

タイトル	「コーポレート・ガバナンス構造と企業諸理論」： 株主利益最大化とステークホルダー・アプローチの可能性
著者	石嶋，芳臣
引用	北海学園大学経営論集，2(1)：61-80
発行日	2004-06-30

「コーポレート・ガバナンス*構造と企業諸理論」

～株主利益最大化とステークホルダー・アプローチの可能性～

石 嶋 芳 臣

はじめに

コーポレート・ガバナンス構造の改革が先進資本主義諸国のビック・ビジネスにおいて急務の課題となっている。問題の発端はそれぞれの国での経済状況、企業それぞれが抱える独自の諸条件において多様であるものの、一般にシステム疲労ともいうべき状態によって引き起こされた諸問題への対処として、コーポレート・ガバナンス構造の再構築ないし改革・改善の気運が増してきている。コーポレート・ガバナンス論争は、行政当局や実務家、業界団体、NPOなど様々な分野から具体的な政策提案がなされているほか、経営学、会計学、経済学、法学、社会学など関連諸領域から活発な議論の行われていること、周知の通りである。これほど「コーポレート・ガバナンス」問題が多様な領域から注目を集めている背景には、理論的関心と実践的課題とが交叉する問題群をテーマとしている点があると考えられ得る。

我が国でコーポレート・ガバナンス論が脚光を浴びた背景には、まずもって全般的な企業業績の低迷と長引く景気低迷があり、その原因の一つにバブル期の経営者行動に起因する問題があると考えられている。増加する企業倒産や事業の再編・統合、相次いで露呈される不祥事や犯罪等々によって、株主をはじめとする多様な諸ステークホルダー（stakeholders）の利益が大きく損なわれたことに

端を発し、経営者の行動をチェック&モニタリングし、規律付けてゆく必要性が強く求められるようになった。次いで、企業活動のグローバル化、アメリカの年金基金などを中心とした機関投資家による持株比率の増加、さらには商法改正などによってコーポレート・ガバナンス構造の再構築が具体的・実践課題として認識され、いよいよ現実味を帯びてゆくことになった。

コーポレート・ガバナンス問題を巡る議論は、経営者行動へのチェック&モニタリング・システムの強化・補強の提言、および企業パフォーマンスの向上と結びつくようコーポレート・ガバナンス構造が如何にアレンジされ得るかが、中心的課題となっている。すなわち、経営者への効率的かつ有効なチェック&モニタリング・システムを構築することによって、多様な諸ステークホルダーの利益が損なわれる事態を未然に回避し、企業価値最大化を目指して効率的経営を促進しつつ、諸ステークホルダーの利害調整を公正に行わしめること。これが如何に技術的に可能となるのかが、実践的課題として扱われている。

もっとも、具体的なガバナンス構造改革の方向性に関しては、必ずしも一般的な合意が得られているわけではない。こうした事態は、「コーポレート・ガバナンス」という用語の意味内容が不明瞭なまま、あたかもすべてを解決する魔法の呪文のように扱われてきたことにも若干の原因があると思われるが、むし

ろ、論者の企業観や議論の基礎をなす企業諸理論の相違によって導き出される改革の方向性が多様ならざるを得ないためであると考えられる¹⁾。本稿では、コーポレート・ガバナンス論の位相（phase）を整理しつつ、その論拠となる企業モデルの相違を考察することを通じて当該論争の様相（aspect）を明らかにしたい。この過程から、我が国におけるガバナンス構造改革が如何なる局面（facet）にあるかについても検討を試みる。

1 問題の所在

「コーポレート・ガバナンス」という用語において共有されている問題意識は、経営者と株主の関係、あるいは企業と諸ステークホルダーとの関係におかれている。最も一般的な定義は、狭義として「株主・経営者関係と会社機関構造」に関する問題、広義として「企業とステークホルダーとの関係」であるとされる²⁾。その上で当該論争は、株主価値最大化アプローチかステークホルダー・アプローチか、あるいは「市場指向的」システムか「機関・制度指向的」システムかと言った、その実践的課題ゆえにデザイン志向的色彩を帯びた展開がなされている。

狭義の議論では、およそ次のような問題が確認される。企業の所有者である株主は、株式市場を通じてか、あるいは直接的な接触を持って経営者と関係する場合もあり得るが、通常、株主総会、取締役会など会社機関を通じた関係が一般的である。株主による日常的直接的な経営者の監視・監督が不可能な状況において、企業の所有者である株主の利益を最大化するよう経営者を規律付けるメカニズムが如何に構築され得るか、これが主要な論点となっている。新古典派的見解に由来する株主価値最大化アプローチは、株主による監視・監督が必ずしも充分には行われ得ない経営者に対して、株主のエージェントとして行

動するよう適切なインセンティブをデザインすることや誠実義務（stewardship）³⁾を課すことなどが指向され、専らアングロ・アメリカ型モデルの根拠をなしている。ガバナンス・システムとしては「市場指向的」であり、主に株式市場や会社支配市場（market for corporate control）を通じたテストによって経営者への規律付けを期待するものである。

他方、コーポレート・ガバナンスを「企業とステークホルダーとの関係」とする広義の捉え方の基礎には、いまや大企業は社会経済全体の中で果たす役割の大きさからして単なる株主の所有物を越えた「社会の公器」として理解されなければならない、という認識がある。新制度派的見解に由来するステークホルダー・アプローチは、単に株主だけではなく、従業員、顧客、取引業者など多様な主体に対しても経営者は受託責任を負っていると見なす。Freemanによれば⁴⁾、具体的な「ステークホルダー」とは、株主、取締役、経営者、従業員、主要な顧客、主要な債権者、主要な供給業者、労働組合、政府機関、コミュニティ、同業者団体、等々を含んでおり、彼らは企業の命運と抜き難く結び付いた存在である。実際の企業活動は、企業の存続に直接・間接的な利害を持ち、彼らの支援なしには事業を運営しえないような人々ないし集団によって担われている。企業が存在するのは、純粋な市場取引だけでは得られない便益（＝準レント）が多様な諸関係の中で協働的に創出される点にあるからである。それゆえ、準レントの配分を規制するルールがむしろ必要とされ、諸ステークホルダーの利益を実現するために企業運営がなされているかどうか監視・監督するシステムを如何に構築するかが、主要な論点となっている。ステークホルダー・アプローチによるガバナンス・メカニズムは「機関・制度指向的」システムが志向され、例えばメインバンクやその他の第三者機関によるモニタリングや法的規制、ガイド

ラインの設定による経営者への規律付けに期待する議論の展開がなされている。それぞれに独自の利害を持って当該企業と相互作用している諸ステークホルダーは、株主や従業員などから単なる傍観者に過ぎない主体まで、実に多様で利害内容也多岐に渡っており、またステークホルダーの有する権限も議決権から政治的圧力まで多様に及ぶ。それ故、いかなるステークホルダーの利益が優先されるかに関し、株主を中心的なステークホルダーと見なすか、株主と従業員とするか、従業員とするか、といった主に三つの観点において議論の分かれるところである⁵⁾。

もっとも、両アプローチの差異は実際それほど本質的なものでもないとされる。もし企業が、株主利益に反して利潤を実現しえなければ存続は不可能であろう。そうなればステークホルダーの利益も結果的に損なわれてしまうからである。この意味からすれば、経営者と株主の関係は、企業と諸ステークホルダーとの関係に包摂されうる概念となる⁶⁾。本来、概念規定が多義的である場合、用語上の混乱を導き社会的現実に対する説明用具としての意味を為さないものである。

しかし、「株主・経営者関係」と「企業とステークホルダーとの関係」は、厳密に区別して議論されなければならない問題である。ここにコーポレート・ガバナンス問題が、究極のところ「企業は誰のものか」「企業は誰の利害に尽くすべきか」が論争の焦点となる所以がある。

2 経営者の中立的テクノクラシー化

「コーポレート・ガバナンス」という用語に一義的な定義付けを困難とさせている理由の一つに、伝統的に株式会社制度における二つの対立的アプローチが存在してきた点が考えられ得る。かのBerle/Meansによる大著『近代株式会社と私有財産』⁷⁾で惹起された株

式会社における支配形態、ないし株式会社権力を巡る論争が、こうした対立的アプローチを最も端的に現すものであろう。対立的アプローチの初期的展開は、株式会社権力に関する1930年代に行われたBerleとDoddとの論争に見いだしうる。尚、当該論争の詳細な分析は、紙幅の都合上、他に譲らざるを得ないため簡単な要約にとどめておく⁸⁾。

