



ID	JJF00203
----	----------

論文名	最近のコーポレート・ガバナンス論議に対する一つの疑問
	Corporate governance: One doubt about discussions on corporate governance in Japan
著者名	松村勝弘
	Katsuhiro Matsumura
ページ	2-14

雑誌名	経営財務研究
	Japan Journal of Finance
発行巻号	第22巻第1号
	Vol.22 / No. 1
発行年月	2002年6月
	Jun. 2002
発行者	日本経営財務研究学会
	Japan Finance Association
ISSN	2186-3792

最近のコーポレート・ガバナンス論議に対する一つの疑問

松村 勝弘
(立命館大学)

要 旨

近年のコーポレート・ガバナンス論は、負債の規律やメインバンクのモニタリング機能が低下したので、市場の規律によるべきだという論調のものが多い。そのような金融主導ではなく、会社主導であるべきではなかろうか。

キーワード：コーポレート・ガバナンス、負債の規律、メインバンク、機関投資家、ROE

1 コーポレート・ガバナンス論の沿革と類型

(1) 最近の日本におけるコーポレート・ガバナンス論の盛行

近年わが国でコーポレート・ガバナンスが盛んに論じられている。コーポレート・ガバナンス自体は、アメリカにおいて、1960年代および1970年代の企業批判の高まりを背景に連邦会社法制定論が登場するなど、会社の責任体制の確立をめざす動きが会社法上見られ論じられた⁽¹⁾。これは1994年のアメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」という形で結実した。ここに至る過程が日本でも商法学者を中心に紹介されてきた⁽²⁾。そこでは、社外取締役制度導入、取締役の注意義務、株主代表訴訟制度などが論じられている。これは経営者をしてその私益追求を防止し、企業の存続発展、そしてその社会的有用性の増進に注力させようとするものだといえる。

しかしここで、問題にするのは近年の日本で盛り上がったコーポレート・ガバナンス論である。ここに財務論で論ずべき内容が含まれていると考えるからである。表1は日本での盛り上がりの様子をあらわしている。すなわち、コーポレート・ガバナンスに関する日経4紙記事が何件掲載されたかを日経テレコンで調べたものである。見られるように、1991年に1件、以下92年4件、93年52件、94年33件、95年46件、96年66件、97年には急激に増えて412件、98年305件、99年260件、2000年305件、2001年394件となっている。件数が急増して最多の97年を四半期別に見ると、第1四半期20、第2四半期107、第3四半期177、第4四半期108となっている。ここからわかることは、わが国で一般的にコーポレート・ガバナンスが意識され始めたのは93年頃からであり、97年、とりわけ第2四半

(1) この間の経緯については、龍田 [1984] 参照。

(2) 証券取引法研究会国際部会 [1994]。また、これに至る試案段階のものについては、証券取引法研究会 [1984] [1988] [1991] に紹介されている。

表1 コーポレート・ガバナンス関連日経記事件数

年	件数	年	件数
1991年	1	第2四半期	107
1992年	4	第3四半期	177
1993年	52	第4四半期	108
1994年	33	1998年	305
1995年	46	1999年	260
1996年	66	2000年	305
1997年	412	2001年	394
第1四半期	20		

(注) 日経テレコンより作成。

期から急増しているということである。経済危機と連動している。

その中である種の典型的な論じ方を紹介しておこう。それは1994年2月8日付日経に「翔」というペンネームで掲載されたコラム「大機小機」欄である。そこでは次のように論じられている。少し長いが引用しておく。

「日本の市場に求められているのは欧米並みのROE（株主資本利益率）に基づく市場の規律と新たなコーポレート・ガバナンス（企業統治）の確立だったはずだ。企業統治という意味では社外監査役制度や株主代表訴訟等が導入され、一定の枠組みが出来つつあるが、それが市場の規律と結び付かなくては単に新聞の社会面をにぎわす程度のことになりかねない。

米国では市場の規律は株主が株を売るという形で守られ、その究極の姿として敵対的買収が横行した。行き過ぎの反省から90年代は公的年金を中心に株主権を行使し、リストラを迫ったり、経営者の首をすげ替えたりする形に変わった。日本はまだ売るという行為すら躊躇（ちゅうちょ）している段階だ。」

ここに、すなわちROEに基づく市場の規律という言葉の中に、現在の日本におけるコーポレート・ガバナンス論の一つの典型が見られる。実は、この流れをもたらしただれであるかはおよそ想像がついている。

(2) コーポレート・ガバナンス論の流れを類型化し、その淵源を探る

コーポレート・ガバナンス論には、先にも述べたように、社外取締役制度を導入すべきだなどとする商法（会社法）や経営学などからの主張があるが、これはまた、パーリとミーンズ以来の所有と支配の分離論の延長線上に位置づけられるものである。だが（1）で紹介したような考え方は、新古典派経済学に基礎をおく財務論や金融経済学に依拠するものである。

