

「株主支配」と「従業員支配」

—ブレアの所論を中心として—

村 田 和 彦

1 序

日本では、昨今、「企業統治」・「コーポレート・ガバナンス」(corporate governance) という用語が頻繁に使用されるとともに企業統治についての改革論議が盛んに行われている。そしてこの改革論議の主流は、これまでの日本の企業経営においては、株主とくに個人株主への配慮が不足しており、「株主主権」の原則に立ち返り、アメリカ企業に範を求めて、「株主支配」(shareholder dominance: shareholder's control) 型の企業統治構造を構築すべきであるとする主張であるように思われる。ところが目を転じてアメリカにおける企業統治の論議に向けるとき、そこでも支配的主張が「株主支配」型の企業統治構造の確立をもとめるものであることは、否定されえないのであるが、しかし日本企業の範として選ばれたそのアメリカにおいて、1980年代および1990年代初期におけるアメリカ企業の国際的競争力の低下と市場喪失の原因を、「株主」(shareholder) の利益のみを重視して、企業の「利害関係者」(stakeholder) ないし「会社関係者」(corporate constituency)、とくに「従業員」(employee) の有する「会社特殊的熟練」(firm-specific skill) ないし「会社特殊的投資」

(firm-specific investment) に対する配慮の不足もしくは欠如に見出すとともに、むしろ日本企業とドイツ企業の統治構造に示唆を求めて、「利害関係者」とくに「従業員」を重視した「従業員支配」(employee dominance: employee's control) 型の企業統治構造を確立する必要性をアメリカ企業にもとめる主張も展開されていることは見落されてはならない。

それでは、アメリカにおいて、株主ではなくて利害関係者、とくに従業員を重視した企業統治構造の確立の必要性を説く主張は、どのような理論的基礎のもとに展開されているのであろうか。これが本稿においてわれわれが解明したい第一の課題をなしている。

ところで「企業統治」という用語は、1990年代になって、アメリカにおいて最初に頻繁に使われるようになった用語である。それではそもそもこの「企業統治」という用語は、どのような問題を表現するための用語なのであろうか。より具体的に表現するならば、「企業統治」をめぐって展開されている論議あるいは研究は、これまで「経営者支配」(management control) をめぐって展開されてきている「企業支配」(corporate control) の論議もしくは研究とは、どのような関係をもつものなのであろうか。これを明らかにすることが、本稿におけるわれわれの第二の課題をなしている。

さてアメリカにおいて、「株式会社」を社会全体のための「富創造機構」として把握するとともに、「株主」ではなくて、「利害関係者」、とくに「従業員」を重視する「企業統治機構」を確立する必要性を力説している論者の一人に、ブレア (Margaret M. Blair) がいる。彼女は、本稿においてわれわれが取り上げる著書⁽¹⁾において、(1)「企業統治」という用語の明確な概念規定を試み、(2) アメリカにおける「企業統治」をめぐる議論

「株主支配」と「従業員支配」

の社会的背景を明らかにして、そして(3)「企業統治」をめぐる議論を、その理論的前提にまで立ち入った上で、「株主支配」の完全なる実現を志向するものと、むしろ「利害関係者支配」、とくに「従業員支配」の実現を志向するものとに整理し、(4)「株主支配」論の問題点を指摘し、かつ(5)「従業員支配」論の妥当性を強調している。そこで本稿においては、われわれは、こうしたブレアの所論を理解し、吟味するという作業を介して、既述の二つの課題の克服に努めていくこととする。

(1) 本稿で、われわれが取り上げるブレアの著書とは、つぎのものである。

Margaret M. Blair : Ownership and Control—Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century—, The Brookings Institution, Washington, D. C. 1995.

2 「企業統治」の概念と「企業統治」問題の分析視点

本節においては、アメリカにおける「企業統治」をめぐる政策論議に関してブレアによって行われた整理の仕方、そしてそれを踏まえてブレア自身が提唱する「企業統治」の機構の具体的内容を明らかにするに先立って、「企業統治」問題に対するブレアの分析視点を明らかにすることとする。ブレアの分析視点を明らかにするために、本節では、まずつぎの五つの事項に関するブレアの見解を順次取り上げていくこととする。すなわち、(1)「企業統治」という用語の概念、(2)「企業統治」の在り方と企業の富創造能力 (wealth-creation potential) との関係、(3) アメリカにおける「企業統治」をめぐる論議とその背景、(4)「企業統治」問題の発生源、および(5)「企業統治」問題と政府および市場との関係が、それである。ついでこれらの事項についてのブレアの基本的見解からおのずから明らかに

なるところの「企業統治」問題を分析する際にブレアが選択した視点を確認していくこととする。

(1) 「企業統治」の概念規定

それでは、「企業統治」という用語は、どのような内容をもつものであろうか。ブレアによる「企業統治」の概念規定を取り上げるならば、つぎのとおりである。

『企業統治』という用語は、取締役会の構造と機能、あるいは取締役会の意思決定における株主の権利と特典に関する問題にせまく限定してしばしば用いられている。しかしこの本では私は、企業統治についてより広い視点を採用して、この用語を、つぎの一連の問題を決定する法律的、文化的、そして制度的取り決めの総体 (the whole set of legal, cultural, and institutional arrangements) をさすものとする。すなわち、公開的株式会社 (publicly traded corporations) は何をすることができるのか、公開的株式会社を誰がコントロールするのか、そのコントロールはどのようにして行使されるのか、そして公開的株式会社が遂行する活動から生ずる危険と収益 (risks and returns) はどのようにして配分されるか、といった問題がそれである。この本は、つぎの一連の事柄に関するものである。すなわち、株式会社を経営する人々に対してどのような制約と要件 (constraints and requirements) が課されるのか、経営者は誰の利益 (interests) に奉仕しなければならないのか、さまざまな会社関係者 (constituents) はどのような影響力と実力行使の手段 (influence and recourse) をもっているのか、そして会社関係者はみずからの利益が擁護されることを確かなものにするためにどのような圧力を行使することができるのか、といった事柄がそれである。これらの取り決めには、明らかに、株式会社法および取締役会の慣行が含まれるが、しかしそれにはまた、株式会社

「株主支配」と「従業員支配」

融や証券や破産に関する法や、金融機関の活動を規制する諸種の法や、労働関係の慣行や、契約法と契約理論や、報酬制度、そして企業内の情報制度とコントロール制度も含まれている。」(3頁—4頁)⁽¹⁾

「……株式会社企業 (corporate enterprise) の多様な参加者 (participants) の間で誰が何をコントロールするのか、誰がどのような決定をするのか、そして会社の収益と資産 (revenues and assets) とに対して誰がどのような責任 (responsibilities) とどのような権利 (claims) をもつのか。これらの論点は、株式会社によって創造された富 (wealth created by corporations) の分配にただだんに影響を及ぼすだけではなく、さらに株式会社企業のすべての参加者が富創造活動 (wealth-creation activity) への投資を行い、富創造活動に従事する際にもつ誘因 (incentives) にも影響を及ぼす。企業統治とは、事業株式会社 (business corporations) におけるこうした事柄を決定する原則 (rules) を設定しようとするものである。そして、……解決されるべき中心的な経済的および政策的問題は、資源を能率的に使用し、もって富を創造するために必要とされる誘因 (incentive) と情報 (information) とをもっている当事者に決定 (decision) とコントロール権 (control rights) とを配分するとともに、他方で同時に、コントロールを行う当事者がリスクのある投資を行っている他の参加者のすべてに対して責任を負う (accountable) ことを保証することである。」(19頁)

「企業統治制度 (governance systems) とは、広く定義するとするならば、誰がどのようなコントロール権をどのような状況の下で保有するのか、誰が創造された富のうちどれだけの分け前を受取るのか、そして誰がどのような付随したリスクを負担するのかを決定する基本原則 (the ground rules) を設定するものである。企業統治制度はこのようにして優先順位がどのようにして設定されるか、組織的能力の形成のために資源を投

入することに関して、決定がどのようになされるのか、そして経営者と従業員はどのようにして評価されて、報酬を払われるのか、といった事柄を決定するのに役立つこととなる。」(273頁)

以上が、「企業統治」という用語に関して、ブレアによって試みられている概念規定である。この概念規定のうちに、すでに「富の創造」(wealth-creation)と企業統治とが関連をもつものであることが示唆されているのであるが、つぎにこうした関連について、みていくこととする。

(2) 「企業統治」と企業の富創造能力

企業統治と企業の富創造能力との関係についてのブレアの見解を示すならば、つぎのとおりである。

「企業統治に関する取り決め (corporate governance arrangements) は、株主 (shareholders) に加えて利害関係者 (stakeholders) の危険 (risks), 報酬 (rewards), 特権 (prerogatives), および権利 (claims) に対してそれが及ぼす作用を介して、そしてそれゆえにこれらの他の利害関係者の前に現われる誘因と動機づけ (incentives and motivations) に対してそれが及ぼす作用を介して、会社が新しい富を創造する能力 (the ability of firms to create new wealth) に影響を及ぼす。」(273頁)

「株式会社が持続的に富を創出していく能力 (the ability of corporations to generate wealth in a sustainable way) は、株式会社の資源に対して誰がどのような所有権 (ownership) とどのようなコントロール権をもつか、決定がどのようにしてなされるか、そしてどのような圧力 (pressures) や要件 (terms), および条件 (conditions) が作用するかによって決定的に依存している。」(11頁)

これらのブレアの論述は、企業の富創造能力に対して、まさに企業の統治制度の在り方が大きな影響を及ぼすものであること、したがって、企業

の統治制度が変わるならば、企業の富創造能力も変わることを、さらに政策的には、企業の富創造能力を高めることに貢献する企業統治制度が構築されねばならないことを意味している。

(3) アメリカにおける企業統治をめぐる論議の背景

ブレアによれば、「1990年代までは、『企業統治』という用語は、ロー・スクール (law school) の教科書と学術論文という限られた世界の外では、まれにしか使われることはなかった。」(1頁) それでは、それが1990年代になって、広くかつ頻繁に用いられるようになったのは、どういう事情からであろうか。1990年代のアメリカにおいて企業統治をめぐる論議が盛んに行われるようになった時代背景として、ブレアは、つぎの五つの出来事を挙げている。⁽²⁾ その第1は、アメリカ企業が日本企業とドイツ企業に、新しい工場と新しい設備への投資においても、新しい製品の導入においても、あるいは新しい市場の開拓についても、遅れをとっているとする認識が1980年代の中葉のアメリカで広まったことである。こうした認識は、アメリカ企業の現実の企業統治制度に対する批判と、アメリカ企業の富創造能力を高めるような、望ましい企業統治制度の模索へと人々を導いていくこととなった。

その第2は、1980年代のアメリカにおける敵対的乗っ取り (hostile takeovers)、借入金を梃子とする買収 (leveraged buyouts)、およびその他の会社再構築 (corporate restructurings) の波である。こうした波は、企業の富創造能力と敵対的乗っ取りに代表される会社再構築の運動との関係をめぐって賛否両論の激しい議論をひきおこすこととなった。

その第3は、会社経営者に対して支払われる巨額の報酬である。これは、会社経営者の評価制度および報酬制度をめぐる改革論議をひきおこすこととなった。

企業統治論議をひきおこした第4の出来事としてブレアが挙げているのは、アメリカの巨大企業の多くで展開されている会社自体の再構築 (restructuring)、取締役会の大改革 (boardroom shakeup)、および「規模縮小」(downsizing)の過程の不断の進展である。これは、大量の労働者の一時解雇 (massive layoffs)、さらには管理者の解雇をもとめない、労働者の生活不安をひきおこす会社再構築の動きが、「企業統治」をめぐる論議を盛んにさせることとなった。

企業統治をめぐる論議の第5の背景としてブレアが指摘しているのは、東欧とソビエト連邦の社会主義経済体制の劇的な崩壊によって新しい企業統治制度の構築がも定められ、その範例としてアメリカの企業統治制度が検討の対象とされたことである。

以上の五つの出来事を背景として、「企業統治」をめぐる議論が盛んに展開されるようになったのであるが、ブレアによれば、アメリカの現行の企業統治制度を企業の富創造能力との関連で考察した時に、それが改革されるべき問題点をもつとする点については、同一の認識であるとしても、その問題点についての理解、したがって改革を必要とする部分についての認識を全く異にするつぎの三つの議論が区別され⁽³⁾うる。その第1は、アメリカの現行の企業統治制度においては、株主の権利が真に擁護されていないとして、株主主権の真の確立を実現する企業統治制度をもとめるもので、ブレアはこれを「ファイナンス・モデル」(finance model)とよんでいる。その第2は、株式市場のあまりにも短期的な動向に制約されて、企業経営者が長期的視点に立脚した経営を行うことができないところにアメリカの現行の企業統治制度の欠陥を見出し、したがって企業経営者による長期的視点からの経営を可能にさせる企業統治制度をもとめるもので、ブレアはこれを「市場近視眼論」(market myopia)とよんでいる。第3の議論は、アメリカの現行の企業統治制度が株主の利益のみを考慮していると

「株主支配」と「従業員支配」

ころに、その最大の欠陥を見出し、したがって株主以外の利害関係者の利害にも考慮を払う企業統治制度をもとめるものである。ブレア自身は、この第3の議論に属し、ブレア自身は自己の主張を「富極大化モデル」(wealth maximization model) とよんでいる。

(4) 「企業統治」問題の発生源

企業統治をめぐる議論を活発にさせた背景とは別に、ブレアによれば企業統治という用語で表現されている問題そのものを発生させる要因が存在する。それでは「企業統治」問題の発生源としてブレアはどのようなものを把握しているのであろうか。こうした発生源には、二つのものがある。その第1のものは、「所有とコントロールの分離」(the separation of equity ownership from control) である。これは、1932年にバーリーとミーンズ (Berle and Means) によってその著書『現代株式会社と私有財産』(The Modern Corporation and Private Property) において、さらにそれに先立って1776年にアダム・スミス (Adam Smith) によってその著書『国富論』(The Wealth of Nations) において指摘されているものである。⁽⁴⁾ この第1の発生源についてのブレアの論述は、つぎのとおりである。