Berleは、大規模化した株式会社における経営者が有する5つの権限、すなわち株式発行、配当決定、他社の株式の取得、定款変更、および合併、株式交換、資産譲渡等による会社資産移転の権限は、株主利益のために行使されるべき「信託された権力(power in trust)」に過ぎないことを強調した。これに対しDoddは、会社は利潤獲得のみならず社会的奉仕機能を有する経済制度であり、株主のためだけの利潤追求が会社の唯一の目的ではない、とBerleの主張に反論する。Doddの批判を受けてBerleは、大企業における公共的重要性を容認しつつも、企業の社会的責任機能を達成しうるメカニズムが理論上成立し得ても現実には存在していない点を指摘し、会社が株主利益のためだけに存在するという見解を改めて展開する。

すなわち、財産の所有者は、財産に対する使用権・収益権・処分権が三位一体となった完全なる所有権を有している。利己的な経営者から株主を保護する目的から、経営者の有する権力は会社所有者たる株主から信託されたに過ぎないとして、株主利益のために経営者権力が行使されることを主張したのである。当時、収集しうる資料上の限界も指摘されるが、何よりも支配的株主の存在が大勢を占めていた事実からして、Berleは「信託された権力」という主張を堅持していたのではないかと指摘されている。

BerleとDoddとの論争は、経営者の行使しうる権力が株主から信託された権力と見る立場と社会から信託された権力と見なす立場

の対立、誤解を恐れず敢えて換言するならば、株主利益最大化アプローチとステークホルダー・アプローチとの対立であったとも言える。

さて Berle/Meanes による『近代株式会社と私有財産』は、いわゆる「経営者支配 (management control)」⁹⁾を通じた「株式会社革命」の主張が最重要項目であると言われる。大規模な近代株式会社の成立は、大量の株式発行による資金調達によって可能となる。大量の株式発行は、個々の株主が保有する持株比率の相対的低下をもたらす株式の広汎な分散化傾向を伴って進行する。株式保有の分散化が進めば、やがて単独で会社を支配しえるような有力な株式保有者が見当たらなくなってゆく。ここに本来は所有者のうちに統一的に帰属していた伝統的な意味の財産権に変革が迫られる。伝統的財産の論理における企業の所有権には、資本危険に対する負担と「企業の究極の経営と責任を負う」という二つの属性が常に統一的に存在していた。しかし、今や所有権の属性は、単なる資本提供と単純な危険負担のみを意味する「名目的所有」と、企業資産に直接携わり究極的な責任と権威を伴う「実効的支配」との二つに分離する。巨大株式会社において、かつて君臨していた大株主（大資本家）といった所有者が企業経営から後退し、自らは何ら会社財産の運営には関与せず、専ら単に利益配分のみに関心を示す多数の零細な投資家達に株式のほとんどが占められるようになる。株主が自らの富に対する支配を放棄することによって生じた「権力の真空 (power vacuum)」の隙間を埋めるかのごとく、分散化した群小株主の委任状を実質的に手中にしうる経営者が過半数の取締役を選出可能な状態が形成される。こうして、経営者に実効的支配権を行使する可能性が付与され、いわゆる「経営者支配」下に大企業が置かれることになる。

「所有と経営」さらには「所有と支配」の

分離・乖離といった現象は、経営者にとって、彼らの持つ専門的知識とも相俟って、株主に対する自律性・優位性を高め、株主の私的利潤追求から解放される契機となる。その時、株式会社は多様な諸利害関係者間の利害調整に責任を持つ準公的会社 (quasi public corporation) として行動することになるという。「株式会社革命」と呼ばれる主張がすなわちこれである。Berle/Meanes は、「株式会社制度が存続するためには、大会社の『支配者』は、社会の種々の集団の多様な要求を均衡させ、私的貪欲よりもむしろ公的政策にもとづいて、所得の流れの一部を各集団に割り当てるような、厳密に中立的なテクノクラシーに発展すべきである」¹⁰⁾と結論付けている。

『近代株主会社と私有財産』における Berle/Meanes の主張は、Dodd との論争で主張していた Berle の立場より、むしろ Dodd の主張を認める方向に傾いたかに見える。しかし Berle/Meanes は、「實際上」の経営者が「中立的なテクノクラシー化」していると主張しているのではない。それはあくまで、株式会社の将来展望として、「理論上」経営者が「中立的なテクノクラシー化」せざるを得ないと展開している点に留意しなければならないだろう。

大規模化した株式会社は経済力が過度に集中し、その巨大さ故に単に私的な存在では済まなくなるほどの社会的影響力を持つに至った。そのため会社の支配者である経営者は、株主への受託責任は当然のこと、会社は何らかの関わりを持つ全ての諸利害関係者への責任も果たさなくてはならない、あるいはまた、こうした責任に対して「誠実義務」を負った存在と見なされ得る。しかしながら、経営者が持つに至った権力は所有に基づかない故に法的には負うべき責任が一切ない。そのため、株主の利益、あるいは会社までも犠牲にして自らの私腹を肥やす機会主義的行為の可能性を広げる危険性が懸念される。時代的制約

もさることながら、こうした点から Berle/Mean は、「説得力のある社会的責務の制度」が確立されない限り、経営者の権力が本来の所有者である株主から「信託された権力」であるという点をあくまで堅持し主張せざるを得なかったと考えられる。

ところで Berle/Mean によれば、企業運営の原理として、伝統的に「財産の論理」と「利潤の論理」に依拠する原理があるという。「財産の論理」とは、株主のために会社が運営され、利益もまた全て株主に配分されるべきものとする論理である。株主利益最大化アプローチと置き換えることが可能な原理であろう。他方「利潤の論理」とは、企業資本の効率的運用が究極的経営と責任を負っている「経営者」のインセンティブに依存する以上、株主の資本提供・危険負担に対する適正な配分が行われた後に残った利潤を、自らは何ら出資機能を果たしていない「経営者」に配分しなければならないというものである。

成熟した株式会社形態においては、出資と経営が人格的に分離し、さらに株式の広範な分散化により経営者支配が進展することによって所有に基づく支配が貫徹し得なくなる時、「財産の論理」と「利潤の論理」との間に決定的な矛盾が生じることとなる。すなわち、「財産の論理」に基づく会社運営では経営者にインセンティブを与えられず、「利潤の論理」に基づく会社運営は、私有財産制度そのものに矛盾を来すこととなる。そこで Berle/Mean は、両論理の間、いわゆる「経営者支配」下にある企業の経営者が「中立的なテクノクラシー化」することによって、諸利害関係者の利害の調整を果たすよう会社運営を行う原理を提起したのである。それはまた、巨大株式会社企業における会社運営の原理に第三の可能性を切り開いたものと言える。

もっとも、Berle/Mean の議論が前提としていたのは、古典的な個人株主であり、戦

後から近時にかけて急速に台頭してきた公的年金基金に代表される「機関株主」、また我が国における「法人株主」など非個人への株式の集中化といった状況においては、Berle/Mean の議論に少なからず修正が迫られていると言ってよい。またもちろん、経営者の「純粹に中立なるテクノクラシー化」仮説に、今日のコーポレート・ガバナンス論争に関する何らかの方向性を直接的に求めるのは早計であろう。ここでは、Berle/Mean の所説が、『『私有財産』の変革の側面から『会社統治』の問題を提起したもの』¹¹⁾であり、その含意するところの現代的意義は極めて示唆に富み重要である点を指摘するに止めておく¹²⁾。

3 株主利益最大化の根拠と諸ステークホルダー

我が国におけるコーポレート・ガバナンス構造改革は、執行役員制度や社外取締役制度、各種委員会制度の導入などに見られる取締役会構造改革の実践、および負債ないし市場を通じた経営者への規律付け強化が主張されるとともに、諸ステークホルダーに対する説明責任の強化も求められているところである。もっとも、コーポレート・ガバナンス構造の改革に関する提言は、企業を如何に把握するかによって方向付けられていると言える。それは取りも直さず、企業という存在をどのように位置付け、観念されているかの違いに起因する¹³⁾。さらにコーポレート・ガバナンス論争の出発点が Berle/Mean を始点とする株式会社支配論に依拠した経営者権力の制御に置かれるか¹⁴⁾、あるいは財産権理論やエージェンシー理論などに依拠した企業パフォーマンスの向上・企業価値最大化に置かれるかによって、経営者への規律付けの意味も異ならざるを得ない。コーポレート・ガバナンス論争において最も理論的影響力のあるエージェンシー・コスト・アプローチと Al-

chian/Demsetsに代表される財産権アプローチのアウトライン¹⁵⁾を示し、コーポレート・ガバナンス問題へのインプリケーションおよびステークホルダー・アプローチとの関係について、以下、少しく検討する。