わが国における「ガバナンス論議の火つけ役」⁽³⁾だといわれているのは、証券界とりわけ野村総合研究所『財界観測』に掲載された、1992年9月の渡辺・山本 [1992]⁽⁴⁾である。そこではおよそ次のようにいわれている。

(3) 河本 [1994] 13頁の若杉敬明発言。

(4) 実は、すでにそれより早く、末村・中川・谷川 [1992] が発表されているが、ここでも「健全な資本市場の再生と企業の行動に節度を持たせる」(11頁) ことが必要だという認識が示されている。

戦後日本の伝統的なコーポレート・ガバナンスのシステムの下では銀行が企業経営に対して株主的関与と監視を行うとともに形は借入金であっても株主資本的な安定資金を供給していた。この場合、高度成長期日本企業の借入金依存体質は、企業にとって金利負担とはなかったが、これがかえって企業の投資行動を規律づけた、というわけである。このように企業を規律づけたものは「銀行による監視」と「金利による規律」であったという。

ところが、安定成長期に入って日本企業の内部金融率は上昇し、しかもとりわけ80年代後半にはエクイティ・ファイナンスが盛んに行われたために、80年代において大手製造業は設備投資に当たって銀行借入金の増加を必要としなくなった。そこで、企業は銀行によって投資内容を審査されるという制約から免れた。銀行による監視と金利による規律が失われたのちに投資に適切な収益率を求める新たなメカニズムがなければ、長期的に株主の利益にならず株式市場が低迷する原因になるだけでなく、国民経済的にも資本の浪費につながり、資源配分をゆがめてしまうことになる。つまりエクイティ・ファイナンスは、経営行動への規律を弱めたというわけである⁽⁵⁾。

池尾 [1993] は、メインバンクの経営監視機能が弱体化したことによって、日本企業の経営規律付けメカニズム（あるいは、コーポレート・ガバナンス）において、一種の空白状態が生まれてしまったので、企業に対してディマンディングな（要求の多い）資本市場の確立をめざすべきだという。

本間 [1994a] は、メインバンクなどが企業行動を牽制する「相対」型の欠陥を早急に是正し、「一般」型のコーポレート・ガバナンスを強化すべきだと述べている。「一般」型とは、米国流の株式市場を通じた直接的な牽制のことを指している⁽⁶⁾。

このような考え方は、その後もいくつもの記事などに現れている。たとえば、最近でも、2000年9月に行われた名古屋各界代表者との懇談において日本銀行の速水総裁はそのあいさつで、次のように述べている。つまり、金融機関や金融市場のもつ審査機能ないしリスク評価機能とそれに裏打ちされた金利機能が、企業経営者に効率的な経営への規律を与えるけれども、最近では株主重視の傾向が見られるようになっており、このような「株主重視」という考え方は、市場による評価を主軸にコーポレート・ガバナンスを作り直そうとする方法にほかならないと述べている⁽⁷⁾。ここで述べられているのは、一言でいえば、負債の規律から市場の規律へというものである。

2 コーポレート・ガバナンス論とは何か

上に見られるような最近のコーポレート・ガバナンス論は、やや議論が混乱していると思う。ここで私なりにコーポレート・ガバナンス論を整理しておきたい。まずはコーポレート・ガバナンスの原点であるバーリとミーンズを考えを紹介しておきたい。バーリとミーンズは結局、経営者権限抑制のための株主権強化を主張し、所有によるコントロールの復活をもくろむことになり、この考えは証券諸法に結実していく。ここでは、彼らが株主によるチェック機能強化を求めていただけではなく、経営機能にど

(5) 渡辺・山本 [1992] 10-13頁。

(6) これは日本経済新聞紙上で「やさしい経済学」として連載されたにものである。この連載は、その後単行本（本間 [1994b]）として出版され、その第7章コーポレート・ガバナンスで、さらに展開されている。

(7) 『日経金融新聞』2000年9月13日号。

	固定的	流動的
負債・資本側		EXIT (退 出) (金融経済学)
資産側	VOICE (発 言) (商法・経営学)	

図 1 コーポレート・ガバナンス論の論点整理

のようなインセンティブを与えるべきかを問題にしていたということを確認しておきたい⁽⁸⁾。

そしてさらに、図 1 をみていただきたい。

企業構造をみると、流動的か固定的かという切り口と資産・負債側ないし資金調達側か資産側ないし資金運用側かという切り口の二つの切り口があると考えられる。実際はきれいに分かれなと思うが、とりあえず整理をすところいえるのではないだろうか。

金融経済学でいわれるコーポレート・ガバナンスというのは、通常、上を問題にする、とりわけ 4 象限の北東にあるものを重視するようである。市場による規律云々などというのはこれであろう。売り圧力がかかれば企業経営を左右できるなどというものである。いわゆる EXIT (退出) である。しかしそれは、企業をどの方向にもっていくのかには責任を負うものではない。ただ企業から逃げ出すだけである。投資家がいわゆる短期的視野にもとづいて利益を上げようとする方向だともいえる。投資家にとっての流動性である。いつ解約があるかもしれない機関投資家にとって流動性を考えておかないととても投資できないだろう。

