

現代アメリカのコーポレート・ガバナンス

夏 目 啓 二

はじめに

今日、アメリカでコーポレート・ガバナンスの議論と改革が行われている。その背景には、企業の相次ぐ不祥事と経営破綻、また企業に対する社会的責任を求める運動があった。1990年代の後半に発生したITバブルとその破綻とともに企業の「経理操作」や「不正会計」が明るみにでて、エンロンやワールドコムなど大企業が相次いで経営破綻したことである。また、同時に90年代後半にはグローバル化した企業に対する社会的な責任を求める社会運動がひろがり、アメリカ企業のコーポレート・ガバナンスのあり方が議論されたことが背景にある。

こうしたコーポレート・ガバナンスの議論と改革には2つの方向がある。かつてFred D. Baldwin (1984) が指摘した2つのコーポレート・ガバナンス改革である。ひとつは、企業のステイクホルダー（利害関係者）の立場からの議論と改革の方向で、「リベラルな改革」である。もうひとつは、株主や機関投資家の立場からの議論と改革の方向で、「保守的な改革」である¹⁾。この2つのコーポレート・ガバナンス

改革という分析視角は、現代のコーポレート・ガバナンス改革を論じる場合にきわめて重要である。本稿では、この2つのコーポレート・ガバナンスという視角から現代アメリカのコーポレート・ガバナンスの議論と改革の方向を分析する。

本稿はまた、ステイクホルダー論の立場からコーポレート・ガバナンスを分析する。この立場は、第1に、コーポレート・ガバナンス問題を経済、経営、法律の領域からのみ分析し論じるだけでなく、社会や政治的な関連において分析して論じる。この立場は、企業経営を社会や政治と切り離して孤立してとらえるのではなく、それらの相互依存と作用（対立）の関係のなかでとらえるのである。第2に、この立場は、企業と社会、企業と政治との関係を、企業に対する社会や政治という外部からの作用や規制としてのみとらえるのではなく、企業内部＝会社機関における企業と社会の関係＝企業統治（コーポレート・ガバナンス）の問題としてとらえる。企業は、株主総会の場において株主提案を通じ

1) 「事実、1970年代に1つではなく2つのコーポレート・ガバナンス改革があった。最初に現れたのは、社会運動家によるリベラルな改革であり、その要求がまさに注目されたのだった。それは、大企業の意思決定に現代のアメリカのリベラリズムの政治的な価値を刷り込む試みであり、そのなかに、資本主義の利潤動機に対する低い評価、たとえそれに対して実際の敵意はないにしても、それをも含んでいた。リベラルな運動の好みの主張は、環境保護、原子力反対、南アフリカへのノ

アメリカの投資縮小という諸問題であった。その公表された目標は、現存の法律のなかで企業が遵守するというのではなく、リベラルな公衆の利害関係を代表する法律家によって誘導される企業の良心（corporate conscience）を発展させることであった。2つめのコーポレート・ガバナンス改革は、数年後に始まったが、保守的な改革であった。それは、一連の企業のスキャンダルに対応してSECによって主導されたが、ペンセントラル鉄道の倒産にはじまり、違法な企業の政治献金に対するウォーターゲート特別検察官の報告書で頂点に達した。」Fred D. Baldwin (1984), pp. 1-5.

て社会的な目標の実現について議論するのである。本稿は、この視角から現代アメリカのコーポレート・ガバナンスを分析する。

I 現代アメリカのコーポレート・ガバナンス改革の特質

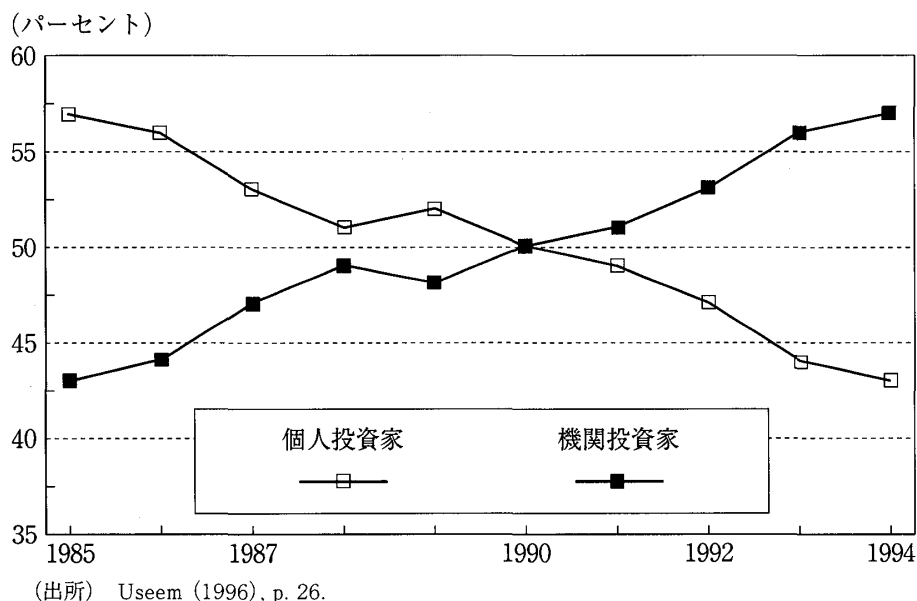
□ 投資家資本主義

1980年代のアメリカでは株式所有の構造に大きな変化が現れ、それとともに「ひとつのコーポレート・ガバナンス」が議論されるようになる。F. D. Baldwin が指摘する「保守的な改革」の議論である。その経済的な基礎には、株式所有の機関化といわれる現象が生じていた。会社の株式所有の主体が、個人株主から機関投資家へと移動することである。年金基金 (pension fund)、商業銀行 (commercial banks)、保険会社 (insurance companies)、投資会社 (investment managers)、非営利団体 (nonprofit endowment) などの機関投資家が株式所有者として台頭してきた。M. ユシーム (Useem 1996) は、こうした現象を投資家資本主義 (investor capitalism) と呼んだ。M. ユシームは次のように指摘している。

「ますます多くの株式が少数者の手中に集中することによって、投資家資本主義の経済的な基礎が創り出された。個人投資家が公開株式の持分を減少させているのに対して、機関投資家のそれは拡大した。1965年には個人株主の持分は会社株式の84%を構成していたのに対して、機関所有は、16%にすぎなかった。1990年までには、個人持株部分は、54%に減少し、機関所有部分が46%に上昇した。1980年代後半と1990年代に最も高い市場価値を持っていた公開会社1000社を詳細に見ても同じ傾向が現れている。図①が示すように、1985年と1994年の間に機関投資家の持株は年間1ポイント以上だけ上昇し、1990年に50パーセント台に乗り、1994年までには57パーセントに達した²⁾。」