A) エージェンシー・コスト・アプローチ

エージェンシー理論とは、「一人あるいはそれ以上の人数の人（プリンシパル）が別の人（エージェント）を雇い、エージェントに対して一定の権限を委譲してプリンシパルのために何らかのサービスを遂行させるという契約関係」、すなわちエージェンシー関係を分析単位とする。エージェンシー関係にある両当事者は、それぞれ自己の効用を最大化するよう行動する経済主体であるが、両者の利害内容は必ずしも一致するとは限らず、エージェントがプリンシパルの利益を最大化するよう行動する保証はない。しかも全ての経済主体が同じ情報を有しているとは限らないため、両者の間には情報の非対称性が存在する。こうしたエージェンシー関係においては、プリンシパルとの契約以前にエージェントが「隠れた情報」を持っている場合がある。例えば、保険会社は保険加入者の保険契約以前の健康状態に関する情報を完全には知り得ない。保険会社が妊娠・出産関連の医療費保険を売り出すならば、近い将来に出産計画のある女性が集中的に保険を購入することになり、保険コストに多大な影響をもたらす。こうしたエージェントの持つ「隠れた情報」によって「逆選択（adverse selection）」と呼ばれる非効率な現象が発生する。また、プリンシパルとの契約後にエージェントの行動を完全にモニタリング出来ないために「隠れた行動」が取られる場合がある。例えば、妊娠・出産関連の医療費保険に加入した女性が、必要以上に長く高額な出産前検診を受けることによって、保険コストに多大な影響を及ぼすかも知れない。エージェントによる「隠れた

行動」によって「モラル・ハザード（moral hazard）」と呼ばれる非効率な現象が発生する。実際のエージェンシー関係における「逆選択」と「モラル・ハザード」を厳密に区別することは困難であるが、契約の不完備性と情報の非対称性に起因するエージェントの機会主義的行動によって、非効率な資源の利用と配分の問題が発生する。

またプリンシパルには、エージェントの行動がプリンシパルの目的に沿っているのかあるいは自己利益を追求する機会主義的行動なのかを容易には判断することができない。このためプリンシパルは、エージェントに適切なインセンティブを与え、逆選択やモラル・ハザードを防止するためのモニタリング・コストを負担しなければならない。あるいは、プリンシパルの利益に反しない行動をエージェントに保証させるために、エージェントの機会主義的行動によって被った損害を補償させる保証金の預託を義務付ける場合もある。エージェンシー関係から発生する機会主義的行動によってもたらされる非効率性の問題、すなわちエージェンシー問題の発生は、プリンシパルとエージェントそれぞれにモニタリング・コストと保証コスト（bonding cost）を負担させる。エージェンシー・コスト・アプローチは、両者が負担するこのエージェンシー・コストの発生を最小化するために契約関係を定義し、事前に適切なインセンティブ・メカニズムとモニタリング・システムをデザインすることが主要な問題となる。エージェンシー・コスト・アプローチは、主体間相互の社会的・経済的諸関係における「一般理論（grand theory）」の性格を持ちうるアプローチであり、コーポレート・ガバナンス論争においても極めて重要な分析枠組みを提供していると考えられる。

さて、エージェンシー・コスト・アプローチにおける企業¹⁶⁾は、自由な経済主体間の「契約の束」に過ぎず、企業の目的は何か、

企業の所有者は誰かという問い自体、無意味となる。それ故、コーポレート・ガバナンス論争の文脈においては、所有者イコール株主とする暗黙の了解のもと、法的所有者である株主の利害に沿って経営がなされることを意図した議論が中心的に展開される。今日の巨大企業で一般的に観察されるように、高度に分散化した株式保有構造において株主利益を最大化するよう企業を直接的かつ十分に支配することは不可能である。経営者が自己の利益のために株主、更には会社をも犠牲にして資源を浪費する可能性がある。株主と経営者との利害内容の不一致と情報の非対称性によって発生するエージェンシー問題を事前に抑制するためには、会社支配市場を通じて間接的に経営者へ規律付けを行うか、取締役会を通じて直接的に規律付けを与える方法、ないし、ストック・オプションなどを利用して経営者の利害を株主の利害と一致させる方法などが与えられる。最良の形態は、M&A、特に LBO ないし MBO を通じた株式の非公開化¹⁷⁾によって達成されるということになる。何故なら、LBO による M&A は、フリー・キャッシュ・フローを圧縮し経営者による機会主義的行動を負債の規律によって制御し得ると評価されるからである。

しかしながら、株式会社が株式の広範な分散化を伴う大規模化を指向する理由は、比較優位性を獲得するためにほかならない。それ故、株式の非公開化は、企業規模の拡大という株式会社形態の経済的メリットを否定することとなる。また、株主利益の最大化を意図して非公開化を主張するならば、公開企業と非公開企業との間の経済的パフォーマンスに有意差があるとする経験的証拠を我々は持ち合わせていない。さらに付け加えて言うならば、経営者の非効率的な資源の利用とは、手抜きや不要な支出など明らかに自己利益を追求する機会主義的行動によるものとされ、株主の利害に沿うことが困難な状況やプリンシ

パルの利益にとって何が最善か明示されえない状況は扱われない。恐らく、これこそが日常的業務上の意思決定において経営者が常に直面している問題であろう。

ところで、エージェンシー・コスト・アプローチは、主に株式会社における所有者と経営者との関係として分析されるが、従業員、供給業者、債権者、顧客など様々な主体間にもエージェンシー関係は存在することを示唆している。エージェンシー・コスト・アプローチの分析視座は、プリンシパルを株主に限定せず、多様なステークホルダー間におけるエージェンシー関係を分析することが可能である。例えば、企業組織内のエージェンシー関係は、通常、エージェントである従業員による怠業などの機会主義的行動を事前に回避するインセンティブ・メカニズムとして金銭的・非金銭的報酬制度などが分析される。これとは逆に、経営者を多様な資本提供者のエージェントと見なすアプローチが可能である。例えば、従業員は労働をはじめとする様々な人的資本を当該企業に投資しているプリンシパルと見なし得る。人的資本を提供するプリンシパルである従業員は、その運用をエージェントである経営者に依頼し、人的資本の出資に対する報酬を期待する。もっとも、エージェンシー関係は一對の対等な双務の関係として分析されるため、命令-服従の権限関係としての労使関係は捨象される。

しかしながら、エージェンシー・コストをステークホルダー・アプローチとの関係で見ると、ならば、「企業と諸ステークホルダー」といった複数のプリンシパルが存在する関係におけるインセンティブ・メカニズムないしモニタリング・システムのデザインには、それ自体に固有のコストが発生すると考えられる。経営者と「多様なステークホルダー」との関係では、経営者が誰に対して責任を負うエージェントであるのか曖昧になってしまう点、また諸ステークホルダーの利害内容を単一の

指標で表し得ない点が指摘されうる。このため、経営者が戦略策定を行う際、「諸ステークホルダーを序列付け（mapping）、諸集団の利害ないし潜在的影響力を理解」¹⁸⁾した上で、それぞれのステークホルダーにとっての便益を見積もらなければならず、意思決定に要する莫大なコストが浪費されることになる。さらに、全てのステークホルダーの利害を調整・均衡させることは極めて困難であり、現実には不可能であろう。さらにまた、特定のステークホルダーの利益が満足するレベルに維持されている限りは、仮に経営者が自己利益を追求する機会主義的行動を取っていた場合でさえ、如何なる決定も正当化され、業績低下や不祥事に際しても責任回避の余地が与えられていることになる。あるいは、諸ステークホルダー間、および各ステークホルダー間における利害対立も考慮されなければならない。あるステークホルダーがモニタリング・コストを負わなければならないとすれば、他のステークホルダーはこれに只乗り（free ride）しようとするインセンティブが働く。フリーライダー問題の発生が、結果として、諸ステークホルダーの投資インセンティブを減少させるとともに、経営者に適切なインセンティブを与えられなくなってしまう可能性も存在する¹⁹⁾。

B) 財産権（Property Rights）アプローチ

コーポレート・ガバナンス問題に関して、財産権アプローチもまた有効な分析枠組みを提供している。エージェンシー・コスト・アプローチと同様、財産権アプローチもまた、方法論的個人主義から、契約の不完備性と情報の非対称性によって生じる経済主体間の利害対立を調整する「契約の束」として企業制度を把握する。財産権アプローチの特徴は、資産の所有を巡る効率性問題を分析する点にある。尚、ここでの所有とは経済的なそれであって、法的所有権を意味しない²⁰⁾。経済的

