

1. 本論文の構成

本論文の構成は以下の通りである。

【第一部 問題意識】

第1章 問題の設定

- 1.1 コーポレート・ガバナンスとは何か
- 1.2 問題の設定
- 1.3 「株主を重視する」とは何か

第2章 先行研究の検討

- 2.1 コーポレート・ガバナンスに関する研究
- 2.2 日本企業のコーポレート・ガバナンスに関する研究
- 2.3 日本の資本市場・企業財務に関する研究
- 2.4 本論文の位置付け

第3章 本論文の課題

- 3.1 仮説の提示
- 3.2 本論文の構成

【第二部 実態の観察】

第4章 経営者の意識

- 4.1 経営者の意識に関するアンケート調査の分析
- 4.2 社史に見られる経営者の意識
- 4.3 マスコミ・研究者・市場関係者のコメントの分析
- 4.4 小結

第5章 経営者の行動

- 5.1 株主総会の分析
- 5.2 企業合併に関する考察
- 5.3 新株発行にかかる係争
- 5.4 新株引受権と功労株の分析
- 5.5 配当政策の分析

【第三部 仮説の展開】

第6章 市場による規律・制裁の欠如

- 6.1 発行市場の欠陥
- 6.2 株価形成の非効率性
- 6.3 小結

第7章 監督する大株主の不在

- 7.1 財閥解体と大株主の消滅
- 7.2 株式持ち合い
- 7.3 機関投資家の不在
- 7.4 発行市場の欠陥
- 7.5 小結

第8章 投資家による支配への懐疑

- 8.1 投資家の短期的・投機的傾向
- 8.2 株価形成の非効率性
- 8.3 財閥解体と大株主の消滅
- 8.4 小結

第9章 機能的要因

- 9.1 狭義の機能的要因
- 9.2 証券会社による情報生産の不足
- 9.3 証券市場行政の軽視
- 9.4 継続のメカニズム: 制度的補完性とスパイラル現象
- 9.5 小結

- 第10章 株式市場以外の要因
 - 10.1 企業の公共性・永続性・実在性に対する考え方
 - 10.2 会社へのコミットメントに基づく従業員の意識
 - 10.3 日本人の法意識
 - 10.4 小結

【第四部 結論】

- 第11章 結論
 - 11.1 本論文の要約
 - 11.2 本論文の貢献
 - 11.3 今後の課題

資料
参考文献

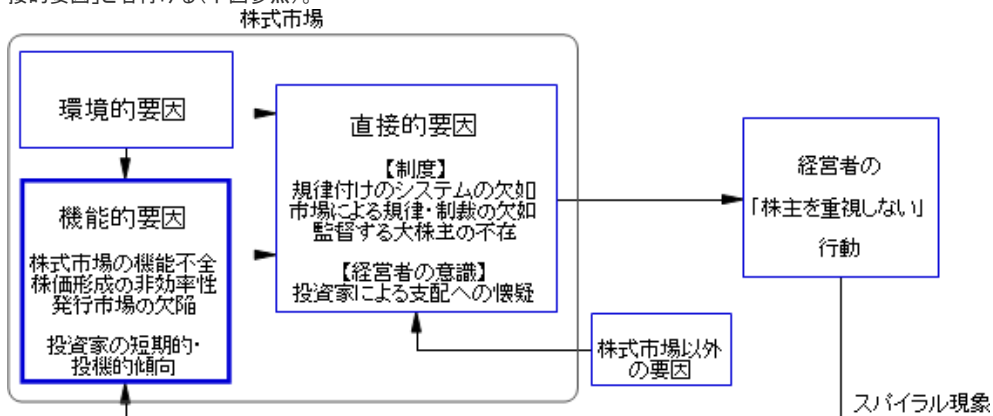
2. 問題の設定と本論文の目的

「日本的経営」において、従業員が重要な役割を担い、その利益が保護されていることは広く知られている。だが、時にそれが極端に振れて株主の利益が侵害されるケースが散見される。商法や証券取引法に株主の権利の尊重の原則が明記されているにもかかわらず、経営者がそれから大きく逸脱し、「株主を重視しない」行動をとるようになったのはなぜか。これが本論文の問題設定である。研究の対象は、1945年から1990年代半ばまでの日本企業の経営者に限定した。

本論文では、経営者の「株主を重視しない」行動について、(a) 議決権の行使を阻害する、(b) 株主の持ち株比率を希薄化する、(c) 配当性向の低下を放置する、(d) 企業価値向上を経営目標としない、と定義した。本論文の目的は、「戦後日本の経営者が株主を重視しなかった主な要因は、株式市場の機能不全と投資家の短期的・投機的傾向である」という仮説を検証することである。