ちなみに、「金利の規律」といわれているものは、言いかえれば、金利さえ払ってもらえればよいということでもある。しかも銀行は、預金引き出しに規定されて、流動性を必要とする。メインバンクをはじめとする銀行が短期融資という形で企業と関係を持っていることからそれはわかる (表 2 参照)。

よく、銀行 (メインバンク) と企業の長期継続的な取引関係が問題にされるが、企業がメインバンクに期待するのはアンケート結果から判断しても、「不測の資金需要への対応」「ラストリゾート機能」といった流動性である⁽⁹⁾。これからわかることは、メインバンク機能の中心は危機時の流動性確保にある。一方、銀行の側も融資の際一番注意する点は企業の支払能力である。支払能力は収益力に規定されるとはいえ、銀行は収益力そのものを問題にするのではなく、あくまでも支払能力を問題にする。だからこそ、担保を徴求するのである。また銀行自体もいつ預金を引き出されるかわからないので流動性を必要とする。

他方、社外取締役を選任して企業の戦略を左右しようなどというのは多くの場合南西にある象限の問題である。現実の会社運営の問題である。商法などのいうコーポレート・ガバナンス論はこれを問題にすることが多いようである。ここでは、企業の向かうべき方向まで考えようとする。いわゆる VOICE (発言) である。経営そのものを具体的に左右しようとするものである。経営者が長期的視野に基づいて企業を運営しようとするものである。そういう企業の経営方針にもの申すというものである。経営者による投資意思決定は南西の象限の話である。

(8) 松村 [2001] 5, 6, 25, 261 頁。

(9) 大蔵省財務総合研究所 [2000] 24 頁。

表2 主要金融機関の大企業向け設備・運転資金貸出残高（構成比）

（単位：%）

	設備資金					運転資金				
	1955年末	1960	1965	1970	1975	1955年末	1960	1965	1970	1975
都市銀行	12.4	15.5	12.7	14.3	18.1	63.1	65.6	64.8	62.1	56.9
地方銀行	3.9	4.3	3.9	4.9	5.9	18.8	20.1	20.2	20.1	19.7
長期信用銀行	28.2	34.7	33.3	29.2	29.6	4.7	2.6	2.5	2.9	5.3
信託銀行	8.6	20.8	32	36.5	31.7	11.3	9	8	8.3	11.2
日本開発銀行	46.8	24.7	18	15.1	14.7	0	0	0	0	0
輸出入銀行	0	0	0	0	0	21	2.7	4.4	6.6	6.8
合計	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
(生命保険)	N.A.	15.1	15.8	19.5	18.8	N.A.	2.9	2.3	3.9	5.5

（注）1960年までは資本金1,000万円超を大企業とし、1965年は資本金5,000万円超（ただし卸売・小売業およびサービス業は資本金1,000万円超）を大企業とする。開銀・輸銀は大企業向けとみなした。また、相互銀行や信用金庫など中小金融機関の貸出は中小企業向けとみなした。

なお、生保は年度末数値であり全てが大企業向けとはいえないが、外数として参考に掲示した。

（資料）日銀『経済統計年報』、および山中宏『生命保険金融発展史〔増補版〕』より作成。生保70年度末数値は、佐藤保久「昭和62年度生保資産の運用動向」『証券アナリストジャーナル』第26巻第9号、1988年9月、41頁より。松村〔2001〕57頁。

もちろん経営者が長期的視野に立った経営が行えるのも、株式持合いがそれを支えているからであるともいえる。銀行と企業が株式持合いをし、長期的な関係を持っている。この場合、よく知られているように、お互いに株主権を行使せず経営者支配となっている⁽¹⁰⁾。VOICEを発していないといえるだろう。

金融経済学のいうコーポレート・ガバナンス論と商法その他のいうコーポレート・ガバナンス論とは微妙にすれ違っている。固定的か流動的か、負債・資本側か資産側（ある意味では組織）かという両面から異なっている。象限を異にしていると思われる⁽¹¹⁾。結論を先にいうと、南西の象限のコーポレート・ガバナンスこそが直接に企業の収益力を左右すると考える。

3 財務論ないし金融経済学におけるコーポレート・ガバナンス論の問題点

金融経済学に基づくコーポレート・ガバナンス論のわが国における代表的な論者は池尾和人であり、また最近では、小佐野広が『コーポレートガバナンスの経済学』という著書を出しているのが注目される。また必ずしも金融経済学の立場からではないけれども、わが国のコーポレート・ガバナンス論に大きな影響を与えている論者として、青木昌彦をあげることができる。これらの論者の所説に影響を受けた経済学者たちが、同旨のコーポレート・ガバナンス論を展開している。以下、それら所説を検討しその問題点を整理しておく。