「大規模公開株式会社 (large, publicly traded corporations) においては、所有権あるいは財産権は、分括されて、株式会社企業の多くの参加者の間に切り分けられてしまっている。こうした所有権の分割から、いくつかの重要な能率上の利点が生ずることはもちろん否定されない事実である。日常的意思決定は、会社の業務について、株主よりもはるかに良く、かつはるかに詳しい情報をもっている雇われ経営者に委ねられた。他方株主は、彼らの株式保有をより容易に多様化できるので、ある種のリスクを負担する上で、経営者よりもより良い位置にある。しかしながら重要な企

業統治上の問題が、資産の使用に付随するリスクのすべてを負担しない当事者によって決定が行われ、コントロール権が行使されるやいなや、発生する。その資産がリスクにさらされている当事者が経営者を監視する (monitor) ことができるように、機構が工夫される必要があるし、そしてもしも資産の管理がはなはだしく間違っている場合には、リスクを負担する当事者が、業績の悪い経営者からコントロールを奪取して、そして業績の悪い経営者を交替させることができるように、『緊急のコントロール権』 (contingent control rights) が確立される必要がある。」(236 頁)

企業統治問題の第2の発生源としてブレアによって把握されているのは、株主に帰属する物的資本 (physical capital) ではなくて、利害関係者の「関係特殊的投资」 (relationship-specific investment), とくに従業員の「会社特殊の熟練」 (firm-specific skill), 「会社特殊な人的資本への投資」 (investments in firm-specific human capital) である。すなわち「重要な論点は、株式会社におけるリスク、報酬、およびコントロールの配分に関する標準的モデルが明白には認識していないか、あるいは取り組んでいない企業統治問題 (a governance problem) を会社特殊的投资が創造することである。」(262 頁) この第2の発生源についてのブレア自身の主張は、つぎのとおりである。

「……会社特殊的投资、特に人的資本への会社特殊的投资がなぜ企業統治問題 (a problem for corporate governance) を創造するのかを検討しよう。こうした投資は、それが従業員をして、他の代替的雇用におけるよりもより生産的にし、かくしてレント (rent) を創出することを可能とさせるその程度にしたがって、富を創造する。しかしながら投資が会社特殊であるので、これらの投資とかかわるレントとリスクの配分方法を決定するにあたって、競争市場 (competitive markets) は全然役に立たない。しかも投資は、会社、従業員、あるいはその双方にとって高額である

「株主支配」と「従業員支配」

ので、そうした投資を促進する企業統治制度は、投資をする人々に、創出されたレントの分配によって彼らの努力が報いられ、しかもそれらのレントを会社の他の参加者による奪取からまもることができることを確信させるにたる何らかの機構を提供しなければならない。」(267頁)

ブレアは、企業統治問題のこの第2の発生源をとくに重要視して、さらにつきのようにも述べている。

「人的資本が決定的に重要な産業と会社においては、これらの要素が富創造行動に実質的に影響を及ぼすようになる。会社の従業員は、例えば、もしも彼らが彼らの革新活動や原価削減活動によって創造された富の分配にあずかること——すなわちその富が企業の他の参加者によって彼らから奪取されることはないこと——を確信するならば、そしてもしも彼らが、経営者が彼らの発言に耳を傾けて、彼らの考え方の実現のために資源を振り向けてくれることを信ずるならば、革新を行ったり、あるいは原価を削減するための新しい方法を発見することにより一層動機づけられるようになるであろう。」(273頁)

(5) 企業統治問題と政府および市場

ところで、企業統治制度の改革問題と政府とのかかわり合いを、ブレアはどのように考えているのであろうか。また企業統治制度の改革と市場機構との関係、とくに企業の富創造能力の極大化という視点からみた時の両者の関係を、ブレアはどのように把握しているのであろうか。

まず政府が企業統治制度の改革においてはたす役割についてのブレアの見解を取り上げるとするならば、つぎのとおりである。

「アメリカ合衆国においては、政府は株式会社の経営に対して直接的に関与することを避けてきた。その代りに政府の役割は間接的であって、富創造という経済活動 (wealth-creating economic activity) を促進しそ

して支援するような法的・制度的環境を提供することである。しかも最も効果的であるためには、その環境は、能率的な企業統治構造、すなわち、資源の最も能率的な使用による、全体としての社会のための富の創造へと導く企業統治制度を促進すべきものである。」(2頁—3頁)「大規模な公開的株式会社の統治における公共政策 (public policy) の役割は、能率的な企業統治構造——すなわち、全体としての社会のための富を創造するために、資源の最も能率的な使用を促進するような企業統治構造の発展を支援する法的・制度的環境を提供することである。」(235頁)

つぎに、われわれは、社会全体のための富の創造との関連において、企業の統治構造と市場、とくに「競争市場」(competitive markets) との関係性をブレアがどのように把握しているかという問題を取り上げることとする。というのは、既述のように、能率的企業統治構造による「社会の富の創造」という思考とは別個に、「競争市場を有する資本主義経済は、全体的な富の創造のための社会の資源の能率的利用に導く」(A capitalist economy with competitive markets will lead to the efficient use of society's resources for total wealth creation. p. 19) という主張が存在するからである。ブレアによるならば、この主張は、二つの前提のもとに展開されている。その一つは、いわゆる「市場の失敗」(market failures) とよばれている問題は、政府の規制によって克服可能となるという前提である。他の一つは、経済活動がそれを介して営まれるその「組織の内的機能」(the internal functioning of the organizations) には問題がないとする前提である。ここでブレアにとって問題となるのは、この後者の前提である。何故なら、「重要な論点は、市場ではなくて、会社それ自体の内部で生ずるところの取引 (transactions) との関係 (relationships) とかわるものなので。市場の圧力 (market pressures) は組織の内的機能

「株主支配」と「従業員支配」

にとってはそれほど重要なかわりをもつものとはならない」(19頁)からである。むしろ重要な論点は、ブレアによれば、企業統治の在り方と密接にかかわるものなのである。換言すれば、「競争市場が社会的富の創造に導くとする」主張が成立するためには、それが前提としている「組織の内的機能」そのものが、能率的な企業統治構造によって用意されていることが、ブレアによれば必要となるのである。⁽⁶⁾

以上において、われわれは、(1) 企業統治の概念、(2) 「企業統治」と企業の富創造能力との間の関係、(3) アメリカにおける企業統治論議の背景、(4) 企業統治問題の発生源、および(5) 企業統治問題と政府および市場との関係についてのブレアの基本的見解を明らかにした。この努力の中から、浮かび上ってきたことは、企業統治問題を分析するにあたって、「資源の能率的使用による社会全体の富の創造」という視点をブレアが選択していることである。すなわちアメリカの現行の企業統治構造のみならず、企業の統治構造に関する諸種の改革案についても、「資源の能率的利用による社会全体の富の創造」という視点から分析しようとするものが、ブレアなのである。

- (1) 以下、Blairの著書、Ownership and Controlからの直接引用については、括弧の中にその頁数のみを示すこととする。
- (2) Cf. Blair, Ownership and Control, pp. 6-11.
- (3) Cf. Blair, Ownership and Control, pp. 11-13 and p. 16.
- (4) Cf. Blair, Ownership and Control, p. 95.
- (5) Cf. Blair, Ownership and Control, p. 19.
- (6) Cf. Blair, Ownership and Control, pp. 18-19.

3 「株主支配」の企業統治論

アメリカ合衆国における企業統治をめぐる論議について、ブレアはつぎのように論じている。「企業統治をめぐる論議は、(現行の)企業統治にかかわる取り決め (governance arrangements) が株式会社の業績と株式会社の富創造能力に対してどのような仕方で影響を及ぼしているのか、そして企業統治に関する諸原則 (rules) がどのようにして変革されるべきかについて、三つの非常に異なる見解によって構成されている。しかもこれらの見解は、それぞれ、アメリカの株式会社が不満足な形での業績しかあげていないのではないかという疑問とこうした業績をもたらしている方法とについて、一連の異なる仮定から出発している。これらの基礎に置かれている仮定が根本的に相互に相入れないものであるために、論議は混乱しており、全く生産的ではない。にもかかわらず、これらの重要な仮定についての検討もめったに行われてはおらず、その結果、さまざまな改革の提唱者の議論もしばしばかみ合うことなく終わっている。」(11頁) この論述の中にある三つの見解というのは、(1)「ファイナンス・モデル」(finance model) 論、(2)「市場近視眼」(market myopia) 論、および(3)「富極大化モデル」(wealth maximization model) 論である。そこで、ブレアは、この三つの見解を、その基礎におかれている仮定にまで入り込んで考察することにより、共通の認識を獲得していく形で、企業統治に関する不毛の議論を実りあるものにしていくことを自己の研究課題の一つとして設定することとなる。それでは、こうした意図のもとに考察を試みた結果として、ブレアはどのような結論に到達することになっているのだろうか。ブレアが到達した結論を明らかにすることが、われわれが試みなければならないつぎの作業をなす。ただし、ブレアの結論の一部を先取り

「株主支配」と「従業員支配」

するならば、ファイナンス・モデル論と市場近視眼論とは激しく論争しあっているにもかかわらず、「株主支配」の企業統治の確立を志向する点においては共通点をもっている。これに対して、富極大化モデル論は、むしろ「利害関係者支配」とくに「従業員支配」の企業統治の確立を志向するものである。そこで本節においては、ファイナンス・モデル論と市場近視眼論とを一括して「株主支配」の企業統治論という題目のもとに、取り上げることとする。そして、富極大化モデル論は、これを次節において、「従業員支配」の企業統治論という題目のもとで取り上げることとする。もとよりブレア自身の積極的に提唱しようとするものは、利害関係者、とくに従業員にコントロール権を与える企業統治であるので、本節で取り上げる「株主支配」の統治論に対するブレアの批判は、それ自体が、おのずからブレアの主張を消極的に、裏づける役割をはたすことになっている。以下では、まず「ファイナンス・モデル論」、つづいて「市場近視眼論」を取り上げ、その後に、「株主支配説」に対するブレアの批判的見解を取り上げることとする。

(1) ファイナンス・モデル論

ブレアが「ファイナンス・モデル」とよんでいる見解は、これをブレア自身の説明を用いて示すとすれば、つぎのとおりである。「株式会社は株主によって所有されており、それゆえに株主の利益のために経営されるべきである。ところが大規模会社の株式は、それぞれが全体の発行済み株式のごくわずかの割合しか保有していない何万という個人と機関によって保有されているので、株主は分散しすぎており、その結果、経営者に対する厳格なコントロールを実行することができない。それゆえに会社経営者は、彼ら自身の利益には奉仕するが、時として彼らの『所有者である株主』(shareholder-owners)を侵害する仕方では会社を経営することによ

て、しばしば資源を浪費する。」(12頁)「(現行の)企業統治制度の欠陥に関するファイナンス・モデルの見解とは、株主が経営者に対して十分なコントロールあるいは影響力をもっていないこと、そしてそれゆえに経営者は潤沢な役得を享受しているにもかかわらず、会社は、非常にしばしば活気のない業績に甘んじているというものである。」(95頁)

ブレアに従って、過去の20数年間の出来事についてのファイナンス・モデルの真正の信奉者の解釈を述べるとするならば、つぎのとおりである。「(株価で測定されるかぎりでの)会社の業績は、1970年代に下落したが、それは、経営者が事業の根幹(bottom line)について綿密なる注意を払うことをしないで、関連性のない買収(acquisitions)およびその他の『帝国』(empire)の建設にはしたためである。(ここで想起されるべき出来事は、1960年代、とくに1968年に頂点に達したところの株主にとっての利潤性を犠牲にして、企業規模の拡大と企業成長をめざす、経営者主導のコングロマリット型合併の動き(the conglomerate merger movement)である。——村田)金融市場は、敵対的乗っ取り(hostile takeovers)、敵対的乗っ取りの脅威、借入金による買収(leveraged buyout)、およびその他の借入金を梃子とする会社再構築の手段を用いて、1980年代には、その問題をできるかぎり迅速に矯正していた。Michael Jensenの論ずるところによれば、『乗っ取り活動は、アメリカの株式会社における一連の重要問題に、しかも会社が製品市場での重大な困難に直面する前に取組んでいた。実際、乗っ取り活動は、世界的規模の経済において増殖しはじめた過剰能力(excess capacity)への健全な調整へと駆り立てる初期警告制度を提供していた。』

しかしながら、1980年代の終りになるにつれて、乗っ取りをより困難にさせる一連の法律を州の立法府は通過させ、州裁判所も連邦裁判所もこれらの法律および『毒菓錠』(poison pills)といった他の会社特有の(乗

「株主支配」と「従業員支配」

っ取り) 防衛措置を支持する側にまわった。1990年まで、ある種の計算によると、700以上の会社が『毒薬錠』を採用した。そして証券取引所と Manhattan U. S. Attorney 事務所が1989年にさまざまな証券法違反で Michael Milken と Drexel, Burnham Lambert を起訴した時に、企業支配市場 (the market for corporate control) を経営者に対する有効な抑制として機能させた強力な金融機構が最終的に崩壊した。Milken とその投資会社は乗っ取りの熱狂に油を注ぐのを助けた多くの金融上の革新を工夫したものであった。1990年の3月までに Drexel Burnham は破産を申請し、このようにして1980年代の乗っ取りの時代に終止符がうたれることとなった。」(107頁—108頁)

ところで、それでは、こうしたファイナンス・モデル論の基礎には、どのような「仮定」が置かれているのであろうか。それは、ブレアによると、株式会社においては、残余リスクの負担者 (residual risk bearer) は、株主のみであり、したがって株主だけが所有者であり、したがって、この唯一の所有者にコントロール権が与えられねばならないという仮定である⁽¹⁾。

