HOKUGA 北海学園学術情報リポジトリ
学校法人北海学園
北海学園大学
北海商科大学

タイトル	株式会社企業における制度進化の可能性と方向性 ：コーポレート・ガバナンス論における主体の検討
著者	石嶋，芳臣; Ishijima，Yoshiomi
引用	北海学園大学経営論集，9(1)：25-42
発行日	2011-06-25

Hokkai-Gakuen Organization of Knowledge Ubiquitous through Gaining Archives.

株式会社企業における制度進化の可能性と方向性*)

── コーポレート・ガバナンス論における主体の検討 ──

石　嶋　芳　臣

要約

本論は，錯綜するコーポレート・ガバナンス論における議論の焦点を定めることに主眼を置き，企業諸理論の検討を通じて株式会社企業のあり方とその方向性について論じたものである。コーポレート・ガバナンス論は，経営者へのチェック・モニタリングにおけるシステム設計ないし企業業績や収益性，株価の上昇をもたらす構造改革の議論に終始しがちである。しかし，比較制度分析における共進化の理解から，コーポレート・ガバナンス問題の焦点は企業の価値創出プロセスを促進するような効果的なコーディネーション能力を経営者から引き出すメカニズムの解明にあることが提示される。

キーワード：

コーポレート・ガバナンス，経営者支配，エージェンシー理論，ステークホルダー・アプローチ，制度進化，価値創出活動，共進化

目　次

Ⅰ．問題の所在
Ⅱ．株式会社制度
　1．株式会社制度の諸特徴
　2．株式会社と証券市場
　3．株式会社制度と経営者支配
Ⅲ．経営者支配論とコーポレート・ガバナンス問題
　1．今日の経営者支配的状況
　2．機関投資家によるコーポレート・ガバナンス改革
Ⅳ．コーポレート・ガバナンス論の検討
　1．エージェンシー・コスト・アプローチ
　2．ステークホルダー・アプローチ
　3．エージェンシー・コスト・アプローチとステークホルダー・アプローチの限界
Ⅴ．株式会社における経済性と社会性
Ⅵ．むすび

＊）本稿は，北海学園大学学術助成（共同研究，平成21・22年度）より研究助成を得た。記して感謝の意を表したいと思う。

Ⅰ．問題の所在

1980年代末のバブル経済の崩壊以降，我が国においてもコーポレート・ガバナンス（Corporate Governance）という用語が広く認知されるようになった[1]。その背景には，相次いで露呈する企業の不祥事・犯罪，行き過ぎた投機的行動や経営者の暴走のほか，長引く経済的低迷と企業業績の悪化，激化するグローバルな市場競争，さらには情報化社会の進展，少子高齢社会の本格的到来など経済的社会的環境の変化がある。

企業の社会的な信頼回復と収益力の向上に向けた構造転換が迫られる事態に直面して，

企業倫理（Business Ethics），遵法経営（Compliance Management）や企業の社会的責任（Corporate Social Responsibility：CSR）とともにコーポレート・ガバナンスへの関心が高まり，行政当局や実務家，業界団体，NPO などから様々に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が行われてきている。

法制度の面でも，1993 年の商法改正で大会社への社外監査役の選任が義務づけられ，続く 2002 年の改正では委員会設置会社が導入された。2004 年に東京証券取引所が「上場企業のコーポレート・ガバナンス原則」を公表し，有価証券報告書に自社のコーポレート・ガバナンスに関する報告書の提出を求めるようになった。また，それまで商法において定められていた会社に関するいくつかの法律が統合・再編成され，2006 年 5 月から施行された会社法では，取締役の権限強化，内部統制システムの構築などによる経営への監視体制が強化されている。

もっとも，法制度上の改革によってコーポレート・ガバナンス問題の全てを解決できるわけではない。コーポレート・ガバナンス論は，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」という，企業の基本的なあり方が問われているからである。しかしながら，現代の巨大な株式会社企業をどのように理解するのかという企業観，また如何なる企業のあり方を目指すのかといった基本的な理念や視座が必ずしも共有されているとは言えない。

環境変化への適応・対応にのみ主眼を置いた議論の展開がなされ，対処療法的に様々な改革が進められるならば，お題目としてコーポレート・ガバナンスが唱えられるだけか，あるいは安易な制度設計による意図せざる結果として，日本企業がこれまで有していた競争優位性を危うくする事態が生じると思われる。

本論では，コーポレート・ガバナンスという枠組みにおいて，何が問題とされているのかという点について，まずもって株式会社制度について概観する。そもそも株式会社とは何かからはじめ，コーポレート・ガバナンス論における立論上の基底とされる経営者支配が何を意味するのかを明らかにし，次いでコーポレート・ガバナンスの主体の問題について検討する。最後に，コーポレート・ガバナンス問題の本質，および現代における株式会社企業のあり方について検討する[2)]。

II．株式会社制度

コーポレート・ガバナンスという概念に一義的で明確な定義が与えられているわけではない。論者によって様々な観点から多様なアプローチに基づいた定義がなされ，具体的な提言や改革の方向性が示されている。勝部（2004）によれば，コーポレート・ガバナンスの定義に関しガバナンスの客体を経営者とする点では多くの論者が一致しつつも，主体・内容・目的の点で議論が分かれるとしている。論者によって，ガバナンスの主体は株主，従業員，ステークホルダー（Stakeholders）と分かれ，ガバナンスの目的については経営者のパフォーマンスないし効率，価値の配分，責任や権限の配分と分かれる。またガバナンスの内容については監督，コントロール，規律付け，影響力，モニタリング，牽制，監視，統制と多様である（勝部，2004，292 頁）。

少なくとも多くの論者に共有されている問題意識に従って，「株主ないし多様な諸ステークホルダーの立場から，公正性や合法性ないし企業価値や企業パフォーマンスの向上に結びつく経営効率の維持・改善に向けて，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活動のあり方」（植竹，2009，

図表－1

会社観		会社は誰のものか	会社の目的
会社用具観	株主用具観	株主のもの	利益の最大化・企業価値の最大化
	従業員用具観	従業員のもの	従業員所得の最大化
	経営者用具観	経営者のもの	企業成長：規模の最大化 自由裁量利益の最大化 経営者所得の最大化
	多元的用具観	労使共同のもの	共同利益の最大化：付加価値の生産の配分
		多様な利害関係者のもの	交渉による目的の形成
会社制度観		会社は公器 (誰のものでもない)	会社の成長と存続

出所：加護野・砂川・吉村（2010），18 頁

135 頁）に関する議論ということができる。

もっとも，図表－1で示されるように，株式会社をどのように理解するかという会社観の相違によって会社の目的もまた多様化する。それ故，ガバナンスの目的・内容についても多様ならざるを得ない。会社観の形成は社会的環境と連動し，株式会社の機能や役割，目的も社会的・経済的環境および歴史的経緯によって一義的に規定されているわけではない。コーポレート・ガバナンス問題が株式会社制度と不可分の関係にある以上，株式会社制度について改めて検討する意義がある。