(10) 周知のようにこれを、奥村〔1986〕は、法人所有に基づく経営者支配であるとしている。

(11) 商法でいう株式譲渡自由の原則など北東の象限に属することがらであるが、これを商法ではコーポレート・ガバナンスとはいわない。

(1) 企業金融面重視、負債による規律か市場による規律か

— 広田・池尾 [1996] の所説を中心に —

広田・池尾 [1996] は、コーポレート・ガバナンスについて「企業をいかに効率よく運営させるか、そしてそのためにはどのような仕組みが必要か」という問題であるとする⁽¹²⁾。広田・池尾はエージェンシー・コスト・アプローチに依拠しながら、経営者の効率経営へのインセンティブとして企業の金融面に注目し、企業の経営者の行動を株主や債権者といった資本提供者がいかに規律づけるかという側面を分析している。株主が経営者を規律づける方法には、内部コントロール（いわば南西の象限）と資本市場を通じたコントロール（いわば北東の象限）があるとする。内部コントロールでは、株主総会での議決権行使、彼らを選出した取締役会による経営モニタリングを行うけれども、それは株式所有の集中度、株主の性質（銀行、機関投資家のように強力かどうかによる）、株式のもつ投票権限の強さ（会社法などの制度による）などに依存するという。いわば資本の側に規定されるというわけである。資本市場によるコントロールはいうまでもなく敵対的買収などがその典型としてあげられる。

広田・池尾はさらに、負債の役割にも注目している。負債発行ゆえの倒産が、経営権を債権者に移転せしめることから、負債が経営者の行動を規律づけるという。経営者は企業規模拡大により報酬や役得を多く獲得できるので、借金をしてでも過度に拡張する傾向があるけれども、それが倒産リスクを高めるので⁽¹³⁾、借金を思いとどまらせる効果があるというわけである。負債の規律については前稿⁽¹⁴⁾で批判したところである。メインバンクはむしろ融資を通じて企業収益の向上を図るより資金繰り悪化企業の救済をしたにすぎない。

広田・池尾は、日本では持ち合いがあったので資本市場を通じた経営規律づけメカニズム（いわば北東の象限）は働いていないけれども、銀行が大株主として（いわば北西の象限）経営モニタリングをしている可能性を示唆している。しかしなによりも、銀行は融資を通じてリストラクチャリングを先導したと考えている⁽¹⁵⁾。これは、本質的には流動性の話ではなかろうか。つまり回収の確率を高めたいということであろう。収益力向上を目指すガバナンス構造とどのような関係があるのであろうか。いずれにせよこれを負債の再組織化機能と称して、日本企業の経営コントロールは主としてこれによっていたとしている。しかし、日本企業における負債比率低下とともに、コーポレート・ガバナンスにおいて一種の空白状態が生まれたともいっていることは、先に述べた通りである。要は北東の象限がうまく機能していないといたいようである。

(2) 英米型市場志向か日独型金融志向か — 青木 [1993] の所説を中心に —

青木 [1993] は、「コーポレート・ガバナンスとは、しいて訳せば“企業の統治構造”，あるいは

(12) 広田・池尾 [1996] 49頁。

(13) この倒産リスクを低めるのがメインバンク・システムであったと考えることができる。また戦後の日本では社会的なリスク分担体制があったと考えられる。詳しくは、松村 [2001] 第2章参照。

(14) 松村 [2002]。

(15) 「高い負債比率は、衰退産業に属する企業が財政危機あるいは倒産に陥る可能性を高め、企業の再組織化を比較的早期に行うことを実現したと推測される」（広田・池尾 [1996] 71頁）と述べられている。これがコーポレート・ガバナンスなのかどうか、疑問なしとしない。

“会社の管理構造”ということになる」といい、さらに「それは企業の経営行動の選択を管理する基本構造,より限定していえば企業の基本政策を決める最高経営者を選抜する構造というふうと考えられる」⁽¹⁶⁾と定義している。これはどちらかというとな西の象限のコーポレート・ガバナンスだろう。

他方で、「証券市場を通じて会社コントロール権限がシフトし得るアングロ・アメリカ型と、内部経営者・銀行の間のコントロール・シフトを特徴とする日独型の2つのタイプのコーポレート・ガバナンスの構造が、少なくともいままではあった」⁽¹⁷⁾という。これはどちらかというとな、上部2つの象限を問題にしているように思える。さらに青木は、日本も銀行志向型から市場志向型に移行しつつあるかに見えるが、日本的な労働組織と英米型のコーポレート・ガバナンスとは両立しないとする。そこには制度補完性があるからだという。しかしここでの、内部経営者・銀行志向型と株主・市場志向型という類型化がコーポレート・ガバナンスの類型化として説明力があるのだろうか⁽¹⁸⁾。資産側ないし組織の側を無視できないという気持と、負債・資本側からの類型化、金融システムを基にした類型化、が併存しているように思われる。メインバンクのモニタリング機能などの言葉には金融システムが資産側を規定しているという考えが垣間見える⁽¹⁹⁾。