この仮定に関して見落すことが許されないのは、株主以外の会社関係者のリスクについては、事前の「契約」を通じて、企業の業績のいかんにかかわらず、一定の報酬の支払いが約束されているので、これを考慮の外におくことができるという第2の仮定を、ファイナンス・モデル論がもっていることである⁽²⁾。

このようにして、株主のみが残余リスクを負担するとする仮定が成立する場合には、そこから、株式会社の目的ないしはたすべき役割は、株主の残余リスクを減少させること、否、できるかぎり多くの残余利益が生れるようにすること、即ち株主の利益の極大化をはかることであるという第3の仮定が導き出されることとなる。しかもその際他の会社関係者の会社に対する貢献に対しては、それに見合う適正な報酬が既に支払われているの

で、株主の利益の極大化は、同時に社会全体の富の極大化を意味するものでもある。⁽³⁾

しかも、株主は、残余リスクの負担者であるので、残余リスクを負担しなくてもすむように、逆にできるかぎり多くの残余利潤が創造されるように、株式会社の資源の利用について「監視する」(monitoring) ことに対する「誘因」(incentive) を生来的にもっていることになるので、おのずから会社の資源の能率的な使用が保証される。⁽⁴⁾

このような一連の「仮定」がファイナンス・モデル論が「株主支配」の企業統治機構の必要性を主張する時に、その主張の基礎におかれている仮定として、ブレアによって指摘されているものである。

ところが「閉鎖的株式会社」(closely held corporation) に代って登場した「大規模公開株式会社」(large, publicly traded corporation) において発現をみた「株式所有とコントロールの分離」(the separation of equity ownership from control) は、「株主による経営者の監視」(monitoring of management by shareholder) を困難にさせ、それを確立する機構を工夫する必要性を「ファイナンス・モデル論者」に痛感させることになった。

「株主による経営者の監視」の機構として金融モデル論がとくに重視したのは、「金融市場」(financial market)、なかんずく「敵対的乗っ取り」(hostile takeover) でもって代表される「企業支配市場」(market for corporate control) であった。というのは、「企業支配市場は、経営者に乗っ取りの脅威を与えることによって、経営者がその権力を乱用したり、あるいは会社の資源を誤用したりするのを阻止すべく機能するからである。すなわち、もしも経営者がその地位を乱用しようとしたり、あるいは何らかの理由で十分な業績をあげることに失敗する場合には、彼らの会社の株価が下落して、会社を獲得して、乱用の矯正を企図する買い手を惹きつけ

「株主支配」と「従業員支配」

ることになろう。そのようにして業績は再び最適なものとなり、買い手は、改善を試みることに對して利潤を獲得することになろう。」(100頁—101頁) すなわち「敵対的乗っ取り」は、資源を能率的に使用することに対して十分な意欲と能力をもたない経営者の手から、資源を取り上げて、これを意欲と能力をもつ新しい経営者の手に移動させることにより、再び資源の能率的利用を可能にさせる最善の手段として、ファイナンス・モデル論においては把握されるのである。

ところが、このようにして、経営者による地位の乱用、あるいは株主の利益を犠牲にした資源の利用を抑制する最も重要な手段としてファイナンス・モデル論者が重要視する「乗っ取り」に対して、既述のように、現実には、その利用を困難にする事態が発現をみているのである。

また法律は確かに、法的強制力をもつ「忠実義務」(fiduciary duties)を経営者に課することによって、株主の利益の擁護をはかっているのであるけれども、他方で法律は、ごく最近にいたるまで、経営者と取締役とに對して、彼らの会社のために、戦略的計画をたて、かつ日常的管理上の決定をするためにますます増大する「自由」をも一般的に与えてきているのも事実である。しかも多くの領域において、裁判所も、株主に対して経営者の「事業判断」(business judgement)に干渉することのないように告示⁽⁵⁾しているのである。

そこで、株主よりも経営者を擁護している法律および裁判所の判決の是正が、金融モデル論の立場からは必要とされることとなる。さらに、取締役会による経営者の監視能力についても、実際には、取締役の独立性がもとめられるにもかかわらず、逆に経営者に対する取締役の従属性が目につくようになってきている。したがって、株主としての関係以外のいかなる関係ももたない、独立性を有する社外取締役の多数からなる取締役会へと取締役会の構成を変更することを通じて、取締役会の経営者に対する監視能力

の強化が、ファイナンス・モデル論の立場からはもとめられることとなる。⁽⁶⁾

なお、事業活動から疎遠な、匿名の分散した個人株主もしくは機関株主ではなくて、事業活動に対して関心と情報を有する強力な発言力をもつ株主の存在が、ファイナンス・モデル論においてはもとめられ、発言力の基礎となるだけの出資比率を有する「機関投資家」(institutional investors)の活動に大きな期待をファイナンス・モデル論者はよせている。

なお「分散した株主」ではなくて「集中した株主」の存在の必要性を力説するにあたっては、ファイナンス・モデル論者は、それを裏づけるものとして、日本企業とドイツ企業の国際競争力上の強みをもたらしている重要な要因にアメリカ企業に比べて、株主の集中の度合いが高いことになっていることを挙げている。⁽⁷⁾

以上が、ファイナンス・モデル論の特徴としてブレアが指摘するところの概要である。「ファイナンス・モデルの提唱者によって提出された理由づけについては異なる理論と真正の反対が存在するにもかかわらず、自由市場と乗っ取りに関する金融に裏づけられた見通しは、1980年代の末を通じて学術的議論と政策領域の多くを支配した。世界をこうした視点から考察しつづける人々にとって、1990年代中葉におけるアメリカの株式会社を苦しめるものがもしもあるとするならば、それは、株主が一般的に依然としてあまりにも受動的であること、経営者が株主に対して責任があると感じていないこと、そして経営者をして株主に対する責任を負わせるために存在していた主要な機構——すなわち乗っ取りの脅威——が破壊されたか、もしくは少くともその効力を失わせられたことである。このようにして、解決されるべき企業統治問題は、企業支配のための能動的な市場の再興か、あるいはそれができない場合には、経営者をして株主に対する責任をより効果的に負わせることのできる別の制度を創造する問題となる。」(109頁)

「株主支配」と「従業員支配」

それでは、以上のようなファイナンス・モデル論に対して、ブレアは、どのように点を批判しているのでしょうか。

ファイナンス・モデル論に対するブレアの第1の批判は、株式会社における残余リスクの負担者は株主のみであるという仮定そのものに向けられている。ブレアの見解によれば、株主以外の会社関係者の会社特殊的投資が企業の成功にとって重要となればなる程、これらの会社関係者が、株主と並んで、否、それ以上に残余リスクの負担者として登場してくることが注意されねばならない。⁽⁸⁾ブレアのこの批判は、彼の積極的主張の根幹をなすものであるので、「市場近視眼論」についての考察のあとで、「株主支配」の企業統治論一般に妥当する固有の基本的問題点として、項を改めて取り上げることとする。

ファイナンス・モデル論に対するブレアの第2の批判は、第1の批判が成立する場合には、株式会社の目的を株主のための利益の極大化にもとめることは許されなくなり、それに代えて、すべての「利害関係者」(stakeholder)の利益の極大化として認識しなければならなくなることである。なおこの場合に、ブレアによれば、「利害関係者は、企業に資源を貢献し、その結果として企業に高度に特殊化された、リスクのある投資をしているすべての当事者として定義されるべきである。」(239頁)

ファイナンス・モデル論に対するブレアの第3の批判は、経営者に対する監視の機関としての取締役会の構成員に関して、利害関係者も残余リスクの負担者である場合には、株主の利害の代表者のみを想定することは許されなくなり、あらゆる利害関係者の代表を構成員に含めなければならなくなることである。⁽⁹⁾

ファイナンス・モデル論に対するブレアの第4の批判は、アメリカ企業の国際的競争力の低下の原因は、株主の利益が軽視もしくは無視されているところにあるのではなくて、むしろ利害関係者によって提供され、会社

の成功の鍵をにぎる「会社特殊的投資」を促進することにアメリカの現行の企業統治制度が留意していないところにもとめられねばならないということである。このことと関連して、日本企業とドイツ企業の国際競争上の強味は、ファイナンス・モデル論者によれば、株主が集中しており、したがってまた株主の発言力が強いところにあるとされるのであるが、これらの国の競争上の強味は、これらの国の企業統治制度が、「会社特殊的投資」の提供者である利害関係者に対して十分な配慮を払っているところにこそ⁽¹⁰⁾もとめられねばならない。

ファイナンス・モデル論に対するブレアの第5の批判は、「機関投資家」の積極的活動に、ファイナンス・モデル論は多くのことを期待しているのであるが、機関投資家においては、リスクの分散のための多数企業への分散的投資の選好、したがってまた特定の企業との長期的結びつきよりも、「流動性」(liquidity)が選好されることを考慮するならば、経営者に対する監視に関して、機関投資家に「強い株主」の役割の遂行を期待することはできないのではないかと⁽¹¹⁾いうことである。

以上、ファイナンス・モデル論の視点からの企業統治論についてのブレアの見解を明らかにした。そこでつぎに、「市場近視眼論」の立場から展開された企業統治論の特徴とその問題点を、ブレアにしたがって跡づけていくこととする。

(2) 市場近視眼論

ブレアが市場近視眼論と称するものは、企業統治問題に対してつぎのような見解をもっているものである。「経営者は、株主の利益に注意を払いすぎている。……金融市場は、短慮でかつ近視眼的(impatient and short-sighted)であり、そして株主は、何が彼ら自身の長期的利益(long-term interests)に適ったものであるのかを理解しない。株主は、より大

「株主支配」と「従業員支配」

なるものであるが、しかし支払いが遅れるものよりも、短期的利得の方を
選好し、かくして研究・開発への持続的投資、あるいは費用のかかる市場
拡大戦略を強調する会社の株式を売却したり、あるいは安価な値段で売却
する傾向がある。」(12頁)

「この『市場近視眼』的見地の提唱者の論ずるところによれば、金融市
場から生じている短期的圧力に、経営者が反応しすぎるために、何らかの
意味で会社は不十分な業績となっている。彼らが勤める改革措置は、この
短期的圧力から経営者を隔離するか、あるいは代りに株式の売買を阻止し
て、長期的株式保有を奨励することによって、株主の利害の再編成を試み
ることに集中している。」(12頁)

「アメリカ合衆国の企業統治に関する取り決め (corporate governance
arrangements) にどこか欠陥があるとする競合的理論は、(アメリカの)
企業統治制度が会社経営者をして近視眼的に (myopically) 短期的業績
に焦点をあてることを奨励して、その結果、しばしば生産過程における長
期的業績と『競争力』(competitiveness) とを犠牲にしていると主張す
る。この『市場近視眼』論の支持者には、金融市場からの圧力が、長期的
価値を減少させる墮落した行動 (perverse behavior) に従事するように
経営者をしばしば駆り立てていることを確信している多くの会社経営者が
含まれている。経営者にとっての適正な目的は、株主にとっての長期的価
値を極大にすることであるべきであるという点については、市場近視眼論
者は一般に、原理的にファイナンス・モデル論者と同一意見であるけれど
も、彼らは、金融市場がしばしば経営者を異なる方向へと実際問題として
追いやると信じている。」(122頁)

ところで、金融市場の圧力が経営者に「墮落した行動」を強いると市場
近視眼論者が考える根拠には、ブレアによればいくつかのものがある。そ
の第1は、「外部の投資家」(outside investors) が企業の事業内容につ

いて適切な判断をすることはできないことである。⁽¹²⁾ その第2は、「高資本コスト」(the high cost of capital)の存在である。「ここに資本コストは、企業が投資家の資金(fund)を拘束して、投資とかかわるリスクを負担させることに対する代償として投資家に払わねばならないものである。企業が払わねばならない大きさは、投資家が要求する最低収益(minimum return)によって決定される。もしも投資家が代替的投資によって獲得できる利子率(interest rates)が相対的に高い場合には、その時には投資家は、彼らの貨幣を会社証券に投資することに対してもっと高い収益を欲するであろう。投資家は、同一の期間についてより多くの貨幣を受取ることによってか、あるいはより短い期間について同一額の貨幣を受取ることによって、彼らの収益率(rate of return)を増大させうる。このようにして、高資本コストは、投資のための時間範囲(time horizons)を短期化する。」(125頁—126頁)市場近視眼論者が金融市場の短期的圧力を問題とする第3の根拠は、そもそも「株価が株式会社の真の実体的価値(the true underlying value of a corporation)についての非常に不適切な指針しか提供するものではない」(128頁)ことである。その際、市場近視眼論者が拠り所にしてしているのは、つぎの三つの事態である。⁽¹³⁾ その1は、株価が企業活動の実体に何らかの重大な変化がないにもかかわらず、過度に変動することである。その2は、四半期ごとに行われるポートフォリオ管理者の業績評価制度が、株式の短期的取引活動を助長し、そのことによって株価の変動が加速させられていることである。その3は、多数の会社の株式を取扱うポートフォリオ管理者は、彼らが投資している個々の会社の事業内容について詳細に学ぶだけの時間と資源をそもそももっていないことである。

このような根拠をもとに、展開された市場近視眼論についてのブレアの総括的見解は、つぎのとおりである。「要するに、この種の市場近視眼論

の支持者は、真の会社価値について株式市場（stock market）によって与えられる信号を信頼しない。彼らは、他の国の経営者は一般に株価にそれほど注意を払ってはいないと主張し、そして彼らは、（ファイナンス・モデルの提唱者が業績の悪い経営者に対する矯正措置とみなした）敵対的乗っ取りと借入金を梃子とする買収の波が経営者に不当な圧力をかけていると論じている。この市場近視眼論によるならば、会社経営者は、彼らの会社の株価は、常に彼らがコントロールできない諸要因によって押し下げられており、しかもこの株価の下落は、彼らに乗っ取りの中で追放される危険にさらすことになっていると見る。自分自身を保護するために、会社経営者は、株式会社の長期的に最善の利益（the long term best interests of the corporation）を犠牲にするが、しかし株主には積極的であるように見える短期的情報（a shortterm message）を発信するような行動をとることを余儀なくされる。」（130頁—131頁）