所有権とは、単純な物理的資産やサービスそのものではなく、財やサービスが持つ多様な特性、性質、属性に関するものである。例えばパソコンを購入する場合、物理的財としてのパソコンではなく、OS、処理速度、ハードディスクの容量、大きさやデザイン、付属機能などの多様な属性の財産権を購入するのである。財産権とは、(1)財のある特性を自由に使用し、(2)財のある特性が生み出す利益を獲得し、かつ(3)他人にこれらの権利を売却する「権利の束」である。財の価値は、その物理的性質によっては決定されず、使い方が判らなければパソコンの価値は大きく減少する。しかし例えば、経営者がパソコンをデータ管理や文書作成、プレゼンテーションに用いるため従業員に利用権を与えたとしよう。従業員がパソコンを私用のメールやインターネット閲覧に使用したとしても、これを完全に取り締まり他の使用を禁止する契約を作成するには、コストが掛かり過ぎるため放置せざるを得ない。この時、従業員もまたパソコンの「アウトプットへの請求権」を持つことになる。財産権には、(a)分割されたり、統合されたり、(b)強化されたり、希薄化されたり、(c)他人に帰属されたり、取り去られたりする、特徴もあることになる。

ところで、ある資産に対する明確な財産権が設定されるならば、自己の効用を最大化するために資産を効率的に使用するインセンティブが与えられると仮定される。しかし、現実の所有関係においては、経済主体の限界合理性ゆえに財の多様な特質を認識するにはコストが掛かり、その財産権を明確に誰かに帰属させることは困難であるのが一般的である。そのため、財の利用によって生じるプラスないしマイナス効果が他の主体に及ぶことになる。例えば、従業員による私用のためのパソコンの使用は、経営者にとって補填されないマイナス効果として「外部性（externalities）」をもたらすことになる。典型的事

例として、大気汚染をもたらしている工場は、大気という属性の不明確な自由財を使用することによって、他の経済主体である周辺住民にマイナスの外部性をもたらしている場合がこれである。「外部性」の存在は、財の利用によるプラス・マイナス効果が直接当事者には影響しないために、資源の非効率な利用をもたらすことになる。

資産の財産権を特定の経済主体に明示的に帰属させ、外部性を内部化することによって資源が効率的に利用されるようになる。しかし、経済主体の限界合理性によって外部性の内部化にはコストが発生する。また大気のように必ずしも内部化できない財も存在する。このように、財産権の明確な帰属による外部性の内部化に必要とされるコストと資産が効率的に使用されることによってもたらされる利益とのトレードオフ関係を分析するのが、財産権アプローチの基本的な分析枠組みである²¹⁾。

さて、財産権アプローチから分析を行った Alchian/Demsets に よれば、企業組織は「チーム生産 (team production)」問題²²⁾への対処として展開される。チーム生産とは、「(1)多様なタイプの資源が使われ……(2)製品は資源相互の協働という分割可能なアウトプットの総和ではなく……(3)チーム生産に使われる全ての諸資源が誰か一人の人物に属するのでもない」生産と定義される²³⁾。チーム生産は、複数の経済主体による共同作業による生産であり、チームのメンバーが個々別々に生産した場合のアウトプットよりも大きなアウトプットが得られる。しかし、アウトプットそのものは分割不可能であり、個々の貢献を観察し計測することは困難である。ここにフリーライダー問題が発生する。もし、チーム生産における利益の配分が、固定給のように事前に設定されているとすれば、アウトプットに対する個々の貢献に関わらず同じ利益を得られるために、「手抜き (shirk-

ing)」しようとするインセンティブが働く。またボーナスのように事後的な報酬の配分が行われる場合は、より多くの配分を得ようとする交渉やアピールに時間と努力を浪費するレント・シーキング (rent-seeking) と呼ばれるインセンティブが働く。レント・シーキングは、チーム生産によって生み出された経済的余剰である諸レントを損なわしめ破壊しうる機会主義的行動である。

チーム生産においては、チーム・メンバーによる手抜きとレント・シーキングのような非効率の行動を抑制するため、メンバーを監視する「モニター」役が割り当てられることになる。しかしモニター自身が「手抜き」をする可能性も存在する。モニターの手抜きを回避する必要から、モニターには、従業員が固定賃金を受け取った後に残された残余利益を受け取る残余請求権、メンバーの変更を含む契約改訂の権利、およびこれらの権利自体を売却する権利が与えられる。「生産に共同して使用される投入物の所有者たちが、あらかじめ定められた額を超えた残余生産物……をモニターが受け取ることにについて、モニターと合意するならば、モニターはモニターとして手抜きをしないための追加的インセンティブを得ることになろう」²⁴⁾。より多くの残余利益を受け取るためにモニターには効率的にメンバーを監視しようとするインセンティブが働くことになるとともに、固定給によってチーム・メンバーのレント・シーキングを不可能にする。こうして、チーム生産問題を回避するため階層的な生産システムが形成され、モニターに残余請求権と残余コントロール権 (法や契約によって他人に割り当てられている以外の資産使用法についての決定権) が帰属し、企業の所有者となる。財産権アプローチにおける企業とは、生産に必要な異なった資源を私的に所有する様々な経済主体による「チーム生産」の効率的組織形態となる。

しかしながら、Alchian/Demsetz の議論におけるモニターは、チーム・メンバーの中から選ばれ、しかもチーム・メンバーを変更する（雇用と解雇の）権利を持っている。他方、チーム・メンバーは自己の解雇権をもつモニターを選ぶが、モニターに対する解雇権はない。相互に異なった「資源」を持った自由な個人間の契約関係として、したがって市場における交換＝契約関係として資本主義的労使関係を説明することによって、企業を私的に所有された市場と見なすことになる。モニターとチーム・メンバーの関係は短期契約の繰り返しとしての雇用関係でありながら、チーム生産においては対等な資源保有者同志の関係ではない。それゆえ、企業の所有者がモニターであり、チーム生産が単に異なった資源をもったメンバーの集合によって行われるのではなく、資源の保有者である企業所有者と、労働という資源の保有者である他のメンバーが雇用されることによって行われると理解するほかない。もっとも、Alchian/Demsetz による研究そのものは、owner-manager 型の古典的企業 (classical firm) の存在を、チーム生産におけるモニターの必要からチーム・メンバーの合意によって発生すると説明したものである。それは、多くの個人企業や合名会社、合資会社、あるいは有限会社などに対する合理的な説明方法を提供しているかも知れない。しかし、コーポレート・ガバナンスが問題となる大規模な株式会社企業に対する分析には、更なる理論の精緻化が期待されるところであろう。

ところで、Alchian/Demsetz に始まる財産権アプローチによる企業組織の研究を敷衍するならば、コーポレート・ガバナンス問題の分析は、最も効率的に資産を使用しうる最適な所有権構造の解明を中心的な課題として扱うことが可能である。企業の財産権が単独の資本家に帰属している場合、経営者の資産使用によって生じるプラス・マイナス効果と

もに当該資本家に帰属するため、手抜きを監視し経営者の非効率的行動を徹底的に抑制しようとするインセンティブが働く。しかし巨大企業において、単独の資本家に財産権が帰属するということは、膨大な資本リスクに伴うコストも負担しなければならないことを意味している。このため、企業の資本規模に応じて、経営者の非効率的行動を抑制するために必要とされる財産権の集中と、資本リスク負担のコスト低減を目的とした財産権の分散化におけるトレードオフ関係として最適な所有権構造が設定されうることになる。また、投資信託のような機関投資家の場合、その背後に自己の資金を委託している多数の個人投資家が存在する。経営者の非効率的行動によってもたらされるプラス・マイナス効果は、これら機関投資家に資金を委託している個人投資家に帰属することになる。機関投資家が経営者の監視に手抜きをした場合、個人投資家は自己の資金を引き上げてしまうために、機関投資家に経営者の手抜きを監視させるインセンティブを与えることが出来る。個人投資家は、機関投資家を通じて間接的に経営者を規律付けることによって、企業資産の効率的使用が保証されることになる。また、個人だけではなく法人も経営資源を所有する自律的存在であると見なすならば、非効率的資産の使用によってもたらされるプラス・マイナス効果を法人に帰属させることによって、法人に経営者の手抜きを監視するインセンティブを持たせ、経営者による企業資産の効率的使用を促進させることが理論上可能である。ただし、資本家、不特定多数の個人投資家を背後に有する機関投資家、および法人のいずれの場合においても、外部性の内部化に必要とされるコストを負担し資産の効率的使用による利益を獲得する財産権の帰属が明確に特定されなければならない点、改めて指摘しておく²⁵⁾。

