section II)に示した「株主指向」の背景となる諸理論を整理したものを紹介した。

そして、主論文第2章では、株式会社は株主利益の最大化を目途とすべきであるとする「株主指向」について、その誕生から現代に至る経緯を述べると共に、今日に於ける問題点を考察している。

主論文第3章では、株式会社が、従業員、顧客、地域社会、さらには株主も含めたステークホルダーに対する責任を持つとする「ステークホルダー指向」に関し、その歴史と課題について述べた。この要約では、副論文(Section IV)で着目したCSR論の内容と合わせて記し、続いて英米流の考え方を整理する為に、副論文(Section III)で述べたコーポレートガバナンスの類型に関する先行研修を紹介した。

本論文第4章は、日本型コーポレートガバナンスの「ステークホルダー指向」に近似する部分を指摘し、従来の「ステークホルダー指向」に、わが国の「公(おおよけ)」への配慮である「経営規律」と、商業倫理の歴史を背景にした「経営者の自律」という要素を加味し、日本型コーポレートガバナンスのあるべき姿を提案した。この主論文第4章までが理論編である。

実践編として、主論文の第5章、第6章では、わが国の企業が「ステークホルダー指向」

を適用するための提案を行った。

まず、第5章では、「ステークホルダー指向」を数値化する試みとして「ステークホルダー指標」を提案した。「公(おおやけ)」という曖昧な概念を具体化し、「ステークホルダー」とするために、「ステークホルダー」個々の貢献度を「コミットメント」という考えを用いて評価(数値化)し、各ステークホルダーへの還元状況を数値化、グラフ化したものが「ステークホルダー指標」を提案した。

第6章では、曖昧であった「ステークホルダー指向」の担い手を取締役会と定め、取締役会機能の経営側からの分離を明確にした。その為に必要な、取締役会の構成、役割・責任に関する指針についても具体的に示した。

主論文の最終第7章は、第5章、第6章での実践提案が、冒頭の主論文第1章で述べた、わが国のコーポレートガバナンスが抱える課題を解決し得るか否かの検証である。

## キーワード

私的所有権、株主指向、ステークホルダー指向、CSR、取締役会

## I. 序論とコーポレートガバナンスに関する課題

主論文の序章、及び、第1章では、まず主題にあるコーポレートガバナンスをキャドバリー(Adrian Cadbury)の指摘(Cadbury, 2002; p.1)を基に「権限の集中に誤りのないように、会社を導きコントロールするシステム」と定義し、その上で、筆者がビジネスの現場で認識した、わが国のコーポレートガバナンスに関する課題を次の4項目に整理した(p.16)。

- 現在のコーポレートガバナンスに関する機関投資家の評価
- 「社会の公器」は機関投資家の理解を得られるか
- 「伊藤レポート」をどう理解するか
- 内部留保はどれだけ必要か

これは、主論文第5章、第6章に提示する「日本型コーポレートガバナンス」に関する提案がこの現場から取り上げた4課題に応え得る必要がある為である。

## II. 「株主指向」の誕生

主論文第2章から第4章までは、後半で実践提案を行うための理論編である。冒頭の第2章では「株主指向」に関し、その考えの基礎となる「私的所有権」の誕生から、株式会社に対する「私的所有権」の「法的な延長」、そして、「所有と支配の分離」という、株式会社の巨大化による「私的所有権」の内容に関する変化について述べた。

### 1. 「私的所有権」の誕生

「株主指向」の源泉となるのは「私的所有権」という概念である。「私的所有権」は、当初、個人と物的資産の「占有」(possession) 関係を指すものであり、その根底には、封建社会の崩壊と共に 15～16 世紀のイングランドに発芽した個人主義のイデオロギー<sup>1</sup>が存在する(Letza et al., 2004)。ただし、当時、物的資産の所有者は特権階級に限られ一般的な個人が「私的所有権」を持つものとは考えられなかった。

また、当初の所有権は今日的な意味でのそれとは異なる。それは、特権階級といえども、その立場は社会のヒエラルキーに組み込まれており、領主など上位者の決定権、さらには君主の権限に従わざるを得ないことによる。すなわち、封建制度下では、どの身分であれこうした「服従の連鎖」に組み込まれざるを得ず、最終的には、神から「管理権」という権利・権能を与えられているのみとも考えられる(ウェブレン, 1996; p.62)。

一般の個人が、今日的な「私的所有権」を持つのは、15 世紀から 16 世紀にかけ、封建制度が崩壊、前述の「服従の連鎖」が途切れた後、人々が支配階級から独立した「個人」という認識を確立したことを前提する。ウェブレン(Thorstein Veblen)は「現代の私有財産の理論は、ロックもしくは、当面の目的のためにはロックに該当する源泉にさかのぼる」(ウェブレン, 1996; p.59)と指摘したが、この状況を明確化したのは、次項に登場するジョン・ロック(John Locke)であった。

## 2. 「私的所有権」と株式会社

17 世紀、ジョン・ロックは、その著書『統治二論』(*The Two Treatises of Government*)に於いて、「私的所有権」を「プロパティ」(Property)という言葉で説明した。但し、今日の我われが留意すべきは、ロックが「私的所有権」の対象としたものには、物的資産のみでなく生命や自由といった概念も含めている点(加藤, 2018; p.91)である<sup>2</sup>。

事業に話を転ずると、ロックの時代、英国の社会通念を代表した「コモン・ロー」(慣習法)<sup>3</sup>によれば、いかなる事業も個人の営為の範囲を出ず、従って、事業の推進母体である企業も、個人の「私的所有権」の対象、すなわち、鋤や鋤と同様に個人の所有する生産材の一つと考えられた<sup>4</sup>。但し、当時の企業出資者は、実働する個人(または複数の個人)と同一であることが通例であり、今日の大企業の株主といった存在ではない。

---

<sup>1</sup> Letza et al. (2004) では、「個人主義者のイデオロギー(individualist ideology)」という言葉が使用されている。これは、単なる「個人主義」という「理念」を指すのではなく、唱導者がその「理念」を正義であるとする状況も含めたものであると考えられる。尚、個人主義とは、個人の自由や権利を尊重する考え方であり、個人の放縦(selfishness)を意味するものではない。

<sup>2</sup> これは、今日的な課題として、株主の所有が会社の法人格に止まるのか、或いは、概念としての企業にまで及ぶのかを考える起点となり得る。

<sup>3</sup> 先例、伝統、慣習に基づく裁判により、定められてきた法律のこと。中世のイングランドで発達した。

<sup>4</sup> 「所有権は、労働と絶えず結びついていることによってのみ健全なもの」であるとし、個人の「所有権」のみを主張、法人格を否定したイェーリングの法人否定説につながる。