1．株式会社制度の諸特徴

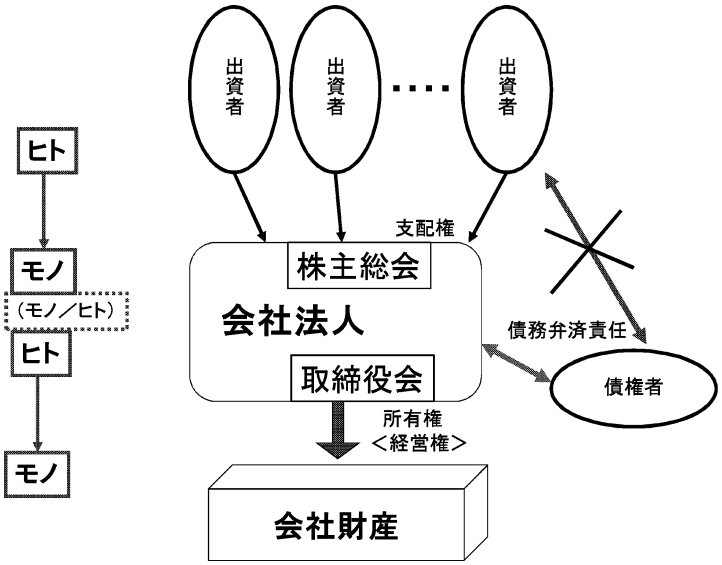
株式会社の形態的諸特徴として，①全出資者の有限責任制，②会社法人性，③会社機関の存在，④出資と経営の分離，⑤株式の自由譲渡性の5つを挙げることが出来る（植竹，1984，94 頁）。

合名会社や合資会社の一部の出資者には，会社債務に対し直接無限責任を負い経営機能を担う権限が与えられる。これに対し株式会社では，全ての出資者の責任は間接有限責任となる。株式会社形態の第1の特質とも言われる全出資者の有限責任制が成立するためには，会社債務に対する弁済責任を会社財産そのものによって負担させる必要がある。このとき，出資者とは明確に区別された一個の独立した法的権利・義務の主体たる会社「法人(Legal Person)」が会社財産の所有者として登場する。図表－2で示されるように，会社財産の直接的所有者として法人が介在することによって，全出資者の有限責任制が確立する。出資者によって拠出された資金は結合資本として会社財産を形成するが，出資者である株主は会社財産に対する直接的な所有権はない。

近代法において，所有対象を排他的に自由にし得るという関係が成立するのは，ヒトとモノとの間においてのみである。自然人である株主は出資者として法的な会社の所有者であり，モノとしての「法人」の所有主体でありながら，会社財産の直接的所有権は法的に擬製された人格である法人にあるという「2重の所有関係」におかれるのである[3]。

株式会社では合名会社や合資会社において無限責任をもって経営機能を担っていた出資者は存在しない。もし仮に，特定の出資者が経営権を有するならば，彼に会社財産の所有者として無限責任が負わされることになるだろう。実際，株式会社の財産は不特定多数の出資者による結合資本として存在しており，

図表－2



（岩井克人（2003）を元に，筆者作成）

出資者全てが直接的に資本の運用に携わることは不可能である。また，資本主義社会は私的所有権が社会的に保証される私有財産制を根幹とする。これにより我々は，自己の所有対象について排他的財産権を主張しうる。所有権は所有対象に対する排他的な使用・収益・処分の諸権利が三位一体となった権利であるから，会社財産を運用する経営権は法人が有するということになる。

しかし法人は，自然人とは異なり自ら意志（Will）を決定する能力も経営機能を担うことも出来ない。そのため，会社の意思決定機関として「会社機関」が設置される。株式会社は，会社の法的所有者である株主によって構成される株主総会を最高意思決定機関として，その下に日常的・業務上の意思決定機関である取締役会が設置されている。株主総会において株主は，議決権によって定款に関する事項の決議や取締役会メンバーの選任・解任を行う。会社の最高意思決定機関である株主総会は，多数の株主の存在にも関わらず１株１票の多数決原理によって組織としての統一的意思決定の維持が可能となる。

こうして，株式会社制度の基本的な特質として「出資」と「経営」が人格的にも機能的にも分離する。出資者が必ずしも経営機能を担う必要はなく，専門知識や経験において優れた経営者を選任することで効率的な企業運営が可能となる。

尚，この点はすでにアダム・スミス（A. Smith）によって[4]，株式会社は投資家達が「会社の事業をまったく理解しようとさえしない」ために，株主や会社までをも犠牲にして「怠慢で金づかいのあらい」取締役達に私腹を肥やす機会を与えると批判されている通りである（A. Smith, 1937, pp. 699-700）。

２．株式会社と証券市場

株式会社は当初から大規模な資本を必要とする事業に向いた形態であり，必要とされる資本は株式の発行によって調達できる。株式とは，資本金を均一に細分化した単位であり，これを表示した有価証券を株券と呼ぶ。出資者から見れば，有限責任に加え出資単位が少

額であるため極めて出資しやすい条件である。出資者は出資金に応じた株式を保有することで株主となり，会社は広く社会に散在する資本から必要とする資金を得ることが出来る。

さらに，出資した資金がいつでも回収出来るならば，より多くの人が出資に応じるだろう。しかし会社側から見れば，出資された資金はすでに財・サービスの生産に向け設備投資や原材料の購入，従業員の雇用などに使われており，出資者の要求である出資金の返還は，会社の解散を意味する。資本を長期に固定化することで生産活動を継続し利益の拡大を図りたい会社の要求と出資者の要求とは相互に矛盾している。

この矛盾を突破するのが，証券市場を通じた株式の流通である。株式を自由に売買できる株式会社のことを上場企業ないし公開会社と呼ぶ。出資者によって払い込まれた資金を元手に会社は生産活動を開始し，資本の長期固定化によって利益の拡大を図る。他方，出資者は証券市場を通じて株式を投資家へ売却することで現金を手にすることが出来る。証券市場における株式の流通・売買は，企業の生産過程に直接影響を及ぼすことはない。これにより，出資者の資金の随時回収可能性と会社の資本の長期固定化の要求はともに満たされることになる。

さらに，個人としての株主や取締役ないし各種委員会メンバーがどんなに入れ替わろうと，ゴーイング・コンサーン（Going Concern）＝継続事業体としての永続性が会社法人に備わることとなり，利潤の一部を再投資することによる資本の蓄積を推し進めることが可能となる。また，証券市場を通じた株式の流通は，資本の集中による飛躍的な資本規模の拡大を容易にする。証券市場を通じた株式の自由譲渡性は，「株式会社をして株式会社たるに相応しい存在とさせている基本要因」（植竹，2009，96 頁）と理解される。株式会社制度が資本規模の拡大可能性から見て，最高次の企業組織形態とされる所以である。