(3) これら所説の問題点

①金融主導の問題点

これら経済学的アプローチの底に流れる特徴を、広田・池尾 [1996] が非常に端的に述べているので紹介しておこう。すなわちそれは、「現実の企業においては、企業の実物面（ならびに企業価値）は、金融面から独立ではなく、むしろそれからかなりの影響を受けていると考えられる」⁽²⁰⁾というものである。広田・池尾はさらに「効率的な経営が実現されるために、様々な行動の決定権限のありかたやその程度（だれにどれだけのどのような権限があるか）が適切に配分されていることが必要になる」が、「この権限の配分は、主として『企業が、だれからどれだけのどのような形で資金を調達したか』という企業の金融面によって決定される」⁽²¹⁾という。金融経済学の立場からは、金融が企業経営を規定するといいたいという気持ちはよく分かる。そして、株式や負債が企業経営者を規律づけるというわけである。そしてこれがコーポレート・ガバナンスなんだというわけである。いわゆる負債・資本の側の論理である。果たして、負債・資本の側が資産の側を規律づけることができるのか、この点は松村 [2002] で指摘したところである。

②市場規律への期待の問題点

そして池尾の場合、現在の日本企業では、負債を通じた規律づけが弱まってきているので、市場による規律を強めるべきだという主張となっている。これは先にもふれた本間 [1994] にもいえることで、

(16) 青木 [1993] 15 頁。

(17) 青木 [1993] 19 頁。青木は、制度補完性があるからどちらが優れているとも言えず、コーポレート・ガバナンスは収斂するという (21 頁)。

(18) 青木 [1993] の所説は、市場型ガバナンス (Market governance) と相対型ガバナンス (Bilateral governance) などという分類を行ったオリバー・E・ウィリアムソン (Williamson [1986]) などに触発されて展開されたのではないかと推測される。

(19) Aoki [1994] ; 白鳥 [1996] 第4章参照。

(20) 広田・池尾 [1996] 52 頁。

(21) 広田・池尾 [1996] 55 頁。

表3 設備投資に対する各資金の割合

年度	1961-65	1966-70	1971-75	1976-80	1981-85	1986-90	1991-95	1996-99
大企業								
内部資金	63.2	77.0	81.1	119.0	99.3	105.5	97.5	118.2
長短借入金	77.1	72.7	87.6	25.2	8.2	-9.6	6.5	1.6
増資+社債	36.1	16.2	18.5	21.7	38.3	70.6	7.3	11.4
非大企業								
内部資金	69.2	83.9	83.6	97.2	85.0	88.5	76.8	136.4
長短借入金	106.8	80.2	109.5	52.7	57.4	44.0	28.7	-51.2
増資+社債	13.9	7.0	6.6	5.5	2.5	2.5	4.4	1.6

(注1) 日本の法人製造業の設備投資を100とした場合の各資金源泉の割合である。

(注2) 大企業は資本金10億円以上の企業であり、非大企業は10億円未満の企業である。

(注3) 「法人企業統計年報」より作成。

「相対」型の欠陥を早急に是正し、「一般」型のコーポレート・ガバナンスを強化すべきだと主張し、市場による規律こそが「一般」型だと明確に述べている。このような考えを基礎に、1993年版『経済白書』でも、マーケット・ディシプリン（市場の規律）の必要性を訴えているが、その理論的基礎には池尾らの考えがあるといえるだろう。北東の象限を機能させるべきだというのがこれらに共通した考え方である。金融システム論とコーポレート・ガバナンス論がごっちゃになっているのではなからうか。

かりに金融面から見るとしても、表3からも明らかなように、市場の規律が働いていないから問題であるというより、とりわけ大企業において、内部資金の割合が高まったことが、経営者の自立性を高めたとはいったほうが良さそうである。

4 経済学と会社法におけるコーポレート・ガバナンス論の共通点と相違点

(1) 会社法におけるコーポレート・ガバナンス論

これまで紹介してきたコーポレート・ガバナンス論は、経済学の立場からのものであった。コーポレート・ガバナンス論にはもう一つ会社法からのアプローチがある。先にも述べたように、こちらの方が古くかつ主流であると思われる。その主張するところは大変明快である。龍田〔1984〕が次のように簡潔に整理している。少し長いけれども引用しておく。

「ガバナンスということばを使って論じられているのは、企業とくに大規模な公開会社が、どのような機構をそなえ、どのような基準に則って行動すれば、株主その他の関係者の利益を程よく調整し、社会の要請に応えることができるのかという問題である。企業の所有と支配・経営が分離している状況の下で、ともすれば無制約になりがちな経営陣の、選任・組織・義務・責任などが中心問題である。しかし、企業の経営に株主の意思を適切に反映させ、株主の利益が害されたときの救済を図る方法を含むから、単なる経営機構だけの問題ではない。また、社会における企業の比重が増大し、企業活動が社会に及ぼす影響が大きくなったことが、ガバナンス論議の一契機であるところから、いわゆる企業の社会的責任の問題が当然そこに含まれる。」⁽²²⁾