以上のような市場近視眼論者の主張のうち、高資本コスト論に対しては、ファイナンス・モデル論者からは、つぎのような反批判が行われている。「この高資本コスト仮説の下では、利潤を産出するのに非常に長い先行期間（lead times）を必要とする投資（例えば、製品開発、あるいは市場開発）を却下する会社は、必ずしも管理がまずいわけではないし、それらの会社の経営者の視野が近視眼的（short-sighted）であるわけでもないし、未来展望（a vision of the future）をもっていないわけではない。彼らは、金融市場の信号が彼らにするように告げていることをしているにすぎない。すなわち、高い収益かあるいは早い収益を要求している投資家を満足させるためにはその収益の発現があまりにも遅すぎるような機会は、これを拒絶しているにすぎない。」（126頁）「さらに、もしも高資本コストが近視眼的投資行動をひきおこしているとしても、そこに示唆されている

基本問題は、貯蓄率が低すぎるとか、税率が高すぎるとかいった、マクロ経済的なものである。それは、(企業の)統治構造、あるいは資本市場が改革される必要があることを示唆するものではない。」(127頁—128頁) しかも1980年代の初期については高資本コストの存在は確認されるとしても、1980年代の末と1990年の初期については、資本コストは、日本とドイツと比較して相対的に低下しており、近視眼的企業行動の説明としては、高資本コスト論の重要性は小さい⁽¹⁴⁾。

また、市場近視眼論者の「株価」の把握についても、ファイナンス・モデル論者はつぎのように反批判⁽¹⁵⁾をしている。(1)月次別にみた時、そしてより長期間について株価をみた時には、株式の価格変動性(price volatility)は増大していない。また価格変動性それ自体は会社投資の時間的視野をより短期的にするものではない。(2)ポートフォリオ管理者が四半期ごとの業績にもとづいて評価され、報酬を与えられていること、そしてそれ故に彼らが管理しているポートフォリオの短期的業績に注意の焦点をあてていることは認めるとしても、しかしこのことは、株価が短期的な期待のみを反映することを意味するものではない。(3)典型的なポートフォリオ管理者は、彼らが投資しているあらゆる会社の事業を調査したり、理解するための時間あるいは資源をもっていないという主張には同意できない。貨幣がよりよい情報から作り出されるところでは、ある種の投資家は、個々の会社の事業を調査する誘因をもっている。それゆえに株式の市場価格は、典型的なポートフォリオ管理者によって使われる情報だけではなく、利用可能な最善の情報を依然として迅速に反映するものである。

こうしたファイナンス・モデル論者からの反批判は、ブレアによれば、「単純な市場近視眼論の支持者が彼らの立場を裏づける、人を納得させる理論のもしくは経験的根拠づけに失敗した」(136頁)ことを意味する。ただしブレアによれば、「もっと緻密かつ複雑な市場近視眼論」(a subtle,

more complex market myopia story) が展開されており、しかもこの議論には看過されてはならない主張が含まれている。その主張とは、「大規模公開会社の株式が取引きされる際の容易さは、ファイナンス・モデル論者が一般に主張しているほどに、無条件の便益をもつものではない」(136頁) というものである。「アメリカ合衆国における金融市場の流動性 (liquidity) はある種の環境のもとでは便益よりも、むしろより多くの費用を含む。しかもこれらの費用が生ずるのは、少数株式の保有者である投資家、あるいはきわめて短期間の間株式を所有し、そして一つの位置 (position) から離れるのに低い取引コストしか必要としない投資家は、彼らが投資する事業について学ぶこと、あるいは会社の経営者の業務上の業績と事業上の業績を監視することについてごくわずかの誘因 (incentive) しかもっていないからである。一人の投資家の狭い見地からみるならば、流動性は、それが投資家に選択肢を与え、このようにしてその投資家のリスクを減少させるのでよいことである。このことは、さらに、投資家に投資を勧めるために会社が投資家に払わなければならない収益を減少させることとなる。

しかしながら、この議論が続けるところによれば、個人投資家にとっての流動性は、全体としての経済にとってはよいものではない。というのは、投資家は、一般に、特定の投資についてあまり知識をもっていないか、あるいは特定の投資に自己を賭ける (コミットする) ところがあまりないからである。これらのコミットするところがない投資家は、会社が行っていることについて細かな注意を払うことに失敗するし、人が『所有者』に期待するような綿密な監督や勧告や助言を経営者に与えることができないし、そして問題が起るときわめて迅速に手をひいてしまう。自由に退出 (exit) できる投資家は、問題を解決するためには、時間と恐らくは追加の資源を必要としている経営者を支援しようとはしない。逆に、彼らは、

恐らく、問題をかかえた事業あるいは戦略をいとも簡単に放棄する傾向をもつ。」(136頁—137頁)

このより緻密な市場近視眼論によれば、アメリカ企業の国際的競争力の低下や低い投資率の原因は、資本コストの高さや、四半期ごとの業績評価制度にではなくて、むしろ流動性を重視し、特定の企業との長期的関係に留意を払わない『流動的資本制度』(a “fluid capital” system) にこそとめられねばならない。⁽¹⁶⁾ 「アメリカの制度は、『流動的資本制度』であって、それは、所有者として一過性 (transient) という特性をもつ機関投資家によって特徴づけられる。彼らが多く会社において保有している株式は断片化されており、そして投資家として彼らは、全体としての関係性 (the relationship as a whole) よりもむしろ個別的取引 (each transaction) から彼らが作り出すことのできる利潤に焦点をあてている。特定の株式を買うか売るか決定にあたっては、彼らは、すべての外部者に利用可能なきわめて単純化された総括的情報と近い未来の株価の動きを予測することに向けられた情報に依存しなければならない。これらの投資家が使用する『価値指標』(value proxies) はある産業もしくはある投資形態における過小投資へと導き、また他方では他の所での過大投資を許すことにもなる。」(137頁—138頁)

この考え方によれば、日本企業とドイツ企業の強みは、「日本とドイツが、自己の投資の長期的評価をもとめ、そして個別的取引 (individual transactions) よりもむしろ長期にわたる会社と自己との関係 (relationship with company) により多くの関心をもつ永続的所有者 (permanent owners) をもった『献身的資本制度』 (“dedicated capital” system) をもっている」(138頁) ことに見出されることとなる。こうした見解の代表例としてブレアはポーター (Michael E. Porter) の主張を引合いに出して、つぎのように述べている。「ポーターによれば、『日本とド

「株主支配」と「従業員支配」

イツの主要な所有者は、会社の事業と見通しについての持続的で、累積的情報収集につとめている。これらの所有者は経営者の尊敬を集めており、内部情報への接近が可能であり、そして特にドイツにおいては、経営者の行動に対して相当の影響を及ぼしている。』ポーターは、ドイツと日本における会社とその投資家との間の関係の持続的性質が、企業価値と業績についての標準的な財務手段と並んで質的情報の使用を促進するのを助けていると、信じている。このことが、やがて、株式の市場価格に単純に頼る場合よりも、より良い事業上の決定を結果としてもたらしていると、彼は主張する。」(138頁—139頁)

このようにして、市場近視眼論者も、ファイナンス・モデル論者と同様に、年金基金、相互基金、およびその他の献身的投資家 (dedicated investors) といった巨大機関投資家が、もしも会社の取締役の選出と監視、および会社の戦略や経営者の業績と報酬の監視と評価において、より積極的に、そしてより介入的な役割を演ずるならば、会社の業績は改善されると信ずるようになっていく。このようにしてブレアによるならば、「1990年代の初期においては、企業統治論議の当事者は、『関係性志向の投資』(“relationship” investing) がアメリカにおける多くの企業統治問題を解決できるとする考え方に収斂しつつあるように思われた。」(140頁) ただし、二つの陣営は、ブレアのみるところによれば、こうした目的を達成するための手段に関しては、依然として隔たりをもっている。「ファイナンス・モデルの提唱者は、会社をコントロールするために、そして機関投資家が行動主義者 (activists) となることを困難にさせている法的および制度的障害を除去するために、主として株主の権利 (the rights of shareholders) を強調することを望んでいる。これに対して、市場近視眼論の提唱者は、この (株主の) 権利に付随する責任 (responsibilities) を強調することを望んでいる。市場近視眼論の提唱者は、株式会社においてより能

動的役割を演ずる権利を、重要な位置を占めて、そしてこの位置を長期間にわたって保有することに自分をコミットさせることによって、金融機関がより『安定的資本』(“patient” capital)を提供するという条件に結びつけることを望んでいる。もしも金融機関がこのことをなすならば、金融機関は、会社と経営者を市場の変転 (the vicissitudes of the market) から保護し、かつよりよい監視と監査 (monitoring and oversight) を提供するのを助ける安定化要因 (a stabilizing influence) でありうるであろう。」(140 頁)

ただし、ポーターの見解が、1992年の秋に、議会によって設置された「競争政策会議」(Competitiveness Policy Council)のうち「企業統治と金融市場に関する下部会議」(Subcouncil on Corporate Governance and Financial Markets)によって否決されたことは、ブレアによれば、ファイナンス・モデル論者が勝利を⁽¹⁷⁾獲得したことを意味する。

以上が市場近視眼論に関するブレアの見解の概要である。⁽¹⁸⁾「金融市場が構造的に (systematically) に長期的投資に対して阻止的偏向をもっている」(141 頁—142 頁)とするその主張については、ブレアはファイナンス・モデル論者に与みして、説得的でもないし、経験的根拠にも欠けると考えている。しかしポーターの主張に代表される、企業との長期的関係をもつ投資の必要性に関する議論については、傾聴に値すると考えて、つぎのように述べている。「高い移動率と消極的投資家とを有する流動的金融市場 (a fluid financial market) における情報の失敗と、投資戦略の評価にあたってより複雑な情報を処理し、かつ利用できる、『献身的所有者』(dedicated owners)をもつことの利点とに関する、ポーターとその他の人によってなされた、より精緻な議論は、より説得力をもつものである。」(142 頁)

ただし、株主以外の利害関係者の会社特殊的投資の重要性については、

「株主支配」と「従業員支配」

市場近視眼論の視野の外に置かれている。ブレア自身は、長期、安定的株主が存在していないことよりも、むしろ利害関係者の会社特殊的投資にアメリカの企業統治制度が配慮を払っていないことの方が、アメリカ企業の国際的競争力の低下の原因としては、より重要と考えている。したがって、日本企業とドイツ企業の競争上の強味についても、これを、長期的・安定的株主の存在よりも、むしろ利害関係者の会社特殊的投資に配慮を払う企業統治制度の存在の内に、見出している⁽¹⁹⁾。

また機関投資家についても、ブレア自身は特定企業との長期的関係よりも、むしろ株式の多様性と流動性を機関投資家は、構造的に選好せざるをえない存在と考えて、これに多くを期待することはむずかしいと解している⁽²⁰⁾。

以上において、われわれは、ファイナンス・モデル論と市場近視眼論とブレアによって名づけられた二つの議論を明らかにした。この二つの議論は、「金融市場の機能」と「株主と経営者の関係」については、見解を全く異にするものであるが、にもかかわらず、株式会社の所有者として株主のみを考え、株式会社の使命を株主の利益を極大にするところに見出し、したがって「株主支配」の企業統治の実現を目指すものである点については異なるところはまったくない。そこで、こうした「株主支配」の企業統治論の基礎に置かれている仮定についての、ブレアの批判的見解を、つぎに項をあらためて、取り上げていくこととする。

(3) 「株主支配」の企業統治論批判

ブレアによれば、「何故に、株式会社がもっぱら株主のために運営されることが、社会全体の利益にかなうのか」、「なぜ株主のみにコントロールが与えられるべきか」という問いに対して、その根拠として提示されるものには、つぎの三つのものがある⁽²¹⁾。

1) 「株主のみが会社の資源をコントロールし、かつこれらの会社の資源が株主自身の利益のために使用されていることを確認する権利をもつべき根拠は、株主が所有者であるからである。」(223 頁)

2) 「規範的問題として、会社経営者が、自己の利益のために、あるいは公共の利益にかなうと彼らが信じるものためであっても、他人の財産を使用するにあたって専断的決定 (arbitrary decisions) を行うことは許されるべきではない。経営者は誰かに対して責任を負っている (accountable) と考えられねばならない。この責任 (responsibility) を利害関係者の多数の集団に分散させることは、実際上は、経営者が誰に対しても責任を負わないことを意味する。」(225 頁)

3) 「株主は、残余請求権者 (residual claimants) である。株主は残余利益 (residual gain) を受取り、そして株式会社企業に付随する残余リスク (residual risk) を負担するものであり、……そしてそれゆえに株主は、監視に対する最善の誘因をもつ。」(227 頁)

以上の三つの根拠のうち、第1の「株主は所有者である」という主張に対するブレアの反論を取り上げるならば、つぎのとおりである。「株主は株式会社を所有しているから、それゆえに株主は株式会社に対してコントロールを行使することができるべきだとする議論は、……単に循環論法 (circular logic) ⁽²²⁾ である。株主は株式を所有しているが、問題は、どのようなコントロール権が会社に対するその種の請求権に付随すべきかである。」(224 頁) ここでブレアは、財産の法的概念 (legal concept of property) の変更に関する Dow Votaw のつぎの主張に注目する。「財産は、財産の所有者がある事柄に関して保持している諸種の権利、——すなわち、保持し、使用し、処理し、他者を排除し、そして管理し、コントロールするという諸種の権利の束 (a bundle of rights) から構成されている。株式会社という概念 (the corporate concept) は、この諸権利の束を多く

「株主支配」と「従業員支配」

の断片に分解する。株主は、財産の使用の果実のいくらかを受取る権利、会社財産に関する断片的残余権、および非常に限られたコントロール権を得る。財産を保有し、使用し、そしてコントロールする諸権利は、株式会社の経営者のところへ移る。」(224頁) プレアによれば、「財産権がこのような仕方分解されてしまっている時に、『所有者』として単一の当事者を確認しようとする試みは、有意味でも、有用でもない。」(224頁)