3. 仮説の枠組み(第3章)

経営者が株主を重視しない行動をとるようになった要因として、経営者を規律付けるシステムが存在しなかったという制度の問題と、経営者に株主を重視しなければならないという認識が薄かったという経営者の意識の問題が考えられる。前者は更に、(1) 規律付けの仕組みが存在しなかった、(2) 規律付けを行う主体が存在しなかった、という要因に細分化できるだろう。つまり、経営者が株主を重視しない行動をとるようになった理由として、(a) 効果的な規律付けの仕組みがなかった(市場による規律・制裁の欠如)、(b) 規律付けを行う主体が存在しなかった(監督する大株主の不在)、(c) 経営者に株主を重視しなければならないという意識が薄く、投資家に重要な意思決定を委ねることに懐疑的だった(投資家による支配への懐疑)、という3つの要因が考えられる。これらを「直接的要因」と名付ける(下図参照)。



「直接的要因」の背後には、「環境的要因」と「機能的要因」が作用している。「環境的要因」は、日本の歴史に特有な事象で、戦後の株式市場の構造や性格を規定した要因である。具体的には、(a) 米相場の伝統、(b) 資本蓄積の不足、(c) 財閥解体、とそれから派生する要因である。環境的要因は、直接的要因と機能的要因の双方に影響を与えた。

「環境的要因」が時間的・空間的な個別性を持つ概念であるのに対して、「機能的要因」は株式市場の機能に関わる、抽象的・普遍的な概念であり、経営者に株主を重視しない行動を促し、継続させた構造的な要因である。具体的には、狭義の「機能的要因」として、(1) 株価形成の非効率性、(2) 発行市場の欠陥、(3) 投資家の短期的・投機的傾向、の3つと、それらに作用する「二次的要因」として、(a) 証券会社による情報生産の不足、(b) 証券市場行政の軽視、の2つがある。二次的要因は、狭義の「機能的要因」に作用することにより、間接的に「直接的要因」に影響を与えた。

狭義の「機能的要因」のうち、(1) 株価形成の非効率性、(2) 発行市場の欠陥、は、それぞれ流通市場の機能不

全、発行市場の機能不全、と考えられるので、両方を合わせて「株式市場の機能不全」と捉えれば、機能的要因を、(i) 株式市場の機能不全、(ii) 投資家の短期的・投機的傾向、の二つにまとめることができる。

4. 実態の観察（第4章、第5章）

仮説の検証を行う前に、実際に経営者が株主を重視していなかったことを、経営者の意識と行動に焦点を当てて様々な方法で検証した。

まず、(1)コーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査、(2) 社史の分析、(3)マスコミ・研究者・市場関係者などのコメント、を通じて経営者が株主に対してどのような「意識」を持っているかを考察した。アンケート調査については、(a) どのステークホルダーを重視するか、(b) 経営目標、(c) 社長の任免、(d) 安定株主政策、(e) 「株主重視」経営とは何か、に関する調査を分析した。社史の分析では、株主、株式、及び株主の効用を表す指標に関する記述を定量的・定性的に分析すると同時に、経営上の重要な意思決定において株主の利益が考慮されたかを検討した。これらの分析から、(1) 経営者は株主の利益をあまり配慮していない、(2) 経営の重要な意思決定について、経営者は株主の影響力を否定しており、今後も株主からの容喙を望んでいない、(3) 経営者は株価や株式市場全般に対する関心も薄い、が明らかになった。

次に、経営者の「行動」について5つの角度から検証した。(1) 株主総会の分析、を通じて、株主が議決権を行使しやすくするための改善策を怠っていたばかりでなく、株主の議決権行使を阻害する行動をとっていたことが明らかになった。(2) 合併比率の分析、(3) 新株発行にかかる係争の事例、(4) 新株引受権と功労株の分析、により、経営者が株主の持ち株比率を希薄化する行動をとっていたことが検証された。また、新株引受権を利用して経営者が自分（もしくは自分の仲間）の株式保有を増やして経営者支配を強化する傾向も見られた。(5) 配当政策の分析、を通じて、利益の成長に応じて配当を増やさず、配当性向の低下を放置したことが明らかになった。これらの結果と、第4章のアンケート調査で確認された「企業価値向上を経営目標としない」を合わせると、第1章で定義した「株主を重視しない」行動のすべてが検証されたことになる。