しかし、例外的な事例として、同じ17世紀、欧州に対アジア貿易というハイリスク・ハイリターンなビジネスチャンスが出現、その担い手として、英国、オランダ等に東インド会社という、個人の事業をこえる規模の株式会社が登場する。英国の東インド会社は今日の株式会社とは性格を異にするが<sup>5</sup>、「コモン・ロー」は、ここにも、株主という個人の「私的所有権」はそのまま適用するのである。すなわち、株式会社であっても「所有者個人（株主）の法的権利の延長上(legal extension of its owners-shareholders)にある」と考えることになった(Allen, 1992)。

ここに、株式会社の所有者は株主である、或いは、経営者は株主利益の最大化を図らねばならぬとする「株主指向」(shareholder orientation)の起源が求められる。

### 3. 株式会社に於ける「所有と支配の分離」

東インド会社に始まる株式会社は、紆余曲折を経るが<sup>6</sup>、産業革命、第一次世界大戦を経た後、1920年代に至るまでに急速な拡大を示した。強い資金需要と株主の有限責任制により株主数は増大、経営は株主から専門的な経営者に頼らざるを得なくなるが、ここで注目すべき点は、資本の出資者と経営者との間の「資本取引関係」である。そして、この関係をどのようにシステム化（組織化）するかが、「株主指向」に於けるコーポレートガバナンスの課題となるのだが（宮本, 2004; p.276）、この課題は世界大恐慌時に顕在化する。

1930年代、米国を皮切りに発生したその世界大恐慌は、株式会社のみならず経済全体に様々な疑問が提起した。特に、株式会社については、バーリ(Adolf. A. Berle)とミーンズ(Gardiner. C. Means)が1932年に上梓した『現代株式会社と私有財産』(*The Modern Corporation & Private Property*)の中で、巨大化に伴う「所有と支配の分離」に注目している。

彼らは、元来、所有者と対象物の間に存在した「占有」関係が、株式会社に於いては、資本の出資者である株主の「所有」(ownership)と、経営者による「支配」(control)に分離していることを指摘する。すなわち、巨大な株式会社にあっては、多数化した株主の関心は経営より株式の生む利益にあり、こうした状況は「所有」に基づく「法的な支配」(legal control)では捉えきれない支配状況を現出していると主張した(江川, 2019; p.16)。そうなれば、株式会社の実質的な「支配」(factual control)は経営者の手中にあるとする方が現実には即しているのである。すなわち、主論文第3章(pp. 37-8)に示すように、株主の「私的所有権」は株式会社の法人格には及ぶと考えられても、経営者の支配下にある企業としての側面は「法的な支配」では捉えられない状況にあるとの理解が可能になる。

---

<sup>5</sup> 英国東インド会社は勅許により成立され、対東アジア貿易の独占権まで許されている点で、届出制で競争下にある今日の株式会社とは性格を異にする。

<sup>6</sup> 実態のない合本会社、株式会社の拡大を防ぐ為の泡沫条例(1720年)、アダム・スミスの『国富論』に於ける、株式会社に関する懐疑的な論評などを前提とした。

「私的所有権」の誕生を起源に誕生した「株主指向」は、ここに於いて新たな局面を迎える。そして、「株主指向」に於ける出資者と経営者との間の「資本取引関係」は、バーリとミーンズによる主張を契機に、次項に述べる様々な理論を生み出すことにもなるのである。

### III. コーポレートガバナンスに関する諸理論

副論文 (Section II) では、前述の「株主指向」に関わる「資本取引関係」に関する先行研究を取り上げ、「株主指向」から次項に述べる「ステークホルダー指向」への繋がりを整理した。

#### 1. 「エージェンシー理論」

株式会社に於ける「資本取引関係」は、資本の委託者、すなわちプリンシパルである株主と、その代理人 (受託者)、すなわちエージェンシーである経営者との契約関係を想定したものであり、この両者の関係を注視した理論が「エージェンシー理論」である。

「エージェンシー理論」に於ける株式会社は、株主の承認する定款(株主との契約)を中心に、株主、納入業者、顧客、従業員、経営者、政府、地域社会などステークホルダーとの契約を束ねたもの (藤田, 2017)、言わば「契約の束」(nexus of contracts) と見做されることになる<sup>7</sup>。

この「契約の束」の中で、経営者と株主の間では諸々の情報の格差、すなわち、「情報の非対称性」(information asymmetry) の存在が避けられない。そして情報に恵まれた経営者が、それを自身に有利に利用すれば、株主が被害を被る可能性がある。こうした被害の回避、削減にはコストが必要になるが、こうしたコストは「エージェンシー・コスト」と呼ばれる。株主と経営者の「資本取引関係」を良好に維持するには、この「エージェンシー・コスト」が必須となる。

#### 2. 「取引費用」と「組織としての企業」

国ごとの株式会社の違い、会社毎の特性の違いは主論文が前提としたところだが、この違いの考察に資した先行研究が「取引費用」の理論と、それに続く「取引費用の経済学」である。

前者は、多数の別会社と契約する「取引費用」に対し、契約相手の機能を会社内に取り込んで事業を行う方がコスト面で有利な点に着目、会社を、市場取引コストを節約、削減するための装置と捉えた (宮本, 2004; p.22) 理論である。

後者に於いては、「取引費用」が上昇する背景に、市場に於ける「環境的要因」と「人間的

---

<sup>7</sup> 「契約の束」論は「法人擬制説」に連なるものであり、「法人犠牲説」「法人有機体説」「法人否定説」に関わる先行研究は主論文 (pp.55-7) でも概括した。

要因」を想定する。「人間的要因」とは人間の「限定合理性」(bounded rationality) 故に、如何なる契約も「不完備」にならざるを得ないこと (これは「不完備契約論」(Incomplete Contract Theory) と呼ばれる)、そして、人間が「あらゆる利得機会を利用しようとする」という意味での「機会主義」(opportunism) の存在にも注目し、これらが「取引費用」を上昇させる要因になるとした。

こうした理論から、次項に示すような「株主指向」の課題が導ける。

### 3. 「不完備契約論」と「株主指向」

表1は、江川(2019;p.25)の示す「損益計算書から見た株主の位置付け(イメージ)」である。表に於ける取引先から政府等に至るステークホルダーは、契約や法律により「ステーク」を受けることが担保されるが、その後の残余利益から配当を受けるのみの株主にそうした保証はなく<sup>8</sup>、当然、減配・無配もあり得る。株主に議決権を与え、会社を企業価値、ひいては株主利益、の最大化に向けてコントロールすべきとする「株主指向」が合理性を持つのはこのためである(江川, 2019; p.26)。

