

コーポレート・ガバナンスの収斂についての検討 ——ステークホルダー主義に関連して

品 川 仁 美

目次

1. はじめに
2. 2000 年ごろの収斂論
 - (1) 総論
 - (2) 収斂を肯定する議論
 - (3) 収斂肯定論への反応
3. その後の収斂論
 - (1) 総論
 - (2) 収斂の定義
 - (3) 収斂に関する実証研究
4. ステークホルダー論の収斂についての検討
 - (1) アメリカにおける株主至上主義とステークホルダー主義
 - (2) 日本におけるステークホルダー主義
 - (3) ステークホルダー主義への収斂についての検討と今後の展開
5. おわりに

1. はじめに

2000 年前後、「世界中のコーポレート・ガバナンス制度は、株主利益を中心とするアメリカ型に収斂するか」という論点について、アメリカを中心に熱心に議論されていた。この論点は、一時期アメリカのみならず世界中の国において注目を集め、法律学、経済学、経営学、社会学等の様々な分野か

ら、実証研究を含む多くの論文が出された。

当時「失われた十年」と呼ばれる不景気下にあった日本においては、平成 11 年商法改正による株式交換・株式移転制度の導入、平成 12 年商法改正による会社分割制度の創設など、矢継ぎ早に商法改正が行われていた。中でも平成 15 年にアメリカ型のコーポレート・ガバナンス制度をモデルにした委員会等設置会社（現：指名委員会等設置会社）が導入されたことは、コーポレート・ガバナンス制度の在り方をアメリカ型に舵を切ったかのようにみえる出来事であった。しかしながら、実質的な面に目を向けると、委員会等設置会社は、あくまでも選択可能な制度の 1 つという形で導入されたものであったこと、指名委員会・報酬委員会への拒否感等の理由により委員会等設置会社に移行した企業が増えなかった⁽¹⁾こと等の事情を鑑みるに、アメリカ型のガバナンス制度への方向転換がなされたと一概にいうことはできないようにも思われた。

一方で、アメリカ型ガバナンス制度の肝として注目を集めたものが社外取締役であった。社外取締役の有用性については、アメリカのみならず日本においても多くの実証研究が行われたものの、その結論にはばらつきがみられる。たとえば、社外取締役比率が高い企業は一年後に企業業績が向上する可能性が高いか検証した宮島＝新田論文では、社外取締役は企業業績の向上をもたらす可能性があるとしている⁽²⁾。反面、社外取締役の導入が企業業績の向上に寄与するかを検証した三輪論文においては、社外取締役比率と ROA との間に有意な関係は見られないことが示された⁽³⁾。このほかにも社外取締

-
- (1) 初年度である平成 15 年には 44 社、2022 年 1 月 20 日時点で 85 社となっている（日本取締役協会調べ。）
 - (2) 宮島英昭＝新田敬祐「日本型取締役会の多元的進化：その決定要因とパフォーマンス効果」神田秀樹＝財務省財務総合政策研究所編『企業統治の多様化と展望』28 頁、28-77 頁（金融財政事情研究、2007）。
 - (3) 三輪晋也「日本企業の社外取締役と企業業績の関係に関する実証分析」日本経営学会誌 25 号 15-27 頁。

役と企業業績との関係を調査した多くの研究が行われたが、統一的な結果がもたらされたとは断定し難い状態にある⁽⁴⁾。

また、社外取締役を導入することについては、上記のように実証研究において有用性が明確に示されていない状況に加え、人材の確保が困難であることや、日本の従来のガバナンス制度も合理的で日本の文化に合っている等の理由から、財界を中心に多くの導入反対意見が寄せられていた。しかし、2014 年になると、第二次安倍内閣による成長戦略「日本再興戦略改定 2014」の中心にコーポレート・ガバナンスの強化が盛り込まれた。これと時を同じくし、東京証券取引所の上場規則に独立取締役を少なくとも 1 名以上確保するよう努めることが求められ、同年の会社法改正ではコンプライ・オア・エクスプレイン方式での社外取締役の導入が規定されるに至った。2015 年にはコーポレートガバナンス・コードが導入され、独立社外取締役を 2 人以上選任することが原則とされた。その後 3 年ごとにコードが見直される度、独立社外取締役の人数に関する規定は厳しくなっている。さらに 2019 年には会社法が改正され、社外取締役の設置が完全に義務化された。

このように社外取締役というアメリカ型ガバナンス制度の中心的な一部分を抽出してみると、日本における社外取締役の数と割合は形式的には確実に増加しており、実質面からみても、買収や不祥事における調査・再発防止策作定の場面等で独立委員会を立ち上げる際に活用されることも増え、株主総会において会社提案への反対を表明するなど社会の耳目を集めることも増え

(4) 宮島英昭＝小川亮「日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか？取締役会構成の決定要因と社外取締役会の導入効果」, RIETI Policy discussion paper Series12, 13 頁（経済産業研究所, 2012）, 内田交謹「社外取締役の割合の決定要因とパフォーマンス」証券アナリストジャーナル 50 巻 5 号 8 頁, 8-19 頁（2012）, 齋藤卓爾「日本企業による社外取締役の導入の決定要因とその効果」宮島英昭編著『日本の企業統治』181 頁, 181-213 頁（東洋経済新報社, 2011）, 野間幹晴＝藤本洋「社外取締役の導入が企業価値に与える影響」Disclosure & IR 19 巻 46-50 頁（2021）等。

ている。このような現状をみるに、少なくとも部分的にはアメリカ型ガバナンス制度への収斂が成りつつあるようにもみえる。

しかしこのような流れがある一方で、特に 2020 年ごろから急速に状況の変化が起こりはじめた。すなわち、アメリカ型ガバナンス制度の根底をなす株主至上主義的な考えを廃し、ステークホルダー主義への転換をはかるべきであると語る議論が世界中で論じられるようになってきたのである。このような見解は元々欧米ではよく語られてきたが、株主至上主義の総本山たるアメリカにおいてすらステークホルダーへの転換が述べられるに至っている⁽⁵⁾。世界におけるこのような状況や、企業の社会的な貢献を求める ESG 投資の拡充に見られる近年の流れは、ステークホルダー主義への世界的な収斂を物語るといえるのだろうか。そしてその流れは、我が国にどのような影響をもたらすのだろうか。

本論文では、コーポレート・ガバナンスに関するこれまでの収斂論を、アメリカを中心に概観し、収斂を分析するためのフレームワークについて検討する。その上で、ステークホルダー主義への収斂があるのかについて考察を試みる。

2. 2000 年ごろの収斂論

(1) 総論

コーポレート・ガバナンス制度の世界的な収斂が生じているのか、とりわけアメリカのような株主利益を重視するモデルへの収斂が生じているのかという論点は、2000 年ごろからアメリカを中心に大きく取り上げられるようになった。コーポレート・ガバナンス制度の収斂については、法律学、経済

(5) Business Roundtable, Statement on the Purpose of a Corporation, <https://opportunity.businessroundtable.org/ourcommitment/>, last visited Dec. 30, 2022.

