

《博士論文要旨および審査報告》

学位請求論文

青木 高夫 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』（晃洋書房，2020年1月）
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—」（専修経済学論集第136号，2020年7月）

I 論文要旨

青木 高夫

本論文は、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年専修経済学論集第55巻第1号に掲載されたもの）より構成される。本要旨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、その課題に答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た。

この要約では、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「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する。

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る。この要約では、副論文（IV）で着目したCSR論の内容と合わせて記した。続いて英米流の考え方を整理する為に、副論文「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てある。

主論文第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（おおやけ）」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章までが理論編ということになる。

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

「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」である。

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。

主論文では、理論編について先行文献研究に触れていない部分があるので、副論文で論証を加えている。

Ⅱ 審査報告

審査委員 (主査) 遠山 浩
(副査) 田中 隆之
(副査) 中村 吉明
(副査) 宮本 光晴

1. 主題

青木高夫氏は1956年生まれで、1980年に青山学院大学文学部を卒業後、本田技研工業株式会社に入社し、海外拠点駐在、渉外部長、総務部長等を歴任。ホンダの海外投資家向けIRの最先端で活躍され、2019年に退職。現在はファナック株式会社の顧問として、同社のIRに係る助言等に従事している。これらの傍ら、2012年より専修大学大学院経済学研究科客員教授（2018年より同非常勤講師）を務め、修士課程学生への指導も担当している。

学会に所属した活動は行っていないが、本田技研工業株式会社勤務時に、経済産業省非市場戦略研究会委員（2007～2009年）、日本自動車工業会総務部会長（2011～2015年）といった公的委員会等の要職を務めており、各会が取りまとめた提言等作成に関与している。

こうした実務経験を活かして、コーポレートガバナンスに関する研究を進め、その成果が書籍『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』となって見洋書房より出版された。日本企業のコーポレートガバナンスに関しては多数の研究があるとしても、実務経験に基づくものは僅かであり、それも印象論風のものか、雑誌メディアに流布する平凡なものになりがちである。これに対して、本研究は、海外投資家向けに日本企業の説明を行ってきた自らの経験に基づくと同時に、先行する学術研究を踏まえ、日本企業のコーポレートガバナンスとは何かを考え、会社はだれのために存在するのか

を検討したものである。ただし、本書は一般読者向けに書かれたものであるゆえ、先行文献レビューといったアカデミックな研究要件の面では不十分であることは否めない。青木氏自身この点を自覚し、学位請求に当たり、先行文献研究を踏まえた寄稿論文「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—」を、専修経済学論集136号に提出された。そこで、書籍（主論文）と寄稿論文（副論文）の2点を対象に、専修大学大学院経済学研究科における博士（経済学）の学位授与に相応しいか否かを検討した。

2. 構成

学位請求の主論文（書籍）は、（1）研究背景と問題関心（序章、第1章）、（2）株主指向とステークホルダー指向の学説史的背景（第2章、第3章）、（3）ステークホルダー指向における「公益」概念とその具体化（第4章、第5章）、（4）結論と提言（第6章、終章）の構成となっている。また、副論文（寄稿論文）は、主論文でカバーできなかった先行文献レビューを中心に、主論文の（2）（3）の部分を補っている。以下、簡潔に紹介したい。