但し、この「株主指向」が妥当性を持つには、表1の取引先から政府等との間に存在する契約が「完備契約」でなければならない(広田, 2012; p.5)。しかし、前述の「不完備契約論」は、「限定合理性」故に、あらゆる事態を想定した契約、すなわち「完備契約」が存在し難いとするものであった。であれば、企業価値の最大化と株主利益の最大化は必ずしも一致しない。すなわち、企業価値の最大化を目途とするなら、取引先や従業員等など、他の利害関係者にも配慮することが必要になるが(広田, 2012; p.5)<sup>9</sup>、これは「ステークホルダー指向」に他ならぬことになる。

(表1) 損益計算書から見た株主の位置付け(イメージ)

---

<sup>8</sup> 「エージェンシー理論」の部分で述べたように、会社と株主は、会社の提示する定款を株主が承認することで一種の契約関係にあると言えるが、この関係により株主の利益が保証されることにはならない。

<sup>9</sup> 会社と従業員との間の取り決めに不完備があれば、従業員も、残余利益に対する請求権を保持することになる。

売上	売上					
売上原価		原材料費				
売上総利益（粗利益）						
販売費及び一般管理費			人件費			
営業利益						
営業外損益				金利		
経常利益						
特別損益						
税引前当期純利益						
法人税					法人税	
当期利益						
支払い配当						配当
		取引先	従業員	銀行 債券保有者	政府等	株主

出所：江川（2019）

実際、わが国では、決算期間の開始早々に労使の賃金・給与交渉、いわゆる、春闘が開始される。経営者はこの時点で当該期間の利益を想定し、配当や研究開発費、設備投資などを考慮の上で、春闘に於ける従業員への還元方針が決定している。すなわち、ステークホルダー全体を並列的に捉え、付加価値の配分を決定しているのが実状であり、「株主指向」の合理性を担保した前述の理論とは決定プロセスの於いて状況を異にするのである。

#### IV. 「ステークホルダー指向」と CSR 論

主論文第3章、及び、副論文（Section IV）では、「ステークホルダー指向」の先行研究に視点を移し、「ステークホルダー指向」の成り立ちの概略、及び、それを補完すべく「ステークホルダー指向と CSR 理論との関係」について述べた。

##### 1. 「ステークホルダー指向」の誕生と課題

「ステークホルダー指向」を、株式会社の将来の選択肢として提案したのも前述のバーリとミーンズである。『現代株式会社と私有財産』は、株式会社の将来につき次にあげる三つの選択肢を提示している（バーリ、ミーンズ、1932；p. 333）。

第一に伝統理論、すなわち、「私的所有権」を株式会社に対して厳格に当てはめる考え方である。第二は「私的所有権」の原理を修正し、経営者が「会社所得の流れが生む資産のある部分を、自分で持ち得ることができるよう取り分ける」ことを特権として認める提案である。そして、第三が「大企業の経営を担う者は、会社のコミュニティに関わる様々な集団の主張をバランスさせ、私益・社益を基にするのではなく、公益を重んじる方針に沿って、収

益を各集団に配分していく」という選択肢になる。この第三の選択肢こそが主論文第3章に述べた「ステークホルダー指向」へとつながる考え方であった。

この「ステークホルダー指向」は1960年代、英米の「経営者資本主義」の黄金時代に「ステークホルダー企業観」を持つ経営者の下で隆盛期を迎えるが（ドーア、2001; p. 14）、1970年代になると衰退の途を進むこととなる。主論文（p. 51）では、その理由として、①リーダーシップを持つ経営者の退場、②その背景となった機関投資家の台頭、③実践指標の欠如、④担い手の不明瞭であること、を挙げたが、江川（2019; p. 29）に於いても、①概念が曖昧で正確さに欠けること、②倫理・哲学など経済学・経営学が対象としない分野と関係が深いこと、③実践に課題があるため研究が進まぬこと、を衰退の要因としている。

主論文の指摘した③の実践指標の欠如、江川（2019）の述べた④実践面での課題の存在という問題は、筆者が実践の場でも強く認識させられており、後述する「ステークホルダー指標」はこうした「ステークホルダー指向」の弱点克服を意図した提案でもある。

## 2. ドイツに於ける「ステークホルダー指向」

同じく主論文第3章（pp. 54-61）では、前項の米国に加え、ドイツに於ける「ステークホルダー指向」も取り上げた。その背景は、「ステークホルダー指向」を提示したバーリとミーンズが、その端緒となる三つの選択肢を提示する際、その前提にドイツの政治家でありビジネスパーソンでもあったラーテナウ（Walter Rathenau）の主張を引用したことにある。

ラーテナウによれば、株式会社は巨大化により「あたかも誰の所有に帰すこともない独立した生命 (independent life) を持つようになった」と述べ（Rathenau, 1921; p. 120）、さらに「公の利益に役立ちはじめ」ることで、「新たな存在の権利を獲得しつつある」とした（大隅, 1987; p. 382）。主論文第3章（p. 60-1）に記した通り、バーリとミーンズはこうしたラーテナウの考えを基礎に、株式会社が「会社のコミュニティに関わる集団の主張をバランスさせ、公益を重んじる方針に沿って」経営されるべきであるとの選択肢、すなわち、「ステークホルダー指向」を提示したと考えられる。

## 3. 「社会の公器」

さらに、ラーテナウは、大企業が「もはやおよそ単なる私法上の形態ではなくして、（中略）国民経済的な全体に所属する因子」であると考えていた（大隅, 1987; p. 382）。彼は国家の柱石として、第一次大戦による荒廃から、企業の力によってドイツを復興させようとする意識が高く、株式会社の成長を公益、すなわち彼の意識の上では、国家の再興に繋げようとする想いが強かった。その意味も考え合わせれば、ラーテナウの言う「国民経済的な全体に所属する因子」とは、わが国の「社会の公器」に近似した考え方でもある。

今日、わが国に「会社は社会の公器である」というフレーズを否定するビジネスパーソン



はまずいまい。「社会の公器」の起源は定かではないが、ラーテナウの「国民経済的な全体に所属する因子」がその基礎にあるとしてもあながち間違いではあるまい。その意味で、ラーテナウの主張は「ステークホルダー指向」の嚆矢として、さらには「会社を社会の公器である」とする認識の基礎をなすものとして、わが国の株式会社に相応しいコーポレートガバナンスを考える上で、重要な位置付けをなすものである。

