

アメリカにおけるコーポレート・ガバナンスの理論的展開

Conceptual Development of Corporate Governance in U.S.A.

尹 相国
Yin Xiang Guo

要旨 現在、株式会社に関する理論はコーポレート・ガバナンスと名づけられ、様々な分野から議論されている。その分析は法学、経済学、経営学から行われている。しかし、コーポレート・ガバナンス論が展開される前には、すでに A.A. バリー＝ G.C. ミーンズ、P. スウィージー、R.A. ゴードン等の人によってコーポレート・コントロールという理論が作りあげられた。コーポレート・ガバナンス論はコーポレート・コントロール論の段階をはずして論ずることができない。現在アメリカのコーポレート・ガバナンスの特徴は、機関投資家の活躍によって株主を重視するコーポレート・ガバナンスである。本稿では、株式会社の理論がコーポレート・ガバナンス論へと展開した経緯、ならびにそれを捉える方法論を明らかにする。つまり、それは「所有者が誰か」を求める理論、エージェンシー理論、経営者の「説明責任」を迫及する理論などの三つの方法論である。

はじめに

現在、株式会社に関する理論はコーポレート・ガバナンスと名づけられ、様々な分野から議論されている。その分析は法学、経済学、経営学から行われ、いろいろな方法論が出来上がっている。コーポレート・ガバナンス論とは、そもそもどういう理論であろうか。そして、今日のアメリカのコーポレート・ガバナンスの特徴をいえば株主を重視するコーポレート・ガバナンスである。また、それはどういう観点からの議論であろうか。

本論文は、以上のような疑問を解決することを目的として、次のような三つの部分によって構成されている。

- ① コーポレート・ガバナンスの理論的背景。ここでは、コーポレート・ガバナンス論は株式会社論から転換したという観点から、それまでコーポレート・コントロールとして議論されていた理論を取り上げる。つまり、それはバリー＝ミーンズの株式会社論、また彼らの理論を巡る経営者支配論、株主支配論および金融支配論である。
- ② コーポレート・ガバナンス論の展開と方法論。ここには、コーポレート・ガバナンス論が展開した要因、コーポレート・ガバナンスの概念、コーポレート・ガバナンスの方法論などの内容が含まれている。
- ③ アメリカの機関投資家。この節では、アメリカの機関投資家の構造、また「最大の機関投資家」と言われている年金基金に即して、機関投資家はどのような活動を行っているかを見る。

1 コーポレート・ガバナンスの理論的背景

コーポレート・ガバナンス論を分析するにあたって、同じく株式会社論としてのコーポレート・コントロールの理論をはずしてはいけない。コーポレート・コントロールの理論は主に三つの理論によって構成されている。それは経営者支配論、株主による支配論と金融支配論であり、これらはコーポレート・ガバナンス論の一部といえるものでもある。以下は三つの理論体系を紹介したうえで、コーポレート・ガバナンス論との関係を論じてみたい。

1.1 バリー＝ミーンズの株式会社論

周知のように、A.A. バリーと G.C. ミーンズの共著『近代株式会社と私有財産』は初めての株式会社理論としてこの世に知られるようになった。両者はこの本において株式会社の巨大化を見通したうえで、その拡大とともに株主の大衆への分散と経営者による株式会社の支配という二つのことを明らかにした。また、彼らは株式会社が経営者支配のもとでどうすれば公共利益のためになるかという論点を出した。その理論を整理すると次のようである。

① 資本集中による株式会社の巨大化

バリー＝ミーンズによれば、1929年の時点でアメリカには銀行を除く30万社の会社のうち、0.07%にも満たない200の巨大株式会社が全非銀行業会社の富の殆んど半分を支配している¹⁾。200社の巨大化は、とくに1909年から1928年の間が顕著なものであって、その間他の株式会社における資産額の成長率は2.0%であるのに対し、200社の資産額の成長率は5.4%であった²⁾。200社の急成長の原因は社内留保、証券の発行、合併によるものである³⁾。