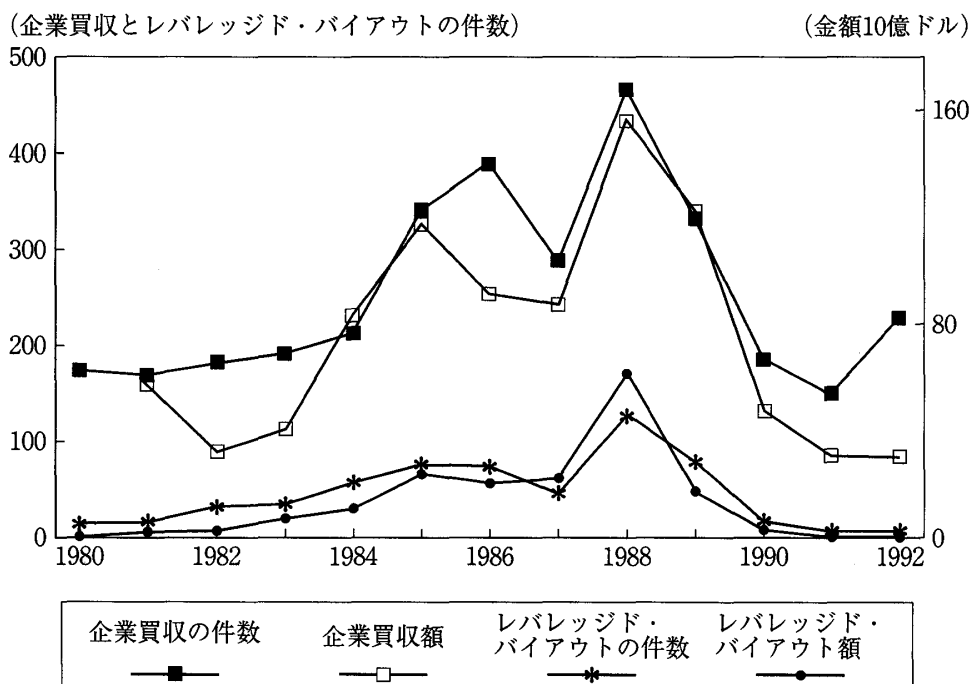
1930年代にバーリ = ミーンズが指摘したような会社の株式所有が分散し、個人株主が増大してきたアメリカの株式所有構造に大きな変化が現れた。個人株主よりも機関投資家による株式所有が拡大するようになったのである。M. ユシームは、こうしたアメリカの株式所有構造の変化が基礎となって株式会社の統治にかんする政治的な変化が起きたことに注目した。株式所有権の機関投資家への集中は、新しく大株主と

図① 個人投資家、機関投資家別の株式保有の割合 (アメリカ最大1,000社)



2) Michael Useem (1996), pp. 25-26.

図② 公開会社の企業買収とレバレッジド・バイアウト (1980-92)



(出所) 図①に同じ。

なった機関投資家の経営者に対する発言力の増大となって現れた。投資家資本主義は、機関投資家の経営者に対する発言力の増大となって現れたのである。それはまず、1980年代中頃以降の企業買収やレバレッジド・バイアウト (leveraged buyout) となって現れた。M. ユシームは、次のように指摘した。

「投資家資本主義の経済的な基礎の副産物としてその政治的な基礎が現れた。株式が数万の小株主に分散されている時には効果的な政治的メカニズムがなく、それぞれの株主が変化を及ぼすにはほとんど無力であった。しかしながら、所有権の集中は、こうした障害を取り除いたのである。その結果として、機関投資家は、単独かもしくは共同で経営者にたいして直接的に挑戦し始めた。その支配的な戦略は時代とともに変化した。1980年代の中頃は、機関投資家は企業の公開買付と買収で大きな役割を果たした。かれらは、自称企業買収家といわれる人々に株式を差し出した。かれらは企業買収ファンド (takeover and buyout funds) に資金を投資し、かれらは投票権を戦略的な大口株式投資家に与えた。これらの展開は、なぜ、公開会社の企業合併と買収が1980年と1988年の間に2倍以上になったのか、しかも、なぜ、レバレッ

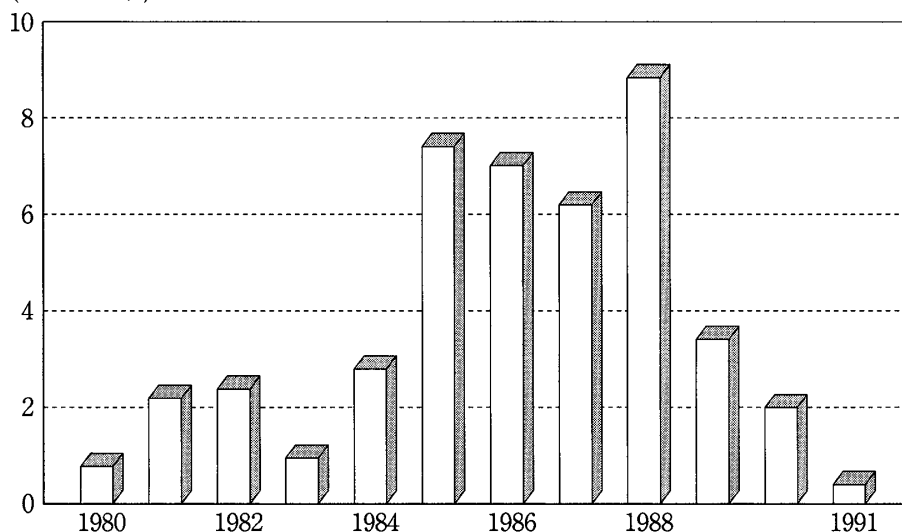
ジド・バイアウト (leveraged buyout) が10分の1までに上昇したのかを説明するのに役立つ (図②)。企業買収のオファーを受けたフォーチュン誌の製造業最大500社も、また同様に、著しく増大した (図③)³⁾。」

こうした新しい大株主である機関投資家の姿勢に対する変化に対応して企業の経営者たちは、対抗手段を模索しはじめた。まず、企業買収に対する保護措置として経営者は、取締役のためにびっくりするような条件を、経営者のためにはゴールデン・パラシュートを、取締役会のためには圧倒的多数ルールのような措置を採用した。最もありふれたもので、もっとも効果的なものと主張されているのは、ポイズン・-pill (poison pill) として知られるようになった。それは、もし敵対的な企業買収者が経営者と取締役の反対にもかかわらず企業を買収したならば、買収された企業のなかに致命的となりうる要素を組み込むことである。たとえば、標的となった企業は、企業買収以前の株主に対して市場よりも低い価格で株式を追加的に購入する権

3) Michael Useem (1996), pp. 25-26.