第2の経営者の責任を強調する根拠に対しては、プレアはつぎのように反論している。「経営者は、自分自身のものではない資産を管理しているがゆえに、そして彼らは彼らの決定の費用のすべてを個人として負担するものではないがゆえに、まさにそのことのゆえに責任を負わされているとみなされるべきである。しかしこの議論は、経営者の目標は株価を極大化することであるべきであるということを、当然のこととするのには失敗している。またそれは、そのことのゆえに、株主に必然的により大きなコントロール権が与えられるべきであるということを、当然のこととするのにもまた失敗している。」(227頁)

これに対して「株主のみが残余請求権者である」とする第3の議論に対するプレアの反論は、つぎのとおりである。「株主は、ずっと以前から有限責任 (limited liability) を認められたが、このことは、もちろんのこととして、残余リスクのいくらかを、債権者 (creditors) およびその他の者に転嫁させることとなった。さらに、株主が負担するリスクは、バランスのとれたポートフォリオの一部として株式を保有することによって、大幅に多様化されて分散化されうるものとなっている。最後に、株主は一般的に彼らの株式を売る無制限の権利をもつのであるが、このことは、株主が、恐らくは会社の中の他の利害関係者のいずれよりも、会社の業績に不満をおぼえる場合には、『退出』するという選択肢をより多くもっていることを意味する。このようにして、株主が残余リスクのすべてを負担す

るという考え方は、その文面に関して疑わしいように見える。」(229頁)

「株主のみが残余リスクの負担者である」とする議論に対するブレアの批判は、以上につきるものではない。ブレアは、さらにこの議論がその妥当性を主張するためにその基礎においている仮定にまで立ち入って、その仮定の誤りを指摘する形で、批判を行っている。すなわち、「株主が残余利益のすべてを受取り、また残余リスクのすべてを負担するという主張が厳密に真なるものであるためには、株式会社企業へ(資本以外の)他のすべての資源を供給している人々は、『完全な契約』(“complete” contracts) (つまり、あらゆる状況の中で起こりうるすべてのことを正確に明細に規定している契約) という手段によって補償されていなければならないであろう。しかもこれらの契約は、他の資源の提供者を、(彼らが負担している明白でかつ予測可能なリスクに対する補償を含めて、) その社会的機会費用でもって補償しなければならないであろう。」(230頁) ところが、この条件は、株主以外の会社関係者が会社に提供する資源が、「会社特殊的投资」の性格をもつようになるにしたがって、満されることができなくなってくる。すなわち株主以外の会社関係者の会社に対する「会社特殊的投资」という性格をもつ貢献を、事前に「契約」を通じて、しかも機会費用という市場価格で補償することは、できなくなる。このことは、「株主のみが、残余リスクを負担する」のではなくて、株主以外の会社関係者も、まさに「利害関係者」として、残余リスクを負担するものであることを意味する。

ところで、「株主が残余請求権であるという仮定が、株主がコントロールをもつべきだということを主張する人々にとっていかに重要なものであるか、その理由を知ることは、容易である。というのは、もしも残余利益と残余リスクに他の利害関係者が関与していることが示されうる場合には、

「株主支配」と「従業員支配」

株式会社に対する何らかのコントロールを行使できることに関する利害関係者の関心は、重要性をもって正当化されることになるからである。」(231頁) なお、ここでわれわれが見落すことができないのは、「残余リスクの負担者に、コントロール権が与えられねばならない」というファイナンス・モデル論者の『論理』(logic) 自体は、これをブレア自身も堅持すべきものと考えていることである。ブレアが批判しているのは、この『論理』自体ではなくて、「株主のみが、残余リスクの負担者である」とするファイナンス・モデル論者の『結論』のみである。ブレアは、「残余リスクの負担者は、株主のみである」とするファイナンス・モデル論の『結論』を否定して、新しい『結論』として「利害関係者も、また残余リスクの負担者である」という結論を提示しているのである。そしてもしこの新しい結論が承認される場合には、「残余リスクの負担者に、コントロール権が与えられねばならない」とする同一の『論理』にしたがって、利害関係者にもコントロール権が与えられねばなくなるのである。しかも、残余リスクの負担者を、「所有者」として定義するならば、「利害関係者」も「所有者」としてよばれることとなるのである。⁽²³⁾

- (1) Cf. Blair, *Ownership and Control*, p. 15 & pp. 227-229.
- (2) Cf. Blair, *Ownership and Control*, p. 230.
- (3) Cf. Blair, *Ownership and Control*, p. 15.
- (4) Cf. Blair, *Ownership and Control*, p. 232 & pp. 235-236.
- (5) Cf. Blair, *Ownership and Control*, pp. 56-61.
- (6) Cf. Blair, *Ownership and Control*, pp. 77-83.
- (7) Cf. Blair, *Ownership and Control*, pp. 145-147.
- (8) Cf. Blair, *Ownership and Control*, p. 15, p. 115 & p. 142.
- (9) Cf. Blair, *Ownership and Control*, p. 326.
- (10) Cf. Blair, *Ownership and Control*, pp. 282-286.

- (11) Cf. Blair, *Ownership and Control*, chap. 5.
- (12) Cf. Blair, *Ownership and Control*, p. 123.
- (13) Cf. Blair, *Ownership and Control*, pp. 128-131.
- (14) Cf. Blair, *Ownership and Control*, p. 128.
- (15) Cf. Blair, *Ownership and Control*, pp. 131-134.
- (16) Cf. Blair, *Ownership and Control*, p. 137.
- (17) Cf. Blair, *Ownership and Control*, p. 140.
- (18) Cf. Blair, *Ownership and Control*, chap. 4.
- (19) Cf. Blair, *Ownership and Control*, pp. 282-286.
- (20) Cf. Blair, *Ownership and Control*, chap. 5.
- (21) Cf. Blair, *Ownership and Control*, pp. 223-234.
- (22) Cf. Blair, *Ownership and Control*, p. 27.
- (23) Cf. Blair, *Ownership and Control*, p. 15, p. 232 & p. 237.

4 「従業員支配」の企業統治論

ファイナンス・モデル論と市場近視眼論とが、株主のための富の創造が社会全体の富の創造をもたらすとするのに対して、第3の議論は、ブレアによれば、「株主のために最大の富を創出する企業政策は、最大の全体的・社会的富を創出する政策ではないのではないか」(13頁)、「株主の利益が時として、重要な社会的目標と相反することがあるのではないか」(13頁)という疑念と、「会社は、株主のための価値を極大化することを超えた社会的目的をもつものである」(13頁)、「株式会社はただたんに株主に収益を提供するために存在するものではない。そうではなくて、株式会社はより大きな社会的目的に奉仕しなければならない。」(203頁)という前提から出発している。この第3の議論には、ブレアによれば、二つの亜種がある。その一つは、「株式会社は、『社会的責任を負う制度』(“socially responsible” institutions) であるべきであり、公共の利益のため

に経営されるべきである」(203頁)とするものである。この考え方は、1960年代、70年代、そして80年代の初期に、消費者擁護家 (consumer advocates)、環境擁護論者 (environmentalists)、および社会活動家 (social activists) の間で人気を博し、そして1980年代には、乗っ取り禁止政策、あるいは会社に乗っ取り防衛手段を与える政策を支持する論拠として使われた。しかしながらこの考え方は、こうした政策に強力な理論的裏づけを与えるものではなかったし、また会社の資源を、競合関係にある社会的に有益な用途に使用するにあたって、経営者および取締役が優先順位をつけたり、決定するのを助ける、明白な指針を与えることに失敗し、かつまた社会的責任に即応した行動を会社に義務づける明白な強制機構を用意しなかった。こうした欠陥の結果として、この考え方を依然として信奉する人々は、ごくわずかとなっている。⁽¹⁾

これに対して、こうした第1の考え方に含まれている欠陥を是正し、かつ株式会社の目的として、株主利益の極大化ではなくて、「社会のための富の創造」(to create wealth for society)を措定し、この目的の実現に貢献する企業統治構造について提唱しようとするものが、第2のもので、しかもこれは、「富極大化モデル」という名称のもとに、ブレア自身が提唱しているものである。⁽²⁾そこで本節においては、このブレアの「富極大化モデル」論を取り上げて、その特徴を明らかにしていくこととする。なおその際、本節の題目を、「従業員支配」の企業統治論とする理由は、ブレアの富極大化モデル論が、利害関係者とくに従業員の「会社特殊的熟練」(firm-specific skill)が企業による社会的富の創造に対してはたしている役割に注目し、この従業員にコントロール権をあたえるような企業統治機構の確立の必要性を、強調しているからである。

ところで、ブレアの「富極大化モデル」論は、まず第1に、株式会社を「富創造機構」(wealth-creating machines)として認識し、ついで第2

に、企業による富の創造に、「利害関係者」、とくに「従業員」の会社特殊の投資が大きな役割をはたしていること、しかもその際、会社特殊の投資を行っている人々は、同時に残余リスクを負担していることを指摘し、このことに依拠してさらに第3に、利害関係者ととくに従業員による会社特殊の投資を促進させることのできる企業統治機構の確立する必要性とそのための方針について論じている。以下順を追って考察していくこととする。

(1) 「富創造機構」としての株式会社

ブレアによれば、企業統治についての指導的思索家 (the leading thinkers about corporate governance) の間で、「株式会社は、社会のための富を創造するために存在する」(203頁) という新しい見解が現われはじめている。そしてこの見解によれば、「企業の統治機構の目的と会社取締役の責任とは、会社が富の創造を極大にしているかどうかを監視することである。」(204頁) 企業統治の適正な目的についてのこうした新しい構想について法的基礎を提供するものとして、ブレアは、1983年にペンシルバニア州で制定された「会社関係者法」(corporate constituency law) を挙げている。というのは、この法は、取締役が行動する際の基準である「株式会社の利益」(the interest of the corporation) として「全体としての企業の富生産能力の極大化」(maximizing the wealth-producing potential of the enterprise as a whole) を想定していると解されるからである。⁽³⁾

ところでブレアの富極大化モデル論においては、企業による富の創造は、どのような方法によって行われるものと解されているのであろうか。この点についてのブレアの見解を示すならば、つぎのとおりである。

「一般に、企業は三通りの方法で富を創出することができる。第1に、顧客が製品とサービスに対して支払うよりも顧客にとってより価値のある

「株主支配」と「従業員支配」

製品とサービスを、企業は提供することができる。顧客は、こうした活動の便益 (benefits) を『消費者余剰』(consumer surplus) という形態で獲得する。第2に、企業は、労働者に対して、他の利用可能な雇用におけるよりも、彼らの現在の職務における方がより生産的であるような機会を提供することができる。従業員 (employee) が他の所で稼ぐことができるよりもより高い所得 (higher incomes) を稼ぐ程度にしたがって、そうした会社の従業員は、企業によって創造された富のいくらかを獲得する。第3に、企業は、その投資家に対して、彼らが他の代替的活動に投資することによって得ることができるよりも、より大きい利潤の流れ (a flow of profits) を提供することができる。もしも消費者、従業員、および資本供給者によって獲得された富 (すなわち、消費者余剰、労働余剰、および資本余剰の総額) が、企業を取り巻く地域社会、あるいは企業の直接的参加者ではない人々に負わせられるどのような外部費用 (external cost) (例えば大気汚染) をも超えるならば、企業は富を創造しているのである。」(240頁—241頁)

これを要するに、消費者に対しては、他の代替的な製品やサービスよりも、より価値のある製品やサービスを提供し、また労働者に対しては、他の代替的雇用におけるよりもより生産的に労働できる職務を提供し、そして投資家に対しては他の代替的な投資機会に投資するよりも収益の大きい投資機会を提供することによって、株式会社は社会にとっての富を創造することとなるのである。このことは、企業に対して、機会費用 (opportunity cost)⁽⁴⁾ を上回まわる収益部分としてのレント (rents) を会社参加者が獲得できることを要求することとなる。すなわち「他の代替的用途に利用されるよりも、より高い収益を提供するような仕方では、(企業が) 資産を使用することが、富の創造を極大化するのである。」(241頁注5) ここでブレアが強調しているのは、「会社が新しい富を創造するような仕方では

レントを獲得するためには、会社は、資源が他の用途において作り出すよりも、より高い価値をつくり出すような仕方、資源を利用しなければならない」(243頁) ことである。

なおブレアは、企業による富の創造に関してつぎのようにも述べている。「会社は、また、つぎの二つの条件のうちの一つを満たすならば、新しい富を創造し、獲得することによってレントを稼ぐことができる。すなわち会社は、競争があっても価格が長期平均生産費 (the long-run average cost of production) にまではさがることのないような、特異なもしくは特殊化された製品を提供しなければならないか、あるいは、会社は、競争者が使用するよりもより少ない労働もしくは原材料で製品もしくはサービスを提供するか、あるいは、それらを顧客により便利な方法で配達することを会社に可能にさせるような技術上の優位もしくは組織上の優位をもっていなければならない、というのがそれである。もしも会社がこうした方法で創造された富を獲得するならば、その富は、より高い利潤、従業員にとってのより高い賃金、あるいはその二つの何らかの組み合わせとして発現をみることとなる。」(242頁)

このようにしてブレアは株式会社を「富創造機構」として把握するのであるが、このことは、企業が成功したか否か、どの程度に成功したかの指標として、「全体としての企業による富の創造」が設定されねばならないこと、したがってまた取締役および経営者の行動目標として、「全体としての企業による富の創造という目標」が把握されなければならないことを意味する。このことは、さらに、「取締役と経営者が彼らの会社が従事している事業を検討して、富創造の真の源泉を確認しなければならない」(325頁) ことを意味する。ブレア自身は、富創造の真の源泉として、「会社関係者」(corporate constituency) とくに従業員による「会社特殊的投資」(firm-specific investment) に注目する。しかもこの「会社特殊的