3．株式会社制度と経営者支配

企業は株式会社形態を採用することで容易に資本規模の拡大が可能となる。証券市場の発達とともに，株式が自由に売買されるに伴い，議決権を行使して会社を支配する支配証券としての意味が希薄化し，株式の売買によって得られるキャピタル・ゲインを目的とした収益証券としての性格が色濃くなってゆく。さらに，資本規模を拡大するために株式が大量に発行されると，個々の株主の持株比率が相対的に低下していき，やがて株主単独では直接的に取締役会メンバーを選任・解任できなくなってゆく。株式会社の大規模化は，「出資と経営（Investment and Management）の分離を超えて，「所有（Ownership）」と「経営」ないし「支配（Control）」が分離・乖離する契機をもたらす。

こうして，株式保有の広範な分散化によっていかなる株主も直接的に取締役の任免を行い得ない状態にあり，さらにまた資本規模の拡大に伴って企業経営に高度な専門知識や豊富な経験が必要とされるなどの理由により，経営陣自らが取締役を選出する事実上の権限を有し，経営陣が自己永続的な存在として企業経営に関して十全な自律性を有する「経営者支配（Management Control）」と呼ばれる状態がもたらされる。バーリ＆ミーンズ（A. A. Berle & G. C. Means, 1932）によれば，株式会社の大規模化とともに株式保有が高度に分散化し「経営者支配」的状況がもたらされたのである。

これに対し，具体的な企業を取り上げ詳細な歴史的分析を行ったチャンドラー（A. D. Chandler, Jr., 1977）によれば，経営者支配はバーリ＆ミーンズとは逆の論理展開によって説明される。鉄道のように複雑な事業を効率的に運営・管理するためには，当初から特殊な技能や訓練，専門的知識を持った専門経

営者を必要としていた。ところが株主は，そうした専門的知識も経営能力も持ち合わせてはおらず，株主の主たる目的は当該企業への投資収益率の拡大にあった。株主に経営を委託された専門経営者が経営戦略上，企業規模の拡大に向けた資金調達のために株式を大量に発行した結果，個々の株主の持株比率が相対的に低下したのである。つまり，専門経営者の台頭が資本規模の拡大を推し進め，結果として株式の分散化へと結びついたのである。専門経営者の必要性が，持株比率とは無関係に当初から株式会社における「経営者支配」的状況をもたらす契機となっていたと理解される（Chandler, 1977）。このため，より複雑になってゆく企業経営を合理的・効率的に運営するためには，経営者支配は不可避な現象と考えられる。少なくとも，株式会社における支配問題にとって持株比率や株主構成のみが決定的な要因ではない。

しかしながら，資本主義社会における株式会社の支配の正当性根拠は，私有財産制度，私的所有権に求めなければならない。企業経営における支配が会社財産の運用に関する決定権，すなわち意思決定権にあるとするならば，その究極的支配手段は株主権（議決権，配当請求権，残余利益請求権）ということにならざるを得ない。それゆえ，バーリ＆ミーンズは，株式会社における支配を「取締役を選出する法的権限」と定義し，支配の所在を取締役の任免力に求めたのである。

株式会社制度において，株主の有する意思決定権は会社機関を通じて取締役会に客体化されているため，株主総会における取締役の任免によってのみ支配権を行使することができる。株主総会において会社の日常的・業務上の意思決定を担う取締役会のメンバーを選任・解任することによって会社の意思決定を左右し，株主が実質的に会社を支配する。しかし，経営陣が自己永続的な支配的地位を占有する経営者支配の状況は，株主の利益，あるいは会社までをも犠牲にして自らの私腹を肥やすような経営陣の機会主義的行為の可能性を示している。経営者権力の制御問題を明らかにした株式会社支配論が，コーポレート・ガバナンス論の立論上の基底と理解される所以である。

Ⅲ．経営者支配論とコーポレート・ガバナンス問題

バーリ＆ミーンズの著書『近代株式会社と私有財産（The Modern Corporation and Private Property, 1932）』は，大きく４部構成になっている。第１編の「財産の変革（Property in Flux）」では，資本の運営とそれによる富の創出という積極的財産と，消費や浪費に向けられるだけの不労所得の源泉となった株式という消極的財産との分離が株式会社の発展によって生じたとする議論から始まり，実証研究を踏まえた上で「所有と経営の分離」という議論が展開され，経営者支配の問題が提示される。その上で，彼らの主張は第４編「企業の改組（Reorientation of Enterprise）」に集約されており，経営者支配型が優勢となった巨大株式会社企業の運営にあたって，如何なる原理が妥当するかが検討される。

第１の原理として，所有者支配型の基本原理でもある財産の論理（Traditional logic of Property）に従えば，経営者は株主の単純な代理人となり，会社が生み出した利潤のすべてが株主のもとに帰属する。このため，経営者の企業運営に対するインセンティブが減少し，結果的に企業は利益を生み出せなくなってしまう。

他方，第２の原理である利潤の論理（Traditional logic of Profits）に従えば，経営者支配型企業では，資本の運営を担っているのは経営者であり，彼らが効率的な資本運営に対し究極的な責任を担い，株主は単なる

資本提供者と見なされる。資本リスクの分担部分を配当として支払ったあとに残る利潤を経営者が受け取れば，彼らのインセンティブを高めることは可能となるが，所有権のない経営者にはこれを受け取る正当性はない。このため第1の原理も第2の原理も採用することが出来ない。

そこでバーリ＆ミーンズは，「もし株式会社制度が存続すべきものとするならば，大会社の『支配（Control)』は，コミュニティの諸集団による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基づいて収入の一部を各集団に割り当てるような，純粋に中立的なテクノクラシー（purely neutral technocracy）に発展すべきである」(Ibid., p. 312-313）という第3の原理を提示し，株式会社制度そのものを新たに定義づけるのである[5)]。

「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，むしろ株主の私的利潤追求から解放される契機となる。そのとき，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。すなわち，「経営者支配」状況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新たな可能性を切り開いたものと言える[6)]。