学，経営学といった様々な分野から分析がなされたが，なにをもって「収斂」とするのか，なにを対象に「収斂」の有無を検討するのかなど，「収斂論」が含む曖昧さもあり，明確な結論といえるものは形成されないまま，世間の興味が失われていったようであった。

以下では，2000 年前後のいくつかの主要な収斂に関する議論を概観する。収斂を肯定する議論の登場をきっかけとして，どのような反応があったのかという観点から主要な論文をいくつかみていく。

(2) 収斂を肯定する議論

コーポレート・ガバナンスに関する基本的な法である会社法の多くは，法域をまたがり，スタンダードなモデル（株主志向モデル）に向かって収斂している，と主張した主要な論文が，Hansmann & Kraakman (2001)⁽⁶⁾である。この論文は，コーポレート・ガバナンス構造に変更が生じた後，会社法の改正が行われるとの分析を前提に置く。その上で，世界の，特にヨーロッパおよび日本のコーポレート・ガバナンス構造は，その時代時代で注目を集めてきた様々なガバナンス形態が自然淘汰の結果廃れ，それらの屍を乗り越え，世界中のガバナンス形態はアメリカの株主志向モデルに収斂していると主張する。そしてこのようなコーポレート・ガバナンス構造の収斂の結果，多少遅れはするものの会社法においても収斂していくだろうと結論づけるのである。

Hansmann & Kraakman (2001) は大きな反響を巻き起こし，後述のように多くの研究者による批判にさらされることになった。これらの批判を受

(6) Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 GEORGETOWN L.J. 439 (2001), reprinted in Jeffrey Gordon & Mark Roe ed., CONVERGENCE AND PERSISTENCE IN CORPORATE GOVERNANCE (2004).

け、再分析と反論を行ったものが Hansmann & Kraakman (2012)⁽⁷⁾である。Hansmann & Kraakman (2001) は、「標準的な株主志向モデル (SSM (standard shareholder-oriented model))」が他の代替モデル (①国家志向モデル, ②労働者志向モデル, ③経営者志向モデル, ④制約のない支配株主や同族がいる企業モデル⁽⁸⁾) よりも優れている理由として、A) イデオロギー的主張, B) 効率性の主張, C) 機能性の主張の 3 点を挙げる。Hansmann & Kraakman (2012) では、A) ～C) についてアップデートを行った上で、現在でも通じる部分と修正の必要な部分があるが、結論的には現在でも SSM の優位性はあるとする。たとえば、Hansmann & Kraakman (2012) は、株式の所有構造はその属する経済社会に対応する内生なものであることから、Hansmann & Kraakman (2001) においても、アメリカとその他の法域における差異がなくなると主張しているわけではないとする。したがって、SSM を採用することで他の構成員の利益を無視してまで株主利益を上げるよう圧力が増す、とまで考えるわけではないと反論する。さらに、Hansmann & Kraakman (2001) は SSM を採用することが、最も効率的だと主張しているとされているがそのようなことはなく、むしろ真逆であると考えており、SSM にはつねに経営主義的なバイアスがあると想定されるため、SSM を採用したとしても最適なガバナンスに収斂するわけではないとする。しかし、Hansmann & Kraakman (2012) は、以上のように考えたとしても、SSM は現在もコーポレート・ガバナンスにおける支配的なイデオロギー（もしくは規範）であり、グローバル化による経済発展がひっくり返されるような大きな問題が起

(7) Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *Reflections on the End of History for Corporate Law*, Rasheed, A. A., Yoshikawa, T. (eds) THE CONVERGENCE OF CORPORATE GOVERNANCE. (Palgrave Macmillan, 2012), available at https://doi.org/10.1057/9781137029560_2.

(8) Hansmann & Kraakman (2001) では④のモデルは言及されていなかったが、Hansmann & Kraakman (2012) において、④も加えてもよかったかもしれないと述べている。

きない限り、結論は変わらないと主張している。

(3) 収斂肯定論への反応

Hansmann & Kraakman (2001) による刺激的な主張は、その後多くの研究をもたらした。Milhaupt (2001)⁽⁹⁾は、日本のコーポレート・ガバナンスがアメリカ型に収斂するのかについて、株主至上主義のイデオロギーへの収斂は認めつつも、会社法やその実務の収斂については部分的にしか支持されないとの見解を示す。Milhaupt (2001) は、日本のコーポレート・ガバナンスに法律は無関係であり、制度 (institution)・慣習こそが日本企業にとって大切である旨を強調する。そこで非法律的規範 (nonlegal rules/norms) (以下「規範」とする) の役割に注目し、日本の大会社を支配する主要な規範である①メインバンク・システム②敵対的企業買収を嫌う社会的風潮③取締役会の独特な役割とその構造に関する信頼システム (belief system) ④終身雇用の暗黙の了解、の4つについて、非効率性や限界が露呈してきているとする。しかし、これにより日本の規範が英米モデルへ収斂していく範囲やスピードについては、過大評価すべきではないとする。というのも、規範が変更する兆候を見せてから粘り強く生き残り続けていることがあるからである。このように、Milhaupt (2001) は、Hansmann & Kraakman (2001) が主張するイデオロギーの収斂については部分的に肯定するものの、規範の収斂は形式の収斂を意味するものではなく、人の考えを変えることで制度を変えるには予測不可能な複雑なプロセスがあることから、今後も実質的な部分においては、完全な収斂はしないと断言する。

(9) Curtis J. Milhaupt, *Creative Norm Destruction: The Evolution of Nonlegal Rules in Japanese Corporate Governance*, 149 U. Pa. L. Rev. 2083 (2001), available at https://scholarship.law.upenn.edu/penn_law_review/vol149/iss6/13

多くの研究者は、コーポレート・ガバナンスの収斂について、Milhaupt (2001) 以上に明確に懐疑的な立場を採る。West (2000)⁽¹⁰⁾は、収斂を否定し、むしろ乖離するとすら主張する。West (2000) は、同一の祖を持つ会社法システムが2つの全く異なる環境の中で成長したことを前提とし、50年後にそれらの会社法システムを比較することで、会社法は元々の遺伝子によって決定されるものなのか、移りゆく環境の変化に反応するものなのかに分かると推測する。そして日本の会社法と大半の州会社法が基にしている模範事業会社法 (MBCA) は、最古の現代アメリカ会社法といわれているイリノイ会社法に基づいているとし、これをデータに基づいて立証する。経済大国である日米間の近似や、両国間の高度な相互依存にもかかわらず、また、少なくとも 1950 年に時点、すなわち経路依存性を促進するだろうと期待されていた出発点においては、両国は似通った会社法や証券取引法を有していたにもかかわらず、その後乖離が生じているという。日本の外因的刺激への依存度の高さがこの乖離を引き起こした原因であると示した。

次に、法的な部分の誤解やデータの恣意性等について批判も多いが、経済学的な視点からの検証として、Rafael La Porta et al. (1999)⁽¹¹⁾ (以下「LLSV」という。) も収斂に懐疑的な実証結果を示した論文である。LLSV は、大企業の株式分散所有の普及度合いと投資家保護規定のレベルを各国で比較している。分散所有型企業は、Berle & Means が実際に念頭に置いた英米法系の国の大会社にのみ生じ、アメリカ以外の裕福な国 (ドイツ、日本、イタリア、その他の OECD 加盟国) では所有の集中が起こっており、発展途上国で

(10) Mark D. West, *The Puzzling Divergence of Corporate Law: Evidence and Explanations from Japan and the United States*, University of Pennsylvania Law Review, 150 (2), 527-601 (2000), available at <https://ssrn.com/abstract=251028> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.251028>

(11) Rafael La Porta et al, *Corporate Ownership Around the World*, The Journal of Finance 54, no.2 (1999): 471-517, Available at <https://ssrn.com/abstract=103130> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.103130>