(22) 龍田〔1984〕1-2頁。

みられるように、「ともすれば無制約になりがちな経営陣の、選任・組織・義務・責任などが中心問題である」というように、きわめて具体的である。社外取締役をおくべきとか、取締役の注意義務はどうあるべきか、株主の代表訴訟をどうするかなど、さらに具体化されている。この辺りの問題は、青木はかなり重視しているし、また金融経済学者も避けて通れない論点でもある。とはいえ、池尾のような金融経済学者は資産の側も負債・資本側が規定しているとする。

しかし、商法は、経済学でいうような「経営者の規律づけ」などという抽象的なこととは違って、大変具体的である。乗っ取りのおそれとか金利の規律などと比べて、より直接的である。いわばバランス・シート右側（貸方）から、犬の遠吠えよろしく、規律づけをいうのではなく、法律的裏づけを伴った経営者選任や訴訟といった形で経営者を直接律する方法を論じている。

では、経済学の論ずるところと全く違うのかというと、そうではない。共通するところもある。社会的責任の問題はともかくとして、株主主権という点では共通している。経営者を規律づけるという点でも共通している⁽²³⁾。流動的株主の利益を優先すると、企業の存続発展が危ぶまれるかもしれない。ただ、負債を通じた規律づけなどは、会社法ではコーポレート・ガバナンスの問題とは考えていない。

(2) 経済学的アプローチの日本的偏向とジェンセンの考え方

ところが実は、日本のコーポレート・ガバナンス論者が、そのヒントを得た⁽²⁴⁾というジェンセンの考え方は、どちらかという会社法のそれに近いものがある。ジェンセンは今日成熟産業を中心に過剰生産能力があり、ここにフリー・キャッシュ・フローが滞留しているといっている。このような業種にある企業を退出させるには会社支配権市場を通ずるのがスムーズであると考えている。LBOやMBOなどを利用すべしというのである。これによれば、負債が企業を規律づけるともいっている⁽²⁵⁾。しかし彼にあってもガバナンス構造を論ずるとき、行動する投資家が経営者を選ぶべきだといい、「財務は効率的な会社投資達成のための効果的な機構を企業にもたらさない」⁽²⁶⁾と述べている。ジェンセンはガバナンスということばを、取締役会やCEOが保有している意思決定権だと考えている。財務、すなわちキャッシュ・フローに対する請求権の構造と、ガバナンス、すなわちトップ・レベルの経営支配構造と、組織、すなわち企業内部の「ゲームのルール」を規定する契約の束、といった3つの要素が密接に相互に関係しあっているので、財務論学者はガバナンス理論・組織理論の分析に引きずり込まれるようになってきている、と述べ、財務論は今や所与のキャッシュ・フローの流列を評価するよりもいかに

(23) 周知の1992年に発表されたイギリスのキャドベリー委員会報告書では「コーポレート・ガバナンスは、企業を方向づけて統制するシステムである」（八田・橋本 [2000] 23頁）と述べていたが、その後継のハンベル委員会の1998年の報告書では「コーポレート・ガバナンスの重要性は、企業の繁栄とアカウントビリティの双方に貢献するところにある」（八田・橋本 [2000] 175頁）としている。

(24) 1995年2月15日、野村総合研究所山本功氏への筆者によるインタビューより。

(25) Jensen [1986], [1989]. なお、このようなJensenの考え方に対する批判もある。すなわち、LBOやTake over bidが、無能経営者を追い出して利益を増やすから株価上昇により投資家が利益をえるというのではなく、所詮は、企業内部者が蓄積した将来への備えを、企業外部者たる投資家などが乗っ取るにすぎないという。また、負債利用による上場企業の非公開化により経営者と投資家の利害が一致するというところにたいしても、数年して再公開されることをどう考えるべきかという批判がある（Garvey and Swan [1994]）。

(26) Jensen [1993] p.870.

表 4 家計・機関投資家によって所有されているアメリカ株式の割合 (%)

	総価値額 (10 億ドル)	家 計	海外 投資家	保険会社	年金基金 ファンド	公的年金 ファンド	ミューチュ アル・ファンド	金融部門 全体
1952	170	89.7	2.2	3.4	1.1	0.1	1.9	8.2
1960	425	85.9	2.2	3	3.9	0.1	3.5	12.3
1970	841	68	3.2	3.3	8	1.2	4.7	28.7
1980	1,535	60.8	4.2	5.1	14.5	2.9	2.7	34.9
1990	3,525	49.7	6.9	5	16.8	8.3	6.6	43.3
1996	10,000	47.4	6.2	5.8	13.3	9.4	14.5	46.4