② 巨大化に伴う株式の分散

バリー＝ミーンズは株式の分散の説明にあたって、大株主の持ち株所有率の減少と株式の大衆への分散が見られることについて、次のように述べた。「最も大規模な鉄道会社たる、ペンシルベニア鉄道会社、最も大規模な公益企業たる、米国電話電信会社、最も大規模な産業会社たる、合衆国製鋼会社、等の株主名簿は、それぞれ、その主要株主が、1929年には、既発行株式の1%足らずしか所有していないことを示している。上記三社について、その最大株主の株式所有量は、それぞれ全体の、0.34%、0.7%、0.9%にすぎない。従って、これらの会社では、全所有権について、その重要割合を1人で所有する個人は存在しない。ペンシルベニア鉄道会社の20人の大株主の所有株数を総合してさえ、1929年では、全体の2.7%であり、米国電話電信会社のそれは4%、合衆国製鋼会社のそれは5.1%であった。

¹⁾ A.A. バリー＝G.C. ミーンズ(北島忠男訳)、『近代株式会社と私有財産』文雅堂銀行研究者刊、1958年、39頁。

²⁾ バリー＝ミーンズ(北島忠男訳)、前掲書、49頁。

³⁾ バリー＝ミーンズ(北島忠男訳)、前掲書、51頁。

これら20人の大株主以下の大株主によって所有されている量は、全く取るに足りない数になってしまう。頭から20番目の大株主についてみると、ペンシルベニア鉄道会社の株式については、全体の0.07%、米国電話電信会社のそれは、0.09%、また、合衆国製鋼会社のそれも、0.09%しか所有していない。これら大株主以外の株主、即ち、米国電話電信会社の約50万人の株主、ペンシルベニア鉄道会社の19万6,119人の株主、及び、合衆国製鋼会社の18万2,585人の株主達は、個人株主としては取るに足りない株主である。⁴⁾

③ 経営者による株式会社の支配

バーリ＝ミーンズは株式会社の支配を「取締役会（または過半数の取締役）を選出する実際的権限⁵⁾だと定義したうえで、支配形態を完全所有支配、過半数持ち株支配、法律的手段による支配、少数持ち株支配と経営者支配の五つの支配形態に分類し⁶⁾、200の巨大株式会社のうち会社数の44%、資産比率で58%を究極的支配形態であると指摘した⁷⁾。

④ 公共利益のための株式会社理論

バーリ＝ミーンズは『近代株式会社と私有財産』において株式会社の巨大化、株式の所有と支配という現象を解明したが、巨大化した株式会社の経営者支配に対して賛成ではなかった。それは、後にミーンズが自ら著した『企業の価格決定力と公共性』で明らかになる。彼は同書において、経営者には「権力を得ようとする衝動、威信を得ようとする衝動、仕事をうまくやり遂げる衝動、公共の福祉に対する関心、個人的利潤を得ようとする衝動⁸⁾という五つの動機があると指摘し、「企業の経営者は社会的良識を持って行動すべきだ⁹⁾と主張した。

後に、バーリ＝ミーンズの理論は所有者支配論者と経営者支配論者によって議論された。現在、株式会社論はコーポレート・ガバナンス論として展開されている。そして、コーポレート・ガバナンス論の中には彼らの理論が多く含まれている。たとえば、後に述べるコーポレート・ガバナンスの方法論の1つとして取り上げられている株式会社所有権からの観点は、彼らが「所有なき支配と支配なき所有」において議論された問題であって、ステークホルダー観点からの分析も彼らが残した課題だと言えるだろう。

1.2 コーポレート・コントロール論における三つの理論

前述したように、株式会社論にはコーポレート・コントロール論の段階で、経営者支配論、所有者支配論、金融支配論という三つの内容が含まれているが、経営者支配論と所有者支配論はバーリ＝ミーンズの理論に対する賛成と批判であって、金融支配論は金融機関

⁴⁾ バーリ＝ミーンズ（北島忠男訳）、前掲書、61頁。

⁵⁾ バーリ＝ミーンズ（北島忠男訳）、前掲書、88頁。

⁶⁾ バーリ＝ミーンズ（北島忠男訳）、前掲書、89頁。

⁷⁾ 究極的支配形態とは、支配会社それ自身が経営者支配である。もし、第一義的には少数持ち株支配として分類されても、その究極的支配形態としては経営者支配である。詳見、バーリ＝ミーンズ（北島忠男訳）、前掲書、116、141頁。