図③ 企業買収提案を受けた大製造業企業の割合 (1980-91)

(パーセント)

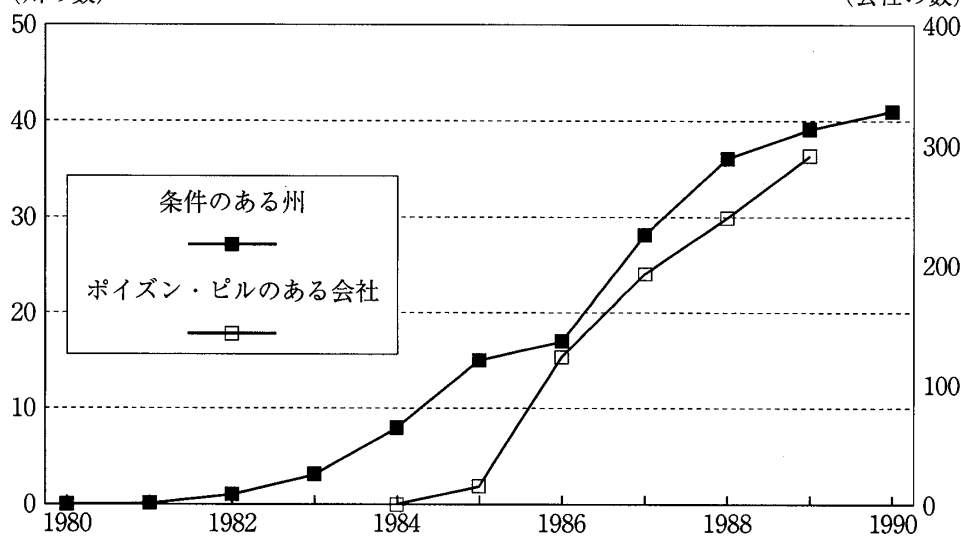


(出所) 図①に同じ。

図④ ポイズン・ピルのある大会社数と反企業買収法のある州の数

(州の数)

(会社の数)



(出所) 図①に同じ。

利をあたえる。そのことによって企業買収者が高い価格を支払った株式持分を減少させるのである。1980年代中頃以前にはポイズン・ピルを採用する企業は全くなかった。しかしながら図④で見られるように、10年間の終わりまでには、アメリカ最大企業の3分の2がそれを採用するようになった⁴⁾。

次いで、多くの経営者は、敵対的な買収に対

してさらなる防衛手段を求め、政府の保護措置を求めて共同で圧力をかけた。レーガン・ブッシュ政権の新自由主義のため、連邦政府は頑なに無関心を装ったが、州政府は、より従軟であった。企業は、州の議員と知事にポイズン・ピルの保証を立法化するように圧力をかけた。かれらは、企業の取締役たちが財務上、訴訟を拒否できるかもしくは企業にとって望ましくない提案を拒否できるような法案を求めて圧力をかけた。かれらは、取締役の責任が純粋に受託

4) Michael Useem (1996), pp. 28-29.

責任を負うだけでなく従業員やコミュニティなど非受託者の利害にも責任を負うべきという拡張の議論を主張した。いいかえれば、かれらは、株主訴訟を恐れることなく企業のために上記の市場からの提案を拒否できる自由裁量を取締役にあたえる州法を求めて圧力をかけた。図④が示すように、1980年にはそうした保護措置を与える州はまったくなかったが、1990年までに80%の州がそうするように説得された⁵⁾。

こうした会社経営者たちの抵抗もあって1980年代後半のM&Aをめぐる機関投資家と会社経営者との間の争いは、図②、図③が示すように90年代になって収束していった。しかしながら、それは、大株主である機関投資家の会社経営者に対する挑戦の終わりではなく、機関投資家のあらたな戦略の展開であった。1990年代に入って機関投資家がとりはじめた戦略は、「リレーショナル・インベスティング」(Useem 1996)とか「リレーションシップ・インベストメント」(海外事業活動関連協議会 1995, 三和裕美子 1999)といわれる機関投資家の企業経営者に対する新たな関係である。

□ リレーショナル・インベスティング

機関投資家と経営者とのあいだで展開する新たな関係は、持続的なネットワークのようであり、継続的に双方向に情報を交換し、影響を行使するよう誘導する非公式な結びつきの束として現れる。M. ユシームによると、これらの機関投資家と経営者との非公式な結びつきの束は、3つの形態をとって現れるという。それらの最も強力な形態では、この結びつきは、「リレーショナル・インベスティング」として行われる。「リレーショナル・インベスティング」とは、主要な投資家が会社の大部分の持分を獲得し、トップの経営者と密接に協力するというものである。より弱い形態では、この結びつきは、ミューチュアル・ファンドの役員と会社役員のあいだの日常的な情報交換として行われる。戦

闘的な形態では、この結びつきは、委任状争奪戦を勝利するかあるいは非同調的な経営者を放逐するために投資家がする努力として行われる⁶⁾。

このように機関投資家が、コーポレート・ガバナンスに注意を払うようになったのは、かれらの持株が大きくなったので、企業が業績不振になったからといってかれらの持分を容易に売却できなくなったからである。伝統的なウォール・ストリート・ルールでは、投資家は、貧弱な業績しかあげられない経営者に対立するというよりは株式を売却するというものであった。しかしながら、機関投資家が大株主となるにつれて彼らは、そのルールを修正しつつある。現在、大株主は、会社の最高経営者に不満なときには、かれらはしばしば多くの株式を保持しながら、業績を改善するよう圧力をかける。もし結果が現れないならば、かれらは取締役口にロビー活動をして、経営者に対して反対投票するか、あるいは新しい経営者を探し求めさえる。機関投資家のなかには、ウォール・ストリート・ルールにしたがってその株式のいくらかを依然として売却する機関投資家もいるかもしれないが、かれらは単純に現金に引き換えるというより自由に発言することのほうが多いようである⁷⁾。

しかしながら、このように経営者との間で新たな関係を築いた機関投資家は、けっして一枚岩ではない。機関投資家の目標と行動は、委託者や契約者の利益を最大化するために株主価値や投資収益をたかめる点では一致している(A. Kennedy 2000, 三和 1999⁸⁾) が、かれらは、決して統一したブロックのように行動するのではなく、さまざまな活動領域をもち、投資目標も多様である。この機関投資家の目標と行動様式についてM. ユシームは、次のように指摘している。

「ある機関投資家は経営者を信頼するし、他の機関投資家はそうではない。ある機関投資家は、変

5) Michael Useem (1996), p. 29.