はよりいっそう株式所有はより集中しているとする。そして分散所有型企業は、投資家の法的保護が厚い国においてより一般的であるという。以上から、LLSV は、ガバナンス・システムの Berle & Means モデルへの急迫した収斂について懐疑的になったと結論付けている。

つぎに Bebchuk & Roe (1999)⁽¹²⁾ は、会社の所有構造とガバナンスの形は、先進国間で異なっているが、この違いは収斂するのか否か、経路依存理論を用いて説明しようとする。経路依存には二つの原因がある（構造の影響、ルールの影響）とし、それぞれについて分析する。最初の構造は、どのような企業にとってもこれこそが効率的な構造であるというアイデンティティを持つように作用し、また、変化を阻害するインセンティブと力をもつように作用するため、最初の構造に経路依存するという。また、所有構造に影響を及ぼす会社に関するルールは、それ自体が最初の会社構造に依存している。したがって、会社の所有構造が始まりの時点で異なっている場合、歴史的経路 (historical path dependence) により、たとえ経済が似通っていても、異なる状態が維持される。加えて、企業や市場の特徴の違い、意見・文化・イデオロギー・政治的指向による違いが、企業の構造の収斂を阻害していると、収斂に対して懐疑的な立場をとる。

このように、Hansmann & Kraakman (2001) に端を発した収斂論であったが、Milhaupt (2001) のように一部肯定する見解もあるが、基本的には収斂を否定する論文が多いことが分かる。

(12) Lucian A. Bebchuk & Mark J. Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, Stanford Law Review 52, no.1 127-70 (1999), available at <https://doi.org/10.2307/1229459>

3. その後の収斂論

(1) 総論

2000年ごろの収斂論は、好調なアメリカ経済をコーポレート・ガバナンスの優位性の面から分析し、このような優れたアメリカのガバナンス制度を、世界中が追いかけているのではないかという観点から議論が始まったように思われる。しかし既に述べたように、収斂を部分的にまたは完全に否定するような見解が多数出されたことで、加熱した議論は一段落したようであった。

しかし一部では、これまでの収斂論の理論の不足を補い、その上でより深い分析が行われるようになった。2000年代半ばになると、「収斂」の定義を明確にした上で分析を行う論文がいくつも見られるようになった。そして、2000年代半ばから後半には、主に経済学、経営学、社会学の分野において、コーポレート・ガバナンスを題材に使った実証研究が多く行われた。その中では、収斂していくか否かという二元論では説明されない実態が示されており、そこからガバナンス制度の収斂のメカニズムについての分析が行われるに至っている。一方、この頃には、会社法の分野においてコーポレート・ガバナンスの収斂に関する興味関心はほぼ失われていたようである。

以下では、初めに「収斂」の定義を明確にした上で収斂について分析を行った論文を2つ紹介する。そのあとで、これらの定義を前提として2010年ごろに呈示された収斂の分析フレームワークについて検討する。

(2) 収斂の定義

2000年ごろの収斂論の問題点は、前提となるべき収斂の定義が不明瞭のまま論じられていることである。とくに、コーポレート・ガバナンス制度の形式面での収斂（条文の数、指標となるルールの有無等）と、企業の実質面での収斂については、区別した上で論ずる必要がある重要なポイントにも

かわらず、論文によって扱いはバラバラであり、定義について言及しないものも多い。

また、収斂論の多くはアメリカ型コーポレート・ガバナンス制度への収斂について論ずるが、アメリカ型コーポレート・ガバナンス制度が何を指すのかについて、詰めて考えられていない論文が多い。例えば「アメリカ型コーポレート・ガバナンス制度」が指すものが「モニタリング・モデル」なのか、「株主至上主義」なのか明確にされない。両者は重なるところはあるが、必ずしも同じことを指しているわけではないため、定義する必要があるはずである。

さらに、収斂の有無の判断方法についても不明確な部分が多い。例えば、制度内容が100%同じなら収斂か、部分的に類似のものがあれば収斂かという問題がある。また、ここでいう収斂を国家レベルで捉えるか企業レベルで捉えるかによっても、分析方法や結論が異なってくるかもしれない。さらに、アメリカ型コーポレート・ガバナンス制度に向かって収斂するのか、その他の国のコーポレート・ガバナンス制度に向かって収斂するのか、両者が同時に中間的着地点に向かって収斂するのか、そのどれでもない理想的な規範に向かって収斂するのか、という収斂の矢印の向きについての問題がある。この点については、過去の論文において、アメリカ型から他国に向かったのガバナンス制度や慣習についての分析ばかりがされていると批判的に指摘されている⁽¹³⁾。

収斂か否かの論点については、制度、法律、規制、構造、プロセスなどの様々な観点から様々な手法で論じられてきており、この統一的な定義なき議

(13) Abdul A. Rasheed & Toru Yoshikawa, *The Convergence of Corporate Governance: Critical Review and Future Directions*, Corporate Governance An International Review, 17 (3), 388-404 (2009), available at <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00745.x>

論こそが混乱の元凶であり、包括的な分析を困難にしている⁽¹⁴⁾。

そのような状況の中で、形式的収斂と機能的（＝実質的）の収斂について区別をした上で分析を行ったのが Gilson (2004)⁽¹⁵⁾である。この論文は、形式的収斂は法的枠組みや制度の収斂を意味し、機能的収斂は、世界の国が異なる法や制度を有していても、経営者による公正な開示や説明責任の確保など、同じ機能を果たすよう適応していくことであるとする。そして機能的対応が可能である限り、新しい制度を作るよりも、現在の制度の中で工夫する方が企業価値を向上させるためのコスト低いため、グローバル化の競争力への最初の対応は、この経路依存性の結果、形式的収斂ではなく機能的収斂となるという。しかしこの経路依存性は制度の在り方に与える唯一の力ではなく、経済・政治などの障壁によって変化が阻害されることがある。このような既存の制度が正式な変更を行わずに対応する柔軟性を欠き、さらに様々な障壁により正式な制度変更も行われない場合、代替案として契約上の収斂というもう一つの収斂が考えられるという。

Khana et al. (2006)⁽¹⁶⁾は、発展途上国 24 カ国、欧州 13 カ国について、株主保護の度合いを示す各指標に基づいた「法律上の収斂 (de jure convergence)」と、サーベイ調査による総合的なガバナンスの質を示す指標に基づいた「事実上の収斂 (de facto convergence)」に分類する。その上でいずれの収斂が起きているか調査分析を行い、地理、言語、貿易等で関係の深い 2 カ国の間でのグローバリゼーションの結果、国レベルでの法律上の収斂が認め

(14) *Id.* at 390.

(15) Ronald J. Gilson, *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function*, Jeffrey N. Gordon & Mark J. Roe, eds., CONVERGENCE AND PERSISTENCE IN CORPORATE GOVERNANCE, 128-158 (Cambridge University Press, 2004).

(16) Tarun Khanna et al, *Globalization and Similarities in Corporate Governance: A Cross-country Analysis*, Review of Economics and Statistics 88 (1) 69-90 (2006).