#### 4. CSR 論との関わり

副論文 (Section IV) に於いて CSR 論を取り上げたのは、それが「ステークホルダー指向」と対を成すことによる。

その CSR 論の誕生も「ステークホルダー指向」と同様、バーリとミーンズが『現代株式会社と私有財産』を上梓した 1930 年代の米国であり、その背景には、当時の株式会社に於ける反社会的行動や、反トラスト法違反に対する一般大衆の批判があった。株主と経営者のみの関係、さらには、株主利益の最大化という「株主指向」の下で強大化した株式会社が、第三者である周囲 (ステークホルダー) に対しても影響を及ぼし始めた結果であり、CSR 論と「ステークホルダー指向」と対を成す所以がここに存在する。

こうした批判への対応として、株式会社は各社が独自の政策により社会的期待に応えようとするのだが、CSR (企業の社会的責任) という考え方はその中で明確になってくる (松野, 2019; pp. 205-6)。

但し、この CSR 論が現実味を帯びるには、1980 年代に台頭した「新自由主義」が課題を露呈した時代を待たねばならない。この時代の株式会社が、政治的・経済的な権力を背景に「経済的効率性」の追求に走り、世界恐慌時と同様に「社会性」を失うような行動をとるようになった (松野, 2019; p. 170) ことへの反動が高まったが故である。

主論文第 3 章 (pp. 51-4) に於いて「ステークホルダー指向」の具体化の一例として述べたが、フリーマン (Edward Freeman) の「ステークホルダー・アプローチ」(フリーマン, 1984) が登場するのも、この「新自由主義」の時代であった。

但し、こうした CSR 論の高まりや「ステークホルダー指向」への流れに対し、「株主指向」の側が反論をしなかったわけではない。①経済成長の阻害となる、②経営者の隠れ蓑に過ぎない、③資本主義を弱体化する、④株主に対する経営者の懈怠が起きる、といった批判は、今日も存在 (松野, 2019; p. 105) し続けており、それが、わが国の株式会社と英米の機関投資家株主との間の対話を困難難しくしている一因でもある。

#### V. コーポレートガバナンス・モデルの分類

前項までに「株主指向」「ステークホルダー指向」に関する概略を述べたが、副論文 (Section III) に於いては、既述の二つの「指向」も含め、コーポレートガバナンスのモデル (類型)

に関わる先行研究を整理した。

副論文 (Section III) は、Letza et al. (2004) の論述を軸に、Hawley and Williams (1996)、Keasey et al. (1997) による分類を解説したものである。

## 1. Hawley and Williams の分類による四つのモデル

Hawley and Williams (1996) は、米国に於けるコーポレートガバナンス関連の議論には、次のような四つの「モデル」があると指摘する。

### ① 財務モデル (The Finance Model)

「エージェンシー理論」を基礎に、「エージェンシー・コスト」などの財務視点からコーポレートガバナンスを捉える内容であり、20世紀後半に主流をなしたモデルである。

### ② スチュワードシップモデル (The Stewardship Model)

「エージェンシー理論」を基礎にするが、このモデルでは、エージェント（すなわち、経営者）に様々な性質が想定した上で、プリンシパル（すなわち、株主）はこれをスチュワード（財産管理人）<sup>10</sup>と捉えて信頼し、十分な権限を付与するべきであるとしたモデルである。

### ③ ステークホルダーモデル (The Stakeholder Model)

後述する Keasey et al. (1997) の分類と同様、会社の目的を株主利益の最大化ではなく、より広範なアウトプットをより広範なステークホルダーに配分すべきとするモデルであり、株式会社の有益性を社会的文脈の中に見出している。詳細は後述する Keasey et al. (1997) の項で述べたい。

### ④ 政治モデル (The Political Model)

コーポレートガバナンスを、ステークホルダー間の利害対立という政治的視点から考察したモデルである。このモデルに於けるコーポレートガバナンスは、経済的な観点ではなく、経営の支配権をステークホルダー同士が争い、交渉するという非市場（政治）的なアプローチ<sup>11</sup>から捉えられている。

## 2. Keasey et al. の分類による四つのモデル

---

<sup>10</sup> エージェントとスチュワードの異点は、前者に独自の裁量権があり、後者は依頼主の意向の代行者という意味合いがあるという含意の違いである。尚、「スチュワードシップ・コード」のスチュワードには、運用者が出資者の意向を組んだ財産管理者であるとの意図を体したものであり、本項に述べる株主と経営者との関係とは異なる。

<sup>11</sup> Karmelich (2019) はこれを「企業に関する影響力の市場 (market for corporate influence)」と呼んでいる。

Keasey et al. (1997)のコーポレートガバナンスに関する研究も、次の四つのモデルあげている。

#### ① プリンシパル-エージェント、または、財務モデル (The Principal-Agent or Finance Model)

前述の Hawley and Williams (1996)の分類によるモデルとほぼ同じ内容である。「所有と支配の分離」は、経営者の放縦な行動が、株主利益の最大化を妨げるという問題を包含するが、Hawley and Williams は、資本市場の圧力、経営者候補を選ぶ市場の存在などが、経営者の行動に抑制を加え得ることを指摘している。

#### ② 近視眼的市場モデル (The Myopic Market Model)

経営者が、株主利益の最大化に焦点を当てる点で①と同じ立場を取るが、短期的な市場価値向上への拘泥という特性が強調されている。前モデル同様、対応策として、経営者と株主の目標共有、株主を含むステークホルダーに一定の発言権を与えるなど、近視眼的な方向性の是正が提案されている。

#### ③ 経営者独裁モデル (The Abuse of Executive Power Model)

「プリンシパル-エージェントモデル」を否定するモデルであり、株式会社の目的が(株主のみではなく)会社全体の富の最大化にあるとする。プリンシパルである株主にすれば、これは「経営権の濫用」(abuse of executive power)になる。このモデルの問題は、経営者が私益目的で権限を濫用する可能性であり、経営者の任期制、社外取締役への権限の付与など構造的な対応策が是正手段となる。

#### ④ ステークホルダーモデル (The Stakeholder Model)

このモデルは、株式会社が、株主を超えより広範なステークホルダーの利害に貢献するべきであるとの理解に基づく。従業員、債権者、サプライヤー、顧客、そして、地域社会といった典型的なステークホルダーは株式会社との間に中長期的な関係を有し、株式会社の盛衰に影響を及ぼしている。故に、経営上の意思決定にステークホルダーの利害を考慮することが、会社の中長期的な成長につながるとする。

Kasey.et al による分離は Letza et al. (2004) により表 2 に整理されている。

さらに、Letza et al. (2004) は、Keasy.et al.の掲げる四つのモデルが、最終的には株主を中心とした見方と、ステークホルダーを中心とした見方に二極化して考えられるとしている。すなわち、前の二つのモデルは、会社の目的は株主の富の最大化にあるという前提を持つがゆえに、株主中心の見方 (shareholding perspective)、後の二つは、広い意味でステー