(注) Lazonick et O'sullivan [1999], 坂口・清水 [2001] 228 頁。

すればこのようなキャッシュ・フローを増やせるかという研究を行うべきだと述べている⁽²⁷⁾。私の言い方でいうと、これは資産側の問題を研究すべきだといっているのだと思われる。

5 21 世紀のコーポレート・ガバナンスはいかにあるべきか

コーポレート・ガバナンスが盛んに論じられるようになった背景には、金融の自由化、株式所有の機関化があると思われる。アメリカにおける機関化は表 4 に見られるとおりである。この問題は詳しくは別の機会に論じたい。結論だけ先取りして言うと、CalPERS をはじめとするアメリカの機関投資家がコーポレート・ガバナンスを声高に叫んでいることを想起すべきであろう。

けれども高齢化社会が進展するにつれて、日本でも金融資産にしめる株式や投資信託、年金信託の割合が高まっていくと思われる。現に日本でも機関化現象は徐々に進んできている。また、機関投資家を主体とする外国人持株比率が上昇している (表 5 参照)。売買高に占めるその比率は持株比率以上のものがある (表 6 参照)。

その際、日本でかなり広く流布されている株主 (とりわけ流動的な株主) の論理を中心に据えたコーポレート・ガバナンス論には、問題があると考え。資本市場の論理だけでは企業は成り立たないと考える。資産側、つまり企業の論理・組織の論理を忘れてはならない。果実を生み出す木のほう、卵を生む鶏のほうを忘れてはならない。

経済の金融化に懸念をもつ、アンドレ・オルレアンは、「金融的収益を果てしなく追求するのではなく、経済的収益性と雇用を尊重する長期的な視野を重視」すべきこと、機関投資家のなかにも萌芽的にはあるけれども、その動きが見られると指摘している⁽²⁸⁾。実は、論者も引用しているジェンセンも、先にも述べたように、財務論は今や所与のキャッシュ・フローの流利を評価するよりもいかにすればこのようなキャッシュ・フローを増やせるかという研究を行うべきだと述べている。効率的なガバナンス

(27) Jensen [1993] p.872.

(28) ORLÉAN [1999]; 坂口・清水 [2001] 278 頁。財務的観点からコスト・カットをして業績を急回復させた日産自動車のカルロス・ゴーンですら、V 字回復の後には長期的視点での改革が必要なことを指摘している (「カルロス・ゴーンが語る次の課題、ライバル、そして後継者…」『日経ビジネス』第 1117 号, 2001 年 11 月 19 日号, 32 頁)。

表5 わが国における機関化現象、外国人持株比率の上昇 (%)

年度	長都地銀 (a)	信託銀行 (b)	(a, bの内投資信託)	(a, bの内年金信託)	生命保険会社	損害保険会社	その他の金融機関	事業法人等	証券会社	個人	外国人
1986	16.1	7.1	1.8	0.9	13.3	4.4	2.6	24.5	2.5	23.9	4.7
1990	16.4	9.8	3.6	0.9	13.2	4.1	1.8	25.2	1.7	23.1	4.2
1995	15.4	10.1	2.1	1.8	11.2	3.6	1.2	23.6	1.4	23.6	9.4
2000	11.5	14.3	2.2	4.3	7.6	2.8	0.8	22.3	0.8	26.3	13.2

(注)「株式分布状況調査」より作成。

表6 東証一部委託売買 (2000年) に占める外国人株主の比率の高さ (%)

法人			個人			外国人			証券会社		
売り	買い	合計	売り	買い	合計	売り	買い	合計	売り	買い	合計
26.6	28.9	27.8	23.4	22.4	22.9	47.2	45.8	46.5	2.8	2.9	2.9

(注) <http://www.tse.or.jp/data/exotic/sector/index.html> より作成。

のためには、親密で非流動的な市場関係が必要だとも述べている⁽²⁹⁾。

社外取締役が単に株主の論理だけから推奨されているのであれば、これは問題である。けれども、三和銀行における社外取締役としてのHOYA 鈴木哲夫名誉会長や帝人における三和銀行板垣宏相談役のように、企業活性化に有効な役割を果たす社外取締役の事例もある⁽³⁰⁾。

市場が規律づけるべきだという主張には、株主の売り抜けの論理が潜んでいる。市場の論理で企業価値がそうそう簡単に高まるはずはない。そうではなく、直接に企業価値を高める方法を講ずるべきである。労働生産性を高めるのが先決で、かくてこそ株主資本利益率 (ROE) も高まる⁽³¹⁾。そのためのコーポレート・ガバナンスであるべきだと考える。

参考文献

- [1] Aoki, Masahiko and Hugh Patrick, *The Japanese Main Bank System – Its Relevance for Developing and Transforming Economics*, Oxford University Press, Inc., 1994; 白鳥正喜監訳『日本のメインバンク・システム』東洋経済新報社, 1996年。
- [2] 青木昌彦 (1993)「日米の企業統治構造は収斂するか」平木多賀人編『日本の金融市場とコーポレート・ガバナンス』中央経済社, 13-26頁。
- [3] Berle, Adolf A. and Gardiner C. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, The

(29) Jensen [1993] pp.872, 3.

