

申請者:江川 雅子

論文題目 経営者の株主観と株式市場  
—なぜ戦後日本の経営者は株主を重視しなかったのか—

審査員 花枝英樹  
三隅隆司  
田中一弘

国際的に比較しても法律上(商法・証券取引法)わが国では株主の権利は強く保護されているといわれる。それにもかかわらず、戦後の日本では株主が重視されてこなかったとの問題意識から、なぜ戦後日本の経営者が株主を重視しない行動をとるようになったかを明らかにしようとしたのが本論文である。

最初に、わが国の経営者が株主に対してどのような意識を持ってきたかを、(1)経営者に対する各種アンケート調査、(2)社史、(3)マスコミ・研究者・市場関係者などのコメント、等から分析し、続いて、(1)株主総会、(2)合併比率、(3)新株発行にかかわる係争、(4)新株引受権と功労株、(5)配当政策、等の分析から、実際に経営者が株主を重視しない行動をとってきたことを詳細な具体的事例によって説得的に明らかにしている。

つぎに、経営者がこのような株主を重視しない行動をとるようになった理由として、本論文では(a)経営者を規律付ける効果的な仕組みの欠如という制度の問題と、(b)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、という2つの観点から詳細な分析が行われている。

(a)の問題については、わが国の株式発行市場の欠陥と、流通市場における株価形成の非効率性により、株式市場による規律・制裁のメカニズムが失われてしまったことが明らかにされる。また、企業経営者を監督する大株主が存在しなくなったことも規律付けのシステムが欠如する要因のひとつとして強調される。一方、(b)の問題については、投資家の短期的・投機的行動と株価形成の非効率性のために、経営者が投資家による会社支配に懐疑的になり、経営者の株価や投資家に対する見方が醸成されていったことが主張される。本論文の評価すべき点として、次のようなことが挙げられる。

第一に、日本企業の経営者が株主を重視しない実態について、綿密かつ多面的に裏付けたことである。こうした実態は一般に逸話的にあるいは散発的に言及されることが多いのに対して、本論文は「株主重視」の具体的定義から説き起こし、それに反する経営者の意識や行動を、過去の様々なデータを駆使して浮き彫りにしている。主として既存のサーベイやアンケート調査等の二次データに依拠しているが、それらを網羅的・体系的に整理し提示することによって、「株主を重視しない」実態の全体像が説得的に明らかにされている。

第二に、そうして裏付けられた実態がなぜ生じたのかを、問題の核心である経営者と株主の関係そのものに焦点を当てて、いわば「正面」から解明を試みたことである。従来は「メインバンクがガバナンスの役割を担っていたから」、「従業員主権的なガバナンスが行われていたから」といった「側面」からのアプローチが専らであった。もちろん「株式持ち合いがあったから」という経営者?株主間関係からの説明もなされてきたが、筆者も指摘するように、それは「株主を重視しない」ことの結果という面をも併せもっている。持ち合いは「株主を重視しない」ことの一つの原因ではあるが、それだけでは説明として明らかに不十分であることが、本論文から理解できる。

第三点は、以上の2つのことを明らかにするためのアプローチの仕方である。「株主を重視しない」という実態やその背後の要因は、問題の性質上、その直接的証拠を示すことは容易でない。筆者はこの困難を、事例、歴史的証言、実証分析結果など圧倒的な量の傍証を丹念に積み上げ、さらにそれらを有機的かつ説得的に結びつける論理を構成することによって克服している。

本論文の問題点としては、次の2点が指摘できる。

第一に、経営者の株主を重視しない行動そのものが株式市場と投資家の行動にフィードバックし影響を及ぼすという循環的スパイラル現象が戦後日本の歴史的展開の中で十分に説明し尽くされていないという点である。

第二に、経営者?株主間の極めて多様で、長期間にわたる現実を視野に収めて全体の論理を構成しているために、議論が若干錯綜している部分が見受けられることである。

しかしながら、これらの問題点は本論文の意義を損なうものではなく、今後の筆者の研究の発展の中で解決されることが期待できる。

よって、審査員一同は、所定の試験結果をあわせ考慮して、本論文の筆者が一橋大学学位規則第5条第1項の規定により一橋大学博士(商学)の学位を受けるに値するものと判断する。