られたものの、それはアメリカ型への収斂ではないとの興味深い結論に至っている。しかし、回避（decoupling）が起こるため事実上の収斂はみられず、法制度が同じでも実際のコーポレート・ガバナンスの仕組みが同じとは限らないと示された。

このように、これらの論文は、収斂を形式的なものと実質的なものに分け、その上で分析を行ったところに意味を見出すことができる。しかし、それ以外の明確にすべき点は多く残されており、今後の研究における課題であろう。

(3) 収斂に関する実証研究

主に理論上の収斂論が一段落すると、2010年頃から比較法・経営学・社会学の分野において、様々な実証研究が行われた⁽¹⁷⁾。

Siems (2010)⁽¹⁸⁾は、レキシメトリックス (Leximetrics) という比較法における新しい量的手法⁽¹⁹⁾を用いて、コーポレート・ガバナンスの差異を作り

(17) Rasheed & Yoshikawa (2009) *supra* note 13, 395-398. に多くの実証研究がリスト化されている。本文中に書かれたもの以外に以下のような研究もある。Ruth V. Aguilera & Alvaro Cuervo-Cazurra, *Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger?*, *Organization Studies*, 25 (3), 415-443 (2004). (49カ国における「良いガバナンス」(＝ベスト・プラクティス)の普及の状況を調査した結果、効率性重視と「正しさ」の圧力の二つがトリガーとなって、「良いガバナンス」の条文 (code) が導入されることが分かった。), Christina L. Ahmadjian, *Corporate Governance Convergence in Japan*, Rasheed & Yoshikawa eds., *THE CONVERGENCE OF CORPORATE GOVERNANCE*, 117-136, (Palgrave Macmillan, 2012), available at https://doi.org/10.1057/9781137029560_6 (日本のコーポレート・ガバナンス制度の歴史を整理し、収斂を阻んでいる要因は何か分析し、経営・資本・国・労働者の相互作用により、日本のコーポレート・ガバナンスの収斂はデコボコしたものになっているとした。)

(18) Mathias M. Siems, *Convergence in Corporate Governance: A Leximetric Approach*, 35 *The Journal of Corporation Law*, 729-765 (2010), Available at <https://ssrn.com/abstract=1444860> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1444860>

出している法ルールについて、収斂・乖離・維持のいずれが生じているのか分析した。本論文は収斂の方向を3種に分類した方で分析している点で、初期の収斂論にはない深度があるといえる。対象としたのは、1970年から2005年の、フランス・ドイツ・インド・アメリカ・イギリスにおける株主保護規定、債権者保護規定、労働者保護規定である。株主保護規定については収斂、労働者保護規定については乖離、債権者保護規定については一定のまま変化なしとなり、法分野ごとに結果が異なる結果が出た。さらにもう一つの結論として、英米法と大陸法において、法の起源はいまだに影響を持っていることが分かった。ただし起源となる法との違いも増えていることから、「Lock in (閉じ込め)」は生じていないと結論づけられた。ただしこの起源との違いはEU法や政治的発展の結果によるものであり、アメリカ法は外れ値であるとされた。本論文が扱う法律は、コーポレート・ガバナンスに直接的に関係するものではないところに注意が必要である。

同じように実証的にコーポレート・ガバナンスの収斂を論じた論文として、Yoshikawa et al (2007)⁽²⁰⁾がある。Yoshikawa et al (2007)は、社会学の立場から、日本のコーポレート・ガバナンス制度のアメリカ型への収斂について質的リサーチ(インタビュー)を用いた検証を行った。具体的には上場大企業だが、社歴、組織文化、構造(金融、所有、系列)が異なる2社を対象に、事実情報の収集とオープンエンドの会話し式インタビューの両面からデータを集めている。日本のコーポレート・ガバナンス制度の主たるプレイヤーは大企業、中間組織、国であり、コーポレート・ガバナンス制度は、変化

(19) レキシメトリックスは、もともと、ロバート・クーターとトム・ギンズバーグが比較法の分野において考察した分析方法。ある分野における法を、数という概念を用いて、法律の強さや弱さをランク付けし、異なる法制度間の比較をする手段である。ここではグーグル検索された数などを使って分析をしている。

(20) Toru Yoshikawa et al, *Corporate Governance Reform as Institutional Innovation: The Case of Japan*, Organization Science 18 (6) 973-988 (2007), available at <http://www.jstor.org/stable/25146153>.

への圧力と維持への圧力の中で発展してきたと分析する。そして、企業レベルや制度レベルでの交流の結果として、アングロ・アメリカ型と日本型がブレンドされたハイブリッド型のコーポレート・ガバナンスのモデルが存在することを示す。ここでいうハイブリット型とは、委員会型の機関設計にみられるような選択式のカバナンス制度を指していると思われる。このようなハイブリット型という中間地点への収斂という選択肢を議論に導入することで、収斂か乖離かの単純な2択の分析に複雑性を加えたところにYoshikawa et al. (2007) の特徴がある。また、Yoshikawa et al. (2007) によれば、ハイブリット型は結果的に乖離を意味するのかということ、一概にそうともいえず、「執行役員制度」にみられるように、多くの日本の企業が同時に自らの文脈にあうように、輸入したモデルをしつらえていることが分かったと指摘する。このように、コーポレート・ガバナンスの発展は、一般的な収斂・乖離論よりも複雑であり、ガバナンスの変化は、内的・外的圧力による流動的かつ非線形な発展であり、企業レベルと制度レベルをまたがった相互作用を含んだものであるという。このようなYoshikawa et al. (2007) の見解に基づけば、監査等委員会設置会社が2015年に導入されたことについても、内外の圧力への対応の果てのハイブリット化の1つのあり方と見ることができるだろう。収斂と乖離という二分論から脱却し、ハイブリット型の存在を呈示した点で、現実に沿ったより繊細な分析が行われているものと思われ、特に日本のコーポレート・ガバナンス制度の収斂を検討する上では重要な論文であると考えられる。

Yoshikawa et al. (2007) を踏まえて、収斂が生じるメカニズムのフレームワーク（図1⁽²¹⁾）を作成するに至った論文がRasheed & Yoshikawa (2009)⁽²²⁾ およびRasheed & Yoshikawa (2012)⁽²³⁾ である。Rasheed &

(21) Rasheed & Yoshikawa (2012) supra note 5 (Figure1.1) を日本語訳したもの。

Yoshikawa (2012) は、以下のような収斂の分析フレームワーク (図 1) によって収斂論の理論的な面と実質的な面を説明する。収斂が起こる過程を、アメリカ型に向かって世界の制度が収斂するか否かの二択のような、従来の一方的な視点に拘泥することなくフラットな立場で説明することができる点、さらに、収斂を国家レベルや企業レベルのようにより深く掘り下げた観点から説明できる点で優れたフレームワークである。

以下で本フレームワークについて説明したい。本フレームワークは、収斂の効果が生じるまで、国家レベルの収斂を経由して企業レベルでの収斂へと至る道と、直接企業レベルでの収斂へと至る道を想定している。Rasheed & Yoshikawa (2009) では、先行研究で扱われた収斂の例示を、国家レベルの収斂と企業レベルでの収斂という形に落とし込む。国家レベルでの収斂は、「良い」コーポレートガバナンスに関するルールの導入やより厳格な情報開示などであり、法改正の有無にかかわらず生じる企業レベルの収斂は、社外取締役の採用や増加、ストックオプションの導入などのことを意味する。先行研究はこれら多様な要素を個々に分析していたが、まずはこれを国家レベルおよび企業レベルで整理し、その上で収斂の過程の中に反映させており、多層的に収斂の様子を捉えることができる。

Yoshikawa et al. (2007) によれば、収斂はある特定の方向に向かって生じるムーブメントであるという。ガバナンスの実質的なムーブメントを分析するにあたり、ある国や国の中の企業を収斂に向かわせる要因 (ファクター)