【主論文】

序章 コーポレートガバナンスは一人に制約のない権限を与えない！

1. 「ガバナンス」と「コーポレートガバナンス」
2. 「企業統治」と「会社統治」

第1章 海外の投資家や日本政府は何を考えているのか

1. 機関投資家の評価
2. コーポレートガバナンスの理念
3. 「伊藤レポート」をどう理解するか
4. 内部留保はどれだけ必要か

第2章 「会社は株主のものである」—「株主指向」の誕生と矛盾—

1. 「株主指向」の誕生
 2. 「所有」と「支配」の分離
 3. ストック・オプション制度
 4. 「ステークホルダー指向」の兆し—バーリとミーゼの描いた姿—
- 第3章 「大企業には社会への責任がある」—「ステークホルダー指向」の歴史—
1. 米国の「ステークホルダー指向」
 2. ドイツの「ステークホルダー指向」
- 第4章 「会社は社会の公器である」—渋沢栄一と「公益指向」
1. 代表的なコーポレートガバナンス理念
 2. 「賤商思想」とは何か
 3. 渋沢栄一と「合本思想」
 4. 「合本思想」は「ステークホルダー指向」なのか
 5. コリン・メイヤーの「コミットメント」
- 第5章 「公益」を数字で表せるか—「ステークホルダー指標」の提案
1. ステークホルダーへの還元
 2. 指標とする基準値
 3. 事例の提示（自動車メーカー）
 4. 事例の提示（電気メーカー）
 5. 日本経営者団体連盟（日経連）の試み
- 第6章 会社の未来は取締役会にかかっている—取締役会の構成、役割、責任—
1. 英国の取締役会
 2. わが国の取締役会の在り方
 3. 取締役会の理念
 4. 取締役の役割と責任
- 終章 わが国の株式会社に相応しいコーポレートガバナンスとは？

【副論文】

- I. 「株主指向」の誕生
 1. 「私的所有権」と「株主指向」
 2. 「所有」と「支配」の分離

- II. 「株主指向」に関する諸理論
 1. エージェンシー理論
 2. 「取引費用」と「組織としての企業」
 3. 「不完備契約」と「株主指向」
- III. 英米型のコーポレートガバナンスモデル
 1. Hauley and Williams の分類による四つのモデル
 2. Keasey et al. の分類による四つのモデル
- IV. ステークホルダー指向と CSR 論
 1. 「ステークホルダー指向」の誕生と課題
 2. 「ステークホルダー指向」と CSR 論との関わり
- V. わが国のコーポレートガバナンスと「ステークホルダー指標」
 1. 渋沢栄一の「公益指向」と「ステークホルダー指向」
 2. ステークホルダーの認識と「コミットメント」
 3. ステークホルダー指標
- VI. 結論

論文紹介

(1) 研究背景・問題関心（序章、第1章）

青木氏の問題意識は「日本企業に相応しいコーポレートガバナンスは何か」の解明にあるが、この背景には株主主権を当然と考える海外の機関投資家に対峙し、それとは相いれない面が日本企業にはあることを意識するとしても、この点をしかし明確には語れなかったことの忸怩たる思いから、日本のコーポレートガバナンスの研究に取り組むことになったことが率直に語られている。ここから日本型のコーポレートガバナンスとしてステークホルダー指向を見出していくのであるが、しかし欧米は株主指向、日本はステークホルダー指向という単純な割り切りでは海外投資家には立ち向かえないこと、「伊藤レポート」に代表される英米流を意識したコーポレートガバナンス改革の提言に対しても、ステークホルダー指向の側からの応答が必要であることが述べられる。そして株主指向、ステークホルダー指向とい

う枠組みを超えてガバナンスの本質は何かと問うと、経営トップの権限集中あるいは独裁を防ぐためのシステムであるとする。これは長年「社長付」の要職にあった著者の偽りなき思いであり、この点が最終章で、取締役改革の提言として述べられる。

(2) 株主指向とステークホルダー指向の学説史的背景 (第2章, 第3章)

コーポレートガバナンスの検討にあたり、英米型の株主指向と日本型のステークホルダー指向を対置させる議論は多い。しかしこれだけであれば平凡な議論に終わってしまう。

これに対して本書は、英米において株主主権のコーポレートガバナンスが生まれた背景をロックにさかのぼる私的所有の概念に求め、しかしそれが想定する所有者個人の延長にあるものとしての会社は、所有と経営が分離した今日の巨大化した企業には当てはまらないことを、パーリ＝ミーゼの議論を採用して詳細に述べる (第2章)。

さらに本書は、パーリ＝ミーゼを嚆矢として、英米企業においてこそステークホルダー指向が生まれたことを述べる。その頂点が1960年代の経営者資本主義論であり、しかしそれが70年代以降、経営エリートの退場や機関投資家の台頭ともに、株主資本主義論に取って代わられた経緯を述べる (第3章)。この点は副論文においてエージェンシー論を中心としたコーポレートガバナンスめぐる論として整理され、「英米型のコーポレートガバナンスモデル」としてまとめられている。