この指摘は、株式会社の大規模化とともに

生じた株式の分散化傾向を単純に「経営者支配」の台頭と解釈せず、Berle/Means 以来の株式会社支配論を再構成することによって、むしろ株主による「支配資本の節約」とする所説²⁶⁾に対する合理的な理論的補完ないし「共約可能」なパラダイムという意味からも注目に値する。Scott による株式会社支配の分析は、人格的占有から非人格的占有への発展にともなって「特定」の株主による直接支配は不可能なっていることを指摘しながらも、機関株主によって占められる株主名簿上位 10 ないし 20 大株主の総体では少数支配、あるいは場合によって過半数支配が可能となる点から、特定の大株主による提携、ないし連合体 (coalition) の形成を通じた「所有による支配の貫徹」が強調されている。「利益連関集団を通じての支配 (control through a constellation of interests)」がすなわちこれである。Scott によれば、通常、機関株主達は相互に競争状態にあり、当該企業に対する所有比率の相違から利害の度合いも最低限の範囲で共通するに過ぎない。そのため特定の機関株主による連合体は組織的基盤を欠き、たとえ連合体を形成しえたとしても、すぐに他の異なる利害を持つ連合体によって対抗される可能性もあり、利益連関集団を通じての支配は、その連合体の特徴と同じく不安定で永続的状态を維持しえない点を指摘している。しかしながら、連合体が形成される可能性が全くないわけではない。連合体形成の可能性、すなわち株式所有に基づく支配の可能性こそが、経営者に対し大機関株主の權益を無視しえなくさせる抑止力として働くことになるという²⁷⁾。

ところが、利益連関集団を通じての支配を行使しようとするならば、連合体を形成し大多数の株主の積極的支持を得て委任状争奪戦 (proxy fight) を成功裏に納める方向付けを行うための大規模な PR 活動などが一般的には必要とされる。また、機関株主が巨大企業

の経営に関する知識や経験を持っているとは限らないため、財務や企業法務などに関する外部の専門家への手数料・顧問料などのコストも必要となる場合がある。これらのコストは莫大であり、そのコストに見合う収益も保証されているわけではない。他方で、特定の機関株主による支配行使によって企業業績の改善がもたらされた場合、株価や配当性向の上昇による利益を全ての株主が受け取ることになる。ここに所有権の帰属が明確に特定されないことによるフリーライダー問題が発生する。このため機関株主には、手抜きとレント・シーキングへのインセンティブが働いてしまうことになる。結局、ほとんどの機関株主がフリー・ライダーになることを期待することによって「株主アパシー」現象をもたらすこととなる。このため経営者による資産の非効率的使用を許し投資先企業の業績低迷を放置せざるを得ない事態となる。財産権アプローチから解釈すれば、ここにこそアメリカにおけるコーポレート・ガバナンス問題の発端があったと言える²⁸⁾。

尚、コーポレート・ガバナンス論争で展開される資本市場を通じた経営者への規律付けは、財産権アプローチからすれば期待できないことが判る。株式市場では不特定多数の経済主体に所有権が分散されており、個々の株主に帰属する資産の非効率的使用によって生じるプラス・マイナス効果も分散され小さくなってしまっている。それゆえ、各株主が経営者の非効率的行動を監視しようとするインセンティブも低く抑えられてしまい、経営者の手抜きやレント・シーキングさえ許してしまう可能性が存在するからである。

コーポレート・ガバナンス構造の改革を積極的に促進し経営への積極的介入を行うようになったカルパース (CalPERS) に代表されるアメリカの年金基金の行動は、この点から所有権の帰属を自覚したことによるものと理解することが可能である。実際、カルパー

スは自らの投資戦略を短期的な利益獲得を志向する「投資家」としてではなく、安定的「株主」として長期的に企業価値の拡大を目指す「リレーションシップ投資」へと方向転換したと言明している点からも明らかである²⁹⁾。この分析から、経営者の更迭や株主提案で表現されるところの所有に基づく支配の行使のみによっては、経営者による資産の効率的使用を保証しえないと指摘し得る。むしろ所有権の帰属を明確に特定することによって、経営者を監視し規律付けるインセンティブを株主自身に与えることが重要であるということになる。

他方、翻って我が国におけるコーポレート・ガバナンス問題を財産権アプローチから見ると、いわゆるメインバンクを通じた負債による規律付けは、金融機関の持株制限規定により企業の所有権が完全に銀行には帰属しておらず、経営者を規律付けるインセンティブは当初から不足していたと言える³⁰⁾。また、安定株主工作による株式相互持合構造は、相互所有による相互支配と呼ばれるように特定の法人株主によって支配しうる持株比率ではなかった。さらに、バブル崩壊後の株価低迷による含み損の発生や保有株式の時価評価の導入などによって、持合い株式の放出が急激に進むこととなり、このことが所有権の帰属を全く曖昧にする現象をもたらした。外部に所有権を帰属させる主体が存在しないという意味で、「法人企業の自律化」と指摘されているとおりである³¹⁾。しかも当然ではあるが、企業内部の経営者や従業員には、株主でもない限り残余請求権と残余コントロール権は基本的には帰属しない。所有権が誰にも帰属しない所有権構造という奇妙な現象が発生することになる。ここにこそ、我が国におけるコーポレート・ガバナンス構造における本質的問題があると言えるだろう。

4 調停ヒエラルキー (Mediating Hierarchy)・アプローチ

何らかのチェック&モニタリング・システムによる経営者への規律付け強化・補強と企業パフォーマンスの向上というコーポレート・ガバナンス問題に関する改善は、株主に最適な所有権を帰属させ、なんからの方法や制度を通じて経営者の利害と株主の利害とを一致させるメカニズムの構築によって可能となる。しかしそれは、エージェンシー・コスト・アプローチも財産権アプローチもともに、企業所有者イコール株主であるという暗黙の了解のもと株主利益最大化に向けた議論が展開されることによって、我々を Berle と Dodd の論争に引き戻すかも知れない。また、コーポレート・ガバナンス問題が生起しうる巨大株式会社企業の社会的影響力を考慮に入れるならば、かのケインズによる美人投票のアナロジー³²⁾を持ち出すまでもないであろう。株主にとっての最適が、社会的な最適を保証するとは限らないのである。

しかしながら、ステークホルダー・アプローチが単に諸ステークホルダーの利害考慮を指摘するだけでは、経営戦略上の重要性を指摘しうるものの経営者にとっては何のガイダンスにもならない³³⁾。むしろ、経営者による如何なる決定をも正当化させる余地を拡大させるだけかも知れない。また、経営者自身が企業資産の効率的使用に責任を持つためには、単なるエージェントではなくむしろプリンシパルに近い立場となる必要がある。また彼に明確な所有権が帰属していなければ、手抜きとレント・シーキングのインセンティブが常に働くことになる。結局、非公開企業が最良の形態という結論に導くに過ぎない。

コーポレート・ガバナンス構造の再構築が、経営者への規律付けによって効率的経営を促進し、株主利益と結び付いた企業価値の最大

化を意図したものであると解釈するならば、企業の価値創出に貢献しているステークホルダーの利害を特定することによって、経営者への適切なインセンティブを与える主体を見いださるかも知れない。この点について、Alchian/Demsetzの議論におけるチーム生産問題を公開企業に適用する試みから、企業を諸ステークホルダーにおける利害調整として組織化される「企業特殊的投資の束(nexus of enterprise-specific investments)」であるとしたBlair/Stoutの議論が注目に値するだろう。

Blair/Stoutによれば、株式会社における意思決定が「取締役会」の監督下に置かれる理由をチーム生産問題への対処によるものとして、所有に規定された株主利害一元論を否定する。企業の資産は株主ではなく「会社それ自体」に属するものであり、株主、経営者、従業員など企業に関わる全てのステークホルダーを「チーム」と見なす。チーム・メンバーは、各自の投資する資産に対する財産権を法人に委譲している。それゆえ、「取締役会」は、〈本来〉株主を守るためではなく、株主、経営者、従業員、おそらく債権者のような他の集団をも含む企業の「チーム」のメンバー〈全て〉の企業特殊的投資を保護するために存在する」と論じる³⁴⁾。

株式会社企業における諸レントの源泉は、各チーム・メンバーによる企業特殊的投資から生み出される。企業活動から諸レントを引き出すためには、ある種の企業特殊的投資に対するインセンティブを与えることが不可欠である。しかし、あるチーム生産における各人の貢献が明確に確定できずモニターもできないとき、チーム・メンバーの機会主義的行動による手抜きとレント・シーキングによって企業特殊的資本への投資が抑制される可能性がある。チーム・メンバー間での手抜きとレント・シーキングとを防止し、チーム・メンバー全てに企業特殊的投資を促進させるた