投資」とくに従業員の「会社特殊的熟練」(firm-specific skill)の存在は、ブレアによれば、「株式所有とコントロールの分離」が提起した株主と経営者との関係をめぐる企業統治問題とは、異なる新しい企業統治問題を惹起するものである。そこで項を改めて、従業員の会社特殊的熟練と企業統治の関係に関するブレアの見解を取り上げることとする。

(2) 「会社特殊的熟練」と企業統治制度

専用機械 (special-purpose or product-specific machines) と半熟練工 (semi-skilled workers) とを使用して標準化された製品 (standardized goods) を生産するものとして定義される「大量生産に基礎を置く経済」(economies based on mass production) から、弾力的で汎用目的の機械もしくは構成部品 (flexible and general purpose machines or components) を使用して、個々の顧客の個別的必要に、時機的にも、内容の面でも即応したあつらえの製品もしくはサービスが提供される経済へと経済環境が変化するにともなって、「この種の環境においては、富の創造にとって不可欠で、そして特定の企業に高度に特殊化される必要がある投入資源 (input) は、物的資本 (physical capital) というよりむしろ人的資本 (human capital) ——組織的能力と経営者と従業員の創造的才能と熟練——に次第になる。」(272頁) しかもこの「会社特殊的人的資本」(firm-specific human capital) は、競争者が模倣することが困難な⁽⁵⁾ものでなければならない。

当初株式投資の基礎をなしていた物的資本である「機械」は、その当初は「会社特殊的」な性格をもっていたとしても、やがて模倣され、どの企業も採用可能なものとなり、それを作る熟練をも含めて、「一般的熟練」(generic skill)、「一般的資源」(generic input)の性格をもち、十分に確定された市場価値をもつものとなっている。したがって、「企業をして、

新しい富の創造と獲得とを可能にさせる特殊な投入資源は、新しい機械ではなくて、かえって組織能力 (organizational capabilities), 手続 (procedures), 手順 (routines), および従業員の熟練 (the skills of the employees) である。」(261 頁) しかもこの場合に、「もしもより良いサービスを提供する能力が、労働者が相互にやり取りする特殊な仕方から派生しているとするならば、それらの組織的熟練 (organizational skills) は、定義上、会社特長的 (firm-specific) である。いかなる個人労働者も、他の別の会社の職務へ、それらの組織的熟練をもって移ることはできない。」(261 頁, 注 31)

「1990年代においては、……多くの現代の会社の富創出能力 (the wealth-generating capacity) のほとんどは、従業員の熟練と知識 (the skills and knowledge of the employees) およびこれらの熟練を顧客と依頼人 (customers and clients) のために役立つようにする、全体としての組織の能力にその基礎を置いている。製造会社にとってさえ、物理的な工場や設備が資産のうちで占める割合は、急激に減少しつつあり、これに対して増大しつつある部分を構成しているのは、特許権、ブランドの社会的名声、サービス能力、および次世代製品を革新し、タイムリーに市場に出す能力といった無形のもの (intangibles) である。」(233 頁—234 頁)

これを要するに、企業による富の創造の源泉をなすものは、他の企業の模倣のむずかしい従業員の「会社特長的熟練」ないし「会社特長的的人資本への投資」(investments in firm-specific human capital) なのであるが、ブレアによれば、さらに「他の投入資源の供給者、あるいは顧客による関係特長的投資」(relationship-specific investments by suppliers of other inputs or by customers) も富の創造の源泉をなすものである。というのは、これによって、他の企業が模倣することがむずかしい製品革新と工程革新が可能となるからである。⁽⁶⁾

「株主支配」と「従業員支配」

ところで、ブレアによれば、「重要な要点は、会社特殊的投資が、株式会社におけるリスク、報酬、およびコントロールの配分に関する標準モデルが明白には認識してはいないか、あるいは取り組んではいない企業統治問題を創造することである。……古いモデル——そこでは株主が会社特殊的投資をしている唯一の当事者であると仮定されているのであるが——に依拠する政策論議は、株式会社企業の他の参加者が会社特殊的投資、とくに人的資本への会社特殊的投資をしようとする誘因（incentives）をある種の企業統治の取り決めが変更できるその方法に対して鋭敏ではありそうもない。」（262頁—263頁）

それでは、何故に、会社特殊的投資、とくに人的資本への会社特殊的投資は、新しい企業統治問題を創造することになるのだろうか。この疑問に対してブレア自身が与えた解答は、つぎのとおりである。「そのような投資は、従業員が他の代替的雇用におけるよりもより生産的であり、したがってまたレントを創出することをそれが可能とするその程度に応じて、富を創造する。しかしながら、その投資は会社特殊的であるので、これらの投資に付随するレントおよびリスクを配分する方法を決定するのに競争市場（competitive markets）は何の役にも立たない。その投資は、会社、従業員、あるいは両方にとって高価なものであるので、統治制度は、それがそのような投資を促進しようとするならば、投資をする人々に、彼らが創出されたレントの分け前にあずかることによって補償されており、かつ会社の他の参加者による横領からそのレントをまもることができることを保証する何らかの機構を提供しなければならない。」（267頁）これを要するに「会社特殊的投資が企業統治問題を創造する」とブレアが主張する意味は、結局、会社による富の創造において、きわめて重要な役割を担う「会社特殊的人的資本への投資」が、それを促進することのできる、新しい企業統治機構を要請するようになることである。このことは、また、企

業統治に関する取り決めが、新しい富を会社が創造する能力に影響を及ぼすことを意味する。しかもそれは、株主に加えて、利害関係者のリスク、報酬、特権、および権利 (claims)、したがってまたこれらの他の利害関係者⁽⁷⁾にとっての誘因と動機づけに作用を及ぼすことを通じて、である。ここで今一度確認されるべきは、企業統治制度に関するブレアのつぎのような概念規定である。

「企業統治制度は、これを広く定義するならば、つぎの事柄について決定する基本原則を設定するものである。すなわち誰がどのようなコントロール権をどのような状況のもとでもつのか、誰が創造された富のうちどれだけの分け前を受取るのか、および誰がどのような付随リスクを負担するのか、といった問題がそれである。企業統治制度は、このようにして、どのようにして優先順位が設定されるか、組織能力の形成に資源を使用するにあたって、どのように決定がなされるか、およびどのようにして経営者と従業員が評価されて報酬を支払われるか、といった問題を決定するのに役立つこととなる。人的資本が決定的に重要である産業と会社においては、これらの諸要因が富創造的行動 (wealth-creating behavior) に実質的に影響を及ぼすことになる。例えば、革新したり、あるいはコストを削減する活動によって創造された富の分配に会社の従業員があずかることができること——富が企業の他の参加者によって彼らから奪取されないであろうこと——について、もしも会社の従業員が確信をもつならば、そして経営者が従業員の発言に耳を傾けて、彼らの考えの実現のために資源を振り向けてくれることを、もしも従業員が信ずるならば、革新したり、あるいはコストを削減する新しい方法を見つけることに動機づけられる強い傾向を、会社の従業員はもつものなのである。」(273 頁)

これを要するに、多様な「会社参加者」、とくに従業員の会社特殊的投資を動機づけて、促進させるような企業統治制度を構築していくことが解

「株主支配」と「従業員支配」

決されるべき「企業統治問題」としてブレアによって把握されているものである。

ところでこうした「企業統治問題」の解決にあたって、今一つ前提におかれねばならないのは、「会社特殊的投資」を担う会社参加者、とくに従業員が、結局、残余リスクを負担すること、したがってこのかぎりにおいて「所有者」(owner)として認識されねばならないことである。このことはまた、「所有者」としての従業員、あるいは会社参加者に、コントロール権をみとめるような企業統治制度が構想されねばならないことを意味する。

この場合に、会社特殊的熟練をもつ従業員が残余リスクを負担するとブレアが考える根拠を示すとすれば、(1) 従業員の会社特殊的熟練は、市場でその有用性が認められ、したがって一般的に取引され、したがってまた市場価格の成立した「一般的熟練」(generic skill)ではないので、他の企業に買いとってもらうことができない、(2) かりに他の企業に買いとってもらえたとしても、従来の企業において受取っていた賃金よりも安くならざるをえない、(3) 従業員の熟練が「一般的熟練」と「会社特殊的熟練」とから構成されているとして、この「会社特殊的熟練」の部分について、これを企業業績のいかににかかわらず事前に「契約」という手段を用いて、それに対する報酬を約束することができない、(4) かりに従業員に高い賃金を支払うことが約束されていたとしても、約束された、より高い賃金は、実際には固定したものではなく、企業の業績に依存したものである、(5) さらに、もしも約束した、より高い賃金を支払うことが株主にとって損失を意味する場合には、賃金の支払いは放棄され、事業の断念の道すら選択されることとなる、からである⁽⁸⁾。このようにして、従業員をリスクから隔離しておくことは、ついにできないこととなるとするならば、

できることは、従業員を明白に「残余リスクの負担者」(residual risk bearers)として把握して、したがってまた「所有者」として認識して、コントロール権と残余利益への参加権とを与えること、これである。⁽⁹⁾

ここで「所有者」として従業員を認識する必要性について、ブレアの説くところを示すならば、つぎのとおりである。

「決定的に重要な資源が従業員という形で表現され、そして会社の境界が急速に移行しているところでは、疎遠でかつ無関与の株主 (remote and uninvolved shareholders) を株式会社の所有者としてみなす伝統的な考え方は、これらの制度がいかに統治されるべきかに関する思考の基礎としては、本来、不適切である。Prahalad と Hamel のモデルに適合する会社 (すなわち、従業員が所有している知識が会社の主要な資源で、かつ競争優位の主要な源泉である会社——村田) においては、重要な資源を体現する従業員が、それらの資源の使用に関する重要でかつ奪うことができないコントロール権 (important and inalienable control rights) をもっている。このような場合には、それらの従業員は、それらの資源の使用の仕方について能率的な決定をするように奨励されなければならない。それを達成する一つの方法は、収益に対する十分な請求権 (claims on the returns) とそれらの資源の使用に付随するリスクに対する責任とを従業員に与えること——換言すれば、従業員に所有権と所有責任 (ownership rights and responsibilities) を与えることである。もしもこのことが十全になされるならば、株式会社における『能力の担い手』(competence carriers) は、少くとも株主と同一程度に、十分に所有者であるように思われるであろう。」(292 頁)

またブレアは、「所有者」としての従業員について、つぎのようにも述べている。「人的資本への投資は、技術集約的もしくはサービス志向的企業 (technology-intensive or service-oriented enterprises) において重

「株主支配」と「従業員支配」

要となる傾向がはなはだ強い。これらの企業においては、付加価値 (value added) のほとんどは、革新 (innovation)、あつらえ製品 (product customization)、あるいは特殊サービス (specialized services) から生じている。この種の企業が経済活動のますます増大する部分を占めており、そしてアメリカ経済の長期的な生産性と繁栄にとって致命的重要性をもっている。こうした企業においては、その熟練が特定の会社に特殊化されている従業員は、不可避免的に、その企業とかがわる何らかのリスクを負担することとなる。そしてこの事実が、株主によって保有されている『利害関係』(stake) と全く同一の仕方でリスクにさらされているところの、会社への『利害関係』(stake) を従業員に与えることとなる。

そこで、高度に特殊化された熟練が重要である会社においては、従業員は、会社の資源が能率的に使用されているかどうかを監視することに対して、株主と同じように高度に動機づけられることとなる。さらにそのような企業の従業員は、多くの重要な決定に対する実質上のコントロール (de facto control) を行使しており、そして事業についての従業員の内部的知識 (inside knowledge of the business) と事業の成功に対する従業員の利害関係 (stake) とのゆえに、疎遠で匿名の株主 (distant and anonymous shareholders) よりも、経営者の監視者 (monitors of management) として行動するにはるかにより良い状況におかれているといえる。

これらのすべてのことは、多様な株式会社に対して、従業員（そして時々他の主要な利害関係者）が、株主と全く同程度に、否、恐らくはそれ以上に、株式会社の所有者であると主張する権利 (claim to being owners of the corporation) をもっていることを意味している。」(238 頁—239 頁)

以上において、われわれは、(1)「よき企業統治の目標は、たんに株主のための価値を極大にすることであるよりはむしろ、全体としての株式会社の富創造能力 (wealth-creating potential) を極大にすることであるべきである」(275 頁) とブレアが考えていること、そして (2) この目標を達成するためには、「利害関係者」(stakeholder) を、「企業に資源を貢献し、そして結果として、企業に高度に特殊化された、リスクのある投資を行っているすべての当事者 (239 頁)」(all parties who have contributed inputs to the enterprise and who, as a result, have at risk investments that are highly specialized to the enterprise), したがってまた「不可避免的に会社の残余リスクを共に負担する」(239 頁) 当事者として定義した上で、これらの利害関係者、とくに従業員に、「所有者としての権利と義務 (240 頁)」(rights and obligations as owners) を与えるような企業統治制度が導入されねばならないとブレアが考えていることを明らかにした。

それでは、より具体的に、どのような企業統治制度をブレアは構想しているのだろうか。以下、項を改めて、この問題を取り上げていくこととする。

(3) 従業員支配の企業統治制度

企業特殊的投資を促進させ、社会全体のための富の創造に寄与しうる企業統治の具体的制度として、ブレアによってとくに提示されているものは、一つは利害関係者代表取締役制度、とくに従業員代表取締役制度であり、他の一つは従業員持株制度である。まず利害関係者代表取締役制度に関するブレアの提案から取り上げることとする。