また第3章では、株主主権論がいわゆる法人名目説に基づくものであるのに対して、ステークホルダー指向は法人実在説の概念に基づくこと、その原型としてラーテナウの「会社それ自体」の概念にさかのぼり、株式会社に関する古典的な議論を考察する。そして日本においてステークホルダー指向が述べられるとき、ドイツと同様、「会社それ自体」の概念に基づくこと、あるいはその背後にある社会有

機体の概念に基づくこと、この意味で英米のアンゲロサクソンモデルと独日のラインモデルの対比が成立することを指摘する。

(3) ステークホルダー指向における「公益」概念とその具体化 (第4章, 第5章)

先のドイツ型の「会社それ自体」の概念が、日本においては「会社は社会の公器である」と表現されることに注目し、その先駆者として渋沢栄一の「合本思想」を考察する (第4章)。渋沢は、「社会の公器」として会社は「公益」を追求すると考えるのであるが、それは2つの側面から成り立っていることが述べられる。1つは社会全体の物質的利益の増大としての「公益」であり、それを実現するのが株式会社という「合本」組織であるという。もう1つは「合本」組織を運営する経営者の「公益」の観念、すなわち私益の追求に拘泥することを防ぐ「自己規律」と、会社の利益 (社益) と公益との一致を図る「経営規律」であるとする。

ここで著者は、コリン・メイヤーの議論を参照して、「合本」組織 (株式会社) は、その活動に関与するステークホルダーのコミットメントと、それに応答する経営者のコミットメントの義務から成り立つことを指摘する。そしてメイヤーは、ステークホルダーに対する経営者のコミットメントをステークホルダー指向と呼ぶ。さらに副論文では、不完備契約の観点からも、契約に明示できないステークホルダーのコミットメントが株式会社の機能を高め、社会全体の物的利益の意味での「合本」組織にかなうこと、あるいはフリーマンに代表されるような経営戦略としてのステークホルダー指向の考えが生まれることを指摘する。

ただし著者は、このようなステークホルダー指向の議論に対して、日本企業ではステークホルダー指向の前提として「公益」という経済倫理があるとする。この点は必ずしも明確ではないとしても、本書のタイトルが「株主指向かステークホルダー指向か」

ではなく、「株主指向か公益指向か」であるように、社会制度としての公益概念がステークホルダー指向の基盤であることを強調する。

ただしステークホルダー指向に対してはその難点もまた指摘されている。つまり、ステークホルダーの概念が多義的かつ不明確であるために経営者の恣意的行動を許すものとなること、あるいは現実の行動を導くものとしての操作概念にはなりえないことが指摘される（第5章）。さらに副論文では、エージェンシー論の観点からは、ステークホルダー指向は「経営者独裁モデル」や「政治モデル」とみなされることが紹介されている。

これに対して著者は、だれをステークホルダーとするのかを決めるのが「公益」の概念であるとする。先と同様、この点は必ずしも明確ではないとしても、日本を代表する産業（自動車、電機）の代表的な企業6社（トヨタ自動車、日産自動車、本田技研工業、日立製作所、三菱電機、パナソニック）を取り上げ、ステークホルダーがどのように位置づけられているのかを「ステークホルダー指標」として検討する。具体的にはステークホルダーに対する還元額を付加価値総額とし、それがステークホルダーにどのように分配されているのかを、2010年から2018年までの財務データに基づき詳細に検討している。分配の対象は、従業員（給与総額）、株主（配当総額、自己株式取得）、政府（納税額）、そして「会社それ自体」（研究開発費、設備投資額、剰余金）、とするのであるが、研究開発費、設備投資額は株主を含めたステークホルダー全体に対する分配とするほうが妥当ともいえる。ただここでの問題は、各社のコーポレートガバナンス報告書に見られるステークホルダーの位置づけ、つまり株主、社会、従業員、取引先、顧客、そして会社の存続が、どのような順番で記載されているのか、そしてそのことがステークホルダーに対する分配にどのように反映されているのかを見ることになる。