5. 直接的要因（第6章、第7章、第8章）

次に3つの直接的要因について詳細に説明する。

1. 市場による規律・制裁の欠如（第6章）

市場による規律・制裁のメカニズムが失われた要因としては(1) 発行市場の欠陥、(2) 株価形成の非効率性、があった。

正常に機能している発行市場では、投資家需要の総額と企業の資金調達総額が均衡するように、企業の業績・将来性に応じて企業の選別が行われ、発行価額や資金調達規模が調整される。本論文では、発行市場で市場の需給メカニズムに基づいて合理的・効率的に発行価額が形成されていない場合を「発行市場の欠陥」と定義した。具体的な発行市場の欠陥として、(1) 戦前から1970年頃まで一般的だった額面発行では、市場環境にかかわらず増資が可能だったので、市場による選別や需給調整が行われなかった、(2) 1970年代に定着した時価発行では株価操作が広く行われたので、市場による選別や需給調整が機能しなくなった、という問題があった。いずれの場合も、市場メカニズムによる選別という規律付けが作動せず、企業の都合で市場環境を顧みずに増資を強行しても制裁を受けることはなかった。

このような発行市場の欠陥が生じた根本的な原因は資本蓄積の不足である。明治政府は資本蓄積の不足を補うために早くから銀行制度を整備したので、間接金融が発達した一方、発行市場の発達には遅れたのである。

市場による規律・制裁のメカニズムが失われた第二の要因は「株価形成の非効率性」であった。「株価形成が効率的である」とは、投資家が実体価値（ファンダメンタルズ）のみに基づく合理的な投資行動をとっており、市場で完全競争的均衡が成立していることを指す。株価形成が非効率では規律付けのメカニズムが機能しない。例えば、業績の良い企業の株価は業績の悪い企業の株価よりも高くなるという期待が持てなければ、投資家は優良企業の株を選別して投資するインセンティブを持たなくなるので、業績の良い会社の株価が上がり、悪い会社の株価が下がるという形での市場による規律付けが行われなくなる。また、規律付けによって業績が向上すれば株価も上昇するという期待が持てない場合、投資家は積極的に規律付けを行うインセンティブを失ってしまう。

日本の株価形成が非効率であったことは、機関投資家やアナリストの間に十分な競争がなく、株価が効率的に形成されるための条件が成立していなかったことに加えて、入門書・研究者・市場関係者の見方や実証研究によっても検証された。

株価形成が非効率となった背景として、(1) 機関投資家の未発達、(2) 株式持ち合い、がある。機関投資家の発達が遅れたことにより、ファンダメンタルズ分析に基づいて長期的な投資判断を行い、かつ投資規模の大きい（従って株価に対する影響力も大きい）投資家が長い間存在しなかった。また、株式の持ち合いにより、純粋な投資とは異なる動機に基づいて株式を保有する主体が生まれ、それが発行済み株式の半分以上を占めたので、株価形成が非効率になったのである。更に、株価操作、インサイダー取引などによって株価形成が意図的に歪められた側面もあった。

2. 監督する大株主の不在（第7章）

監督する大株主がいなくなった要因は4つあり、(1) 財閥解体による大株主の消滅、(2) 株式持ち合い、(3) 機関投資家の不在、(4) 発行市場の欠陥、である。

財閥解体により、戦前の大株主が保有していた株式の強制的分散が図られた。1945年当時の発行済み株式数の42% に相当する株式が流動化され、従業員や個人投資家に広く配布された。その結果、個人株主の

持ち株比率は1949年度末には69.1%に上昇したが、その後長期的に低落し、一人当たり保有株式数も相対的に減少したため個人株主の影響力は弱まった。

株式持ち合いは、1950年代、1960年代後半から1970年代前半、1980年代後半の3つの時期に大きく進展し、1990年前半には9割以上の会社が持ち合いを行っていた。安定株主比率の平均は58%、株式持ち合い比率の平均は28%であった。安定株主が過半数の株式を保有し、白紙委任状によって経営者を信任したことにより、大株主による監督は行われなくなり、経営の規律が失われた。それ以外に、経営権市場(敵対的買収の脅威)の消滅、持ち合い株の含み益によるクッション効果も規律付けを弱めることとなった。

日本では機関投資家が長い間発達しなかったため、アメリカなど資本市場の機関化が進んだ国で行われているような機関投資家による経営者の規律付け(Wall Street Ruleによる株価への圧力、議決権・株主提案権の行使など)は2000年前後まで行われなかった。

発行市場の欠陥については、1970年まで広く行われていた額面発行によって希薄化が急速に進行したため、財閥解体の影響を受けなかった企業でも、創業者など大株主の持ち株比率・影響力が急速に低下したことが重要である。

