

博士学位論文審査要旨

2013年2月4日

論文題目：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

学位申請者：広田 真一

審査委員：

主査： 経済学研究科 教授 北坂 真一

副査： 経済学研究科 教授 中尾 武雄

副査： 経済学研究科 教授 新関 三希代

要 旨：

本論文は、企業行動の分析において広く用いられる株主利益の最大化を前提とする株主主権型モデルに対して、企業の目的を「株主・従業員・顧客・取引先・地域社会など様々なステークホルダーの利益や満足を生み出すこと」とするステークホルダー型モデルを提示し、その有用性を理論的・実証的に示したものである。

論文は、第1章から第9章、および終章からなる。

第1章では、株主主権型モデルとステークホルダー型モデルを対比して概観している。

第2章では、日米の株式会社を対象に、経営理念という観点からステークホルダーがどのように位置づけられているかを、分析している。

第3章では、ステークホルダー型モデルにおける企業価値の定義とその考え方を整理することにより、様々な分析の視点を提示している。

第4章では、ステークホルダー型企業のひとつとして、競争力の源泉を人的資源におく企業をモデル化し、その望ましいガバナンスについて理論モデルを示し、株主主権を制限することが経営を効率化することを明らかにしている。

第5章では、インタビューと理論モデルに基づき、株主のチェック機能がなくても経営者の行動が従業員の退職や不満の表明により規律づけられる可能性を示している。

第6章では、ステークホルダー型企業における望ましい取締役会の姿を、回帰分析や経営者へのインタビューなどから考察し、日本の取締役会がバランスのとれたものとして評価できることを示している。

第7章では、日本企業の資金調達に株主主権型モデルよりもステークホルダー型モデルにより「安定・存続重視の財務政策」として合理的に説明できることを回帰分析で示している。

第8章では、日本のメインバンク制がステークホルダー型モデルにより「企業の財務リスクをヘッジする機能を果たす」という観点から、合理性をもつことが回帰分析や企業・銀行へのインタビューにより示されている。

第9章では、ステークホルダー型企業の観点から経営理念の明示が組織運営の上で重要であり、経営理念が明示された企業ほど利益率が高いことが実証分析で示されている。

終章では、日本企業をステークホルダー型モデルの視点から再評価し、株主主権モデルで説明できない慣習などの多くがステークホルダー型モデルにより合理的に説明できることを主張している。

本論文は、以上のようにステークホルダー型モデルを多方面から理論的・実証的に分析したものである。経営者のインセンティブに関する想定や、ステークホルダー型モデルの有用性を強調

するあまり伝統的な株主主権型モデルの評価が不十分であることなど、改善の余地は残されているものの、企業分析においてステークホルダー型モデルの視点から詳細な分析を行った本研究の価値は高く、当該分野の学術研究に対して十分に貢献するものとして高く評価できる。

よって、本論文は、博士（経済学）（同志社大学）の学位を授与するにふさわしいものであると認められる。

学力確認結果の要旨

2013年2月4日

論文題目：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

学位申請者：広田 真一

審査委員：

主査： 経済学研究科 教授 北坂 真一

副査： 経済学研究科 教授 中尾 武雄

副査： 経済学研究科 教授 新関 三希代

要 旨：

本論文提出者は、2013年1月22日午後6時からおよそ1時間40分にわたり行われた試問会において、提出された論文に基づいて研究の背景や本論文の意義、その学術的貢献について説得力のある説明を行い、審査委員との質疑・討論を通じて当該分野に関する高い学識と幅広い研究能力を有していることを証明した。また外国語能力に関して、英語について十分な学力を有していることを示した。

以上のことから、本学位申請者の専門分野に関する学力ならびに語学力は十分なものであると認める。

博士學位論文要旨

論文題目：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

氏名：広田 真一

要旨：

一般に、経済学において企業の経営・行動を分析する際には、企業の目的として「株主の利益の最大化」が前提とされることが多い。そして、この前提に基づいた見方を「株主主権型モデル」と呼べば、それは今や経済学の企業分析の標準的なパラダイムとなっていると言えよう。事実、コーポレート・ファイナンスやコーポレート・ガバナンスの分野においても、この株主主権型モデルの下で、これまでに膨大な数の理論的・実証的研究が蓄積されてきた。