1．今日の経営者支配的状況

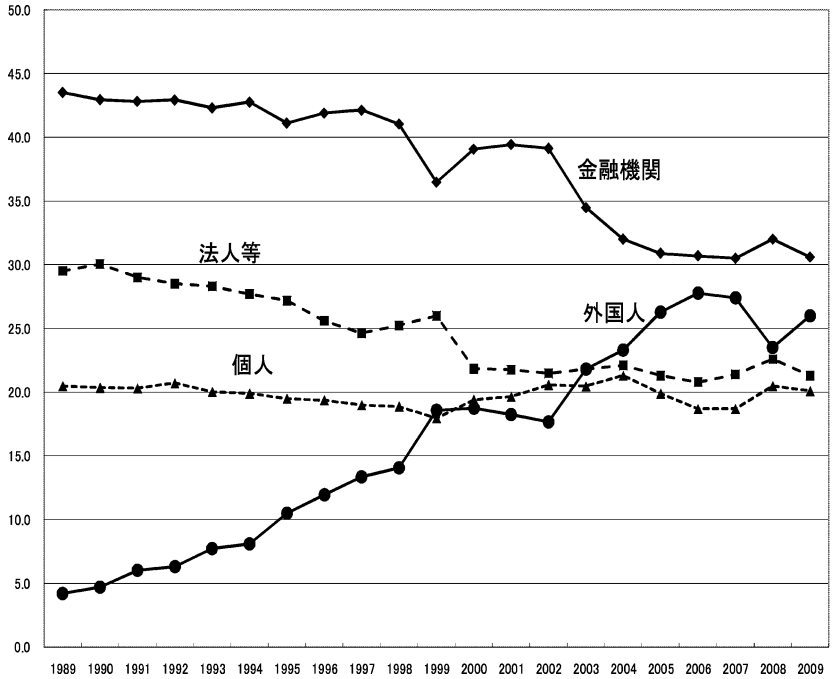
もっとも，バーリ＆ミーンズが前提としていたのは古典的な個人株主であり，今日の経営者支配型企業の主要な株主は法人株主や機関投資家など非個人によって占められている。図表－3で示されるように，日本における株式保有状況は約20%の個人株主に対し，約70%が金融機関や他の事業法人によって占められている。日本において注目すべきは，非個人株主の属性である。金融機関の株式保有比率は1990年度には43.0%あったものが，2000年度には39.1%，2009年度には30.6%まで下降している。事業法人による株式保有もまた1990年度で30.1%あったものが，2009年度には21.3%と同じく下降している。これに対し1990年度には4.7%足らずであった外国人の株式保有比率は，1995年度には10.5%，2000年度18.8%と徐々に上昇し2003年度から21.8%，2005年度26.3%と急速に上昇し，2009年度には26.0%となっている。金融機関や事業法人における株式保有比率の低下に呼応して，外国人による株式保有比率が上昇している。外国人の大多数は，主にアメリカやイギリスの年金基金や投資信託などの機関投資家である。

日本において，コーポレート・ガバナンス問題への直接的関心は，相次いで露呈された企業犯罪によって多様なステークホルダーが甚大な被害を被ったことにより，経営行動そのものに対する疑問が呈されるようなった点にあるが，具体的なコーポレート・ガバナンス改革を推し進めてきたのは，持株比率を急速に上昇させてきた機関投資家の影響力によるところが大きいと言える。

2．機関投資家によるコーポレート・ガバナンス改革

機関投資家が株式を保有する第一の目的は，株式のもつ「収益証券」としての側面である。そもそも機関投資家本来の目的は投資収益にあり，会社を支配することではない。彼らは複雑に組まれた投資ポートフォリオに基づいて当該企業の株式を保有しているに過ぎない。通常，機関投資家においては，投資先企業それぞれの日常的経営をチェック＆モニタリングする意思も能力もないとされてきた。むし

図表－3　投資部門別株式保有比率の推移



（備考）金融機関は，投資信託，年金基金を除く。
出所：全国証券取引協議会『平成 21 年度株式分布状況調査』より筆者作成

ろ，投資先企業の ROE や ROI，PER などの指標が満足しうるレベルにあり経営が安定的状態にあると評価されるならば，機関投資家は当該企業の経営にはまったくの無関心を装う。彼らが「スリーピング・パートナー（sleeping partners）」と呼ばれた所以である[7]。そして従来，投資先企業の株価や配当の先行きに不安があれば，その株式を売却し収益の見込めそうな株式へ転換するという，いわゆる「ウォール街・ルール（Wall Street Rule）」に従って機関投資家も行動すると見なされてきた。

今日，機関投資家の持株比率は，証券市場における自らの売り注文の圧力によって更なる株価の下落をもたらすほどに増加している。機関投資家にとって，株価や配当性向が低迷し始めた企業へ投資し続けることは機関投資家自身の損失であるばかりか，彼らの背後に存在する〈本来の〉受益者である多数の個人の資金損失でもあり，顧客に対する受託責任を果たせなくなることを意味する。市場で持株を安易に売却することが困難となり，もはや受動的な「投資家」ではいられなくなった機関投資家にとって，株主総会において議決権を通じて企業経営へ直接介入するか，市場で持株を売却する代わりにM＆Aの仕掛人へ保有株式を譲渡する以外にはない[8]。

アメリカにおいては，会社支配市場（Market for Corporate Control）における流動性の高さが敵対的M＆Aの可能性を高め，これが経営者に一定の「規律」を与える有効な手段であると積極的に評価されてきた[9]。ところが，1980 年代の敵対的M＆Aの嵐の中で経営者がとったポイズン・ピルやゴールデン・パラシュートといった防衛手段[10]が，株主をはじめ多様な諸ステークホルダーに膨

大な損害を与えたばかりか，総じてアメリカ企業全般に競争力の低下をもたらした要因として，機関投資家等の「市場近視眼（Market Myopia）」的な短期的利益志向に対する社会的批判が高まってゆく。

このため，短期的に利益獲得を目的とする市場近視眼的な「投資家」としてではなく，安定的「所有者」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」へと機関投資家の投資哲学が方向転換せざるを得なくなる。取締役会や各種委員会の再構成は直接的に金銭的利益と結びつくものではないが，株主に有利な決定がなされることを保証するガバナンス・システムを投資先企業に作り出すことによって，長期的には株主および機関投資家の顧客の利益と結びつく。こうして今日，「アクティビスト（もの言う株主）」と呼ばれる一部の機関投資家を中心に，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コーポレート・ガバナンスに関する改革提言が積極的に行われている。会社支配市場の意義が問い直されるなかで，取締役会や各種委員会が機関投資家らにとって最適な利害表明の場としてクローズ・アップされてきたものと理解できる。

機関投資家にとって自らの利益を効果的に確保するためには，形骸化した会社機関を活性化させ経営者に対する規律付けとチェック＆モニタリング機能を高める必要性がある。また，投資先企業の株式を長期的に保有することを前提とした場合，たとえ現在の業績が好調であったとしても将来起こりうる重大な利益背反の可能性をできるだけ排除するほうが合理的となる。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や各種委員会のメンバー構成が問題とされる理由である。

機関投資家の行動は企業価値，とりわけ株式価値を高めることに一義的に方向付けられている。ひとたび法的所有者である株主の利害が損なわれるとき，「経営者は株主の忠実な受託者に過ぎないとする企業観が主流を占め」，（植竹，1994，58 頁）経営者支配の正当性が要求されることを意味している。経営者支配といえども市場競争において会社が存続・成長するためには，常に一定以上の収益性を確保しなければならない。この収益性の確保は同時に，株主へ還元しなければならないレベルの利潤性の要請に経営者が拘束されていることを意味する。専門経営者の行為と能力が，株主の利害関心に従う限りで経営者支配は妥当と見なされ，問題にされることがなかったに過ぎない。