(22) 前掲注 13)

(23) Abdul A. Rasheed & Toru Yoshikawa, *The Convergence of Corporate Governance: Promise and Prospects*, Rasheed & Yoshikawa eds., *THE CONVERGENCE OF CORPORATE GOVERNANCE: PROMISE AND PROSPECTS*, 1-31, (Palgrave Macmillan, 2012), available at https://doi.org/10.1057/9781137029560_1 この Rasheed & Yoshikawa (2012) は、著書のイントロダクションにあたる論文であり、これまでの Yoshikawa et al. (2007) や Rasheed & Yoshikawa (2009) をまとめた内容になっている。

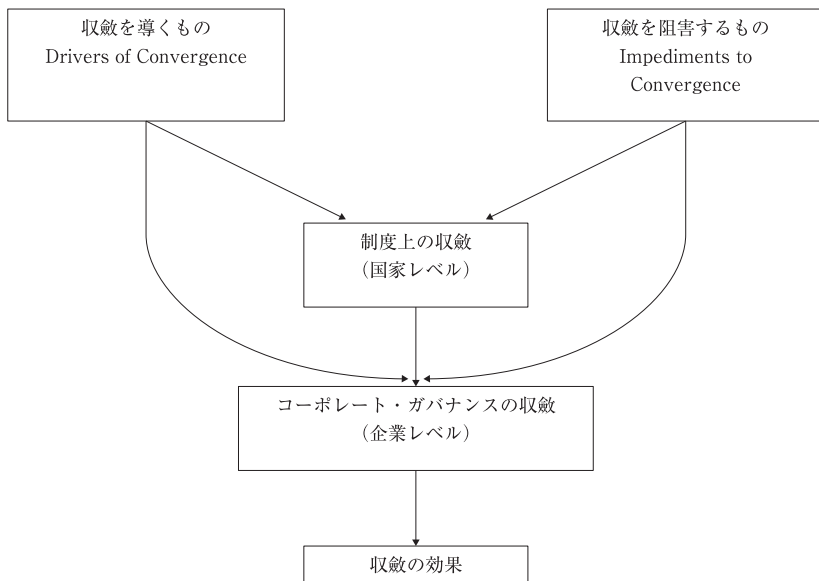


図 1

を特定することからはじめる。つまり、国や企業を収斂に導く「収斂を導くもの」と、逆に乖離させる「収斂を阻害するもの」の存在である。図 1 の「収斂を導くもの」と「収斂を阻害するもの」から伸びる 2 本の線から分かるように、これらの要素は、制度（例えば法律等）に直接作用することもあるれば、より実務レベルで企業に対して作用することもある。

「収斂を導くもの」について、Yoshikawa et al. (2007) は、DiMaggio & Powell (1983)⁽²⁴⁾がいうところの 3 つの圧力を取りあげ、この圧力によって時間の経過と共に同型化（収斂）が進むと考える。3 つの圧力とは、第一に

(24) Paul J. DiMaggio & Walter W. Powell, *The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields*, *American Sociological Review* 48, 147-160 (2000), available at <https://doi.org/10.2307/2095101>

模倣的圧力である。これはベストプラクティスをまねることであり、「正しさ」の獲得のためにやってみようとする圧力である。第二に規範的圧力である。たとえば少数株主保護など、こうあるべきという圧力である。そして第三に強制的圧力である。これは法や市場による強制のことである。DiMaggio & Powell (1983) は、このような3タイプの圧力が収斂を導くことになるとするが、これに加えて Rasheed & Yoshikawa (2012) は、資本市場の統合が進んだことで、国家をまたいだ M&A が増加するなど法的バリアが減っているという。これにより世界規模での Race to Bottom も起こり、収斂方向へ導かれていくと指摘する。また世界的にいわゆる「良いガバナンス」を導入する圧力があり、これをもって収斂が進んでいくと指摘する。

一方、「収斂を阻害するもの」としては、第一に、Bebchuk & Roe (1999) も論じたような経路依存性の存在が上げられる。現在のシステムは、導入の状況だけでなくそれが辿ってきた経路の結果の形であるという考え方で、各国の歴史的なイベントとその対処は違うので、歴史的な経路依存により収斂しない部分が存在するという。加えて、相互補完性 (Complementarities) もまた、収斂を阻害する要素である。つまり様々なシステムの要素がお互いに補完し合っているため、一部だけ変更することができず、収斂しにくくなるのである。これに関連して、相互補完性の広がりにより、多様な最適条件が引き起こされて沢山のベストプラクティスが生まれる。ひとたび旧来のものと新しいものが同等であるとされれば、変化するインセンティブが失われ、収斂しにくくなるという。またコーポレート・ガバナンスの理想については、それぞれのシステムに長所短所があり、なにがベストなガバナンス制度なのかというコンセンサスがないことが、収斂を妨げると指摘される。わが国における指名委員会等設置会社の普及の失敗がまさにこの例になるだろう。

Rasheed & Yoshikawa (2007, 2012) の収斂の分析フレームワークは、従

来の議論を多面的に捉えなおし、現実を説明するに相応しいように思われる。しかし、コーポレート・ガバナンス制度に関する法や制度や慣習など、現象や形あるものを捉えるのには適切ではあるかもしれないが、人の思想の受容の過程を上手く落とし込めているか疑問が生じる。「良い」コーポレートガバナンス制度の受容の過程の根底には、思想の受容の過程が存在すると考える。たとえば、取締役の役割としてモニタリングを重視する思想、社外の人がモニタリングを強化できるという思想、多様性のある組織は組織の質を上げるという思想、会社は会社の利益だけでなく社会全体の利益を担う存在であるべきだという思想等である。これらの思想の受容は、必ずしも実際のガバナンス実務の収斂に結びつくとは限らず、Rasheed & Yoshikawa (2012) の分析フレームワークからは漏れている部分であるといえそうである。あえてこの分析フレームワークに入れ込むとすれば、思想の受容は、「収斂を導くもの」が生まれる前にすでに行われており、そしてさらに「収斂を導くもの」から国家レベルや企業レベルの収斂に向かって伸びる矢印を誘導する役割も担っているといえることができるかもしれない。

4. ステークホルダー論の収斂についての検討

ここまでで見てきたように、かつてある種のブームになったコーポレート・ガバナンスの収斂論であるが、多くの先行研究の傾向として、アメリカ型（論文によっては英米型とかアングロ・アメリカ型とも称される）のコーポレート・ガバナンス制度に世界の制度が収斂していくかという視点があった。ここでいうアメリカ型のコーポレート・ガバナンス制度は、会社は株主利益の最大化を目指すべきとする株主至上主義のことを指していることが多いが、アメリカ型コーポレート・ガバナンス制度は必ずしも株主至上主義とイコールではない。というのも、株主至上主義は「会社は誰のもの」という古典的で基本的な議論における、最も有力な見解の1つであり、アメリカはこの見

解の重要な推進功労者ではあるが、昔から現在までずっと株主至上主義を採っていたわけではない。とはいえ、アメリカが長きにわたり株主至上主義を強力に推し進めてきたことは事実であるため、株主至上主義への収斂という論点は、アメリカ型のコーポレート・ガバナンス制度への収斂と多くの部分で重なり、時に区別されることなく論じられてきた。そして収斂論が世界の多くの国で論じられたことから分かるように、近年世界の多くの国で株主至上主義への収斂かそれに近い影響が見られるようになっていた。