6) Michael Useem (1996), p. 6.

8) Allan A. Kennedy (2000), 酒井泰介訳 (2002), pp. 3-9, 三和裕美子 (1999), pp. 161-177.

化を迫るためにかれらの地位を確保して圧力をかけるが、ほかのものは、かれらの持分を売却して証拠金を取り戻す。ある機関投資家はアクティビズム（株主行動主義）を勝ち誇るが、ほかのものはそれを残念に思う。アクティビズムを選択する機関投資家のあだでさえ、最適なアプローチに対して同意というものはまったく存在しない。ある機関投資家は革命のために圧力をかけ、ほかのものは、改革のために圧力をかける⁹⁾。」

「ある機関投資家は、損益計算書をこえた優れた要求を強めている。多くの公的年金基金は、アパルトヘイトの南アフリカから投資を引き揚げるよう促してきたし、他の基金は、アフーマティプ・アクション（差別是正措置）や環境保護の改善を求めてきた。サン・カンパニー（Sunoco）が、1993年に Valdez 原則の採用を発表して、遠大な環境措置を支持する最初の大企業となったとき、いくつかの公的年金基金は称賛した。会社は環境原則を支持するという、これらの基金の粘り強い嘆願は、最終的には成果を生み出したようだ¹⁰⁾。」

この指摘は、コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割を評価する場合に重要である。機関投資家は、経済的な分析視点からみれば「あくまでも投資家の目標は株価の極大化である¹¹⁾」。この評価は正しい。しかしながら、ステイクホルダー論が主張するように、社会的、政治的な運動との関係のなかで機関投資家をとらえたときに、しばしば機関投資家のなかには、株価の極大化のみならず社会的な目標の実現をめざしてきた機関投資家も少なからず存在した。現在では、社会的責任投資（SRI: socially responsible investing）を目標とした機関投資家も存在する（Domini 2001, 谷本 2003）。E. S.

ハーマン（1981）や M. ユシームが指摘するように機関投資家を多様性のなかでとらえることの意義はここにある。これは、現代のコーポレート・ガバナンス論を展開するうえで重要な分析視点となる。この分析視点からのコーポレート・ガバナンス論は、次節の検討課題である。

II 株主価値重視のコーポレート・ガバナンス改革

□ 投資家資本主義の帰結

しかしながら、ここで展開されている「リレーショナル・インベスティング」は、まさに株主価値の最大化をもとめる機関投資家の投資行動、投資戦略そのものである。これは、1980年代後半から機関投資家が主導してきた「ひとつのコーポレート・ガバナンス改革」である。このプロセスで機関投資家、取締役、経営者のあいだの関係に重要な変化が起きた。M. ユシームは、次のように指摘している。

「ここでは、株主と取締役と経営者が、簡単ではないがより同等な提携のなかに共存している。一方のものが企業を監督するのを、他方のものが監視するというよりは、かれらは一緒になって企業を監視する。投資家資本主義の説明は、単純に所有者が頂点に戻ったように見えるけれども、ここでは次のことを暗示している。すなわち、積極的に関心をいだいている新しい種類の所有者が企業組織に戻っているのであり、企業経営者と、時には対立しながらも密接に協力するのである¹²⁾。」

このように投資家資本主義では、機関投資家と取締役と経営者が、簡単ではないがより同等な提携のなかで共存している。機関投資家と取締役が、経営者を監視するというよりは、かれらは、一緒になって企業を監視する。投資家資本主義は、コーポレート・ガバナンスの最高の統治形態にみえる。だがそれは、コーポレート・ガバナンスに新たな問題を投げかける。すなわち、コーポレート・ガバナンスの不在であ

9) 10) Michael Useem (1996), pp. 6-7.

11) 三和裕美子 (1999), p. 177. 三和氏は、こうした「機関投資家によるコーポレート・ガバナンスへの関与の限界」を指摘しながら、「企業経営そして機関投資家の投資戦略においても、株主だけではなく利害関係者の長期的利益が反映されるコーポレート・ガバナンス・システムが構築される必要がある」と課題を提示している。同上書, pp. 176-180.

12) Michael Useem (1996), p. 7.

り、株主と取締役と経営者の三者が暴走する可能性である。機関投資家が、取締役、経営者と一体化することにより、取締役会を通じて経営者を監視（モニタリング）する役割を失う可能性である。もちろん、他の機関投資家や他のステイクホルダーたちの牽制力や監視が全くないわけではない。しかし、これらの牽制力や監視能力が弱くてその均衡を失ったときにかれらの暴走を抑止することが不可能となるのである。

さらに、機関投資家は、株主価値を優先し、増大させるためのインセンティブとして企業経営者たちにストック・オプション（株式購入権）を役員報酬として与えた。これにより機関投資家と企業経営者の利害は、さらに一体化を深めたのである。M. ユシーム（Uusem 1993）や A. ケネディ（Kennedy 2000）が指摘するように機関投資家は、1980年代後半以降「株主価値（shareholder value）の思想」を強力に普及し、株主価値を企業の活動目標として受け入れさせてきた¹³⁾。株主価値の優先と株価の上昇。これが90年代後半のニューエコノミー時代のコーポレート・アメリカの合い言葉となり、機関投資家と経営者の利益が一体化するなかで主張されたのである。これは、コーポレート・アメリカの利益連鎖と定義できる（夏目 2003）。機関投資家、取締役、経営者の三者が暴走する可能性は、1990年代後半の IT バブル¹⁴⁾のなかで「株価至上主義」、「株主価値の重視」の経営となって現れ、その実現のための「経理操作」「不正会計」となって現実化したのである。