もっとも，所有権を絶対視する株主至上主義という意味でのアメリカ型の株主一元論は，エンロン・ワールドコム事件以降，大きくその論調を修正してきたことは，周知の通りである[11]。株価中心主義ないし時価総額至上主義ともいえる経営者への規律付けには，重大な問題があることを示唆している。かのケインズ（J・M・Keynes）による「美人投票」のアナロジーを持ち出すまでもないが，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（Keynes, 1936, p. 156）。

Ⅳ．コーポレート・ガバナンス論の検討

1．エージェンシー・コスト・アプローチ

こうした経営者と株主の関係を詳細に論じているのが，エージェンシー・コスト・アプローチ（Agency Cost Approach）である。エージェンシー・コスト・アプローチとは，「1人あるいはそれ以上の人数の人（プリンシパル＝Principal＝主人）となり，別の人（エージェント＝Agent＝代理人）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（利害の不一致），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量と質の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。プリンシパルとエージェントの間に利害の不一致と情報の非対称性とが存在するために，エージェントの機会主義的行為（Opportunistic Behavior）によってプリンシパルが損害を被る危険がある。さらにエージェンシー関係を規定する契約は不完備ならざるを得ない（契約の不完備性）ため，非効率な資源の利用と配分の問題が常に現出する。

経営者支配の状況にある株式会社の場合，法的所有者である株主による日常的・直接的なチェック＆モニタリングは困難である。エージェントである経営者がプリンシパルである株主の利益を最大化するよう行動する保証はない。このとき，経営者が株主の利益はもとより会社をも犠牲にして，自己の利益のために資源を浪費する機会主義的行為をとる可能性が存在する。

株主と経営者との間に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考えられる。そして，エージェンシー問題を解決する最善の方法は，株式の非公開化（Going Private）によって達成されるということになる[12]。つまり，最良の企業形態は両者の利害内容が完全に一致する「所有経営者（Owner-Manager）」型企業となる。この場合，プリンシパルとエージェントが同一の経済主体であるため，そもそもエージェンシー関係自体の解消となる。

エージェンシー問題の抑制による効率的経営の維持という点では，大正製薬，鹿島建設，ブリヂストン，出光興産，サントリーのような優良企業と評価されるビック・ビジネスにおける同族支配の存在，ソフトバンクの孫正義やユニクロの柳井正などに代表される強力なトップダウンが可能な所有者支配型の企業における業績の高さは，経験的にその妥当性を示しているとも言える。また，アメリカにおいて業績の高い企業の中にも，マイクロソフト社のビル・ゲイツやウォルマート社のサム・ウォルトンのように，経営権は第三者に委ねつつも，大株主として個人や一族が君臨している所有者支配型企業が多いのも事実である。

しかし通常，株式会社企業は株主と経営者とが人格的・機能的に分離する形態的特徴を持っており，この「出資」と「経営」の分離をはなれては，統一的経営を維持しつつ，より大なる資本集中を可能ならしめる株式会社制度の基本的特質を損なうこととなる。また非公開化は，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していることを意味する。

結局，今日の巨大株式会社企業においてエージェンシー・コストは不可避的に存在する。このため，エージェンシー・コストを最小化する制度設計がコーポレート・ガバナンス問題として展開される。菊澤（2010）によれば，唯一絶対的に効率的なガバナンス・システムは存在しないとしつつも，エージェンシー理論による多元的企業観から分離型と統合型という二つのステークホルダー・ガバナンスに収束していくと論じている。

実証的エージェンシー理論における企業は「企業価値」として存在する。企業価値の拡大や減少は多様なエージェンシー関係の束を反映しており，企業価値が高まれば，ステークホルダーとの関係が良好である証拠と見な

される。企業の目的は企業価値の最大化と設定され，ガバナンスの目的は企業価値を高め，フリー・キャッシュ・フローの増加と資本コストが低下するような経営をいかに経営者にさせるかということになる。

この点から菊澤は，日米独企業における資本構成の変化に着目して，次のように分析している。伝統的に負債比率の低いドイツ企業の場合，株主と経営者のエージェンシー問題は顕在化しないため，債権者と経営者とのエージェンシー問題を抑止するためユニバーサル・バンクによるガバナンスが発展してきた。日本やドイツのように資本市場や債券市場の発達が低い場合，株主と債権者というステークホルダーが統合している方が合理的となり，他方，アメリカのように市場の発達が高い場合，株主と債権者が併存し状況に応じて協力する分離型が合理的となる。こうして，ステークホルダー・ガバナンスと呼ばれるシステムへ収束していくとしている。

しかしながら，ドイツにおけるユニバーサル・バンクによるガバナンス・システムを別の側面から見ると，次のように展開することも可能である。ドイツのように，高度な技術や高品質の製品を志向してきた企業において，技術開発にかかる投資が利益に結びつくには一定の長い期間を必要とする。そのため比較的長期的なスパンで投資効率を判断するような，いわば忍耐強い大株主の存在が企業の経営戦略と適合的であった。他方，投資家からすれば内部情報がモニターできなければ，投資効率を判断できず，さらに，技術レベルが高度になるほど銀行や金融の専門家だけではモニターできなくなってゆく。そこで，技術や製品に関する専門的知識を持つ人材が不可欠となる。こうして，ドイツ企業に特徴的な多様な人材によって構成される取締役会が形成されていくことになる[13]。

つまり，エージェンシー問題の抑制からではなく，経営戦略上の課題とステークホルダーの利害のバランスによってガバナンス・システムが形成されていったという理解である。もちろん，経営者支配型の企業を前提とした場合，株主と経営者，債権者と経営者とのエージェンシー問題の分析は，極めて重要な示唆を与えている。しかし，たとえ資本構成のあり方がガバナンスを規定するとしても，企業の資本構成を左右する市場の発達度合いというもの自体に存在する制度補完性（Complementarity）や経路依存性（pass-dependency）にも留意する必要がある[14]。

2．ステークホルダー・アプローチ

実際の企業活動は，会社の存続に直接・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[15]。会社が存続しうるのは，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。ここに，株主だけではなく，従業員，顧客，債権者，取引業者，金融機関，行政など多様な主体に対しても経営者はなんらかの責任を負っていると見なすステークホルダー・アプローチの意義がある。

コーポレート・ガバナンスの主体を多様な諸ステークホルダーに求める議論の基礎には，大規模会社の影響力が広範囲に及び，市場の調整機能も十分に作用しない今日，会社企業が社会経済全体の中で果たす役割から見て，巨大株式会社は単なる株主の所有物を越えた社会的制度として理解されなければならないという認識がある。

このとき，諸ステークホルダーの資源・エネルギーが協働に向かうことによって生み出される準レントの配分を規制するルールが重要となる。諸ステークホルダーの利益を実現するために会社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という点において，コーポレート・ガバナンス問題が展開される。このとき，富の創出と

有形・無形の資産の運用に関わる意思決定をどのような構造が支えているかという点，さらには意思決定メカニズムと資産の運用に先立つ会社の〈目的〉内容が重要な論点となる。