そんな中、ここ数年の内に、「会社は誰のもの」の答えの1つとしてステークホルダー主義が突如として話題に上るようになり、その影響力の大きさは無視できないものになっている。この流れは、株主至上主義を過去のものにする可能性すら秘めているかもしれないし、ただのいきすぎた株主至上主義からの一時的な揺り戻しなのかも知れない。そこで、株主至上主義はステークホルダー主義に取って代わられるのか、ステークホルダー主義への世界的な収斂は起きているといえるのかについて、検討してみたい。

(1) アメリカにおける株主至上主義とステークホルダー主義

従来から、会社は誰のために経営されるべきか、経営陣は意思決定を行うにあたり誰の利益の最大化を目指すべきかという「会社は誰のもの」と呼ばれる議論がある。この議論の中で中心的に論じられているのが、株主至上主義、ステークホルダー主義、国家中心主義、労働者中心主義、経営者中心主義などである。どの国がどの主義を採用しているのかについては、法形式面からみた場合と実質面からみた場合では異なるし、同じ国であっても時代によって異なることもある。

初めに、アメリカにおける思想の変遷を概観する⁽²⁵⁾。そもそも株式会社

(25) 参考にしたものとして、水尾純一＝田中宏司『CSR マネジメントーステークホルダーとの共生と企業の社会的責任』2-4 頁（生産性出版、2004）、奥平旋

は、公共の利益という概念と密接に関連した存在である。これはイギリスにおいて公共の福祉に直接役立つ事業のみが法人格の特権を受けるに値すると考えられてきたことが影響している。しかし、自由に株式会社制度を利用できるようになることで、1920年代初めまでには、会社は主として株主の利益のために組織され運営されるものであるとの考えが広く受入れられ、判例でも認められていった⁽²⁶⁾。一方、同時期に Oliver Sheldon により Social Responsibility (社会的責任) という言葉を使ってその必要性が論じられている⁽²⁷⁾。1930年代には、有名なバーリーとドッドによる会社の目的をめぐる論争があったが、1954年頃にはバーリーがドッドの主張を認める形で、ステークホルダー全体の利益が会社の目的であると結論付けられた。1960年代後半に入ると、「キャンペーン GM」と呼ばれる GM 社の欠陥車問題に端を発し、GM 社の社会的責任を要求する運動が展開され、ここから企業の社会的責任 (Corporate Social Responsibility: CSR) の議論が活発に行われるようになった。しかし実際には、アメリカの大企業の経営者は会社は株主の利益のみを考え、従業員や消費者の利益を考えずに経営をする事は非論理的であると考えていた。1970年代に入ると CSR の対象は広がり、社会全体の厚生を高めるために人種問題等にも対処すべきと説かれるようになった⁽²⁸⁾。そ

『社会的企業の法』3-23 頁 (信山社, 2020), 大杉謙一「会社は誰のものかー株主利益最大化と短期主義批判, 会社の社会的責任 (CSR) に関する覚書」飯田秀総ほか編『商事法の新しい礎石』1-36 頁 (有斐閣, 2014), Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita, “The Illusory Promise of Stakeholder Governance”, 106 Cornell Law Review, 91-178 (2020), available at <https://ssrn.com/abstract=3544978> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3544978> 等。

(26) Bebchuk & Tallarita (2020) *supra* note 25, 103.

(27) Oliver Sheldon, THE PHILOSOPHY OF MANAGEMENT, Sir I. Pitman (1924).

(28) 大杉・前掲注 25) 10 頁注 (7) にある Gordon 論文 (Jeffrey N. Gordon, The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices, (2006), 59 Stanford Law Review, 1465 (2007), available at <https://ssrn.com/abstract=928100> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.928100>).

の後も Freeman (1984) などのステークホルダー主義を主張する著名な論文がいくつも出された⁽²⁹⁾。Freeman (1984) は、会社の経営者は、組織の目的の達成に影響を与えうる、あるいは影響を受けうるあらゆるグループや個人の利益と役割を考慮しなければならないとする。そしてこのアプローチを測定可能な経営慣行に変えるために、ステークホルダーの利益に関してパフォーマンスをスコア化するための様々な指標を提案している。

しかし、1970 年にアメリカの経済学者である Milton Friedman は、「会社は株主のもの」であるとして「株主至上主義」を主張し、株主への利益還元以外の社会貢献を考えるのは筋違いであるとした⁽³⁰⁾。これをもって株主至上主義の考えは、経済学の分野から始まり法律学の分野にも徐々に広まり、そしてやがて一般社会においても受け入れられるようになっていった。このような流れを作ったのは、モニタリング・モデルの普及と敵対的買収の実務及び司法判断であり、これに機関投資家やヘッジファンドによるアクティビズムによって株主利益最大化が推し進められていったと分析される⁽³¹⁾。

アメリカにおいては、80 年代にはすでに株主至上主義が通説的になっていたと思われるが、その後 1990 年代後半にアメリカ法律家協会 (American Bar Association (ABA)) やアメリカのもっとも強力な CEO からなる経営者円卓会議 (Business Roundtable) が「株主至上主義」が宣言され⁽³²⁾、完全に株主利益を重視する現在の流れが作られ定着したといえる。

doi.org/10.2139/ssrn.928100) を参考にする。

(29) Edward R. Freeman, *STRATEGIC MANAGEMENT : A STAKEHOLDER APPROACH* (Cambridge University Press, 1984).

(30) Milton Friedman, *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, *The New York Times Magazine* 17 (Sept. 13, 1970).

(31) 大杉・前掲注 25) 4-5 頁。

(32) Business Roundtable, *Statement on Corporate Governance* (Sept.1997), https://cdn.theconversation.com/static_files/files/693/Statement_on_Corporate_Governance_Business-Roundtable-1997%281%29.pdf?1566830902

しかし、近年になると、いきすぎた株主至上主義に対して反省をうながすような流れが生じてきた。2018年、アメリカにおいて、株主至上主義がもたらす格差社会への批判などの政治的な状況を背景に、エリザベス・ウォーレン上院議員によって責任ある資本主義法（Accountable Capitalism Act）という法案が議会に提出された。これは経営者に対して労働者、顧客、株主、地域社会の全てのステークホルダーへの配慮を求めるものであった⁽³³⁾。

また、アカデミックにおいても同様の傾向があり、複数の著名な経済学者や金融学者により、最近、企業の目的を再調整することが提唱されるようになってきているという。例えば、Colin Mayerの最近の著書⁽³⁴⁾では、ビジネスの目的は“人と地球の問題に対する有益な解決策を生み出す”ことであるべきだと論じている。

ステークホルダー主義は、国連が推し進めるSDGsやESG投資の規模拡大という市場の後押しを受け、一般社会も含めて現在強く支持されているように見える。そしてさらに、2019年8月19日にBusiness Roundtableは、従来の株主至上主義への決別を宣言した。この宣言の中で、会社の個々の目的とは別に、会社が顧客に価値を提供し、従業員に投資をし、供給事業者を公平かつ倫理的に扱い、地域社会を支援し、株主には長期の価値を生み出すことを全てのステークホルダーに対しての基本的な約束とした⁽³⁵⁾。この2019年のステートメントは、日本を含めた世界中でセンセーショナルに受け入れられ、ステークホルダー主義を推し進める力になったが、同時に批判的

(33) 奥平・前掲注25) 12頁。

(34) Colin Mayer, *PROSPERITY: BETTER BUSINESS MAKES THE GREATER GOOD*, Oxford University Press (2018)。

