

# 博士学位論文審査要旨

2008年6月20日

論文題目：株式会社の権力とコーポレート・ガバナンス—アメリカにおける議論の展開を中心として—

学位申請者：今西 宏次

審査委員：

主査： 商学研究科 教授 鈴木 良始

副査： 商学研究科 教授 太田 進一

副査： 商学研究科 教授 岡本 博公

要 旨：

今西宏次氏の学位申請論文は、およそ10年間にわたる緻密な研究をまとめたものである。本論文の大量の参照文献は、氏の長年にわたる丹念な研究蓄積の広さと深さを雄弁に物語るものである。

申請論文の最大の特徴は、コーポレート・ガバナンス論を株式会社権力論、すなわち公開された大規模株式会社の社会的権力はどのように統治されるべきかの問題、いいかえれば大規模な公開株式会社の経営者権力の自由裁量権はどう社会的に統治されるべきかの問題として、一貫して考察していることである。これは一見、至極当然の研究方法のように見えるが、1990年代以降の我が国のコーポレート・ガバナンス論の大勢が資本効率と株主中心主義を軸に展開されてきていることを想起するとき、氏の考察の一貫性と独自性が明瞭となる。

申請論文は、この立場に立って19世紀の株主有限責任制の成立史から現代のコーポレート・ガバナンス論にいたるアメリカの歴史的な議論を詳細に追跡している。なかでも、60～70年代アメリカにおける株式会社の正当性問題に関する議論の展開、80年代以降のM&Aの興隆を背景とした企業価値向上と株主中心主義の議論の展開、これと同時期におけるM.A.アイゼンバーグ、R.E.フリーマンの議論に続くアメリカの利害関係者論の議論の太い流れ、そしてアメリカの過半の州における利害関係者論と共鳴する会社構成員法の成立など、アメリカにおける議論の推移を深い理解に基づいて構造化することに成功している。

以上のように、申請論文は、アメリカにおけるコーポレート・ガバナンス論の歴史的議論を総括することで、その中心的議論が、会社は株主のものであるという株主理論と、会社はそれを取り巻く様々な利害関係者による統制を受けるという利害関係者論の二つの流れに収斂すること、そして今後の株式会社ガバナンスの望ましい方向が利害関係者論に立った社会的制御にあることを、歴史的議論を詳細に通観することによって説得力を持って説くことに成功している。

以上の点から、本論文は、博士（商学）（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

2008年6月20日

論文題目： 株式会社の権力とコーポレート・ガバナンス—アメリカにおける議論の展開を中心として—

学位申請者： 今西 宏次

審査委員：

主査： 商学研究科 教授 鈴木 良始

副査： 商学研究科 教授 太田 進一

副査： 商学研究科 教授 岡本 博公

要 旨：

2008年6月3日、午後3時より約2時間にわたり、今西宏次氏に対する学力確認のための口頭試問を行った。試問を通じて、米国を中心とする株式会社ガバナンス論の諸論者の学説内容、論点の推移、米国における株式会社法制と判例の展開、ガバナンス論の展開と米国経済史との関係など、今西宏次氏が当該分野に深く広い学識を有していることを確認することができた。

また、提出された学位論文が多数の専門的英語文献の深い理解を基礎に展開されている点、および口頭試問を通じて、今西宏次氏の語学力（英語）を確認することができた。

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： 「株式会社の権力とコーポレート・ガバナンス——アメリカにおける議論の展開を中心として——」

氏名： 今西 宏次

## 要旨：

本論文では、コーポレート・ガバナンスは株式会社の権力を巡る問題と捉える。会社権力を統制しようとする場合、株主の立場から見て経済的に効率的に権力を統制しようとする立場と、さまざまな利害関係者を含んだ社会的な視点から統制しようとする立場がある。つまり、株主理論と利害関係者理論のどちらの立場をとるのか、株式会社の目的は何か、誰のための会社にするかを考えることがコーポレート・ガバナンス論の核心であるといえる。本論文において、筆者は、コーポレート・ガバナンスに関する議論が始まったアメリカにおける議論を歴史的な展開を含めて詳細に比較・検討し、利害関係者理論の立場からの議論を展開している。以下では、本論文を通じての筆者の主張が明確となるような形で、要旨を示したい。