めには諸レントに対する残余コントロール権を第三者に譲渡する事が次善の解決策になるという。この第三者である調停権威者(mediating hierarchy)には、チーム・メンバーの利害コンフリクトの調整機能が期待される。一般的な社会的関係において、明示的契約による問題解決が困難かあまりに高コストであるとき、関係者間の利害コンフリクトを解決するためには、私心のない中立的立場で調停を行い得る第三者を必要とし、彼には一定の権限が与えられることになる。Blair/Stoutによれば、チーム関係を維持し、各チーム・メンバー間での利害バランスを図ることを主目的とする権威者のポジションに取締役を想定することで、取締役が株主のエージェントとして行為することを否定し、取締役は「株式会社それ自体のための受託者」であり、「企業を構成する多くのステークホルダー間で競合する諸利害のバランスをとる責任を負う存在である」と規定される³⁵⁾。

ところで、チームの一員とされる株主には投下資本随時回収可能性が保証されており、証券市場を通じて容易にEXITすることができる。そのため、もし会社資産に対する残余コントロール権を放棄しなければ、機会主義的に株主が他のステークホルダーによる企業特殊的投資を搾取するかも知れないという可能性によって、他のチーム・メンバーの企業特殊的投資を十分に引き出し得ない。例えば、工場の閉鎖や移転の意思決定によって現在の株主に利益をもたらすかも知れないが、事前にこのことを従業員が予期していたならば、雇用保障に対する期待が侵害されることに対抗して、高い賃金水準を要求するか企業特殊的人的資本への投資を控えることになるだろう。現在の株主による浪費的なレント・シーキングを抑え、従業員の企業特殊的投資を促進するためには、株主もまた残余コントロール権の放棄というチーム・メンバー相互の合意に従わなければならない。そのことが

また、株主の長期的利害にも沿うと考えられる。株主の長期的利害とは、将来における当該企業の株式保有者の利害をも意味しており、現在の株主と異なるかも知れない。しかし株主の利害は基本的には同質性が高く、企業の継続的価値創出活動と結び付いたものである。また一般に、株主の「議決権」が株主主権を主張する根拠に置かれるが、株式が広範に分散化している現代の巨大株式会社企業において、議決権は名目上の権利に過ぎなくなっている。株主間におけるフリーライダー問題が、多くの株主による合理的選択によって株主アパシーを生み出し、現実的には株主が取締役を選任するのではなく、取締役会自身によって選任されている場合がほとんどであろう。このため会社の内規変更に関する投票権を除けば、定款やM&Aに関わる案件など会社の根本的変革に関する株主の議決権は、決定権であるより本質的に拒否権であることを意味する。ここに株主利害一元論の限界があると Blair/Stout は指摘する。

他方、企業にとって従業員による企業特殊的人的資本への投資は不可欠であり、彼らから適切な投資インセンティブを引き出すことが企業価値最大化に関し最重要課題となる。従業員の諸活動を完全に監視し得ない状況ではアウトプットの配分に対してフリーライダー問題が発生し、手抜きを防止する適切なインセンティブを与えるような事前の契約はデザインできないため、事後的な報酬の配分によらざるを得ない。しかし、事後的な配分が行われる場合、自らの企業特殊的人的資本の価値を相対的に高める意図から代替的技術の開発や取得に消極的となり、結果的に企業価値を引き下げてしまうかも知れないレント・シーキングのインセンティブが働く可能性がある。しばしば「Holmstrom の不可能定理」と呼ばれる問題である³⁶⁾。

この点に関して、自らは企業特殊的投资を行わない第三者に残余コントロール権を委譲

しより上位の権威を創り出すことによって、Alchian/Demsetz の議論に対する代替的解決策が得られると言う。企業特殊的投资に対するチーム生産問題を2人の研究者による新薬開発ベンチャー事業を例に論じた Rajan/Zingales によれば³⁷⁾、研究者同士による新薬開発においては、事前に各人の役割を特定することは困難である。新薬開発ベンチャーはAとBという新薬開発に不可欠な両研究者による企業特殊的投资を必要とし、当該事業以外ではその投資は価値を持たないために、どちらもベンチャーから抜け出すことも新薬開発研究を他の研究者に売却することもできない。財産権アプローチによれば、両研究者の投資がモニターも測定もしがたい場合、最良の解決策は当該事業の成功に最も決定的な投資を行っているAに所有権を割り当てることになる。しかし、Aには他の研究者Cにベンチャーを売却するとBに脅しをかけることによってBから企業特殊的投资を引き出す可能性が与えられ、レント・シーキングのインセンティブが働くかも知れない。つまり所有者には、自らの投資を促進せずに他のメンバーの企業特殊的投资を搾取することによって諸レントを獲得する権限が与えられてしまう。このような状況では、生産活動のアウトサイダーである第三者に支配権を譲り渡すことに両者が合意することによってチーム・メンバー間の手抜きを制限し、さらにより上位の権限を創り出すことでレント・シーキングを防止することによって、各人の経済的厚生を改善できる。より上位の権威者はチームの資産に対する残余コントロール権を持ち、チーム・メンバーにアウトプットを配分し、個々のメンバーを変更あるいはチームそのものを解散させる権利が与えられている。この権威者自らは企業特殊的投资をしないが、チーム生産によるアウトプットの一部を受け取ることで、アウトサイダーには効率的・生産的なチームを選択するインセンティ

ブが働き、チーム・メンバーの企業特殊的投資も促進されることになる。「チーム・メンバーは権威者の利益のためにではなく、彼ら自身のためにヒエラルキーに服従する」³⁸⁾ ことによって、チーム・メンバーにおける利害コンフリクトを調停するヒエラルキーが企業に形成されると理解される。株式会社における取締役会は、この調停ヒエラルキーの頂点に位置するのである。

さて Blair/Stout は、会社法の判例を詳細に分析することによって、彼女らが「調停ヒエラルキー」と呼ぶ取締役会の存在規定を根拠付けている。判例法は、取締役が「株式会社それ自体」に対して受託責任を負うことを明らかにしているという。また、株主が自己の利害のために訴訟を起こすことが否定され、株主による訴訟は「企業を構成する全ての提携メンバーの利害を保護するために」許されているに過ぎない点を指摘する。判例法は、株主利害の保護だけを規定しているわけではないが、取締役には株主に対する忠実義務と注意義務という法的義務が課されているはずである。しかし、取締役が株主を犠牲にして自らの金銭的利益を獲得するためにそのポジションを利用しない限り忠実義務違反にはならない。注意義務に関しても、詳細な情報をもとになされた決定、取締役の「誠意を持って」の行為、および取締役の行動が会社にとって最良の利害に沿っていたとする信念、という三つの条件を満たしているときは「事業判断の原則 (business judgment rule)」が適用され、注意義務違反にはならない。幾つかの判例において適用された事業判断の原則が示すところは、しばしば株主の利害を犠牲にして他の関係者を保護する権限さえ取締役に与えているという。つまり、判例法による「会社の最良の利害」とは、株主だけではなく、他の諸ステークホルダーの利害を明らかに含んでいることが示されると論じている。

もっとも、取締役自身の機会主義的行動の

可能性は否定できない。この点に関し Blair/Stout は、取締役には諸ステークホルダーの利害に尽くすことを促進させる理由があるとする³⁹⁾。第一に、少なくとも株式会社の重要な参加者全ての最低要求を満たさなければ取締役としての自己のポジションを維持できない。第二に、忠実義務の規定により取締役自身の利益のために自己のポジションを機会主義的に利用できない以上、むしろ自己の利益と間接的に結び付く諸ステークホルダー全ての利益を促進することによって、結果的に取締役は他の利益のために自己のポジションを使うことを選択する。第三に、「公正と信用という企業文化的規範」の存在である。利害コンフリクトに対する調停機能が期待されているならば、何らかの利害に酌みしないという信用が取締役会に必要となるだろう。独立性、誠実性、公正さの評判がある場合だけに調停者は信用される可能性があるからである。「『信用 (trust)』と『誠実性 (integrity)』が、(取締役のような) 権威者に機会主義的行為を思い留まらせる」⁴⁰⁾ という。こうして取締役の自由裁量が一定に制限されることになる」と論じている。