(35) Business Roundtable, *Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote 'An Economy That Serves All Americans'* (Aug 19, 2019), <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefine-s-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>

な論文も出された。Bebchuk & Tallarita (2020) は、まさに 2019 年 Business Roundtable のステートメントへのカウンター論文である。本論文はステークホルダー主義者が経営陣に対してステークホルダーの利益を配慮する役割を担わせることに対して、ステークホルダー主義は利益を生まないどころか、社会の利益に対して実質的に逆効果となる可能性が十分にあるとして批判する⁽³⁶⁾。実際 Bebchuk & Tallarita (2022)⁽³⁷⁾ では、2019 年 Business Roundtable に署名した著名な米国上場会社の 128 社の資料を収集し、当該ステートメントが意味あるものだったのか検証を行っている。その結果、ほとんどの会社が株主優先の立場を変えておらず、ステークホルダーについて対応も言及すらしていない、見せかけだけのステートメントであることが明らかに became と指摘する。このように、経営者に対してステークホルダーに配慮することを求める形でのステークホルダー主義が主張されている中で、実際に経営者が対応していない事実を踏まえると、ステークホルダー主義の実効性には疑問が生じざるを得ないだろう。

そのほか、Council of Institutional Investor という機関投資家団体も、長期的な株主利益のためにステークホルダーの利益を重視する重要性は認識しつつも、全てのステークホルダーに対してアカウンタビリティを負うということは、誰に対しても負わないことと同じであると批判する⁽³⁸⁾。

(36) Bebchuk & Tallarita (2020) supra note 25, 164. また、Bebchuk & Tallarita (2020) を批判するものとして、William Savitt et al., ON THE PROMISE OF STAKEHOLDER GOVERNANCE: A RESPONSE TO BEBCHUK & TALLARITA" Cornell Law Review 106 (7) 1881-1895 (2022). がある。

(37) Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita, *Will Corporations Deliver Value to All Stakeholders?*, (4ed. 2021). The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, available at http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/

(38) Council of Institutional Investors, *Council of Institutional Investors Responds to Business Roundtable Statement on Corporate Purpose* (2019), available at https://www.cii.org/files/about_us/press_releases/2019/08_19

このように、アメリカにおけるステークホルダー主義は、従来から現われては消えることを繰り返してきた。近年のステークホルダー主義への流れは、投資分野における ESG プームや、国連主導による世界的なサステナブル社会への意識の高まりを受け、従来に比してより強力なムーブメントであるかのように映る。しかし実証研究の結果は、少なくとも現在のところ、実質的なところまでステークホルダー主義が根付いているとはいえないことを示している。

(2) 日本におけるステークホルダー主義

日本においては、法制度としては株主が事業の運営を支配し、株主が事業活動から生じた利益を受ける権利を持つことから、株主至上主義とみることができる。しかし実際のところをみると、従来はステークホルダー主義の国であるとされてきた⁽³⁹⁾。歴史的な観点からは、ステークホルダー主義とも取れる概念が古くは江戸時代の近江商人の時代からあったと主張する見解もある⁽⁴⁰⁾。高度経済成長期からバブルが崩壊するまで、日本は、メインバンクシステムや終身雇用制度、株式の持合制度などの独自の文化を築き、これらの制度が補完しあう形で日本独自のコーポレート・ガバナンス制度を作り上げていった。これは一般的にはステークホルダー主義と分類されているが、経営者や国家（官僚）の影響の強い独自性の強いものとみることができ

_19%20BRT%20response_finalx.pdf

(39) といえ、Hansmann & Kraakman (2001) では国家中心主義に分類されたが、このような立場は珍しく、多くの場合日本はステークホルダー主義の国に分類される。実際に古い研究ではあるが Masaru Yoshimori, *Whose Company Is It?: The Concept of the Corporation in Japan and the West*, Long Range Planning 28 (4), 33-44 (1995). のアンケート調査によると、日本企業の 97.2% が株主利益よりもステークホルダー全体の利益を優先して経営していると答えている。

(40) 青木高夫『株主志向か公益志向か：日本型コーポレートガバナンスを求めて』（晃洋書房、2020 年）。

る。その後、バブルが崩壊し長きにわたる日本経済の低迷期に入ると、上記の様々な日本型ガバナンス制度が崩れていった。その中で、アメリカ型の指名委員会等設置会社のシステムを導入したり（2003年商法改正）、社外取締役を中心に据えたモニタリング型の取締役会を導入したりと、アメリカのガバナンス制度から多くのシステムを取り入れていった。制度の改革以外の部分をみても、外国法人投資家が増えて30%を越えた⁽⁴¹⁾ことや、機関投資家による株主提案の数の増加⁽⁴²⁾、敵対的企業買収が成立した複数の事例、買収防衛策を削除する株主提案の増加、会社提案が通らないいくつかの事例、社外取締役による会社提案への批判の報道など、多くの場面でかつての「日本らしさ」を支える環境が変わり、これに伴い実務が変わりつつあることは明白である。

このような制度上および実務上の変化を捉えて、コーポレート・ガバナンスのアメリカ型への収斂を示すのかという議論は、一時期多少興味を持って論じられていたことは前述のとおりである。しかし、結局のところ何をもって「収斂」というのかの曖昧さや、実益のない頭の体操にすぎない議論という印象により、特に会社法の分野においてはあまり活発に議論されることはなかった。わが国の会社法では、「収斂の有無」という視点ではなく、わが国のコーポレート・ガバナンスのあるべき姿（「会社は誰のものか」）は、どうあるべきかという古典的で基本的な観点からの議論が多い。近年はもっぱら社外取締役や物言う株主の活躍を前提としたモニタリング型の取締役会こそ

(41) 東京証券取引所「2021年度株式分布状況調査結果の概要」5頁（表2）
<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu000006i70f-att/report2021.pdf>

(42) 東洋経済「株主提案数が過去最高、否決されても侮れない力（2022年6月22日）」
<https://toyokeizai.net/articles/-/597552>（2022年12月30日参照）は、三菱UFJ信託銀行のまとめから、2021年度が48社に対して162件の提出があったが、2022年度は77社に対して292件の提案があったとして、過去最高の数であったとする。

があるべき姿であり、会社は出資者たる株主の利益の最大化のために経営すべきであるとのイデオロギーが社会的に受入れられつつあるように思われる。

しかしながら、日本の会社法は、三つのガバナンス制度（監査役会設置会社、指名委員会等設置会社、監査委員会等設置会社）の選択式を採用しており、この状況が変わることは現在のところ予定されていない。すなわち、従来の日本型の制度も生き残り続けている状態にある。これに加えて、近年の会社の従業員・役員の多様性を高めることへの圧力や、ESG（環境，社会，ガバナンス）に適った経営を行うべきであるという圧力、言い換えれば社会的利益への配慮を求める圧力もまた同時にやってくる。この社会的利益への圧力は、4-（1）でみたアメリカのステイクホルダー主義への流れに追従したものである。

こうして考えてみると、日本のコーポレート・ガバナンス制度は、株主至上主義への収斂と、ステイクホルダー主義への収斂が同時に起こっているようにみえるのである。すなわち、アメリカを含む世界の流れに向かって日本も収斂していつているようにも、世界の制度が日本のあり方に近づいてきているようにも、または全く異なる流れの中にあるようにも考えられる複雑な状況にある。