クホルダーの利害を強調しており、ステークホルダー中心の見方 (stakeholding perspective) である。主論文においては、この視点を基礎に、前者を「株主指向」、後者を「ステークホルダー指向」とした。

(表2) 主流を成すコーポレートガバナンスモデルの概要

	プリンシパル・エージェント / ファイナンスモデル The principal-agency or finance model	近視眼的市場モデル The myopic market model	経営者独裁モデル The abuse of executive power model	ステークホルダーモデル The stakeholder model
主な論者	Jensen and Meckling(1976); Manne(1965)	Charkham(1994); Sykes(1994)	Hutton(1995); Kay and Silberston(1995)	Freeman(1994); Blair(1995)
株式会社の目的	株主の富の最大化	株主の富の最大化	会社の富の最大化	ステークホルダーの富の最大化
ガバナンスに関わる問題	エージェンシー問題	短期的市場価値への過度な関心	私益の為の経営権の濫用	ステークホルダーによる経営参画の排除
その原因	株主によるコントロールが不十分	株式市場の圧力が非効率	組織構造が経営者に対し過度な 権限を与えている	ステークホルダーの利害を 取り込むことについての ガバナンス構造に問題がある
その背景	所有と支配の分離	1980年代に起きた買収ブーム	経営者支配	異なった資本主義のスタイル
推定される誘引	私益に走る人間の性向	株式市場の機能不全	権限による統治欲	私的所有権に関する歴史的な メンタリティ
拒否するもの	全ての外部からの干渉	株式市場による統制	プリンシパル・エージェント モデル	プリンシパル・エージェント モデル
前提	市場が効率的であること	中長期的な関係の尊重	信頼における受託者としての 経営者	経済が社会的にも効率的であること
問題の解決法	<ul style="list-style-type: none"> <li>あらゆる市場からの規制撤廃</li> <li>インセンティブシステムの強化</li> <li>自主的な規範の適用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>株主のロイヤルティや意思表示の高まり</li> <li>株主の撤退を容易にする</li> <li>中長期関係を基礎とした投資の促進</li> <li>長期的視点を持つグループへの権限付与</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ガバナンス組織の変更</li> <li>CEO任期を4年に固定</li> <li>第三者による取締役候補の推薦</li> <li>非業務執行取締役の権限強化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>会社とステークホルダーの間の信頼関係や契約に基づく連帯</li> <li>会社内での協力し合う文化</li> <li>従業員の経営参画</li> <li>ビジネス倫理の助長</li> </ul>

出所：Keasey et al. (1997) , 筆者訳

## VI. 「ステークホルダー指向」とわが国のコーポレートガバナンス

これまでに述べた「株主指向」「ステークホルダー指向」の成り立ちと課題、理論上の先行研究の理解を踏まえ、主論文第4章 (p.65-88) では、わが国の株式会社に相応しいコーポレートガバナンス、すなわち、日本に於けるコーポレートガバナンスはどうあるべき

か、を次の3つの観点から考察した。すなわち、江戸時代に登場した①石田梅岩による「賤商思想」<sup>12</sup>払拭のための主張（石田, 2016; p.60）、②「三方良し」思想に見られる周辺社会への配慮（末永, 2017; p.17）、そして、③明治期に渋沢栄一が強調した経営者の自己規律（渋沢, 2008; p.124）である。

その上で、主論文（p.76）に於いて、日本型コーポレートガバナンスの基礎となる考えを次のように整理した。

- ① 経営者が「私益」に抗えるだけの「自己規律」を備えていること。
- ② 企業が「公益」と「社益」の一致を目指した「経営規律」を備えていること。
- ③ それらを実現するツールとして「合本制度」（株式会社制度）が存在すると理解すること。

この考え方は、わが国の「会社は社会の公器である」というフレーズに象徴され得るものであり、さらに、「公器」が「公益」のための存在であるとするなら、英米流の「ステークホルダー指向」と近似したものとも考え得る。

## 1. 「公」と「ステークホルダー」

では、「会社は社会の公器」であるという考えと、「ステークホルダー指向」には如何なる違いがあるのか。主論文第4章の4（pp.77-81）では、両者の違いを次のように解説した。

すなわち、「公（おおやけ）」が定義の曖昧な一般概念であることに対し、「ステークホルダー」は、株式会社が個々に認識すべき恣意概念であるということである。故に、誰/何がステークホルダーであるかとの認識は、個々の株式会社の意思に関わってくる。

そこで、主論文（p.83）では、個社の恣意概念である「ステークホルダー」を、「公」、すなわち、「全体社会」へと広げて認識することで、日本型のコーポレートガバナンス、すなわち、「社会の公器」を目指したコーポレートガバナンス、が構築できるとした。但し、その具体化に当たっては、「どのようにして」、誰が、個社の「ステークホルダー」を認識し、「公益」に貢献ができるようにするかを明確にしなければならない。

## 2. ステークホルダーの認識と「コミットメント」

この「どのようにして」について、主論文第4章（pp.81-3）ではメイヤー（Colin Mayer）の「コミットメント」という考え方を援用した。メイヤーによれば、ステークホルダーとは「株式会社との連帯性が強いにもかかわらず、契約にはその一部しか反映されていない関係者」（メイヤー, 2014; p.32）とされる。そして、「コミットメント」とは、ステークホルダー

---

<sup>12</sup> 体を動かすことなく利益を得ることを戒める考え方。江戸時代初期の陽明学者、熊沢蕃山の「賤金貴穀」思想を淵源とする。

一による契約を超えた会社への貢献であり<sup>13</sup>、株式会社はこの「コミットメント」の有無、大小を基準として、ステークホルダーを認識し、ステークホルダー毎の重要度を評価することになる。すなわち、ステークホルダーの認識は、この「コミットメント」を基礎とすることになる。

次に「誰が」その作業、すなわち、個社のステークホルダーを認識し、評価するかが課題になるが、主論文第6章(p.127)では、これを取締役会の役割・責任であるとした。メイヤーは、取締役会の株主に対する義務の根拠が、株主が契約では取り戻せない資本の供出者であることに基づくのならば、取締役会は、回収不可能な資産を抛出するすべての当事者に対しても、同様に、受託責任と道徳責任を負うべきであるとした(メイヤー,2014;p.32)。「回収不可能な資産を抛出するすべての当事者」とは、わが国の「公」概念であり、渋沢栄一の言う「多数社会」(渋沢,2008;p.240)であり、広義のステークホルダーでもあると考えられる。