実際、アメリカのコーポレート・ガバナンス構造の再構築において、現在の企業業績如何に関わらず、取締役会の独立性・中立性、ないし客観性が中心的問題として展開されており、TIAA-CREF やカルパスによるコーポレート・ガバナンス改善要求は、まさにこの点の議論であったと言える。株主主権を暗黙の前提とするアプローチによっては、株主側から求める取締役会の独立性を合理的に説明し得ない。具体的なコーポレート・ガバナンス構造の改革は、独立取締役や社外取締役の増員など取締役会構造の再構築として現れている。株主の利害に敏感すぎる取締役会構成では、市場の短期的圧力によって長期的な企業価値が犠牲にされる可能性がある。また逆に、経営者や当該企業と利害関係を強

く持っている取締役会構成では、株主の利益が犠牲にされる危険性がある。どちらか一方の利害が犠牲にされた場合に生じる重大な利害コンフリクトを回避するためには、諸ステークホルダーのパワー・バランスを図るよう取締役会の独立性・中立性を確保する必要がある⁴¹⁾。取締役会の独立性は取締役メンバーの構成における社外取締役の位置づけによって保証され则认为られる。一般的に社外取締役には、兼任取締役や派遣役員の他、学者や弁護士、元政治家など多様な人材が選任されており、彼らが当該企業独自の事業情報へのアクセスが特に容易であるとは考えられないし、また株主の代表者として株主利害をより適切に表明できるとも限らない。むしろ、社外取締役が両者の利害から独立性・中立性を確保していることによって、経営者の意思決定に対する客観的評価能力が高まり、株主にとっては事業判断のミスを未然に防ぐこと、経営者にとっては有益な助言の得られることが期待されると考えられている。

また、取締役会の独立性・中立性を促進するステークホルダーには、株主が最適なポジションであるとされる。多様（rank-and-file）な従業員の利害は異質性が高く、利害集団内部での利害調整に多大な時間とエネルギーが必要とされる可能性がある。株主には、他のステークホルダーに比して、企業との直接交渉の機会が少なくビジネス情報へのアクセスが容易ではないなどの不利な側面があり、株主が有する議決権もこうした不利益に対する補填の意味から与えられているとも考えられ得る。少なくとも、Blair/Stoutによれば、株主が取締役会の独立性・中立性を要求する意味は、株主が残余リスクの負担者であるという理由からではなく、相対的に同質性の高い利害集団による方が合理的であるからに過ぎない。株主が自己の利益を確保しより多くのリターンを獲得するためには、従業員、経営者、あるいは債権者や取引業者など他の諸

ステークホルダーの企業特殊的投資への適切なインセンティブを促進させる必要性があり、そのためには取締役会の独立性・中立性が必要不可欠であるといえる。結局、株主が取締役会の独立性を要請するのは、自らの利益に結び付くという合理的選択によると理解されるのである。しかし、「信用」や「誠実性」ないし「信頼」といったシンボルが、社会システムにおいて複雑性を縮減する機能を果たし、主体的な準拠枠（frame of Reference）になり得るとしても、取締役自身の機会主義的行動に対する抑止機能になりうる決定的な根拠を示すことは不可能であろう⁴²⁾。

結語～要約にかえて

エージェンシー・コスト・アプローチに依拠したコーポレート・ガバナンス構造の改革は、個々の持株比率からは直接的に企業を支配できない株主の利害に経営者が敏感に反応するようなメカニズムの構築が考察される。こうした観点とは逆に、アメリカ企業の経営者が株主利害に配慮し過ぎることによって、市場近視眼的な投資家の圧力によって長期継続的投資を必要とする研究開発などが犠牲にされた結果、企業経営の不安定化をもたらすことになった。また会社支配市場の流動化による敵対的買収が積極的に進み、その防衛手段として取られた諸対抗策が経営状態を悪化させていった。いわば株主の圧力によって、総じて企業の経営諸資源を浪費するとともに企業の競争力を削ぎ落とし、企業価値の低下を引き起こしていったところにアメリカにおけるコーポレート・ガバナンス構造改革が進められてきた背景を再確認しなければならない。そこでは、投資家らの市場近視眼的圧力を削減し、経営者の自律性を確保することによって企業の長期的戦略を支援するよう、株式の長期安定的保有を促進するような改革提言がなされている点、看過できない事実であ

る。

この観点は機関投資家らの要求するガバナンス改革と軌を一にしており、ガバナンス重視型の機関投資家の行動を促進する理論的基盤ともなっている。長期安定的株式保有は、経営者へのロイヤリティを意味し、経営者による機会主義的行動を引き起こす危険性が増大する。そのため、経営者の意思決定が、最終的に株主の利益と結びつくことを保証するメカニズムの構築が考察される。エージェンシー・コスト・アプローチに依れば、プリンシパルである株主の利害を表明する場としてもっぱら取締役会が想定され、エージェンシー・コスト削減のために経営者と取締役が株主の利害に忠実であることを保証する制度として、経営者の意思決定を常にチェック&モニタリング可能な取締役会構成の問題として展開される。

財産権アプローチに依拠しながら、企業を「企業特殊の投資の束」と捉えて調停ヒエラルキー・アプローチを展開した Blair/Stout の議論は、経営者や取締役会に対する利害調整機能への期待に関する議論を一步進めており、従来のステークホルダー・アプローチにおける新たな地平を切り拓く可能性を持っている。Blair/Stout の議論は、取締役会が経営者に対するチェック&モニタリング機能を担うとする一般的認識とも整合性を持っている。

しかしながら、コーポレート・ガバナンス論における経営者に対する「規律付け」とチェック&モニタリング・システムの構築による企業パフォーマンスの向上という観点から見れば、Blair/Stout による調停ヒエラルキー・アプローチは株主と取締役・取締役会が問題の中心とされ、現代の巨大企業における経営者の相対的自律性についての検討が不十分であると思われる。Blair/Stout によれば、経営者は調停ヒエラルキーとしての取締役会に従属する合意に従うものと展開されて

いる。コーポレート・ガバナンス論争における機関投資家による取締役会の独立性・中立性確保に関する議論は、むしろ、経営者の自律性、自由裁量の余地が拡大している点で、取締役会のチェック&モニタリング機能を促進する目的から展開されていると考えられる。取締役会の独立性の指標とされる社外取締役の増員に関しても、例えば、それが経営者にとって自己のポジションを脅かすように作用するのならば、例え株主提案による決議であっても特定の社外取締役の受け入れを強く拒否するかも知れない。

もちろん、取締役会の独立性が健全なコーポレート・ガバナンス構造にとって重要な意味を持つことは確かであろう。但し、我が国において取締役会の独立性の促進が「法人企業の自律化」をさらに進展させるかも知れない点は指摘されるべきところであり、その社会的帰結についても十分な検討の要するところである。経営者が相対的自律性を相当程度享受している点にこそ、現代の巨大企業におけるコーポレート・ガバナンス問題の本質があると言える。本論では検討し得なかった、ゲームの理論や進化経済学における展開、比較制度論的研究あるいはレギュレーション学派など多様なアプローチから「企業理論」の蓄積と精緻化が行われており、コーポレート・ガバナンス問題についてのインプリケーションが期待される場所である。

コーポレート・ガバナンス論争が提示したテーゼは、「経営者支配」の状況にある巨大株式会社企業における経営者への規律付けと自律性のバランスの問題とも言える。経営者は、多様なステークホルダーの利害要求から一定の距離を持って自律性が確保されていなければ企業価値最大化にとって極めて重要な独自性や創造性を発揮することは困難であろう。しかし同時に、経営の効率性や公平性を維持するよう規律付けられなければならないという、相互に矛盾する要求が克服されなけ

ればならない。

もっとも、株式会社制度が「出資と経営」の人格的機能的分離を前提としている以上、エージェンシー・コスト問題の存在は不可避であり、また人為的に最適な所有権構造をデザインするのは困難であるため外部性の問題も常に存在する。こうした問題にも関わらず公開企業が存在するのは、エージェンシー・コストや外部性によって生じる資産の非効率性使用を上回って余りある利益が株式会社制度によって株主を含む諸ステークホルダーにもたらされているからに他ならないからである。

注

*) コーポレート・ガバナンスは「企業統治」ではなく「会社統治」と訳す方がより正確であろう。ガバナンス問題が発生するのは「企業一般」ではなく、少なからず所有と経営の分離傾向が認められる大規模株式会社においてである。コーポレート・ガバナンス問題の発生を高度に発展した株式会社「制度」そのもののうちに求め、株式会社の大規模化に伴う株式の分散化によって生じる所有と経営・支配との分離に関する議論がその出発点をなしているという認識が不可欠である。Berle/Means 以来の所有と経営・支配の問題を株式会社支配論とするならば、コーポレート・ガバナンス論は株式会社統治論と呼ぶことが出来る。ただし、訳語上の不要な混乱を避ける意味から、本稿では「コーポレート・ガバナンス」と表記する。