そこで、現在の日本のコーポレートガバナンス制度のありようは、これまでの収斂論の中で説明がつくのか、それとも新しいモデルを構築する必要があるのかを考えてみたい。

（3）ステイクホルダー主義への収斂についての検討と今後の展開

営利団体たる株式会社であっても、ステイクホルダーの利益を全く考慮しないという見解はまずありえない。この点については、おそらく株主至上主義を最適解とみなす論者も、一部の原理主義者を除き、同じように考えてい

る者がほとんどであると思われる⁽⁴³⁾。そして同様に、株主が出資者である以上、株主利益を全く考えなくてよいという見解もありえないだろう。そうすると、大きな視点で見ると、世界のガバナンス制度は同じ理想を持っており、グラデーションの濃淡のちがいにすぎないともいえる。

しかしステークホルダー主義についてより深く検討しようとする、ステークホルダーの中でも誰（どのファクター）に焦点を当てるのか（顧客、従業員、債権者、株主、投資家、取引先、地域社会、NPO など）、どの問題に焦点を当てるか（環境問題、社会的問題（人権、LGBT）、慈善活動（スポーツや文化芸術活動への寄付）、ガバナンス）、誰が（会社、取締役会、代表取締役、執行役、監査役など）どのようにして（会社法で、その他の法の規制で、ソフトローで、情報開示で、会社自身が自主的に）ステークホルダーに配慮するか、など考慮すべき国家間の差異や傾向は多く存在する。ステークホルダー論は、あまりにも多岐にわたって検討すべき事項があるため、文化の違いや経路依存の影響により、思想の完全な収斂（理想のステークホルダー主義はどのようなものかの収斂）は難しいように思う。例えば、日本の会社は一般的にメセナや環境問題については積極的であるが、人権問題などにはあまり積極的ではないとされ、この点について人権問題などの社会的正義への取組みに対して積極的な欧米との違いが際立っている⁽⁴⁴⁾。

しかし、実務面でのステークホルダー主義への収斂について考えると、部分的な収斂はすでに見られる。CSR についての少し前の論文ではあるが、

(43) ステークホルダー主義に対して批判的な立場をとる Bebchuk & Tallarita (2020) ですら、ステークホルダーへの配慮がいらないとはいわないと主張する。

(44) 神田秀樹ほか編著『コーポレートガバナンス改革と上場会社法制のグランドデザイン』24 頁（商事法務、2022）〔神田発言〕は、開示規制についての文脈ではあるが、最近の EU は ESG のうち気候変動に注目する者は減り、人権デューデリジェンスなどで合意形成を図ろうとしているという（フロム・グリーン・トゥ・ヒューマン）。

日本の CSR は法ルールではないが、外部から取締役の内面に働きかけ、その行動をコントロールするソフトルールであると考えべきで、会社法の原則は株主利益の最大化だが、これを貫くことができない場合に、CSR がこの原則を補正する原理として機能すると考えるべきであると指摘するものがある⁽⁴⁵⁾。この点について、情報開示を強制することで取締役等の行動をコントロールしようとしている点で、アメリカにおけるステークホルダー主義への動きと取り組み方が近いように思える。

さらにその情報開示に関する規定については、世界的な収斂が明らかに進んでおり、日本もこれに追従すべきであると指摘されている⁽⁴⁶⁾。日本におけるサステナビリティの開示制度については、現在、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の提言を受けた形で、コンプライ・オア・エクスプレインの方法での情報開示がコーポレートガバナンス・コードに規定されているにすぎず、法制度化はされていない。そこで、金融審議会において、有価証券報告書において非財務情報としてサステナビリティについての項目を新設し、人的資本や多様性等についての開示を求めることについて検討されている⁽⁴⁷⁾。

世界においては、リーマンショック（世界金融危機）以降、公的資金が注入されたことで、ESG 課題に向き合うことが必要になった。その中で、非財務的な取組方針の方向性を開示することで長期投資の判断ができるよう、世界中の様々な機関が指針を作り、かえって混乱が生じたという⁽⁴⁸⁾。しかし、2022 年には非財務情報の開示規定について、国際持続可能性基準委員会（ISSB）（2021 年 IIRC と SASB と CDSB が統合して設立された）や GRI（Glob-

(45) 大杉・前掲注 25) 30-31 頁。

(46) 神田ら・前掲注 44) 25 頁〔神田発言〕。

(47) 金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告—中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて—」（令和 4 年 6 月 13 日）

(48) 神田ら編著・前掲注 2) 26 頁〔三瓶発言〕。

al Reporting Initiative) による複数の国際開示基準の提案が作られるに至っている⁽⁴⁹⁾。そしてこれらの提案におけるサステナビリティ開示基準の内容については収斂が進んでおり、さらには非財務情報の開示を財務情報の開示と同じタイミングでアニュアルレポートにのせるべきであるとのコンセンサスもできてきているという。そしてこの点、我が国の議論は2年ほど世界から遅れているとの指摘がある⁽⁵⁰⁾。このように、ESGに関する情報開示に関する方針は、形式的な側面が強いこともあって導入しやすく、また世界中から投資家を呼び込むという明確な目的があることから、収斂が進みやすい分野であるように思う。

このような状況を2- (3) でみた Rasheed & Yoshikawa (2009) の収斂の分析フレームワークから考えると、ステークホルダーについて配慮が必要だという統一的な考えの成立や、情報開示規制のような世界的に統一化しやすい制度については、「収斂を導くもの」として機能する。一方で、歴史的、文化的ちがいを背景とした詳細な部分に至るまでの思想の収斂は難しいという点は、「収斂を阻害するもの」として機能するだろう。そうすると、部分的には制度として収斂し、また企業ごとの取組みへと昇華されることが考えられるが、ステークホルダー論のどの分野に興味をもつかはバラバラな状態が続き、これは直接企業ごとの収斂を阻む存在となるだろう。

このように、日本における「会社は誰のもの」かの議論は、大変複雑な状況にあるといえる。理論面での株主至上主義への傾向は明らかに進んでおり、これに伴って実務の変化もみられている。しかし、この変化はあくまでも日本独自の形をとり、完全な形での収斂とはいえないことは、前述のと

(49) 大和総研「乱立するESG情報の開示基準とその現状」(2021年1月)
https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20210112_022016.pdf (2022年12月23日確認)

(50) 神田ら編著・前掲注2) 26-27頁〔三瓶発言〕。

おりである。この流れの中で、近年のステークホルダー主義がどのような形で影響しているかをみると、あくまでも投資的な側面や国際社会からの圧力への形式的な対応にすぎないように感じられる。すなわち、従来からのステークホルダー主義的な会社の運営が残ったまま、株式至上主義と新しいステークホルダー主義が入り乱れた状態ということができるだろう。

5. おわりに

本論文では、収斂論を概観し、これを踏まえてステークホルダー主義の収斂について検討したが、ここ数年におけるステークホルダー主義の議論はまだ傾向を見ることができるほどの議論の集積がない。今後のますますの議論の深化が期待される。また、本論文では、現在の所もっとも収斂の過程を表すことができるであろう Rasheed & Yoshikawa (2009) のモデルを使って考察を試みたが、ステークホルダー主義への収斂だけでなく、株主至上主義への収斂を同時に説明することは困難であった。この点につき、統一的にメカニズムを説明できるようなモデルを考えることが必要であるかもしれない。またステークホルダー論を構成する詳細な要素について一つ一つ分析することができなかった。今後はこれらの課題について取り組んでいきたい。