## I. 株主理論と利害関係者理論

### (1) 会社は株主のものである (株主理論)

株主理論は、いわゆる近代経済学の中心的な部分を占める理論である。この理論は、会社は利益を求める個人あるいは諸個人によって所有されており、所有者はもっぱら自らの金融資産を増やすことに興味があると仮定している。このため、株主理論は、ほとんど排他的に所有者の経済的健康の最大化に焦点を合わせる議論を展開する。つまり、株主理論の原理は、株主が会社の資本を提供したので、彼らが全ての残余の所得を「受けるに値する」ということである。株主理論の下で、唯一のあらゆる会社活動のための原理は株主価値の最大化（通常、株価極大化を意味する）である。もし会社の活動が当該株主のために会社の価値を増大させるならば、その活動は正当であるが、もし会社の価値が減らされるなら、その活動は正当ではないことになる。

会社は、その所有者が望み通り動かすことが出来る彼らの財産である。したがって、この立場からコーポレート・ガバナンスの問題を見れば、コーポレート・ガバナンスは株主の利害が明確に反映されるように設計されるべきであり、株主の願望と会社（経営者）の行動を一致させることを目指すことになる。これを企業の社会的責任という点からみれば、効率的にその経済的機能を遂行すること、端的にいえば、M. フリードマン がいうように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になる。

### (2) 会社はさまざまな利害関係者のものである (利害関係者理論)

株主理論に基づくコーポレート・ガバナンスは、企業の経済性や効率性の基準に基づくものであり、過度にこの方向に進むと企業の社会的な公正性や倫理的な問題が軽視されてしまう。企業を社会の1つの制度的な存在であると仮定すると、企業は単に社会に害を与えないだけでなく、社会の幸福のために積極的・直接的に貢献するように求められることになる。その際に用いられる理論に利害関係者理論がある。

エバンとフリーマンは、株主理論が単に所有者に対する責任を主張したのに対して、より広範囲にわたる一連の利害関係者に対する会社の責任を仮定する理論を提案した。彼らは、会社が単に株主の利益のためだけに経営されるのではなく、外部性やモラル・ハザードが意思決定の際に、経営者の特権に制約を導いたことを示した。彼らのように利害関係者理論の立場に立て考えれば、企業がもし存在し続け、また繁栄しようとするなら、企業は株主以外の利害関係者の主張も

十分聞き入れねばならないことになる。企業の社会的責任=あらゆる利害関係者の繁栄であり、企業は単に法律を遵守するだけでなく、積極的に倫理的行動をとることが求められるようになる。したがって、コーポレート・ガバナンスのメカニズムも、さまざまな利害関係者の利害のバランスを考慮できるメカニズムが求められることになる。

## II. なぜ株主理論と利害関係者理論に理解が分かれるのか？

では、なぜ株主理論と利害関係者理論に理解が分かれるのか。これは、“in the Best Interests of the Corporation”（「当該会社の最大の利益に基づいて」経営する）の意味をどのように理解するかで異なる。この点に関して、わが国の新会社法では、第355条「忠実義務」において、「取締役は、法令及び定款並びに株主総会の決議を遵守し、株式会社のため忠実にその職務を行わなければならない」と規定されている。また、アメリカの模範事業会社法においても、上級職員（officer）は「彼が合理的に当該会社の最大の利益に基づいていると信じている方法」で、その義務を遂行せねばならないとしている。今日、取締役や会社の上級職員が「当該会社の最大の利益に基づいて」行動しているかどうか、会社法やコーポレート・ガバナンスについて考える際にしばしば問題とされているのである。