二「保守的な」コーポレート・ガバナンス改革

それ故、2000年3月から始まった IT バブルの崩壊とそのなかで次々と明るみに出てきた企業の「経理操作」、「不正会計」は、投資家資本主義の帰結であった。それはまた、コーポレート・ガバナンスの不在のなかで IT 企業はじめ多くの企業破綻を招いた。エンロンやワールドコムなど企業破綻は、アメリカ資本主義の信頼を根底から揺るがす大事件となった。このため、2002年7月、ブッシュ政権は、コーポレート・ガバナンスの改革を含めた企業改革法（Sarbanes-Oxley Act 2002）を議会で成立させた。新自由主義的な規制緩和政策を追及するブッシュ政権もコーポレート・ガバナンス改革を放置できない状況に追い込まれたのである。

同法によって、会計監視機関が設置された。同機関は、誤った会計監査を調査したり、不正を行った会計士の懲戒手続をとる機関となった。また、監査会社が顧客企業のコンサルタント業務を行うことを禁止した。しかし監査会社がコンサルタント業務を企業のために行うことを認めた。ただし主監査会社は、5年ごとに顧客企業の監査から外れなければならないこととなった。コーポレート・ガバナンスに関しては、最高経営者と財務責任者は、財務諸表の正確さを個人として証明することが求められた。それは、かれらが訴訟から逃れられないことを意味する。また、取締役会は、多数の社外取締役を持たなければならないこと、そしてかれらだけが、監査、報酬、指名の各委員会の役職に就任できることとなった。また、ストック・オプションの報酬は、株主総会の承認が必要となった（Sarbanes-Oxley Act 2002）。

このような企業改革法が議会で成立したことは、80年代以降の新自由主義的な規制緩和と市場主義のイデオロギーが主流を占めるなかで、議会与党の共和党とブッシュ政権がコーポレート・アメリカの危機を深く認識したことの反映であると評価できる。しかしながら、その限界も見える。議会で審議された問題、たとえば、401K に企業の株式を組み込むことに制限を加

13) Allan A. Kennedy (2000), 酒井泰介訳 (2002), pp. 3-9, pp. 79-132.

14) IT バブルが発生する以前の2000年3月までに、IT バブルを警告した研究としては、パーキンス & パーキンス (1999), 夏目 (2000), A. ケネディ (2000) がある。これらの研究が共通して指摘しているのは、企業の現在価値が企業の将来価値によって評価されるという問題点 = 株価重視の思想である。

えることや¹⁵⁾、ストック・オプションを費用として計上すること、デリバティブ取引を監視すること、などは見送られた。また、経営者が得た不正利得を吐き出させることに成功する例が少ないし、最高経営者や財務責任者を実刑に処することが難しい。とくに、IT バブルを生み出した原因である投機に対してなんらの規制措置はない (Walczak and others 2002, 角瀬 2003)。

さらに、2002年企業改革法は、本稿の分析視角からみるとステイクホルダーの利害が殆ど考慮されることのないコーポレート・ガバナンス改革だったことである。この企業改革法にもとづくコーポレート・ガバナンス改革は、株主と取締役、経営者の間の関係の統治原則に関する改革であった。これは、F. D. Baldwin のいう「保守的な改革」といえる。1980年代後半から21世紀のはじめのコーポレート・ガバナンスの議論と改革が「保守的な改革」であった。

Ⅲ もうひとつのコーポレート・ガバナンス改革

□ 企業の正当性と説明責任論

これまで見たように、1980年代後半から21世紀のはじめの「ひとつのコーポレート・ガバナンス」の議論と改革の方向が「株主価値の重視」や「株価至上主義」であったとすれば、Baldwin のいう「もうひとつの改革」である「リベラルな改革」は、どのように行なわれたのだろうか。それは、ステイクホルダー理論によるコーポレート・ガバナンスの議論と改革の方向であり、広義のコーポレート・ガバナンス

論である。1980年代後半以降に展開されたステイクホルダー論はさまざまに展開されており (Kelly 1997, Clarkson 1998, 宮坂 2000)、それをもとに展開される広義のコーポレート・ガバナンス論 (Alkhafaji 1989) も多様である。そこで、広義のコーポレート・ガバナンス論の代表的な議論を見よう。そのひとつは、キャロルら (Carroll 1996, Tricker 1984) と出見世氏 (1997, 1998) が主張する、企業の正当性と説明責任論である。

「キャロルによれば、コーポレート・ガバナンス問題は、正当性の問題から生じたものであるという。正当性とは、『行動が社会に受容される度合い』であり、『正義にかなうとして支持されること』を意味している。正当性は、いくらか抽象的な概念であるが、会社法、株主、取締役会、経営陣、従業員という現代のコーポレート・ガバナンス制度の主要な構成部分の相対的な役割の重要性を説明するのに重要であるとキャロルは述べている。企業の利害関係者は企業の正当性と密接に関係しているのである。その正当性の条件となるのが、次に考察する説明責任である¹⁶⁾。」

キャロルと出見世氏によればコーポレート・ガバナンス問題は、企業の正当性の問題から生じたものであり、企業が正当性を社会に受容されるためには、説明責任が重要であるという。企業の正当性とは、企業の「行動が社会に受容される度合い」であり、「正義にかなうとして支持されること」を意味している。それゆえ、企業の利害関係者は企業の正当性と密接に関係しているという。この正当性の条件となるのが説明責任であるが、説明責任とは、次のことをいう。

「説明責任は、行為の結果について説明し報告する義務であり、責任 (responsibility) の解除であり、権限の行使した結果を意味する。説明責任は、責任と権限の委譲の結果として生じるが、説明責任それ自体は、委譲できないので、責任と権限は組織の下位の者に委譲されるのに対して、説明責任は上位の者に対して行われることになる。組織

15) 401K に企業の株式を組み込むことに制限を加えること、が見送られたことは重要な意味をもつ。エンロンの倒産によって年金資産として401K を利用して自社株式を保有していた同社の従業員は、一夜にして年金資産を失ってしまった。エンロンの経営者が破産直前に同社株の売り抜けを行っていただけに従業員の保有する自社株式がいかに危険にさらされるかが明らかになった。401K に自社株を組み込むことに一定の制限枠を設けることは、従業員の年金資産を保護する観点からも必要であろう。