取締役会は、その役割・責任として、「会社を社会の公器」とすべく、メイヤーの示す考えに沿って「ステークホルダー」を認識し、個々のステークホルダーに対して、会社が「コミットメント」に応じた責任を果たすように、会社を導き、コントロールすべきなのである。

以上の論旨に基づき、日本型コーポレートガバナンスの基礎となる考えをさらに整理すると、次のような結論になる。

- ① 経営者が「私益」に抗えるだけの「自己規律」を備えていること。
- ② ステークホルダーに対する責任としての「経営規律」を備えていること。
- ③ 取締役会がステークホルダーを、「多数社会」に近づけて認識できること。

残された課題は、「ステークホルダーどのように認識し、評価するか」という実践面の対応である。

## **VII. 「ステークホルダー指標」**

ここまでに述べた理解を基礎に、筆者が実際に機関投資家との対話を行って認識したのは、本稿のIV-1が示す通り、「ステークホルダー指向」が抱える実践面の課題であった。より具体的には数値化の困難さである。すなわち、「株主指向」であればROEや配当性向など、数値化された指標が存在するが、「ステークホルダー指向」にそうした数値基準が存在しない。対話の場で「わが社はステークホルダーを大切にすると主張したところで、結界は議論倒れになるだけである。

---

<sup>13</sup> I-4の「不完備契約論」に照らし合わせるなら、各ステークホルダーと会社との契約関係が「不完備」であることにより、「コミットメント」の想定が可能となる。

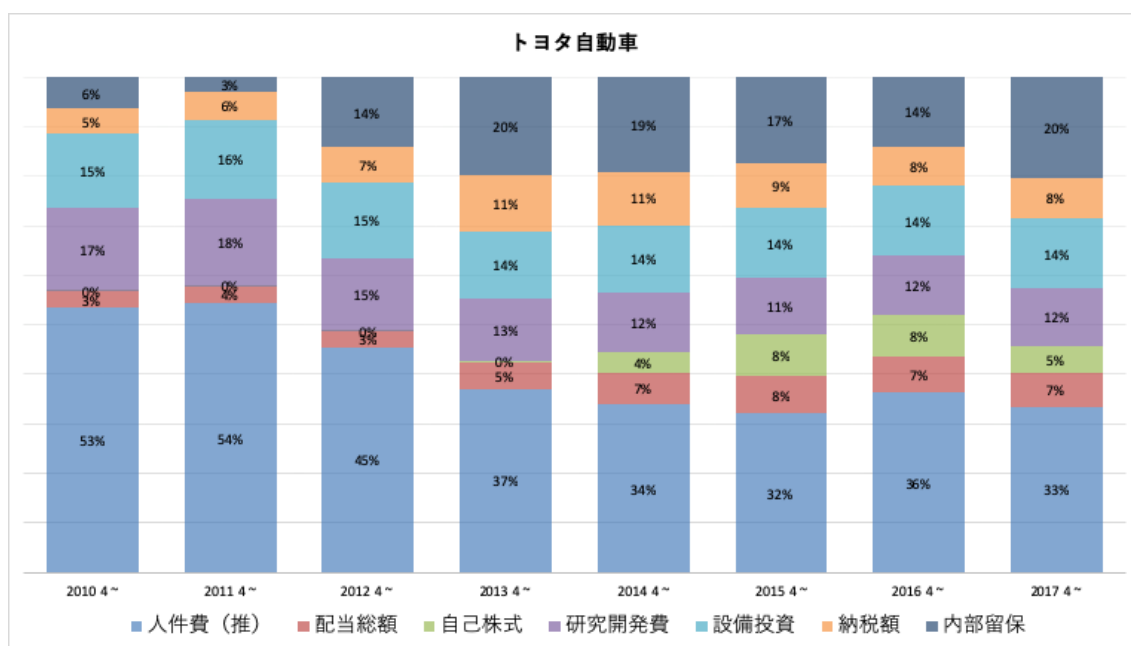
主論文第5章に於ける「ステークホルダー指標」（代表的なステークホルダーに対する付加価値の配分状況を数値化したもの）の提案は、こうした実践面の課題解決を意図したものである。付加価値の配分状況を開示することで、各ステークホルダーの評価が数値化され、株主、或いは、投資家との対話に具体性が加味することを意図した。

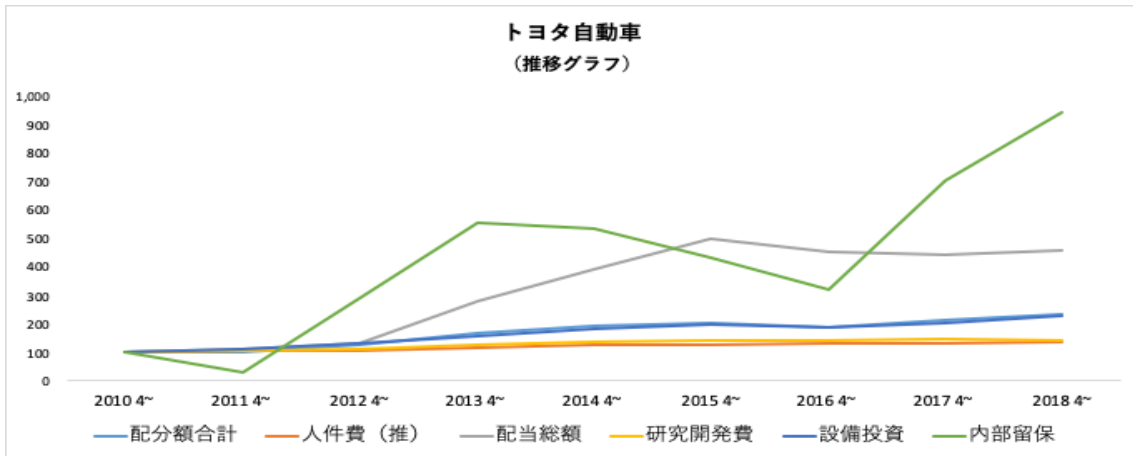
本稿では、主論文（pp.94-120）より抜粋し、表3・4にトヨタ自動車と日立製作所の「ステークホルダー指標」、及び、各ステークホルダーへの還元傾向の推移をグラフ化したものを例示した。

わが国では、多くの大企業が「ステークホルダーへの配慮」をコーポレートガバナンス方針の中に文章化し明示しているが、実際には、こうした方針が指標の示す数値と乖離し、ごく表層的なものであることを、事例とした「ステークホルダー指標」から読み取ることが可能である。