このような分析は非常にユニークであると同時に、

各社の特徴を浮かび上がらせるものとなっている。例えばトヨタはステークホルダーへの還元額（付加価値総額）自体が大きく増大するとともに、配当と自己株式取得、そして剰余金に振り向ける比率が付加価値の伸びをはるかに上回って増大していることが示される。また日産は、付加価値総額の停滞にもかかわらず配当総額が異様とも思える率で増大していること、他方ホンダは、業績の変動に応じて剰余金の比率も変動する一方、研究開発費や設備投資の比率は一貫して高く維持されていることが示される。もちろんここでの分析は緒に就いたばかりのものであり、各社のパターンを示す以上のものではないとしても、ステークホルダー指標というユニークな切り口を提示するものとなっている。

（4）結論と提言（第6章、終章）

以上の分析から、本研究は、日本企業はステークホルダー指向のコーポレートガバナンスであると結論づけ、その経営の運営責任を担うのは経営者の「自己規律」であること、そして経営者の「経営規律」をモニターする取締役会の役割が重要であることを指摘する。そのために取締役会是非業務執行の取締役を多数とすること、しかし委員会型の取締役会に一挙に移行することは現実には困難であることを鑑みると、内部取締役を含めて業務執行を離れた非経営の取締役が多数であることの重要性を指摘する。公式の指名委員会ではないとしても、日本企業の多くは非公式や任意の指名委員会を設けているのであるが、それが「経営者の独裁」を阻止できるためには、非業務執行取締役を多数とすることと取締役の平等原則の確立が不可欠であることを「日本型コーポレートガバナンス」の提言とする。

3. 意義

（1）本研究は、株主主権論を自明視する英米の機関投資家と対峙する中で、それとは異なる日本企業のコーポレートガバナンスは何かを自問し、先行研究

の検討の中からステークホルダー型ガバナンスを発見したものである。英米企業の株主指向と対比される日独企業のステークホルダー指向に関してはすでに多くの議論がある。これに対して、歴史的にはまず英米企業においてステークホルダー型ガバナンスが形成されたこと、しかし英米企業はそのことを忘れあるいは自ら破棄し、株主指向のコーポレートガバナンスへ転換したこと、これに対して日本企業は日本社会の伝統の中から「公益」概念に基づきステークホルダー型ガバナンスを生み出し、現在においても維持している、という議論の構成は独創的である。

(2) 本書が参照する先行研究は、バーリ＝ミーンズやラーテナウや渋沢栄一など、独自の観点からステークホルダー型ガバナンスを論じたものであり、いわば古典となった議論に立ち戻り日本企業のステークホルダー主義を論じる姿勢は評価できる。ただしこれらの古典となった議論は英米の主流であるエージェンシー論からは異端とみなされるものである。この点に関しては、副論文でエージェンシー論を中心に内外の研究論文で補完し、その上でフリーマンのステークホルダー論、さらにコリン・メイヤーのファームコミットメント論に依拠してステークホルダー型ガバナンスを現代的に論じるというように、周到な論理構成となっている。学術論文としては先行研究レビューの不足が指摘できるとしても、論述の構成自体は高く評価できる。

(3) 操作可能な概念でないというステークホルダー主義に対する批判に対して、日本の代表的企業6社の財務データからステークホルダー指標を構成し、ステークホルダーに対する各社の考えとステークホルダーに対する実際の分配を比較検討するという、ユニークな分析視点を提示した点も高く評価できる。分析はまだ初歩的段階であり、「ステークホルダー指標」も「ステークホルダーの順序付け」という意味であるが、各社の特徴を浮かび上がらせる

ものとなっている。またこのような切り口で捉えたステークホルダー指向の異同は、補助論文に示された「エージェンシーモデル」や「経営者独裁モデル」や「政治モデル」などコーポレートガバナンスのモデルに対応付けて考察することも可能である。

(4) 上記のコーポレートガバナンスのモデルの観点からは、日本企業のステークホルダー型ガバナンスは、その難点として、それが経営者主導型となり、さらには経営者独裁型モデルに近づくことが指摘される。この点に関して、コーポレートガバナンスの最終課題は経営者の独裁を阻止することであり、そのためには非経営の取締役を過半数にする必要があるという本書の提言は、実務家研究者である青木氏の真骨頂として、高く評価できる。