16) 出見世信之 (1998), p. 9。

における権限・責任の委譲において、権限・責任を委譲された者が、その権限を行使してその責任を遂行し、その結果を報告することが説明責任となるのである。また、説明責任を行うことによって責任が解除されることから、説明責任の遂行によって、正当性が与えられたとすることもできよう¹⁷⁾。」

出見世氏によれば、コーポレート・ガバナンスをめぐる問題は、企業に説明責任を求める問題であるという。経営者あるいは企業に対して、説明責任をもとめる利害関係者の動きが増大することが、わが国のコーポレート・ガバナンスが改革される条件になる。また、利害関係者は国民でもあるから、国民が政府に説明責任をもとめることによって、規制緩和や法律を含む制度改革が一層促進されることになるという¹⁸⁾。

出見世氏が主張するように、コーポレート・ガバナンス問題は、こうした説明責任を企業に求める利害関係者から提起されるものであり、株主を含む利害関係者と企業との説明責任関係をめぐる問題¹⁹⁾ということができる。しかしながら、企業の説明責任は、企業内の利害関係者である、株主、取締役、経営者、従業員については妥当する。かれらには、権限と責任の委譲関係があり、そのなかで説明責任の義務を負うからである。しかしながら、企業外の利害関係者（ステイクホルダー）である、消費者、地域社会、政府、自然環境に対して企業は説明責任の義務を負わない。なぜなら、かれらは、企業との関わりの中で権限と責任の委譲関係は存在しないからである。したがって、企業が企業外の利害関係者に行う説明責任は、きわめてあいまいで、無責任なものになることもあり、「責任の解除」とか「正当性が与えられる」ことにはならない。

□ 企業評価の市場社会論

谷本寛治（2002）氏のコーポレート・ガバナ

ンス論は、「企業評価の市場社会論」といいうる議論である。谷本氏の議論の基礎にはステイクホルダーと市場社会に対する独自の理解がある。谷本氏は、次のように論じる。ステイクホルダーの企業活動にたいする批判や要請が、企業活動にとって無視できないような影響力をもってくると、企業は、それを考慮にいたした企業活動、コーポレート・ガバナンスが必要になる。しかも、この企業の社会的評価を考慮した企業活動をすることが、企業価値を高めることになる、と。つまり、ステイクホルダーが企業活動に影響力を及ぼすことが企業評価を形成することになり、企業が社会的な評価を意識して企業活動する社会を新しい市場社会と見ているのである。

谷本氏の主張をより詳しく見よう。谷本氏は、ステイクホルダーと企業評価、市場社会との関係について次のように述べる。

「市民・社会からの企業活動への批判・要請が無視できない影響力を持つようになってくると、企業はそうした動きに積極的に対応せざるをえなくなってくる。つまり社会的に責任ある企業活動；環境、人権、コミュニティなどへの責任を配慮した経営活動のあり方が、市場社会において積極的に評価されることによって経済的パフォーマンスも高まってくるという状況が広がってくると、われわれはこの問題に新たな方向性を見いだすことができる。つまり、企業評価団体による企業の社会的評価をもとに人々が消費し、投資し、働くということを通して企業にメッセージが伝わり、市場社会におけるこのようなコミュニケーションが積み重なっていくことで企業の評判が形成されていく。つまり、市場競争のベースにこういった社会からの規範が形成されてくると、市場競争・企業経営は[S]基準を踏まえてなされることが要請され、いわば競争条件の公正性が求められるようになるのである²⁰⁾。」

このようにステイクホルダーの企業に対する影

17) 出見世信之（1998），p. 13。

18) 出見世信之（1998），p. 20。

19) 出見世信之（1998），p. 18。

20) 谷本寛治（2002a），p. 353。；[S]基準というのは、社会的・政治的な規範・要請に基づく〈社会的公正性〉原理からガバナンスに取り組むというもの。p. 352。

響力が、企業の社会的評価に結びつく。市場競争ベースに企業評価に関する社会的規範が形成されてくると、さらに、企業は企業価値をたかめるために市場社会において良い評判を獲得しようと努力しなければならない。企業は、ステイクホルダーとの関係を重視することによって企業価値がたかまり、ひいては株主価値をたかめることにもつながるという²¹⁾ (谷本 2000, 2002b) これは、市場競争の副作用を緩和したり (佐和 2000)、制度やルールを整備して市場競争の基盤におく (金子 1999) という考え方に共通する。かくして谷本氏は、次のように主張する。

「社会的責任を踏まえた上での企業活動、市場競争が求められる市場社会が形成されてくると、経済的利益と社会的行動原則は必ずしも対立するものではなく、地域や社会に配慮することが経済的成功にもつながっていくことになる。株主を含めたステイクホルダー全体の利害・要求のバランスをとるような方向での企業経営、コーポレート・ガバナンスが求められているのである²²⁾。」

このように谷本氏のコーポレート・ガバナンス論では、企業評価のシステムが市場社会のなかで形成されるという認識が基礎にある。これは、谷本氏によって繰り返し強調される重要な論点である。たしかに、谷本氏が指摘するように、90年代後半のアメリカでは社会的な運動が企業評価を決める重要な要素となっていること、企業価値を見る場合、企業のトータルな評判がもつウエイトは大きくなっている²³⁾。この点は、現代アメリカの重要な要素である。しかしながら、同時に、90年代後半のアメリカの現実世界では、市場社会での企業の社会的な評価が重要な要素となってきたとはいえ、資本主義的な市場原理のただなかにあった。そこでは、前項で見たように「株価至上主義」や「株主価値の重視」のための企業経営やコーポレート・ガバナンスが行われていた。その帰結が、IT バブル

とその破綻であり、不正な経理操作や不正会計と企業破綻であった。

とすれば、現実世界のなかでコーポレート・ガバナンス改革に求められるのは、谷本氏が提案するように「株主を含めたステイクホルダー全体の利害・要求のバランスをとるような方向での企業経営、コーポレート・ガバナンス」ということにはならない。なぜなら、企業の「経済的利益と社会的行動原則」は、しばしば「対立」するからである。そこでのコーポレート・ガバナンス改革の方向は、株主価値の最大化をもとめる「保守的な改革」か、あるいは、企業の社会的評価を重視した「リベラルな改革」か、というせめぎ合いによって決まる。2つのコーポレート・ガバナンス改革のせめぎ合いの結果が、その時代のコーポレート・ガバナンス改革を性格づけるのである。