では、「当該会社の最大の利益に基づいて」行動するとはどのように理解すればいいのか。この問題は、実は制定法上、明確に定義されていない。このため、誰の最大の利益に基づくべきかに関して、さまざまな選択肢が存在することになる。すなわち、①株主、②利害関係者、③従業員、④一般社会、そして⑤企業社会である。ここで問題となるのは、「当該会社」をどのように理解するかであり、株主理論・利害関係者理論それぞれの主張がなされることとなる。

## III. 誰のための会社にするか

筆者は、既述のようにコーポレート・ガバナンスは巨大化した株式会社の権力を巡る問題と考える。このように考えれば、株主理論は市場や株主を通じて会社権力を統制しようとするもの[Market (Stockholder) Control of Corporate Power]であり、利害関係者理論は、利害関係者や社会的な側面から会社権力を統制しようとするもの[Social (Stakeholder) Control of Corporate Power]であるといえる。

ところで、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年代から使われ始めたと考えている。そして、そこにおいて重要な概念は私的な政府(private government)である。これは、筆者が、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ているからである。政府は以下の2つに分類できる。

government { public government …… 連邦、州政府等  
private government …… 私的なクラブ、企業、労働組合、宗教組織等

では、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り、社会の中で州や連邦等の公的な政府と同様の権力を行使するようになったために、公的な政府と同様にその権力や行動をどのように統治するかが問題となったことを意味している。このようなコーポレート・ガバナンスの出発点から考えれば、筆者は、利害関係者理論の立場を取る必要があると考える。しかし、利害関係者理論の立場からこの問題を考える場合にも問題が存在する。株主理論は、経営者の自由裁量を縮小し、株主の願望と会社（経営者）の行動を近付け、一致させようとするものであり、Market (Stockholder) Control of Corporate Power を実現しようとするものである。しかし、純粋な利害関係者理論は、経営者に多大な自由裁量を与えるものであり、経営者の自己利益の点から見て魅力的であるという側面が存在する。したがって、この点から見れば、純粋な利害関係者理論ではSocial (Stakeholder) Control of Corporate Power を実現することは困難であるといわざるを得ない。

コーポレート・ガバナンスは、株主理論、利害関係者理論のいずれの立場を取るにせよ Corporate Power を Control するものであると考えれば、経営者の自由裁量権を高めてしまう利害関係者理論には問題が存在することになる。利害関係者理論の立場をとる際にも、経営者の意思決定を Control し、自由裁量を縮小させる1つの基準が必要と考えられる。

筆者は、株主と他の利害関係者の利害を調停する規則として、“in the Best Interests of the Corporation”の原則に立ち戻って、株主と株主以外の利害関係者という長期・短期の利害関係をもった1つの独立した法的権利主体としての会社の利害を促進する（つまり、あらゆる利害関係者を含めたものを1つの会社であると考え、その1つの会社全体の富を最大化する）規則を考える必要があると考える。例えば、M. プレアは、利害関係者を「当該会社に貢献してきた全てのグループであり、結果として当該会社に対して高度に専門化した投資を危険を冒して行っているグループ」と定義する。彼女は、特に人的資本の重要性を強調しており、その重要性は金融的な資本と同様であると主張する。また、A. エツィオーニは、全ての利害関係者を「投資家」として把握することにより、コーポレート・ガバナンスへの参加権・発言権（利害関係者代表の参加範囲）は「投資」の範囲と一致しなければならないとする。彼は、「投資は、収益を提供（約束）して、資金、時間、あるいは他の資源を支出すること」と定義し、「株主が当該の権利と受給資格をもっているという主張の道徳的な正当性を受け入れるが、同じ基本的な主張が株式会社に投資する全ての人々にも拡大されるべきである」と考えるのである。プレアやエツィオーニのように利害関係者を投資家として捉える考え方は、複数の次元にある利害関係者を投資家という1つの次元で考えようとしたものである。「曖昧で、わかりにくい」と批判される利害関係者理論を、より明解な理論とするための一助になると考えられる。