「取締役会は、それが会社のすべての重要な利害関係者——すなわち、物的資本もしくは人的資本へ投資することに付随するリスクを負担するす

「株主支配」と「従業員支配」

べての人々の代表機関であることを理解しなければならない。かくして、明白に重要な利害関係者を代表する個人は、利害関係者の利害が考慮に入れられていることに対する確信を利害関係者に与えるために、取締役会に送りこまれるべきである。株主権擁護者 (shareholder rights advocates) は、株主以外のすべての利害関係者を取締役が代表すべきであるとする考え方に反対するが、その反対の理由は、彼らの論ずるところによれば、そうした『会社関係者代表』取締役 (“constituency” directors) は、利害の衝突によって汚染されることである。しかしながら、企業の中に関係特殊的投資 (relationship-specific investments) が存在するかぎり、利害の衝突を避ける方法はない。株主代表も、従業員代表とまったく同様に、利害の衝突に直面する——すなわち彼らは、全体的富の創造を犠牲にしてまでも、株式価値を極大にすることを擁護する。

会社関係者代表取締役に対する真の反対理由は、この実践が、取締役会において、協力的雰囲気よりも、むしろ敵対的雰囲気を助長する傾向があることである。しかしながら、会社特殊的投資を行った会社参加者のすべてが、もしもその会社特殊的投資に比例した、株式上の利害関係 (an equity stake) が会社にあるとするならば、衝突は緩和されるであろう。このようにして、利害関係者のすべてが、同時に株主でもあり、そしてすべての人が株式価値を極大にすることに関心をもつことになる。これらの株主兼利害関係者は、しかしながら、取締役の選出過程への関与 (access to the nominating process) が認められなければならない。というのは、このようにして、はじめて、彼らは、自己の全体的利益を最もよく代表すると感じる取締役会を集团的に選出することができるからである。」(326頁)

この会社関係者代表取締役制度に関するブレアの提言には、その基礎に
つぎのようなブレアの基本認識が存在する。その一つは、株式会社におけ

る経営者の監視機関は、取締役会をおいて他にはないとするものである。他の一つは、取締役が経営者に対する監視機能を果すためには、事業について熟知し、必要な時間と労力を傾注しようとする意欲をもっており、そして監視に対する適切な動機をもっていることが大前提として必要である⁽¹⁰⁾ということである。利害関係者とくに従業員は、ブレアによれば、こうした条件を満たすものなのである。さらに「取締役は、企業の長期的成功に主要な個人的利害関係 (personal stake) をもっているべきである。例えば、取締役は、何らかの相当量の当該会社の株式を保有するように要請されるべきであり、売却について制限のある株式、あるいは少なくとも長期間の後に効力をもつ株式買入れ選択権 (stock options) でもって報酬を支払われるべきであり、その職業上の名声がより強く特定の会社の繁栄に結びつけられるように、ごく少数の取締役会の構成員となることが許されるべきである。取締役会は、また、彼らの会社の業績についての独立した情報を彼らが収集したり、評価するのを援助する外部のコンサルタントを雇うことができるべきである。」(326頁—327頁)

以上の会社関係者代表取締役制度、なかんずく従業員代表取締役制度と並んで、ブレアは、従業員所有制度 (employee ownership)、とくに「従業員持株制度」(employee stock ownership plans) の導入の必要性を強調する。

「会社特殊的熟練を獲得している従業員は、明らかに、それらの熟練に対する収益を極大にすることに関心をもっている。しかしながら、全体的富の極大化という目標は、もしも従業員が、ただたんに彼らの自身の職務の永続性だけではなくて、全体としての企業の成功に焦点をあわせるならば、よりよく達成される。これらの二つの目標の間の潜在的な衝突を減少させる一つの重要な方法は、従業員の会社特殊的投資に報いるに普通株の

分配でもってすることであろう。……

理想的には、すべての従業員は、彼らの『一般的な人的資本』(generic human capital) に対する収益を代表する基本給 (a base wage or salary) を支払われるべきである。この水準の報酬は実質的にリスクを伴うものではない。というのは、仮定上、従業員は、その特殊な組み合わせの熟練をもって、他の多数の職場へ移動し、そしてそこで同額の賃金を支払われることができるからである。その上で、会社特殊の熟練に対する彼らの投資にかかわる報酬として、当該株式会社の株式の一定量が分け与えられるべきである。明らかに、そうした投資の価値を正確に測定する方法はないが、しかし、制限付き株式 (たとえば5年間の保有義務のついた株式——村田) の形態での支払いが次第に増大していく方向で報酬パターンが変化していくだけの余地があることは確かである。固定的な賃金ないし給付と、株式の分け前との割合が、一般的人的資本と会社特殊の人的資本との割合を正確に反映するようになるにしたがって、株主への収益 (shareholder return) を極大にすることは、全体的富の創造のためのよりよい代替物となるであろう。」(328頁—330頁) なお、従業員持株制度あるいは利潤分配制度において従業員のために保有されている株式については、完全なコントロール権が与えられるべきであり、従業員が大きい割合で株式をもっている会社においては、従業員所有者 (employee owner) は、取締役会構成員の選出過程への関与が⁽¹¹⁾みとめられねばならない。

ところで、従業員代表の取締役会への参加に関連させて、ブレアは、いくつかの労働法の修正をもとめている。「従業員の経営参加 (employee participation in management) を阻害する傾向のあるいくつかの成文的労働諸法は修正されるべきである。例えば、全国労働関係法 (The National Labor Relations Act) は、会社支援の従業者委員会と『雇用条

件』について使用者が協議することを違法としている。というのはそのような委員会は、違法な御用組合（company union）とみなされるからである。アメリカの労働法は、また、もしも労働者が採用、昇進、昇格機構、および昇給配分に関する決定をしたり、援助する場合には、労働者を管理者として定義している。しかし管理者の構成員は、労働組合の構成員であることを禁止されるのである。これらの法律の作用は、労働組合の構成員であり続けることを望む従業員は、重要な経営者の決定に参加できないことである。」(330頁)

以上が、ブレアの「従業員支配の企業統治論」の概要である。これを要するにブレアは株式会社を株主のための利益を極大にする機構として把えるのではなくて、社会全体のための富を極大にする「富創造機構」として把える。こうした株式会社観がコントロール権の配分についてファイナンス・モデルとは異なる思考を可能にさせているのである。この点について、ブレア自身つぎのように述べている。

「富極大化という社会的目的をもった、富創造機構として株式会社を捉える見方は、コントロール権がこの機構にどのように配分されるべきかに関する思考に対して明確な基礎を提供する。私の結論は、多くのファイナンス・モデルの提唱者のそれとは異なっているが、しかしながら、それは、価値創造の源泉と、今日の多くの株式会社におけるリスクの負担者と成果の享受者について、より一般的な仮定を私が設定していることによるものである。」(232頁)

(1) Cf. Blair, *Ownership and Control*, p. 203.

(2) Cf. Blair, *Ownership and Control*, p. 16.

(3) Cf. Blair, *Ownership and Control*, p. 219.

「株主支配」と「従業員支配」

- (4) Cf. Blair, *Ownership and Control*, pp. 92-93 & p. 338.
- (5) Cf. Blair, *Ownership and Control*, p. 290.
- (6) Cf. Blair, *Ownership and Control*, pp. 262-263.
- (7) Cf. Blair, *Ownership and Control*, p. 273.
- (8) Cf. Blair, *Ownership and Control*, pp. 238-239, p. 245 & p. 257.
- (9) Cf. Blair, *Ownership and Control*, p. 262.
- (10) Cf. Blair, *Ownership and Control*, p. 325.
- (11) Cf. Blair, *Ownership and Control*, p. 330.

5 プレアの所論の特質と問題点

本稿においてわれわれが設定した課題の一つは、「従業員支配」の確立を志向する企業統治論の理論的基礎を、プレアの所論を手がかりにして明らかにすることであった。さてこれまでの考察からわれわれが導き出しうることは、何よりもまず第1に、残余リスクの負担者 (bearer of residual risks) に、資源の能率的使用に関するコントロール権、残余利益に関する請求権、および資源の利用の仕方に関する監視 (monitoring) 機能を与えるような企業統治機構が存在する時に、資源の能率的利用は可能となり、社会全体のための富の創造が可能となるとする、仮定をプレアの所論は基礎に置いていることである。しかもこの場合に、残余リスクの負担者こそが「所有者」(owner) と考えられている。したがって、所有者にコントロール権を与える企業統治機構こそが、社会全体のための富を創造するために、確立されるべき目標となる。このことは、「所有者によるコントロール」、「所有者支配」の企業統治機構が理想像として設定されていることを意味する。このかぎりでは、プレアの「従業員支配の企業統治論」は、いわば「所有者支配」論であり、「株主支配の企業統治論」とは、変わるところはまったくない。すなわち同一の『論理』から両者とも出発

している。

ブレアの所論の理論的基礎に関して、第2に指摘されなければならないのは、画一化された大量の消費者需要にこたえる大量生産の経済においては、残余リスクの負担者として「株主」(shareholder)のみを理解することは許されるとしても、しかしながら「顧客」の個別的な需要にこたえることのできる「製品」と「生産工程」がもとめられている経済においては、こうした「製品」と「生産工程」の創造に貢献している「利害関係者」(stakeholder)、とくに「従業員」(employee)こそが、残余リスクの負担者となっているので、このような利害関係者、とくに従業員に資源の使用に関するコントロール権・残余利益に対する請求権、および資源の使用に対する監視機能が与えられねばならないと解されていることである。すなわち「所有者」の内容に関して、株主のみではなく株主と並んで、あるいは株主よりもむしろ「従業員」を理解した上で、「所有者」としての従業員に、しかも「所有者支配説」に立脚した上で、コントロール権を与えるべしというのが、ブレアの「従業員支配の企業統治論」なのである。

この第2の事柄と関連するのであるが、ブレアの所論の理論的基礎に関して、第3に、見落されてはならないのは、他の競争企業の模倣を阻止しうるような「会社特殊的熟練」を確保し、蓄積し、創造していくことができるか否かに、企業の富創造能力の極大化、さらには、それを介して一国の経済の富創造能力の極大化は依存しているという仮定の上に、この「会社特殊的熟練」への投資を促進する「企業統治機構」として、「従業員支配の企業統治機構」が措置されていることである。しかもその際、この「会社特殊的熟練」こそは、残余リスクの根源であり、残余利益を生み出す根源をなすものとされているのである。このことは、また、社会全体にとっての富創造の根源をなすものとして、従業員の「会社特殊的熟練」、したがってまた会社関係者の「会社特殊的投資」が理解されていることを

「株主支配」と「従業員支配」

意味する。既述のようにブレア自身は富創造の源泉として、(1) 他の代替的投資機会よりも有利な投資機会の投資家への提供、(2) 他の代替的製品・サービスよりも価値ある製品・サービスの消費者への提供、および(3) 他の代替的雇用機会よりも有利な雇用機会の労働者への提供を指摘しているのであるが、ここで特記されるべきは、これらの三つは、結局、消費者にとって価値ある製品・サービスをもたらす、しかも他企業の模倣を許さない、従業員の製品革新能力と工程革新能力に、依存していることである。しかも他の競争企業の模倣を許さない、従業員のこの革新能力こそは、まさに「会社特殊的熟練」をなしているのである。

ブレアの「従業員支配の企業統治論」がこうした基本的仮定の上に構築されていることにともなって、いくつかの特徴ある主張が展開されている。その第1点は、1980年代におけるアメリカ企業の国際競争上の劣位は、従業員を「所有者」として認識しない企業統治制度から生じたものであるのに対して、日本企業およびドイツ企業の国際競争上の優位は、これらの国の企業統治制度においては、従業員が「所有者」として現実には扱われているところに起因しているとする主張である。ブレアは日本の統治制度をカイシャ制度と名づけるとともに、「カイシャ制度は、相当な量のコントロールとリスクを従業員に配分し、そして従業員を、株式保有者と並んで、重要な所有者として取り扱っている。」(268頁)と述べている。第2点は、企業統治制度は結局のところ経営者を残余リスクの真の負担者が監視する仕組みとしてブレアにおいて把握されているのであるが、そしてその際監視の機関としては「取締役会」のみが考えられているのであるが、こうした「監視者」(monitor)としての取締役に関して、その企業の残余リスクを真に負担するものとしての「利害関係者」、なかんずく従業者の代表者を任命する必要性を強調し、いわゆる「社外取締役」および「機関投資

家」のむしろ不適切性を強調していることである。その際、「監視者」としての取締役の資格要件として、ブレアは、(1) 残余リスクを負担しており、したがって監視に対する強い誘因をもっていること、(2) 豊かな内部情報をもっていること、(3) 監視にさくことのできるだけの時間と労力をもっていること、そして(4) 何よりも特定の企業の繁栄に自己を託していることを挙げている。そしてこの要件を満たすものは結局、利害関係者、なかんずく「従業員」ということになるのである。ブレアの所論の第3の特徴は、具体的方策としてブレアは従業者代表取締役制度の導入を提唱しているが、そしてそのかぎりでは、ドイツの労資共同決定制度に通じる提案をしているのであるが、その必要性に関して、従業員の「基本的人権」ではなくて、むしろ従業員の会社特殊的熟練の活用による企業の競争能力を向上させる必要性、すなわち端的に「企業的重要性」が挙げられていることである。しかもその際、ブレアは取締役は必ず当該企業の株式を保有するべしと考えている。そして、その根拠としては、従業員代表取締役が、同時に株主でもあることにより、企業の成長を優先させる形で、取締役会における利害の調整が容易となることが考えられている。

ブレアの所論の第4の特質は、従業員持株制度に大きな比重が置かれていることである。それは、結局、従業員の保有する熟練には、「一般的熟練」と「会社特殊的熟練」との二種があるとした上で、このうち「一般的熟練」は「賃金」で支払い、これに対して「会社特殊的熟練」は「株式」で支払うという基本的見解に由来している。しかも従業員持株制度は、「終身雇用制」と比べて、固定的ではなく、企業業績に連動しており、かつ利害調整手段としてもすぐれており、なかんずく「企業全体の繁栄」を優先させる視点を生ぜしめると考えられている。さらに従業員持株制度は、かりに従業員が解雇されることになっても、それによる企業の再構築によって企業価値が高まるならば、解雇による不利益は、株価の上昇によって