4. 課題

(1) 青木氏はノンアカデミーの研究者であるため、論述のスタイルにおいて先行研究の参照が弱い点は認めない。たとえ実務家研究者であるとしても、学術研究の論述スタイルを習得することが不可欠であり、これによって文字通り実務家研究者として認知されると思われる。

(2) バーリ＝ミーンズやラーテナウのステークホルダー型ガバナンスに対して、日本型のステークホルダーモデルにおいては、渋沢栄一の「公益」概念や「賤商思想」を克服する石田梅岩の「自己規律」の思想の重要性が述べられるのであるが、その議論は必ずしも深くはない。著者の要点は、「私益」に基づく株主指向型ガバナンスに対して、日本企業では私益ではなく社益、そして公益の観念が経営者の行動を導くことを指摘する点にある。ただそのためには日本の経済思想の観点からより深く掘り下げた議論が必要とされている。また経済倫理の観点から現実の日本企業の行動を論じることも必要とされる。

(3) 日本企業のステークホルダー型ガバナンスの在り方を、財務データに基づくステークホルダー指標として検証する点は非常にユニークであり、かつ重要である。しかし分析はまだ初歩的段階であり、より精緻な分析が求められる。

(4) 日本のステークホルダー型ガバナンスが有効に機能するためには、取締役会が十全に機能する必要があるとの結論に対して、現実の取締役会の状況に関しては十分に説明できていない。本書の作成時にはまだ会社に勤務していたという事業があるとしても、そこから離れた実務研究者としては、実務家として得られた体験を基にしたより鋭い分析と考察が必要とされる。

(5) 副論文においては、ステークホルダー重視のガバナンスがCSRにつながり得るという重要な指摘がなされている。しかしCSRやESGに関しては、日本企業の遅れが指摘できるわけであり、この点の考察が本研究の最も重要な課題として残されている。フリーマンのように経営戦略としてのステークホルダー論や、コリン・メイヤーのように株式会社へのコミットメントに基づくステークホルダー論からは、やはり一般社会の観点が抜け落ちてしまうように思われる。この意味で本研究が重視する渋沢栄一の「公益」概念をいま一度見直す必要があると思われる。この点は実は、本研究の表題が「株主指向かステークホルダー指向か」ではなく、「株主指向か公益指向か」である点に表れているといえる。時代のトレンドとしてのCSRやESGではなく、ステークホルダー型ガバナンスには収まり切れない「公益」の概念をCSRやESGとして捉えることができるなら、実務家研究者としての青木氏の貢献は大なるものと思われる。

5. 結論

本研究は、株主よりもステークホルダーを重視す

る日本企業のコーポレートガバナンスをその古典的論述より説き起こし、それを財務データに基づくステークホルダー指標として検証し、かつステークホルダー型ガバナンスが有効に作用するためには経営者の自己規律をモニターする取締役会の機能が必須であることを論じている。また今日的な課題として、ステークホルダー指向を超えた公益指向に基づくCSRやESGの可能性にも言及するというように、非常に興味深い研究となっている。先行文献レビューが甘いといった実務家研究者固有の限界はあるとしても、上述の発見はその限界を十分に補うものである。

よって審査員一同は、所定の口頭試問（令和2年11月7日）と論文審査に基づき、青木高夫氏による本研究が学術的貢献をなしうる独創性を備えた論文であると評価するとともに、本研究が専修大学大学院経済学研究科における博士（経済学）の学位授与に相応しいものであると判断する。

Ⅲ 学位授与要記

- 一. 氏 名 青木 高夫
- 二. 学位の種類 博士（経済学）
- 三. 学位記番号 経乙第二十五号
- 四. 学位授与の条件 学位規則第四条第二項該当
- 五. 学位授与年月日 令和三年三月二十六日
- 六. 学位論文題目 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
- 七. 審査委員 主査 専修大学経済学部
教授 遠山 浩
副査 専修大学経済学部
教授 田中隆之
副査 専修大学経済学部
教授 中村吉明
副査 専修大学名誉教授
宮本光晴