3. 投資家の支配への懐疑 (第8章)

第三の直接的要因、投資家による支配に対する懐疑は、(1)投資家の短期的・投機的傾向、(2)株価形成の非効率性、(3)財閥解体と大株主の消滅、によってもたらされた。

株式会社の原則は、株主が持ち株比率に応じて議決権を持ち、重要な意思決定を行うことにより会社を支配するというものである。議決権を保有しているのは狭義の株主だけだが、市場での株式の売買を通じて経営の意思決定に影響を及ぼすという観点からは、広い意味の株主(投資家)も含まれる。ところが、日本企業の経営者は投資家に会社の支配を委ねることに懐疑の念を抱いていた。

その第一の要因は、日本の経営者は長期的視点に立って経営判断を行う傾向があるので、短期的・投機的傾向を持った投資家が重要な意思決定に影響を及ぼすことに疑問を持ったから、と考えられる。日本の株式市場の短期的・投機的な性格は、株式市場の売買回転率がニューヨーク市場と比べて1.6-2.2倍であることから明らかである。

投資家が短期的・投機的傾向を持つようになった背景には、(1)米相場の伝統、(2)大量推奨販売と4社の寡占、(3)その他の要因、がある。明治時代に株式取引所が創設された時に江戸時代の米相場の取引仕法が広く取り入れられたことから、戦前の株式市場は投機的な先物取引を中心に発達し、その投機的な性格は戦後の株式市場にも受け継がれた。大量推奨販売は、1950年代後半から1960年代後半に4大証券によって確立された営業手法であり、投資家に回転売買を促す傾向があった。また、大量推奨販売により4社の価格支配力が高まったので株価操作が容易となり、それも投資家の短期的・投機的傾向を助長した。

経営者が投資家による支配に懐疑的になった第二の要因は、株価形成の非効率性である。株価形成が合理性・効率性を欠いていたので、経営者は理由もなく乱高下する株価に翻弄されることを懸念したに相違ない。また、株式市場では情報開示の不備や株価操作・インサイダー取引の疑惑が絶えず、透明性を欠いていた。そのような状況で投資家に企業の重要な意思決定を委ねることを経営者が躊躇するのは自然と考えられる。

経営者が投資家による支配に懐疑的になった第三の要因は、財閥解体による大株主の消滅である。株主の影響を受けた経営者が財界追放で排除され、GHQや労働組合の支持に基づいて、当時の中堅管理職から経営者が抜擢された。このため、経営者の意識の中で経営者支配が正当性を持つようになった。更に、戦後の民主主義的風潮の中で従業員重視の経営が確立され、それが経営者支配と結びついたこと、株式持ち合いが進展したこと、企業が目覚ましい成長を遂げたことも、経営者支配の正当性を強化する役割を果たした。

以上をまとめると下記ようになる。

- a. (1)発行市場の欠陥、(2)株価形成の非効率性、により、市場による規律・制裁のメカニズムが失われた。
- b. (1)財閥解体による大株主の消滅、(2)株式持ち合い、(3)機関投資家の不在、(4)発行市場の欠陥、により、監督する大株主がいなくなった。
- c. (1)投資家の短期的・投機的傾向、(2)株価形成の非効率性、(3)財閥解体と大株主の消滅、により、経営者は投資家による支配に対して懐疑的になった。

直接的要因の背後で、(1)株価形成の非効率性、(2)発行市場の欠陥、(3)投資家の短期的・投機的傾向、という3つの機能的要因が重要な役割を果たしていることがわかる。(1)の流通市場における機能不全、(2)の発行市場における機能不全をまとめて「株式市場の機能不全」とすると、株式市場の機能不全と投資家の短期的・投機的傾向が、戦後日本の経営者が株主を重視しない行動をとった主な要因である、という仮説が検証されたことになる。

6. 機能的要因 (第9章)

機能的要因には、3つの狭義の機能的要因と2つの二次的要因がある。

3つの狭義の機能的要因、(1)株価形成の非効率性、(2)発行市場の欠陥、(3)投資家の短期的・投機的傾向、は、直接的要因に作用するばかりでなく、相互に影響を及ぼしている。株価形成の非効率性は、発行市場の欠陥と投資家の短期的・投機的傾向を助長する。一方、発行市場の欠陥は株価形成の非効率性を強める傾向がある。投資家の短期的・投機的傾向も株価形成の非効率性を促す。