□ ステイクホルダーのパワー・バランス論

こうした観点からみると、株主も含めたステイクホルダーのパワー・バランス論がコーポレート・ガバナンス改革の今日の方向を示しているように思われる。ステイクホルダーのパワー・バランス論は、Dugger (1989)、櫻井氏 (2002)、植竹氏 (1999) らが展開する議論である。植竹氏は、次のように述べている。

「コーポレート・ガバナンスは、狭義には株主の立場からする企業経営のあり方、そのための経営行動に対するモニタリング・システムの構築をめざしているといつてよいのであるが、今日の大規模化して社会的ひろがりをもつようになった現代株式会社企業のガバナンス問題は、こうした「株主」対「経営者」の構図だけでは説明しきれるものではなく、諸利害関係者のパワー・バランスをも考慮に入れた検討が不可欠である²⁴⁾。」

「具体的には、株主に対しては適正な配当の支払いと株価の維持・上昇に努めること、従業員に対しては十分な報酬と快適な労働環境を保障すること、顧客に対しては、高品質の財貨やサービスを提供すること、近隣住民に対

21) 谷本寛治 (2002b)

22) 谷本寛治 (2002a), pp. 366-367.

23) 谷本寛治 (2002a), pp. 343-344.

24) 植竹晃久 (1999), p. 2.

しては騒音や環境汚染のない操業を確保すること、等々の配慮をあげることができよう。こうした配慮は、いわば公正な事業運営の前提条件であって、今日の企業の営利活動遂行の制約条件を構成するものとして位置づけられる。こうした制約条件を充足しつつ、同時に本来の企業目的を効率的に達成しうのようなシステムを企業のなかに構築していくことこそが今日のコーポレート・ガバナンス・システム構築の課題をなしているのである²⁵⁾。」

ここで植竹氏が指摘する重要な点は、次の点にある。ステイクホルダーのパワー・バランス（力関係の均衡）を考慮することは、「いわば公正な事業運営の前提条件であって、今日の企業の営利活動遂行の制約条件を構成するものとして位置づけられる」という考え方である。この「企業の営利活動遂行の制約条件を構成するもの」という植竹氏の立場は、「経済的利益と社会的行動原則は必ずしも対立するものではない」という谷本氏の立場とは異なる。

すなわち、ここで問われる問題は、企業をいかに統治するか、に関わるコーポレート・ガバナンスの核心問題である。企業の「経済的利益と社会的行動原則は必ずしも対立するものではない」と考えるのではなく「経済的利益と社会的行動原則」はしばしば「対立」すると考え、専門経営者が企業のステイクホルダーの利害を調整するのである。ステイクホルダーの利害を考慮することは、「今日の企業の営利活動遂行の制約条件を構成するものとして位置づけられる」（植竹 1999）のであり、「地域や社会に配慮することが経済的成功にもつながっていくことになる」（谷本 2002）とはかぎらない。専門経営者が行う株主や機関投資家の利害とそれ以外のステイクホルダーとの利害の調整は、まさにかれらのパワー・バランスのうえに行われるのである。これは、60年代から70年代の、そしてまた90年代後半のアメリカと世界で起きたコーポレート・ガバナンスをめぐる経験である。

む す び

本稿の分析視角は、これまでのコーポレート・ガバナンスをめぐるさまざまな議論から分析視角の多くを継承してきた。最も重要な分析視角は、コーポレート・ガバナンス問題を経済、経営、法律の領域からのみ分析し論じるだけでなく、社会や政治との関連において分析する視角である。この分析視角によって現代アメリカでは2つのコーポレート・ガバナンス改革、「保守的な改革」と「リベラルな改革」が行なわれていることを明らかにした。第2に、本稿の立場は、「制約された経営者支配説」「構造的制約説」と同じ立場の議論である。つまり、企業を支配＝戦略的意思決定するものは専門経営者であるとしながらも、株主である機関投資家や金融機関などの利害関係者のみならず、消費者や地域社会などひろい利害関係者であるステイクホルダーからの利害や運動に制約されながら専門経営者は、戦略的意思決定＝支配を行っているのである。

第3に、したがって、専門経営者の意思決定を制約する株主や機関投資家についても、ひとくくりにして考えるのではなく、社会責任投資を行う機関投資家を含め、公的年金基金、私的年金基金、非営利の寄付団体など多様な機関投資家の存在と役割を考える分析視角である。専門経営者の意思決定に影響をあたえる株主総会でこれらの株主が、ひろい意味でのステイクホルダーの利害を反映した株主提案をしたり、投票行動をする。もちろん、これと反対に、「株主価値の重視」を最優先する機関投資家も存在する。商業銀行信託部、投資信託、投資会社、生命保険会社などの機関投資家の多くは、「株主価値の重視」のもとに行動する。しかしながら、機関投資家の行動は一樣ではなく、広い意味でのステイクホルダーの利害や運動に影響を受けるのである。

第4に、それゆえ、広い意味でのステイクホルダーの運動と「株主価値の重視」の原理のもとで行動する機関投資家とのパワー・バランス

25) 植竹晃久 (1999), pp. 11-12.

が、専門経営者の意志決定に反映する。企業の行動が社会のステイクホルダーの利害としばしば対立したとき、また、その広がりが大きいつき、社会のステイクホルダーの利害と運動が機関投資家や専門経営者の意志決定に反映するのである。専門経営者の戦略的な意思決定のありようは、そのパワー・バランスが決めるのである。かかる意味で、コーポレート・ガバナンス改革のありようは、経済的な原理のみならず、社会的な運動によって決まるのであり、その時代、その国によって異なるのである。