補われるとも考えられている。

最後にブレアの所論の特質として特筆すべきは、「株主以外の他の利害関係者を残余リスクから隔離する取り決めに工夫することは、不可能ではないにしても、難しいので、これらの利害関係者に適正な決定とコントロールを配分する企業統治制度は、株主に過度のコントロールを割当てる企業統治制度よりも、富の創造を促進するというより良い仕事をする」(275頁—276頁)という強い確信のもとに、それが展開されていることである。

ただしその際、われわれが見落すことができないのは、株主に代って、従業員、および他の主要な利害関係者に議決権を与えたり、従来の株主の権限を剥奪することを、ブレアの所論が主張するものではないこと、これである⁽¹⁾。

これを要するに、残余リスクの負担者を所有者として、定義した上で、かかる意味での所有者にコントロール権を与える企業統治制度が、資源の能率的使用、したがって企業による富創造能力を極大にするという基本的仮定から出発するとともに、今日の企業における所有者として、株主ではなくて、むしろ従業員を理解し、この従業員にコントロール権をみとめる企業統治制度の確立の必要性を強調するところに、ブレアの所論の最大の特徴があるのである。ただし、こうした特徴をもつブレアの所論にも、われわれが見落すことのできない、いくつかの問題点が存在する。以下、こうした問題点について取り上げていくこととする。

ブレアの所論に含まれている問題点の第1は、従業員は、「残余リスクの負担者」であること、そのことをもって「所有者」として認識されてコントロール権を与えられて当然であるとするのが、ブレアの基本的主張であるにもかかわらず、より具体的には、「残余リスクの負担者」としての

資格において、取締役会の構成員になることができ、資源の利用の仕方に関する決定に参加することができ、かつ「残余利益」の分配にあずかることができるとするのが、ブレアの基本的主張であるにもかかわらず、具体的な政策に関するブレアの提言においては、常に「株式」の保有が欠かすことのできない条件として設定されていることである。すなわち、「従業員」としての資格ではなくて、同時に「株主」でもあるという資格において、はじめて従業員には、コントロール権がみとめられることになっている。その理由として、ブレアは、利害の調整の必要性、企業全体の繁栄を重視する必要性、および従業員の報酬が企業業績に連動している必要性を挙げているのであるが、政策次元における「株主」としての共通性の強調と、基本的主張の次元における「従業員」の所有者としての独自性の強調との間には、一貫性の欠如、論理的矛盾が存在している。「従業員」は、固有の「残余リスクの負担者」としての資格において、すなわちブレアの定義した「利害関係者」としての資格において、取締役会の構成員になる権利を与えられるべきであるとするのが、ブレアの主張であるとするならば、彼の政策提言は彼自身の主張と矛盾していることとなる。⁽²⁾

ブレアの所論に含まれる第2の問題点は、ブレアにしたがって、従業員の熟練のうち、「一般的熟練」(generic skill)については「賃金」で対応し、「会社特殊的熟練」(firm-specific skill)については「株式」で対応するとして、その際にはこの「会社特殊的熟練」の測定が前提として必要とされるのであるが、この測定方法の確定自体が今後の課題として残されていることである。この場合に従業員の「会社特殊的熟練」こそは、残余リスクの根源であり、かつ企業による富創造の根源であり、従業員にどのようなコントロール権が与えられるかは、富創造に対する従業員の貢献度に依存しているとするならば、この貢献度も従業員の「会社特殊的熟練」で評価される。とするならば、ますます従業員の「会社特殊的熟練」の測

「株主支配」と「従業員支配」

定方法が確立されておらねばならないこととなる。そのみではない。経営者の監視機関としての取締役会が、ブレアの主張するように「利害関係者」の代表によって構成される場合には、利害の間の優先順位をつける基準が必要となり、それも結局企業による富の創造に対する各「利害関係者」の貢献の程度であるということになるとするならば、各「利害関係者」の「会社特殊的投資」の重要度を測定することが必要となるのであるが、この測定方法それ自体は、いまだ用意されているわけではない。

ブレアの所論の第3の問題点は、「残余リスクの負担者」を「所有者」として認識し、負担される「残余リスク」に対応させて「コントロール権」を与えるべきとするのがブレアの主張なのであるが、この「コントロール権」の内容が必ずしも明らかではないことである。すなわち、それには、(1) 生産現場における資源の利用の仕方に関する決定権、(2) 製品および生産方法に関する決定権、(3) 資源の利用の結果として創造された富の分配方法に関する決定権、(4) 専門経営者の監視、および任免等、さまざまなものが含まれている。「コントロール」という概念そのものが、いろいろな意味をもって使用されており、その内容が特定されていないために、従業員に与えられるべき「権限・権利」と従業員が負担するべき「責任・義務」の中味が、必ずしも明らかになっているわけではない。

ブレアの所論の第4の問題点は、ブレア自身は「企業の社会的責任を基礎に公共の利益の見地に立った経営の必要性」を説く主張の理論的脆弱性を克服するために、「会社特殊的投資」の担い手として「利害関係者」を規定し直した上で、残余リスクを負担する「利害関係者」としての「会社関係者」を保護し、その「会社特殊的投資」を促進することのできる企業統治制度を「富極大化モデル」として提示したのであるが、もしもこのことが「会社法」における経営者の注意義務に関して、株主利益の極大化に加えて、株主以外の会社関係者の保護を含むものにする形で、その内容を

拡張することを要求しているとするならば、株主利益と株主以外の会社関係者の利益の保護の優先順位、さらに各種の会社関係者の相互の間において、保護されるべき利益の優先順位を決定する基本原則が明確に定められなければ、経営者による注意義務の遂行には、困難性と恣意性が生ずることとなってくることである。ここでわれわれは、経営者の注意義務を株主利益最大化原則の実現として把握する商法学者の落合誠一氏のつぎの主張を看過することはできない。「経営者は各会社関係者の利益をバランス良く考慮する注意義務があるとの法的ノルムは、株主利益最大化原則よりも基準としては甚だ不明確であるし、かかる不明確な会社法規範の採用は、いままで以上に経営者の裁量の幅を拡張し、その恣意を助長するから、適当でない。」⁽³⁾

ところで、株主以外の会社関係者の保護を、経営者の注意義務の中に加えなければならないとブレアが判断する場合に、その根拠をなしているのは、会社関係者による「会社特殊的投資」に伴うリスクを、事前に、『契約』を通じて完全に補償することはできないということなのであるが、しかしこのブレアの根拠づけに対しては、「たとえば会社関係者としての従業員関係を考えた場合に、契約による保護が不十分であったとき、たとえば労働立法による対応ではなく、なぜ会社法の経営者の注意義務による対応でなければならないか」という問題に関して、いまだ十分な説明がなされていないという批判が、落合誠一氏によってなされていることを、われわれは等閑視できない。⁽⁴⁾

ブレアの所論に含まれる第5の問題点は、「競争市場を有する資本主義経済が全体的富の創造のための社会の資源の能率的利用をもたらす」(19頁)とする見解、すなわち「市場の圧力」(market pressure)が、経営者による権力の乱用を抑制して、生産資源の最大能率的使用を促進するとする見解に対して、ブレアは、「組織の内的機能」(the internal function-

ing of the organizations) にまでは「市場の圧力」の作用は及ばないとして、「市場の圧力」の限界を指摘して、この限界の打破を「企業統治制度」にもとめているのであるが、特定の企業に対して資源を投入する⁽⁵⁾かしないか、あるいは特定の企業から退出するかしないかに関する「利害関係者」の決定が、常に「代替的機會」との比較を通じてなされるものであるとするならば、この「代替的機會」の存在こそが、ある一定の内容の「企業統治制度」の構築にきわめて大きな規定的力を及ぼすと考えられねばならないこととなる。換言すれば、ブレアは、経営者による権利の乱用に対する「抑制力」としての「市場圧力」の限界に注目し、この「抑制力」としての機能を、むしろ「企業統治制度」に期待しているのであるけれども、他方で、「企業統治制度」が経営者に対する抑制力として機能するか否かは、「市場圧力」の内容によって異なってくることも、見落されてはならない。

ブレアの所論に含まれる第6の問題点は、産業構造が安定している状態のもとでの「企業統治問題」と、産業構造の転換期のもとでの「企業統治問題」との関係についての考察が十分ではないことである。ブレアは、日本企業の統治制度においては、「会社特殊的投資」の担い手である「利害関係者」に対して株主と並んで「所有者」としての処遇がなされている点を長所として指摘するとともに、他方で、日本の企業統治制度の弱点として、「衰退産業」から「成長産業」への資源の円滑な移転が困難であることを指摘しているのであるが、そしてその理由の一つを大量の一時解雇を認めない硬直的な「終身雇用」(employment for life)に見出している⁽⁶⁾のであるが、顧客にとって価値ある製品およびサービスを創出できる「会社特殊的熟練」の内容に根本的な変更がもとめられる状況下で、これを可能にし、かつ促進する「企業統治制度」としては、どのような内容のものがよいのかについては、ブレアの所論は、いまだ具体的な提案がなされては

いない。もっとも彼女の提案する、従業員持株制度が、企業の再構築活動を円滑にすることについては、明言されている。しかしこれは、かりに従業員が解雇されたとしても、株主としての資格における補償が可能となるからであって、「会社特殊的熟練」の保有者の次元での話ではない。これまでの熟練とは全く異なる熟練の育成を促進することがもとめられる場合に、どのような「企業統治制度」が構想されればよいのであろうか。

ブレアの所論の第7の問題点としては、ブレアの企業統治論においては、結局、経営者は監視され、抑制される対象でしかないのであるが、この経営者こそが、あるいは経営者も、製品革新および工程革新を担う「会社特殊的熟練」の保有者であるとするならば、したがってまた、それに伴う「残余リスク」の負担者であるとするならば、「従業員」と同様に、あるいはそれ以上に「コントロール権」が与えられて当然ということになるのであるが、一体、経営者に与えられるべき「コントロール権」と経営者ではなくて、それから区別される従業員に与えられるべき「コントロール権」とは、何を基準にして区分すればよいのか、必ずしも明らかではないことである。

- (1) Cf. Blair, *Ownership and Control*, p. 239.
- (2) この点については、つぎを参照のこと。
井上健一（稿）、書評マーガレット・M. ブレア著『所有とコントロール』、日本労働研究雑誌、1997年5月号、第445号、56頁。
- (3) 落合誠一（稿）、企業法の目的——株主利益最大化原則の検討——、岩波講座『現代の法』第7巻「企業と法」、岩波書店、1998年3月、21頁—22頁。
- (4) 落合誠一（稿）、前掲書、22頁参照。
- (5) Cf. Blair, *Ownership and Control*, pp. 18-19.
- (6) Cf. Blair, *Ownership and Control*, pp. 268-269.

6 結

本稿の課題は、(1)「従業員支配」(employee dominance)の企業統治制度の必要性を説く主張の理論的基礎と、(2)「企業統治」(corporate governance)研究の特徴とを、ブレアの所論を手がかりとして明らかにすることであった。第1の課題については、前節においてその克服を試みたのであるが、企業による社会的富の創造の源泉として、従業員の「会社特殊的熟練」の重要性が強まれば強まるほど、従業員を「残余リスクの負担者」として、すなわち「所有者」として位置づけ、これに資源の利用の仕方、および資源の利用によって創造された富の配分の仕方に関するコントロール権を与える「企業統治制度」の確立が必要となるというのが、ブレアの所論から導き出される「従業員支配」論の理論的基礎である。しかもこうした視点から、日本企業とドイツ企業の統治制度をみるならば、そこにはアメリカ企業が学びとるべき事柄が含まれていることになる。逆に、今日の日本における企業統治の論議においては、「株主主権」のみが強調されているのであるが、従業員の「会社特殊的熟練」に対する配慮がなござりにされてはならないことを、ブレアの所論はわれわれに示している。

これに対して、「企業統治研究」の特徴としてブレアの所論から指摘されうることは、まず第1に、「市場近視眼論」の支持者は別とするならば、「ファイナンス・モデル」においても、「富極大化モデル」においても、経営者は、監視されるべき存在として位置づけられていることである。このことは、現実の企業の支配者としては、「経営者」が想定されていることを意味する。すなわち、企業支配 (corporate control) の現実形態としては、いわゆる「経営者支配」(management control) が想定されてい

る。現実の企業支配の形態として「経営者支配」を想定した上で、理想の支配形態として、「ファイナンス・モデル」論者は「株主支配」を、「富極大化モデル」論者は「利害関係者支配」、なかんずく「従業員支配」を設定しているのである。これに対して「市場近視眼論」者においては、短期的に変動する「株式市場」、したがってその背後にいる短期的視野の株主が、企業の現実の支配者として把握されており、そのかぎりで「短期的株主支配」が現実の支配形態として想定されている。その上で理想の支配形態としては、企業の長期的繁栄を志向する「長期的株主支配」が設定されている。

第2に指摘されるべきは、現実の支配形態と理想の支配形態についての見解は論者によって異なっているのであるが、現実の支配形態、したがってまた現実の企業統治制度が、資源の能率的使用による社会全体の富の創造能力の極大化という基準に照らして、問題点をかかえており、したがってこの基準によりかなうものに変更されねばならないという点に関しては、企業統治論者は見解を同じくしていることである。なかんずく1980年代および1990年代の初期におけるアメリカ企業の国際的企業間競争における劣勢が、企業統治研究の起点となっている。このかぎりで、「企業統治制度の在り方が、企業の富創造能力、さらには企業の競争力を左右する」という認識が、企業統治研究の基礎に共通に存在していることをわれわれは知りうる。このことは、企業の富創造能力を極大にする企業統治制度を探究することが、企業統治研究の課題として設定されていることを意味する。

その際、ブレアの企業統治論の特異なところは、従来の「所有と支配の分離」に加えて、新たに「会社特殊的投資」、とくに「会社特殊的熟練」が検討を要する新しい問題を惹起していることに対して、われわれの注意を喚起していることである。

(完)