(30) 三和銀行の3月決算の取締役会で赤字決算を提案したが、世間を気にする銀行経営者と違って、社外取締役である帝人の板垣宏相談役とHOYAの鈴木哲夫名誉会長は前向きな発言をしたので、室町頭取は世間からの評判は落ちないと自信を深めた。と同時に、「率直に意見してくれ、相談できる人に社外取締役になってもらってよかった」と実感したという (清水・竹田 [2001] 168～169頁)。

(31) この点, Dore [2000], 邦訳 [2001] が参考になる。

Macmillan Company.

- [4] Dore, Ronald (2000), *Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism, - Japan and Germany versus the Anglo-Saxons*, Oxford University Press, 藤井真人訳 (2001)『日本型資本主義と市場主義の衝突』東洋経済新報社。
- [5] Garvey, Gerald T. and Peter L. Swan (1994), "The Economics of Corporate Governance: Beyond the Marshallian Firm," *Journal of Corporate Finance*, Vol.1, pp.139-174.
- [6] 八田進二・橋本尚共訳 (2000)『英国のコポレート・ガバナンス』白桃書房。
- [7] 広田真一・池尾和人 (1996)「企業金融と経営の効率性」伊藤秀史編『日本の企業システム』東京大学出版会, 49-80頁。
- [8] 本間正明 (1994a)「コポレート・ガバナンス」『日本経済新聞』1994年2月5～11日号。
- [9] ——— (1994b)『提言 新・日本型経済システム』TBSブリタニカ。
- [10] 池尾和人 (1993)「メインバンク制の変容は企業への監視機能低下を招く」『エコノミスト』6月8日号, 30-33頁。
- [11] Jensen, Michael C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *The American Economic Review*, Vol.76, No.2, May, pp.323-329.
- [12] ——— (1989), "Eclipse of the Public Corporation," *Harvard Business Review*, September-October pp.61-74.
- [13] ——— (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control System," *The Journal of Finance*, Vol.48, No.3, July, pp.831-880.
- [14] 河本一郎ほか (1994)「(座談会)日本の会社のコポレート・ガバナンスー現状と将来ー」『ジュリスト』1050号, 8月1-15日, 6-33頁。
- [15] 松村勝弘 (2001)『日本の経営財務とコポレート・ガバナンス (第2版)』中央経済社。
- [16] ——— (2002)「負債は企業を規律付けるか, メインバンクはモニタリング機能を果たすか」日本証券経済研究所『証券経済研究』第36号 (3月)。
- [17] 奥村宏 (1986)『日本の株式会社』東洋経済新報社。
- [18] 大蔵省財務総合研究所 (2000)『わが国企業のファイナンスシステムとコポレートガバナンスに関するアンケート調査, 中間報告書』10月。
- [19] 小佐野広 (2001)『コポレート・ガバナンスの経済学』日本経済新聞社。
- [20] ORLEAN, Andre (1999), *Le Pouvoir De La Finance*, 坂口明義・清水和巳訳 (2001)『金融の権力』藤原書店。
- [21] 清水理裕・竹田孝洋 (2001)「特集 勝ち組企業と負け組企業の取締役会」『週刊ダイヤモンド』6月30日号, 168-171頁。
- [22] 証券取引法研究会 (1984)「アメリカ法律協会『会社の運営と構造の原理ーリステイトメントおよび勧告 (試案1)』の研究」『証券研究』第71巻 (2月)。
- [23] ——— (1988)「アメリカ法律協会『会社運営の原理ー分析と勧告 (試案2・3)』の研究」『証券研究』第83巻 (3月)。
- [24] ——— (1991)「アメリカ法律協会『会社運営の原理ー分析と勧告 (試案4～7)』の研究」『証券研究』第94巻 (3月)。
- [25] 証券取引法研究会国際部会訳編 (1994)『コポレート・ガバナンスーアメリカ法律協会「コポレート・ガバナンスの原理: 分析と勧告」の研究ー』日本証券経済研究所。
- [26] 末村篤・中川貴雄・谷川健三 (1992)「特集・ニッポン再構築, コポレートガバナンス, 株主の復権が会社を変える」『日経ビジネス』6月15日号。
- [27] 龍田節 (1984)「序説ーガバナンスと法」『証券研究』第71巻 (2月)。
- [28] 渡辺茂・山本功 (1992)「日本企業のコポレート・ガバナンスー戦後最低のROEから (90年代資本市場への提言②)ー」『財界観測』第57巻第9号 (9月), 2-25頁。

- [29] Williamson, Oliver E. (1986), *Economic organization: firms, markets and policy control*, Wheatsheaf Books Ltd., pp.110-118.