すなわち、「各ステークホルダーとの友好的関係を築く」（トヨタ自動車）、「ステークホルダーとの有効な関係は同社の企業価値の重要な一部を形成する」（日立製作所）という考え方や指針が、指標上に表れていない、もしくは、表わし得ない。グラフが示すのは、寧ろ、研究開発や設備投資を重視し、その上で、従業員（人件費）や株主（配当総額・自己株式）への還元配慮しつつ、将来に備え内部留保を増やしていくといった傾向であり、こうした考え方こそコーポレートガバナンスに関する考え方や方針で表現すべき内容であり、建設的な対話を促すものであると考えたい。

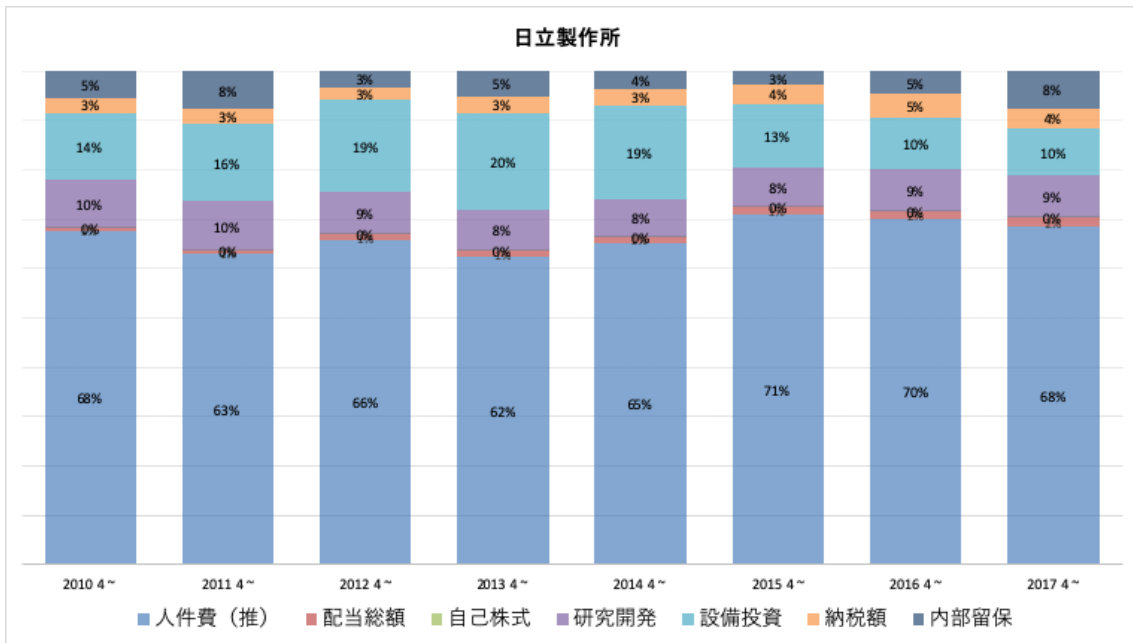
（表3）トヨタ自動車のステークホルダー指標（還元状況とその推移）



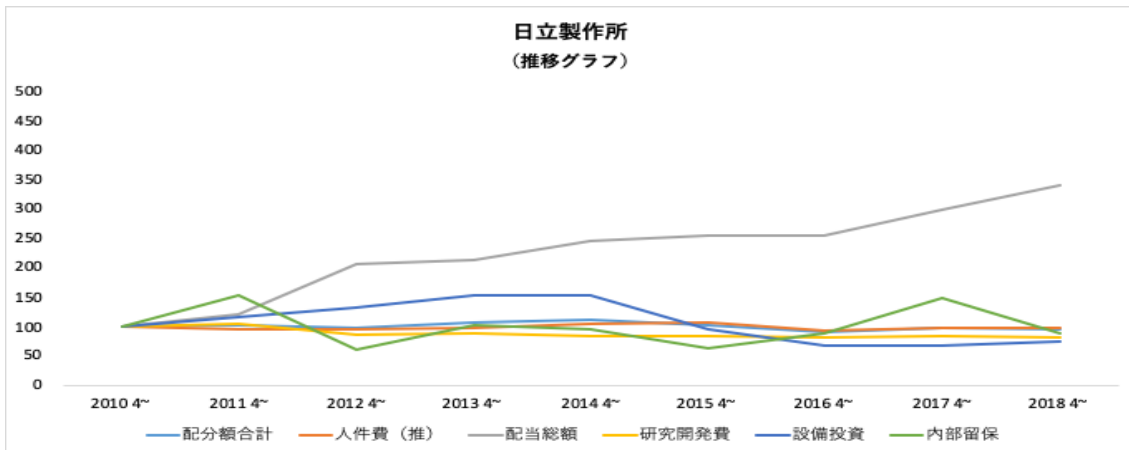


注：2010 4月に始まる期間の還元額を 100 とした場合の推移

(表 4) 日立製作所のステークホルダー指標 (還元状況とその推移)







注：2010 4月に始まる期間の還元額を100とした場合の推移

出所：主論文 (p.95, p.109)

## VIII. 取締役会の構成、役割と責任

バーリとミーンズは、株式会社が、株主の「私的所有権」から離れつつあることを指摘し、ラーテナウの言を借りて、その将来に向けた選択肢が「ステークホルダー指向」であると述べた。そして、主論文第4章では、この英米流の「ステークホルダー指向」に渋沢の唱えた「公益」という考えを加味して日本型のコーポレートガバナンスを提案し、主論文第6章の前半で、今後、その構築を担うのは取締役会であるとした。

第6章の4では、日本型コーポレートガバナンスの構築を担う取締役会のあり方(pp.131-5)、役割・責任 (pp. 138-43) に関する提案を行った。

### 1. 取締役会のあり方

主論文第1章にあげた課題(p.16)を考慮し、取締役会に必須な様子として次の5項目を挙げた。

#### ① 取締役の平等（一票の平等）

取締役会の構成員は平等であり、代表権の有無、社内と社外、(監査等委員等の) 委員であるか否か、によって決議票の格差があってはならないこと、また、専務取締役、常務取締役といった階級を設け、取締役会内にヒエラルキーを作ってはならないこと<sup>14</sup>。

#### ② 取締役会の構成

過半数以上を非業務執行取締役とし、その(非業務執行取締役の) 過半数以上を独立取締

<sup>14</sup> こうしたヒエラルキーを必要とするのは、指示系統の確立が必須な執行側である。取締役会は執行組織ではなく執行を監視・監督する審議機関であり、指示系統は必要とはしない。