- 1) H.J. Hopt, H. Kanda and J. Roe (ed.), *Comparative Corporate Governance*, Oxford, 1998. 及び D.D. Prentice and P.R.J. Holland (eds.), *Contemporary Issues in Corporate Governance*, Oxford, 1993. を参照のこと。
- 2) 出見世信之『企業統治問題の経営学的研究』文眞堂, 1997年, p.8.
- 3) 経営者の Stewardship とは、株主の利益に奉仕し、また経営活動によって影響を受ける他の主体に対しても法的、さらには倫理的義務を負うよう役割期待された「執事 (=steward)」であると規定される（出見世信之「アメリカの株式会社統治に関する一考察」『日本経済短大紀要』第23巻2号, 1993年を参照）。概念内容としてはハー

シュマンの「ロイヤリティ」(A.O. Hirschman, *Exit, Voice, and Loyalty*, Harvard Univ. Press, 1970. 三浦隆之訳『組織社会の論理構造』ミネルヴァ書房, 1975年)と類似している点、注目に値する。

- 4) R.E. Freeman, "Strategic Management: A Stakeholder Approach", *Advances in Strategic Management*, Vol.1, 1983, pp.31-60.
- 5) 土屋守章・岡本久吉『コーポレート・ガバナンス論』有斐閣, 2003年, p.32.
- 6) 青木昌彦『比較制度分析に向けて』NTT出版, 2002年, p.304.
- 7) A.A. Berle and G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, 1932. (北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』文雅堂銀行研究社 1958年.)
- 8) 論争のより詳細な分析は、正木久司・角野信夫『経営学——人と学説——バーリ』同文館, 1989年, および、正木久司『株式会社論』晃洋書房, 1986年, を参照のこと。
- 9) 尚、Berle/Meansにおける議論では、特定個人の「経営者 (Manager)」ないし「最高経営責任者 (CEO)」ではなく、正確には専門的経営能力を有した「経営陣 (Management)」ないし「役員 (Officers)」を指している。本論でも、特に指示のない場合を除いて、「経営者」は Management を指す。
- 10) Berle and Means, op.cit., p.356 (前掲訳, p.450)
- 11) 瀬川新一「株式会社と経営者支配」、『現代企業経営のダイナミズム』税務経理協会, 2002年, 参照のこと。
- 12) A.A. Berle and G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New Brunswick (Transaction Book), 1991.における M.L. Weidenbaum and M. Jensen による序文も参照のこと。
- 13) 植竹晃久「企業観の変容と企業システム再構築の視点(1)」『三田商学研究』慶應義塾大学商学会, 第43巻特別号, 2000年, pp.1-13, および同稿「企業観の変容と企業システム再構築の視点(2)」『三田商学研究』慶應義塾大学商学会, 第45巻第5号, 2002年, pp.9-19, 参照のこと。
- 14) この観点による研究の重要性は、D.D. Prentice, "Some Aspects of the Corporate Governance Debate" in: D.D. Prentice and P.R. J. Holland (eds.), *Contemporary Issues in Corporate Governance*, Oxford, 1993. によって指摘されている通りである。および貞松茂『コーポレー

- トコントロールとコーポレート・ガバナンス』ミネルヴァ書房, 2004年, 参照のこと。
- 15) 尚, 両理論に関する用語に関しては, P. Milgrom and J. Roberts, *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall, 1992. (奥野・伊藤・今井・西村・八木訳『組織の経済学』NTT出版, 1997年) 参照のこと。また, 両理論からコーポレート・ガバナンス問題を扱った文献として, 菊澤研宗『日米独組織の経済分析』文眞堂, 1998年, 丹沢安治『新制度派経済学による組織研究の基礎』白桃書房, 2000年, などがある。
 - 16) M.C. Jensen and W.H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.3, 1976. pp.305-360. 参照のこと。
 - 17) Jensen. M.C, *A Theory of the Firm*, Harvard Univ. Press, 2000, pp.63-79.
 - 18) R.E. Freeman, op.cit., p.38.
 - 19) 拙稿「コーポレート・ガバナンス」, 『現代企業経営のダイナミズム』税務経理協会, 2002年, 参照のこと。
 - 20) 「所有」の概念については, T. Eggertsson, *Economic Behavior and Institutions*, Cambridge Univ. Press, 1990. (松下公視訳『制度の経済学』晃洋書房, 1996年) に詳しい。
 - 21) 菊澤研宗『日米独組織の経済分析』文眞堂, 1998年, pp.128-147, 参照のこと。
 - 22) A.A. Alchian and H. Demsetz, "Production, Information, Costs, and Economic Organization," *American Economic Review*, 62, 1972, pp. 777-795.
 - 23) Ibid., p.779.
 - 24) Ibid., p.781.
 - 25) 菊澤研宗, 前掲書, pp.128-148, および, 丹沢安治, 前掲書, pp.167-186, 参照のこと。
 - 26) 例えば, M. Zeitlin, Corporate ownership and control: the large corporation and the capitalist class, *The Large corporation and contemporary classes*, Cambridge Polity Press, 1989. J. Scott, *Corporate Business and Capitalist Classes*, Oxford Univ. Press, 1997. 植竹晃久「コーポレート・ガバナンスの問題状況と分析視点」『三田商学研究』慶応義塾大学商学研究会, 第37巻第2号, 1994年, など。
 - 27) J. Scott, Ibid., p.35.
 - 28) 拙稿「日米企業におけるガバナンス構造の比較制度論的研究」『経済論集』第49巻第4号, 北海道大学経済学会, 2002年, 参照のこと。
 - 29) カルパース (CalPERS: California Public Employees' Retirement System) 自身が運営するウェブサイト (<http://www.calpers.ca.gov/>) を参照のこと。
 - 30) 松村勝弘「負債は企業を規律付けるか, メインバンクはモニタリング機能を果たすか」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第36号, 2002年, 参照のこと。
 - 31) 菊澤研宗, 前掲書, p.144, 参照のこと。またこの点に関して, 植竹晃久『企業形態論』中央経済社, 1984年, および岩井克人『会社はこれからどうなるか』平凡社, 2003年, 等が重要な指摘を行っている。
 - 32) J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Harcourt Brace & Co. 1936, p.156
 - 33) アルカファージの調査によれば, ほとんどの経営者にとって多様な利害関係者を意思決定において考慮することには積極的ではあるが, 主要な顧客や供給業者, コミュニティー・リーダー, 銀行や保険会社などの信用供与, これらに関わるどの利害関係者に対しても実際に取締役会に参加することについては拒否の態度が示されることが明らかにされている (A.F. Alkhafaji, *A Stakeholder Approach to Corporate Governance*, Quorum Books, 1989, pp.115-116)。
 - 34) M.M. Blair and L. Stout, "A Theory of Corporation Law in Team Production", *Virginia Law Review*, Vol.85, No.2, 1999, p.253.
 - 35) M.M. Blair and L. Stout, Ibid., p.298.
 - 36) B. Holmstrom, "Moral Hazard in Teams", *Bell Journal of Economics*, Vol.33, 1982, pp.324-340.
 - 37) G.R. Rajan and L. Zingales, "Power in a Theory of the Firm", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.387, 1998.
 - 38) M.M. Blair and L. Stout, op.cit., p.274.
 - 39) M.M. Blair and L. Stout, Ibid., p.318.
 - 40) 信用や信頼, 誠実性などが社会制度に果たす機能について, その重要性は既によく知られたところである。例えば, 山岸俊男『信頼の構造』東大出版会, 1998年, 参照のこと。
 - 41) 経営者における自律性の確保と規律付けに関する問題は, M・ウェーバーが近代資本主義の経営における本質的問題と捉えた官僚制組織における課題と同質である点, 注目すべきであろう。石坂巖『経営社会学の系譜』木鐸社, 1975年, pp.185-237, 参照のこと。

42) G.M. Hodgson, *Economics and Institutions: A Manifesto for a Modern Institutional Economics*, Polity Press, 1988. (八木・橋本・家本・中矢訳『現在制度派経済学宣言』名古屋大学出版会, 1997年) および, N. Luhmann, *Ver-*

trauen: Ein Mechanismus der Reduktion sozialer Komplexität, UTB. Stuttgart, 1973. (大庭・正村訳『信頼』勁草書房, 1990年) 参照のこと。