しかし、現実の社会では、多くの企業は、単に株主の利益だけではなく、株主以外のステークホルダー（従業員・顧客・取引先・地域社会など）の利益と満足をも考えて経営を行っていると思われる。そこで、企業の目的を「株主・従業員・顧客・取引先・地域社会などの様々なステークホルダーに利益と満足を生み出すこと」と捉え、それに基づく企業の見方を「ステークホルダー型モデル」と呼ぶことにしよう。このステークホルダー型モデルによって、コーポレート・ファイナンス、ガバナンスを経済学的に分析すると、株主主権型モデルから得られた結論はどのように変わってくるのだろうか。また、株主主権型モデルでは捉えられなかった企業の金融面の行動・慣習やガバナンスのしくみを明らかにすることができるだろうか。

本論文においては、以上の問題意識のもとに、現代の企業をステークホルダー型モデルで捉え、そのファイナンスとガバナンスを経済学的に分析する。具体的な分析の方法としては、まず現代の企業の組織・ファイナンス・ガバナンスに関する基礎データを提示し、それをもとに理論分析と実証分析を行う。理論分析を行う際には、伝統的なマイクロ経済学に加えて、近年の契約理論で発展した分析ツール（不完備契約、所有権アプローチ、関係的契約など）を大いに利用する。また、実証分析では、大規模なサンプルを用いた回帰分析を行う。さらには、多くの章では、企業へのアンケート調査、インタビュー調査の結果も併せて報告する。

本論文の分析結果は、株主主権型モデルに依拠した既存のコーポレート・ファイナンス、ガバナンスの分析結果とはかなり異なっている。例えば、株主主権型モデルでは、非効率・非合理だと判断される企業の行動も、ステークホルダー型モデルの観点からは十分に合理性をもつことが示される（株主の権利の弱さ、内部者・企業関係者で占められる取締役会、安定性重視の財務政策など）。また、株主主権型モデルでは捉えられなかった現代の企業の組織・仕組み・慣習を理解することが可能になる（企業内部の自律的ガバナンス、メインバンクのリスクヘッジ機能、経

営理念の重要性など)。さらには、現代の企業をとりまく制度や法律の望ましい形に関しても、株主主権型モデルとは異なったインプリケーションが得られる(ガバナンスの多様性、銀行中心型金融システムのメリットなど)。そこで以下では、本論文で得られた主な結論を、章を追って紹介していくことにしよう。

まず、第1章(現代社会における企業)、第2章(株式会社は株主のために?)では、現代の豊かな社会においては、企業の特徴と役割がかつてと比べて変化しており、企業を捉える際には、株主主権型モデルよりもステークホルダー型モデルの方がより適切であることを論じる。現代の企業では、その競争力の源泉として物的資本よりもむしろ人的資本が重要であり、また企業と従業員・顧客・取引先等との関係もかつての単純な契約関係では割りきれないインフォーマルな互惠関係を含んでいる。したがって、企業経営においても、株主の利益のみならず、株主以外のステークホルダーに利益と満足を与えることが経営の目標となる。このことは、大規模なデータを用いた企業の経営理念の実証分析の結果、経営者へのインタビュー調査の結果(いずれも第2章)によって支持される。そして、第3章(ステークホルダー型モデルと企業価値)では、企業をステークホルダー型モデルで捉える場合の分析の視点と注意点を議論する。