役とすること<sup>15</sup>。また、取締役会会長は非業務執行取締役であること。

### ③ 会長と社長（CEO）について

会長と社長（CEO）の兼務は原則禁止とし、その必要が生じた場合<sup>16</sup>は取締役会の過半数を非業務執行・独立取締役とすること。

### ④ 委員会の設置

構成員に議決権のない監査役会を廃止<sup>17</sup>、過半数が非業務執行・独立取締役である監査等委員会の設置を義務付けること、但し、指名委員会等の設置は任意とする<sup>18</sup>。

### ⑤ 専任スタッフの設置

社内・社外の情報レベルの調整、さらには、取締役会に於ける審議が事業の現場から遊離しないためにも、取締役会は専従のスタッフを持つこと。

## 2. 取締役会の役割と責任

会社会社の法人格としての面には株主の「私的所有権」が及ぶことが考えられるにせよ、株式会社は、企業として、さらには、株主も含めた全体として、ステークホルダーに対する責任の下で経営が行われねばならない。故に、取締役会の役割・責任は、その点に留意して「権限の集中に誤りのないように、会社を導きコントロールするシステム」を構築しなければならぬことになる。

この点を踏まえ、次の4つを役割・責任として提案した。

### ① 経営の監視・監督

経営状況の監視・監督の基礎には数値目標が必要であり、その指標は成長期に指標である営業利益率ではなく、資本利益率とした。

### ② ステークホルダーの認識

恣意概念であるステークホルダーを、一般概念である「公」と混同することなく、個々の

---

<sup>15</sup> 2021年3月施行による会社法では、取締役会の三分の一以上を独立取締役とすることが定められている。本提案では、通常であれば四分の一以上（過半数以上の非業務執行取締役の半分以上）、会長を社長（CEO）が兼務する場合（③）は二分の一以上とした。

<sup>16</sup> 企業の再興など、強力なリーダーシップを必要とする場合を想定した。本論文に於けるコーポレートガバナンスの定義も「権限の集中に誤りのないように、会社を導きコントロールするシステム」であり、「権限の集中」を禁じるものではない。

<sup>17</sup> 英米の機関投資家との対話時には、多くの場合、わが国の監査役の権能が議論的となる。

<sup>18</sup> 本提案では、わが国の実状に合わせ監査等委員会設置会社を最も現実的なモデルと考えている。

株式会社としてこれ認識しなければならない。その為にも、取締役会は「ステークホルダー・マップ」「ステークホルダー・チャート」「ステークホルダー分析」(pp.139-141)等のツールを用いて、誰/何がステークホルダーであるかを認識しなければならない。

### ③ ステークホルダー間の利害調整

各ステークホルダーの「コミットメント」を基礎にステークホルダーを評価し、ステークホルダー間の利害調整を行った上で、付加価値の配分を行う必要がある。その状況を示すものが「ステークホルダー指標」になる。

### ④ ステークホルダー・エンゲージメント

ステークホルダーとの「共創」に向けた対話は取締役会が行い、株主のみでなく、会社それぞれのステークホルダーに対する責任、すなわち、「コミットメント」に応じた付加価値の配分を努めなければならない。

## IX. 結論

主論文第7章は、これまでに述べた「日本型コーポレートガバナンス」が、主論文第1章(p.16)で述べた、現場に於ける4つの課題を満たせるか否かを検討したものである。

さらなる詳細は、主論文、副論文をご参照頂ければ幸甚である。

## 参考文献

### 【日本語文献】

- ウェブレン, T. (1996) 『企業の理論』 小原敬士訳, 勁草書房
- ドーア, D. (2001) 『日本型資本主義と市場主義の激突』 藤井真人訳, 東洋経済新報社
- バーリ, A.・ミーンズ, G. (2014) 『現代株式会社と私有財産』 森杲訳, 北海道大学出版会
- メイヤー, C. (2014) 『ファーム・コミットメント：信頼できる会社を作る』 宮島英昭監修, 清水真人訳, NTT 出版
- ロック, J. (2010) 『統治二論』 加藤節訳, 岩波書店
- 青木高夫 (2020) 『株主指向か公益指向か：日本型コーポレートガバナンスを求めて』 晃洋書房
- 石田梅巖 (2016) 『都鄙問答』 岩波書店
- 江川雅子 (2019) 『現代コーポレートガバナンス：戦略・制度・市場』 日本経済出版社
- 大隅健一郎 (1987) 『新版 株式会社法変遷論』
- 大塚久雄 (1969) 『大塚久雄著作集 (第一巻)：株式会社発生史論』 岩波書店
- 加藤節 (2018) 『ジョン・ロックー神と人間の間』 岩波書店

- 渋沢栄一 (2008) 『論語と算盤』 角川書店
- 末永國紀 (2017) 『近江商人学入門改訂版：CSRの源流』 サンライズ出版
- 広田真一 (2012) 『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』 東洋経済新報社
- 藤田勉 (2017) 「形式重視のガバナンス改革は失敗する」 月刊資本市場 2017年5月号
- 松野弘 (2019) 『企業と社会論とは何か』 ミネルヴァ書房
- 宮本光晴 (2004) 『企業システムの経済学』 新世社

【英語文献】

- Allen, W.T. (1992)  
Our Schizophrenic Conception of Business Corporation, *Cardozo Law Review*, 14, 261-281
- Berle and Means (1932)  
*The Modern Corporation and Private Property*, N.Y. Macmillan
- Freeman, R.E. (1984)  
*Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman
- Hawley, J.P. and Williams, A.T. (1996)  
Corporate governance in the United States; The rise of fiduciary capitalism – A review the literature. The first prize of Lens 1996 Corporate Governance Paper Competition (available on-line at: <http://www.lens-library.com/infor/competitionhtml>)
- Karmelich, D. (2019)  
The Political Model of Corporate Governance, Shareholder Activism, June 15 (available on-line at: <https://www.shareholderactivism.com.au/the-political-model-of-corporate-governance>)
- Kay, John (1997)  
The Stakeholder Capitalism, in Kelly, G., Kelly, D. and Gamble, A.(eds), *Stakeholder Capitalism*, p.126, Palgrave
- Keasey, K., Thomson, S. and Wright, M. (1997)  
Introduction: The corporate governance problem – Competing diagnoses and solutions. In K. Kaesey, S. Thomson and M. Wright (eds) *Corporate Governance: Economic and Financial Issues*. Oxford University Press, 10-15
- Letza, S., Sun, X. and Kirkbride, J. (2004),  
Shareholding Versus Stakeholding: a critical view of corporate governance, *Corporate Governance*, Vol. 12, No.3
- Rathenaw, W. (1921)  
*In Days to Come (Von Kommenden Dingen)*, translated from German to English by Eden

and Cedar, P. Alfred A. Knopf (inc.)