参考文献

- [1] Alkhofaji, Abbass F. (1989), *A stakeholder approach to corporate governance: manging in a dynamic environment*, New York: Quorum Books.
- [2] Baldwin, Fred D. (1984), *Conflicting Interests: Corporate Governance Controversies*, D. C. Heath and Company.
- [3] Berle, Adolf, A. and Gardiner C. Means (1932), *The modern corporation and private property*, New York: Harcourt (Rev. 1968); 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 (第9版: 1970)
- [4] Blair, Margaret M. (1995), *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*, Washington, D. C.: Brookings Institution.
- [5] Carrol, Archie B. (1996), *Business and Society 3rd edition*, South-Western.
- [6] Chandler, Jr. Alfred D. (1977), *The visible hand: the managerial revolution in American business*, Cambridge, Mass.: Belknap Press 鳥羽欽一郎, 小林袈裟治訳 (1979)『経営者の時代: アメリカ産業における近代企業の成立』東洋経済新報社。
- [7] Clarkson, Max, B. E. (1998), *The Corporation and Its Stakeholders: Classic and Contemporary Readings*, University of Toronto Press.
- [8] Domini, Amy L. (2001), *Socially Responsible Investing: Making a Difference and Making Money*, Dearborn Trade. 山本利明訳 (2002)
- 『社会的責任投資——投資の仕方です社会を変える』木鐸社。
- [9] Dugger, W. M. (1989), *Corporate Hegemony*, Greenwood Press.
- [10] Herman, Edward S. (1981), *Corporate control, corporate power*, Cambridge University Press.
- [11] Kelly, Gavin and Dominic Kelly and Andrew Gamble (ed.) (1997), *Stakeholder Capitalism*, Houndmills: Macmillan Press.
- [12] Kennedy, Allan A. (2000), *The end of shareholder value: corporation at the crossroads*, Cambridge, Mass.: Perseus Pub. 酒井泰介訳 (2002)『株主資本主義の誤算: 短期の利益追求が会社を衰退させる』ダイヤモンド社。
- [13] Kotz, David M. (1978), *Bank control of large corporations in the United States*, Berkeley: University of California Press. 西山忠範訳 (1982)『巨大企業と銀行支配: 現代アメリカ大企業の支配構造』文眞堂。
- [14] Lerner, Robert J. (1970), *Management control and the large corporation*, New York: Dunellen.
- [15] Mintz, Beth and Michael Schwartz (1985), *The power structure of American business*, Chicago: University of Chicago Press.
- [16] Monks, Robert A. G. and Nell Minow (1995), *Corporate governance*, Cambridge, Mass.: Blackwell Publishers. ビジネス・ブレイン太田昭和訳 (1999)『コーポレート・ガバナンス』生産性出版。
- [17] Perlo, Victor (1957), *The empire of high finance*, New York: International Publishers. 浅尾孝訳 (1958)『最高の金融帝国: アメリカ独占資本の構造と機能』合同出版社。
- [18] Mark J. Roe (1994), *Strong managers, weak owners: the political roots of American corporate finance*, Princeton, N. J.: Princeton University Press. 北条裕雄, 松尾順介監訳 (1996)『アメリカの企業統治: なぜ経営者は強くなったか』東洋経済新報社。
- [19] Tricker, R. I. (1984), *Corporate Governance*, Gower Publishing Company Limited.
- [20] Tricker, R. I. (eds.) (2000), *Corporate Gov-*

- ernance, Aldershot: Ashgate.
- [21] Useem, Michael, *Executive Defense: Shareholder Power and Corporate Reorganization*. Boston, Massachusetts: Harvard Business School. 1993.
- [22] Useem, Michael (1996), *Investor capitalism: how money managers are changing the face of corporate America*, New York: Basic Books.
- [23] United States. Congress. House. Committee on Banking and Currency, staff report for the Subcommittee on Domestic Finance of the Committee on Banking and Currency, House of Representatives, *Commercial banks and their trust activities: Emerging influence on the American economy*. 米国下院銀行・通貨委員会 [編], 志村嘉一訳 (1970)『銀行集中と産業支配: パットマン委員会報告』東洋経済新報社。
- [24] 植竹晃久 (1999)「現代企業のガバナンス構造と経営行動」植竹・仲田編『現代企業の所有・支配・管理』ミネルヴァ書房。
- [25] 奥村宏 (2002)『エンロンの衝撃: 株式会社の危機』NTT出版。
- [26] 奥村宏 (2000)『株式会社はどこへ行く: 株主資本主義批判』岩波書店。
- [27] 角瀬保雄 (2003)「米国型『株式資本主義』の破綻と企業会計」『経済』1月号。
- [28] 金子勝 (1999)『反経済学』新書館。
- [29] 金子勝 (1999)『セーフティネットの政治経済学』筑摩書房。
- [30] 菊池敏夫, 平田光弘編著 (2000)『企業統治 (コーポレート・ガバナンス) の国際比較』文真堂。
- [31] 佐久間信夫 (2003)『企業支配と企業統治: コーポレートコントロールとコーポレートガバナンス』白桃書房。
- [32] 櫻井克彦 (2002)「企業経営とステイクホルダー・アプローチ」日本経営学会編『21世紀経営学の課題と展望』千倉書房。
- [33] 佐和隆光 (2000)『市場主義の終焉』岩波書店。
- [34] ジョン・スコット, 仲田正機, 長谷川治清 (1993)『企業と管理の国際比較: 英米型と日本型』中央経済社。
- [35] 鈴木清之輔 (1999)「現代企業の株式所有構造と支配構造」植竹・仲田編『現代企業の所有・支配・管理』ミネルヴァ書房。
- [36] 高橋俊夫編著 (1995)『コーポレート・ガバナンス: 日本とドイツの企業システム』中央経済社。
- [37] 谷本寛治 (2003)『SRI: 社会的責任投資入門: 市場が企業に迫る新たな規律』日本経済新聞社。
- [38] 谷本寛治 (2002a)『企業社会のリコンストラクション』千倉書房。
- [39] 谷本寛治 (2002b)「市場社会の変化と新しい企業システム」日本経営学会編『21世紀経営学の課題と展望』千倉書房。
- [40] 谷本寛治 (2000)「企業システムのガバナンスとステイクホルダー」奥林康司編『現代の企業システム』税務経理協会。
- [41] 出見世信之 (1998)「コーポレート・ガバナンス論争の背景とその意義」坂本恒夫, 佐久間信夫編『企業集団支配とコーポレート・ガバナンス』文真堂。
- [42] 出見世信之 (1997)『企業統治問題の経営学的研究: 説明責任関係からの考察』文真堂。
- [43] 仲田正機 (1999)「コーポレート・ガバナンスの主要論点と今後の課題」植竹・仲田編『現代企業の所有・支配・管理』ミネルヴァ書房。
- [44] 夏目啓二 (2003)「IT不況とコーポレート・アメリカ」日本経営学会編『IT革命と企業経営』千倉書房。
- [45] 宮坂純一 (2000)『ステイクホルダー・マネジメント』晃洋書房。
- [46] 三和裕美子 (1999)『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス: アメリカにおける史的展開』日本評論社。

(受理 2004年4月23日)