続く第4章、第5章、第6章は、コーポレート・ガバナンスに関する章である。第4章(株主主権をいかに抑制するか?)では、人的資本が競争力の源泉である現代の企業においては、株主主権の強化が従業員の人的投資のインセンティブを阻害し、(これまでの通説とは異なって)企業経営の効率性を低下させる可能性があることを論じる。そして、所有権アプローチのモデルを理論的に分析することによって、企業価値を最大にする株主主権の強さが企業の特性や各国の制度的環境ならびに文化的特質によって変わってくることを示す。この理論分析の結論は、なぜ1990年代後半以降の日本で株主主権が進まなかったのかを合理的に説明するとともに、今後は「株主主権をいかに抑制するか」が多くの先進国で重要な問題となることを示唆する。次に、第5章・第6章では、ステークホルダー型企業における経営者の規律付けメカニズムについて考察する。第5章(株主によるガバナンスは必要か?—従業員の静かな Exit)では、これまであまり注目されてこなかったものの株主以外のステークホルダーにも Exit のオプションがあり、それが経営の規律付けメカニズムとして働く可能性を検討する。そこでは、企業へのインタビュー結果の紹介と理論モデルの分析によって、株主のチェック機能がなくとも経営者の行動が従業員との関係において暗黙のうちに規律付けられる(「自律的ガバナンス」と呼ぶ)可能性を示す。そして、この自律的ガバナンスが有効に機能するための条件を理論的に吟味する。第6章(現代の取締役会の機能と構造—ステークホルダーの Voice)では、ステークホルダー型企業の望ましい取締役会の姿を考察する。まず、世界各国の取締役会の実態を見ると、取締役会は株主の代表というよりむしろ全てのステークホルダーの代表と考えられることを述べる。そして、様々なステークホルダーの代表が構成員として含まれる日本の取締役会は、むしろバランスの取れた取締役会として評価できることを論じる。ただしそれに加えて、独立取締役の存在は、ステークホルダー型モ

デルの観点から見ても取締役会の監督機能を有効にするために重要であることを主張する。

第7章と第8章は、コーポレート・ファイナンスに関する章である。第7章（ステークホルダー型企業の資金調達）では、株主主権型モデルでは説明できない日本企業の資金調達行動が、ステークホルダー型モデルの観点からは「安定・存続重視の財務政策」として合理的に理解できることを論じる。そして、ステークホルダー型企業の資金調達原理として、株主利益の最大化ではなく「企業の存続確率最大化」仮説を提示し、その考察から導かれる回帰モデルが、日本企業の資金調達の現実をかなりの精度で予測することを示す。続いて、第8章（銀行中心型金融システムとメインバンク）では、銀行中心型の金融システムの象徴として、日本のメインバンク制を取り上げ、それがステークホルダー型モデルの視点からは合理性をもつ慣習として理解できることを論じる。そして、「メインバンクが企業の財務リスクをヘッジする機能をもつ」という仮説が、日本企業のデータを用いた実証分析によって支持されることを示す。

続いて第9章（経営理念は重要か？）では、ステークホルダー型モデルの観点から、企業の経営理念の明示とその組織内への浸透が、組織運営上ならびに経営の監督上、極めて重要になることを論じる。事実、日本企業のデータを用いた実証分析からは、1）経営理念の存在は企業の人事政策・財務政策に有意な影響を与える、2）経営理念がありそれを浸透させている企業ほど利益率が高い、という結果が得られる。

最後に終章（日本企業をどう評価するか？）では、各章の分析結果をもとに、日本企業の経営をステークホルダー型モデルの視点から再評価する。日本企業には、ここ20年余り、株主主権型モデルの立場から厳しい批判がなされてきたが、ステークホルダー型モデルの観点からは、日本企業のファイナンスやガバナンスの行動・慣習・制度の多くが、ある種の合理性をもつと考えられることを主張する。その上で、日本企業に変革が必要な点についてもいくつかの提言を行う。

以上の各章の内容からもわかるように、本論文はコーポレートファイナンス・ガバナンスの分野においてステークホルダー・パラダイムを提示し、株主主権型モデルとは異なる視点から現代の企業の行動・組織・制度・法律を理解・考察しようとする試みである。現代の企業をステークホルダー型モデルで捉えると、企業のファイナンス・ガバナンスに関していかなる知見が得られるのか。その知見から、現実の企業の行動と組織はどう理解されるか、また企業を取り巻く制度・法律はどう設計されるべきか。そして、これらの問いに対する答えから、日本そして世界各国の企業システムをどのように評価するか。これらが、本論文を通じて探求されるテーマである。