この点について，ブレア＆スタウト（M. M. Blair & L. Stout）は，所有に規定された株主一元論を否定し，株式会社は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（the nexus of firm specific investment）」であるとする。株式会社の資産は「会社それ自体」に属するものであるとし，株主，経営者，従業員など会社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。それ故，「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」（Blair & Stout, 1999, p. 253）と論じている。

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創出するためには，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，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為による手抜き（shirking）やレント・シーキング（rent-seeking）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[16]。チーム・メンバー間での手抜きやレント・シーキングを防止し，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[17]。

ブレア＆スタウトによれば，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会が設定される。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」（Ibid., p. 298）と規定する。しかし，取締役自身の機会主義的行為の可能性は否定できない。この点に関し，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。

第１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２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３に，利害コンフリクトに対する調停機能を期待するためには，取締役会が特定の利害に酌みしないという信用が必要である。「『信用（trust）』と『誠実性（integrity）』が，（取締役のような）権力者に機会主義的行為を思い留まらせる」（Ibid., p. 318）ことになる[18]。こうして取締役の機会主義的行為が一定に制限され得ると論じている。

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与え促進させる必要性がある。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。実際，コーポレート・ガバナンス改革に関する諸提言において，取締役の独立性・中立性ないし透明性の確保が決定的に重要な要件と見なされている[19]。株主主権を前提とするアプローチによっては，取締役会の独立性を株主側から求める理由は

説明し得ない。取締役会の独立性を促進するステークホルダーには，相対的に同質性の高い株主のような利害集団の方が合理的である。それは，多種多様な職位と職務がある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からに過ぎない。

少なくとも，取締役会の独立性はコーポレート・ガバナンスを機能させる重要な要件である。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。

3．エージェンシー・コスト・アプローチとステークホルダー・アプローチの限界

ところで，エージェンシー・コスト・アプローチとステークホルダー・アプローチとの差異はそれほど本質的ではない。もし，株式会社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。その結果，ステークホルダーの利益も損なわれてしまう。この意味からすれば，株式会社と諸ステークホルダーとの関係は，エージェンシー理論に包摂されうる概念となる。

しかし，エージェンシー理論によるコーポレート・ガバナンス問題へのアプローチは，インセンティブの整合化やモニタリングの問題として展開されるに過ぎない。株主と経営者のエージェンシー問題を議論する際に，問題とされる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為によるものとされ，株主の利害に沿うことが困難な状況やエージェントがプリンシパルの利益にとって何が最善かを明示し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。また，所有者支配企業については，経営者と株主のエージェンシー問題はほぼ抑制され，債権者や従業員などとのエージェンシー問題にポイントが移ることとなる。ここでは経営者の独裁や暴走がもたらす問題は議論の対象とはなりえない。所有に伴う責任の問題や経営者権力の正当性，さらには社会の期待という公正性や合法性の問題に関する議論の展開は期待できない。

他方，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，戦略策定におけるステークホルダーの重要性を指摘しているに過ぎない。これに対し，株式会社を「企業特殊的投資の束」と捉えたブレア&スタウトの議論は，経営者や取締役会における利害調整機能に関する議論を一歩進めており，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示している。さらに言えば，新たな株式会社制度のあり方を提示していると評価できるだろう。

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，株主と取締役・取締役会が問題の中心とされ，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進んで従属するものと展開されている。現代の巨大企業における経営者の相対的自律性，支配的地位の占有についての検討は十分とは言えない。特に，日本企業において取締役会の独立性が「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留意されるべきところであり，利害対立を前提としない諸ステークホルダー

の自発的貢献を引き出す協働システムの解明もまた，その社会的帰結も含めて充分な検討の要するところである[20]。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，現代の巨大な株式会社におけるコーポレート・ガバナンス問題の本質があるといえるからである。

Ⅴ．株式会社における経済性と社会性

コーポレート・ガバナンス問題が提起している論点の一つは，株式会社を適切に機能させるためのファンダメンタルな方向付けや経営者に対する規律付け，共有されたフレームワークの存在がますます重要な意味を持ってきたという点にある。企業が社会に受け入れられ活動していくために，経営者に適切な意思決定を行わせる規律付けとチェック＆モニタリング・システムを如何に構築していくかが問われているのである。

国内外を問わずたびたび露呈する企業犯罪はもとより，ポッカや牛角，タリーズのように長期的な経営戦略を踏まえた上でMBO（Management Buy-Out）によって非上場へ切り替える企業の出現。さらには，シリコン・バレーや中国のクラスターのような現象，あるいはソニーや任天堂にみるEMS（Electronics Manufacturing Service）化の動き。会社法における合同会社の新設による株式会社から他の形態への変更可能性。これらは，株式会社制度の機能不全だけではなく，従来の株式会社理解に対する疑問符とも考えられる。

また，俗に我が国の法人企業の99％は同族企業とさえ言われている。同族企業は中小規模の企業に限ったことではなく，世界的にも優良企業とされるトヨタ自動車やパナソニックなども含まれる。平成20年度国税庁調査によれば，資本金10億円以上の株式会社企業のうち非同族企業が占める割合は30.2％であるに過ぎない[21]。量的には「所有者支配」型企業が多数を占めているのである。西武グループや武富士，ダイエーといった同族企業の事件やトヨタ自動車のブレーキ問題に対するリコールの遅れなどを取り上げるまでもなく，所有者支配型企業のガバナンス問題も重要な課題となっている点，この際，付言して良いであろう。

株式会社制度における資本規模の拡大可能性にだけ焦点を当てて，最高次の企業組織形態と見なすことには限界があると思われる。今日，株式会社の果たす経済的機能や社会的な役割が大きく変化してきており，経営学的に株式会社制度の再検討が求められていると言える。同時に，「企業のあり方そのものを包括的に問うガバナンスの視点」（勝部，2004，294頁）が不可欠となっているのである。

ところで，バーリ＆ミーンズが最終的に展開していたのは，株式会社を巡る様々な諸ステークホルダー間で発生する利害の対立を超えて，社会のための会社運営を実現するにはどうすればよいか，という点にあった。この点にこそ，今日のコーポレート・ガバナンス問題に底流する決定的に重要な視座があると考えられる。バーリ＆ミーンズ以降の株式会社支配論に対し，コーポレート・ガバナンス論はより現実的で直接的な問題提起であると理解され，多くの論者が指摘するように，株式会社支配論とコーポレート・ガバナンス論は「組織の活動と社会の期待との不一致の問題」を扱うという点に共通項があるとされる所以である[22]。

現代の巨大な株式会社企業は，決して社会的諸問題を解決するために存在するわけではないが，少なくとも社会的諸問題と不可分と言えるほどの社会的影響力を持っている。その意味で，社会的問題に配慮せざるを得ない。社会的利害に反する経営行動が取られた場合，諸ステークホルダーにおける企業への利害関