二次的要因は、機能的要因に作用し、間接的に直接的要因に影響を与えた。その第一は、「証券会社の情

報生産の不足」である。証券会社による情報生産の不足とは、証券会社が発行市場において、発行会社に対する発行助言サービスの提供、投資家に対する商品化サービス、及び分析・調査サービスの提供という情報生産を十分に行っていなかったことを指している。また、流通市場でも、買い手や売り手の意向に沿った適切な探索活動や投資助言サービスを行っていたとはいえない。その結果、(1) 株価形成の非効率性、(2) 発行市場の欠陥、が助長された。

第二の二次的要因、「証券市場行政の軽視」も株価形成の非効率性を促した。証券市場行政の重要性に対する大蔵省の理解が十分でなかったことから適切な政策が行われず、その結果、(1) 情報開示を徹底するための厳格な規制が行わなかった、(2) 他の政策目的が優先されて証券政策の一貫性が失われた、(3) 保護行政のために市場ルール違反に対する厳しい取り締まりが行われなかった、を通じて、効率的な価格形成が損なわれたのである。

狭義の機能的要因は「制度的補完性」と「スパイラル現象」によって補強されたため、経営者の「株主を重視しない」行動が継続・定着することになった。3つの機能的要因の間には制度的な補完性があるので、それによって各要因が強化・維持され、経営者の「株主を重視しない」行動が継続する傾向が生じた。更に、経営者の「株主を重視しない」行動そのものが機能的要因を強化し、それが直接的要因を經由して経営者の「株主を重視しない」行動を惹起する、つまり、

「株主を重視しない」行動 → 「機能的要因」 → 「直接的要因」 →

「株主を重視しない」行動 → 「機能的要因」 → 「直接的要因」 → ……

という循環的なスパイラル現象が生じ、それが経営者の「株主を重視しない」行動を継続・定着させた。

7. 株式市場以外の要因（第10章）

経営者の意識に影響を与え、投資家による支配への懐疑をもたらした要因には、株式市場に関わるものとそれ以外のものがある。株式市場以外の要因として、(1) 企業の公共性・持続性・実在性に対する考え方、(2) 会社へのコミットメントに基づく従業員の意識、(3) 日本人の法意識、の3要因が挙げられる。日本では、企業を株主の私的所有物ではなく「公器」と見做し、永続的な社会的実在とする企業観が広く共有されてきた。また、従業員はその長期のコミットメントに基づいて経営の重要な意思決定を担うべきだという考え方も根強い。そのため、経営者支配と従業員重視が結びついて株主の利益が等閑視され、経営の実態が商法や証券取引法の株主の権利重視の原則から大きく逸脱するようになった。しかし、法を絶対的、確定的なものと思わない傾向があったことから、経営者は重大な問題とは思えなかったものと推測される。

8. 結論と貢献（第11章）

本論文では、「戦後日本の経営者が株主を重視しなかったのは、株式市場の機能不全、投資家の短期的・投機的傾向が主な要因である」という仮説を、幅広いデータ・実証研究・歴史的資料に基づいて検証した。株式市場の機能不全（株価形成の非効率性、発行市場の欠陥）、投資家の短期的・投機的傾向を「機能的要因」と名付けたが、これらの「機能的要因」と、日本の歴史に由来する「環境的要因」が、(1) 市場による規律・制裁の欠如、(2) 監督する大株主の不在、(3) 投資家による支配への懐疑、という3つの「直接的要因」を惹起したことを明らかにした。また、機能的要因相互の「制度的補完性」と、経営者の「株主を重視しない」行動が機能的要因を強化するという「スパイラル現象」によって、機能的要因が補強・維持され、経営者の「株主を重視しない」行動が継続する傾向があることも示した。

なぜ戦後日本の経営者は株主を重視しなかったのか、という問いに対する従来の説明は、メインバンクが規律付けを行っていたから、株式持ち合いで株主の権利が形骸化したから、経営者・従業員支配が進んだから、というものが主で、経営者と株主の関係は明らかにされてこなかった。本論文では、これまで検討されなかった両者の関係に正面から光を当て、株式市場の要因がコーポレート・ガバナンスに影響を与えることを示した。

これまでの国際比較に基づくコーポレート・ガバナンス研究では、法・規制環境の差異、株式所有構造、資本市場の発達度合い、などがガバナンス構造の違いを生み出すとされている。本論文では今まで注目されなかった株式市場の機能・構造や投資家の投資行動とガバナンス構造の関係について、日本の事例に基づいて分析した。

また、従来学術研究の対象とされたり、包括的に検討されたりすることがなかった「戦後日本の経営者は株主を重視しなかった」という命題を、豊富で詳細な資料をもとに分析・検証したのも本論文の貢献である。