心や期待を喪失させ，経営者の支配の正当性と妥当性が問われることになる。企業の経済性と社会性に関しては，「共同経済的収益性こそが現在の企業に内在的なものであり企業の本質を決定する……経営者に広範な決定の自由がみとめられているのは，……社会経済的にものぞましい結果をもたらすものと信ぜられているからにほかならない」（中西，1980，175 頁）と指摘される通りである。企業の経済性と社会性は相互に矛盾する規定ではない。この意味で，経営者への規律付けと自律性のバランスもまた考慮されなければならない。経営者の自律性を一定に許容しなければ，企業の価値創出活動を促進しイノベーションをもたらす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[23]。

このとき，株式会社が埋め込まれている制度的枠組みが考慮される必要がある。法規制や社会的ルール，人間行動の定式化されたパターンといった制度的枠組みによって企業活動は制約を受けるが，同時に例えば，企業が社会的問題に配慮することで，企業への社会の期待が高まり，それが投資を生み出すという互恵的な関係にもある。いわば社会との共進化という視点において，企業のあり方を考察する必要があるといえる[24]。

株式会社は多様な諸ステークホルダーとの関係のうちに存在している。資本市場や債券市場の流動性だけではなく，賃金水準や生産性水準の度合い，技術者の確保や人材育成に関わる教育制度など，企業のコンピタンス（能力）は，こうした関係のうちに存在するものと見なすことができる。企業として継続的な価値創出活動を増進するためには，多様なステークホルダーからの企業特殊的投資が行われなければならない。もちろんそこには従業員の人的資本だけではなく，戦略の策定や実行，リーダーシップなど経営者資源も含まれる。機会コストの増加とホールド・アップ問題をもたらすかも知れない企業特殊的投資を促進させるためには，各ステークホルダーへのインセンティブの配分が重要となるだけではなく，なによりも各ステークホルダー間で競合する利害のバランスをいかに図るかが重要な課題となる。

株式会社が存続するためには，まずもって各ステークホルダーとの関係の維持が図られなければならない。各ステークホルダーが当該企業との関係を維持しようとするのは，「将来に向けた期待」という心理的契約が存続する限りである[25]。ステークホルダー間で発生する利害対立の効果的コーディネーションは，ステークホルダー間に「相互信頼」が形成されるよう，いわば互恵的関係（共進化）が形成されていくようコーディネーションされる必要がある。このため，私心のない中立的な立場でコーディネーションが行えるような存在が不可欠となる。株式会社に対する「将来に向けた（相互の）期待」が各ステークホルダーの長期的利害と適合的であるように，常に発生し続けるコーディネート問題の均衡点の探索が続けられることになる[26]。唯一絶対の均衡点や最適解は存在せず，常に新たなコーディネーション問題が発生し，不断のコーディネーションによるスパイラルな制度進化が発生する。つまり，如何に諸ステークホルダーとの効果的なコーディネーションを達成するか，またそのコーディネーション能力を如何に高めるかが重要な経営課題となる。

この点から，経営者が株主のエージェントであるとする理解は，明らかなパワーの偏りを引き起こすこととなる。そのため，経営者を会社法人のエージェント，あるいは「株式会社それ自体のための受託者」と理解する方が合理的となる。こうして今や，所有者支配型企業も議論の対象とすることが可能となる。所有者支配型であろうと経営者支配型であろ

うと企業価値の増大が社会的富の創出に寄与する限りで，その存在理由が基本的に規定される点になんら変わりはないのである[27]。

Ⅵ．む　す　び

現代の巨大株式会社は，諸ステークホルダーとの関係が不可避であり，諸ステークホルダー間の利害調整なしにはその存続も不可能である。諸ステークホルダーとの関係の質を高めるようなコーディネーション問題の解決，ないしは「均衡」が企業価値の拡大と結びつく。株式会社が存続し続け，いわばゴーイング・コンサーン（継続企業）として企業価値の拡大を図るためには，各ステークホルダーによる企業特殊的投資が不可欠である。各ステークホルダーが当該株式会社と特定の利害関係を持ち続け企業特殊的投資を行うのは，「将来に向けた（相互の）期待」がある限りにおいてである。

各ステークホルダーとの関係の質を高めるような利害の調整が図られることで安定した経営社会関係が形成され，これにより各ステークホルダーの企業特殊的投資を促進するインセンティブが保証され，価値創出活動の活性化がもたらされる。しかも，社会的制度として巨大株式会社を見るならば，私的利益のみならず公共の利益のためにも利害の調整が図られ，会社が維持・発展されなければならいということを意味する。

簡単に言えば，そうした能力に長けた優秀な経営者が存在すればよいわけであるが，人間は如何なる局面においても完全ではない。それゆえ，企業の価値創出プロセスを促進するような効果的なコーディネーション能力を経営者から引き出すメカニズムの解明がコーポレート・ガバナンス問題の焦点となる。コーディネーション能力を引き出すメカニズムとして，取締役会の独立性が求められるところであるが，「信用」や「誠実性」ないし「信頼」といったシンボルが，取締役自身の機会主義的行為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困難である。コーポレート・ガバナンス論が制度設計やシステム・デザイン，あるいは企業のあり方そのものに関する議論であり，経営学的には価値創造プロセスとメカニズムの解明にあるとは言え，結局，「人間」の問題を根底にし，「人間」の問題に帰着する。そしてこの問題の自覚こそが，決定的に重要であると思われる。

注

1）〝Corporate Governance″は，日本語では一般に「企業統治」と訳されている。Corporate とは，法人ないし会社企業のことを指すことから「会社統治」と訳されることもある。さらに，コーポレート・ガバナンス問題の発生を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・支配との分離が出発点をなしているという認識から「株式会社統治」と呼ぶことも出来る。不要な議論を避けるために単に「コーポレート・ガバナンス」と表記する。

2）日本におけるコーポレート・ガバナンス問題については，石嶋（2006），参照のこと。

3）岩井克人（2003），参照のこと。尚，2001 年度の法改正による無額面株式の解禁によって，資本と株式の関係が全く自由になっている点，留意しなければならない。

4）アダム・スミスの指摘は，近代株式会社とは厳密に区別されるべきところの議会や国王の特許に基づき独占的特権が付与された前期的株式会社に対してであり，こうした時代的制約は看過出来ない。しかしそこには，いわゆる「出資（所有）」と「経営」とのギャップによる取締役会の「受託責任（accountability）」の問題が問われており，今日では，エージェンシー理論においてより精緻な議論が展開されている。

5）瀬川（2002），参照のこと。

6）この点については，正木（1986），参照のこと。

7）Baum and Stiles（1965），参照のこと。

8）石嶋（2002），参照のこと。

9）この点，Lipton and Panner（1993）に詳しい。もっとも，M＆Aの役割理論は市場が株式を〈正確に〉価値付けられるかどうかに原理的問題があるものの，ジャンセン（Jensen, 1993）は，LBO

による非公開化によって株主と経営陣との長期的関係から企業価値拡大が期待できるとM&Aを評価している。

10) ポイズン・ピルやTOBなどM&Aの具体的内容に関しては，新納徳男（1988），第5章に詳しい。

11) 奥村宏（2002），みずほ総合研究所（2002），参照のこと。

12) Jensen (2000), pp. 63-79.

13) Hall and Soskice（2001），邦訳（2007），参照のこと。

14) 青木（2008），参照のこと。尚，菊澤（2010）では，制度補完性や経路依存性による高い変革コストの存在が現状維持に至るとする議論については，現在のガバナンス・システムが非効率である以上，結果的に淘汰されると論じている。

15) Freeman（1983），参照のこと。

16) 石嶋（2004），参照のこと。

17) 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（shirking）」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，ヨリ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せ破壊しうる機会主義的行動である。Alchian and Demsetz（1972），参照のこと。

18) 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（1998），参照のこと。

19) 日本企業の独立取締役が重要な論点となっている点について，アジア・コーポレート・ガバナンス協会（2009）「日本のコーポレート・ガバナンス改革に関する意見書」，参照のこと。

20) 経営者が「会社を会社として維持してゆくために…一個人としてではなく，会社という自己永続体の一機関として（間宮，1993，p.55）」行動するものであるとすれば，行動の主体性は乏しくなり経験が〈内面化〉されず，経営者は強大な権力を保有しつつもその権力に対し無自覚となる点，留意すべきである。

21) 国税庁HP「税務統計から見た法人企業の実態」（http://www.nta.go.jp/kohyo/tokei/kokuzeicho/kaishahyohon2008/kaisya.htm），参照のこと。

22) 例えば，勝部（2004），出見世（1997）など。

23) なお，この問題はまさに，M・ウェーバーが近代資本主義経営の本質的問題として捉えた官僚制問題と同じである点，留意されるべきであろう。すなわち，大規模化する組織の効率的運営は官僚制を除いて達成できないが，官僚制化は組織メンバーの人間性剝奪と伴に進行する。人間性の喪失は個々人の人格や個性に含まれるところの創造性を奪い，ひいては企業組織の存続に関わるイノベーションを不可能にする。

24) こうした制度や共進化に関しては，青木昌彦（2008），参照のこと。

25) なお，ここでいう「将来に向けた期待」は，コモンズ（J・R・Commons）におけるグッドウイルを指向するゴーイング・コンサーンとしての株式会社理解に基底がある。十川（2005），参照のこと。
また，心理的契約については，Rousseau（1995），参照のこと。

26) 日本語で「調整」とせず，敢えてカタカナで「コーディネーション」とする理由は，単にレギュラシオン学派の議論と区別するためである。

27) 現実的に企業価値が問題とされる局面は，たとえばM&Aの際の評価額を算定する場合であろう。利益や株価，キャッシュ・フローなど，厳密に数値化可能な指標と，変数によって計算可能な評判や製品開発力，あるいは人的資本なども指標として用いることが出来る。しかし，こうした企業評価と同一視するならば，社会的富の創出に対する企業価値という理解が矮小化される危険性がある。

参照文献

Alchian. A. A and Demsetz. H (1972), *Production, Information, Costs, and Economic Organization*, American Economic Review, 62.

Baum. D. J and Stiles. N. B (1965), *The Silent Partners*, Syracuse Univ.（板野幹夫訳（1967）『機関投資家と会社支配』東洋経済新報社）

Berle. A. A and Means. G. C (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan.（北島忠男訳（1958）『近代株式会社と私有財産』文雅堂銀行研究社）およびNew Brunswick (Transaction Book), 1991.

Blair. M. M and Stout. L (1999), *A Theory of Corporation Law in Team Production*, Virginia Law Review, Vol. 85, No. 2.

Chandler, A. D., Jr. (1977). *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, The Belknap Press of Harvard Univ. Press, Cambridge Mass.（鳥羽欽一郎・小林袈裟治訳（1979）『経営者の時代（上・下）』東洋経済新報社）

Commons, J. R (1934). *Institutional Economics*, University of Winsconsin Press.

FreemanR. E (1983), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Advances in Strategic Management, Vol. 1.

Hall. P. A and Soskice. D (2001), *Varieties of Capitalism: Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford.（遠山・我孫子・山田・宇仁・藤田訳（2007）『資本主義の多様性：比較優位の制度的基礎』ナカニシヤ出版）

Jensen. M. C (2000), *A Theory of the Firm*, Harvard.

Keynes. M. J (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Harcourt Brace & Co.

Lipton. M and Panner. M (1993), *Takeover Bids and United States Corporate Governance*, in Prentice. D. D and Holland. P. R. J (eds.), Contemporary Issues in Corporate Governance, Oxford.

Smith, A (1776), *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, London.

Rousseau. D. M (1995), *Psychological Contracts in Organizations*, SAGE Publications.

青木昌彦（2008）『比較制度分析序説』講談社学術文庫

アジア・コーポレート・ガバナンス協会（2009）「日本のコーポレート・ガバナンス改革に関する意見書」

石嶋芳臣（2002）「コーポレート・ガバナンス」現代企業経営研究会編『現代企業経営のダイナミズム』税務経理協会

石嶋芳臣（2004）「コーポレート・ガバナンス構造と企業諸理論」『経営論集』第 2 巻第 1 号，北海学園大学

石嶋芳臣（2006）「日本的経営システムとコーポレート・ガバナンス」大平義隆編著『変革期の組織マネジメント：理論と実践』同文舘出版

岩井克人（2003）『会社はこれからどうなるのか』平凡社

植竹晃久（1984）『企業形態論』中央経済社

植竹晃久（2009）『現代企業経営論：現代の企業と企業理論』税務経理協会

奥村　宏（2002）『エンロンの衝撃：株式会社の危機』NTT 出版

加護野忠男・砂川伸幸・吉村典久（2010）『コーポレート・ガバナンスの経営学：企業統治の新しいパラダイム』有斐閣

勝部伸夫（2004）『コーポレート・ガバナンス論序説～会社支配論からコーポレート・ガバナンス論へ～』文眞堂

菊澤研宗（2010）「コーポレート・ガバナンス・システムの多様性と収束生：ステークホルダー・ガバナンスへの収束説」鈴木豊編著『ガバナンスの比較セクター分析：ゲーム理論・契約理論を用いた学際的アプローチ』法政大学出版

佐久間信夫（2003）『企業支配と企業統治』白桃書房

瀬川新一（2002）「株式会社と経営者支配」現代企業経営研究会編『現代企業経営のダイナミズム』税務経理協会

十川廣國（2005）『CSR の本質～企業と市場・社会』中央経済社

出見世信之（1997）『企業統治問題の経営学的研究』文眞堂

中西寅雄（1980）『経営経済学論文選集』千倉書房

新納徳男（1988）『アメリカ企業経営を知る』有斐閣

間宮陽介（1993）『法人企業と現代資本主義』岩波書店

正木久司（1986）『株式会社論』晃洋書房

みずほ総合研究所（2002）「エンロン・ワールドコム・ショック」東洋経済新報社

山岸俊男（1998）『信頼の構造』東大出版会