⁸⁾ G.C. ミーンズ著（伊藤長正・北川勝己・高野清美訳）『企業の支配力と公共性』ダイヤモンド社、1962年、263～264頁。

⁹⁾ G.C. ミーンズ著、前掲書、1962年、i頁。

による支配を主張しているが、経営者支配に対し否定的ではないことが特徴である。ここで、三者の理論の観点をまとめると以下のようになる。

1940年アメリカではルーズヴェルト大統領の「アメリカ産業における経済力の集中および競争の衰退に対する影響」に関する研究の要請を受けて、臨時国民経済委員会（Temporary National Economic Committee 略 TNEC）を設立した。TNECは2年9カ月に及ぶ調査活動を通じて37件の報告と43の特定の経済問題をモノグラフに収録した。そのうち第29集『最大非金融200社における所有の分布』において、バーリ＝ミーンズと同じ方法で調査が行われた。TNECの調査によれば、1937～1939年時点での非金融大会社200社のうち、69.5%に当たる139社が所有者支配の会社であるとしたのであった。経営者支配の会社はわずか61社であって、30.5%しか占めていない。これはバーリ＝ミーンズが200社を対象に調査を行って出した結果44%と大きく異なった。

TNECの報告書はスウィージーを始め多くの論者によって株主支配論の根拠として用いられることになった。株式所有者支配論者は主にバーリ＝ミーンズの経営者支配論に含まれている三つの内容に対して攻撃している。つまり、経営者支配を経営者の任免権とする概念の設定、20%以上の大株主がない場合を経営者支配とする分析、また直接的支配を究極的支配に転換し分析を行った点、という三つの内容が攻撃の対象になった¹⁰⁾。

一方、TNECの報告はR.A.ゴードンのような経営者支配論者によっても用いられ、彼らはそのデータを再分析した。また、彼はビジネス・リーダーシップの概念を提起し、それをもって経営者支配論を主張した。1950年代になると経営者支配論がマスコミ等によって「人民資本主義論（people's capitalism）」として進化し、その影響は日本やヨーロッパまで及んだ。その後、「人民資本主義論」は社会主義者から激しい批判を浴びる。もちろん社会主義者は株式会社の所有者支配論を支持する立場から批判するものであった。また、人民資本主義を批判する側にはその時から台頭した銀行支配論者もあった。さらに、1980年代になるとB.ミンツ＝M.シュワーツによって銀行支配論は金融ヘゲモニー論まで進化する。

以上は株式会社理論がコーポレート・コントロール論として展開した経緯であるが、次の節からコーポレート・ガバナンス論の形成の要因、コーポレート・ガバナンス論とはどういう理論か、またアメリカの機関投資家がコーポレート・ガバナンスにおいてどういう存在かを課題にして、その理論を追ってみたい。

2 コーポレー・ガバナンス論の展開と方法論

2.1 コーポレート・ガバナンス論が展開した要因

株式会社論がコーポレート・ガバナンス論として展開した要因は二点にまとめることができる。

① 民主化運動と国際環境の変化

「ガバナンス」という言葉はラテン語（gubernare、舵取り）からきている¹¹⁾。アメリカ

¹⁰⁾ 佐久間信夫『企業支配と企業統治』白桃書房、2003年、28～29頁。

カにおいて企業を巡る「ガバメント (government)」や「ガバナンス (governance)」という用語が用いられるようになったのは1960年代であった¹²⁾。

1960年代、アメリカの国内では企業を巡ってさまざまなでき事が起こった。たとえば、「人権の医療委員会 (The Medical Committee for Human Rights)」は当時ナパーム弾を生産した会社ダウ・ケミカル社の株式を5株だけ持って当社の株主総会に出席し、ベトナム戦争の反戦を訴えた。また、このような事例は黒人の権利をめぐる公民権運動にもあった。たとえ、サウル・アリンスキー (Saul Alinsky) はイーストマン・コダック社の黒人雇用差別に対し、当社の株式を10株だけ持って株主総会に参加して、これを批判した。また、同じ時期にGMの車の安全性問題、クリーブランド河川汚染をはじめとする企業の行動によって生み出された公害問題等が取り上げられて社会問題になった。以上のようなでき事は企業に対する政府の介入を求めるようになり、ガバナンスの問題として企業の社会的責任問題が問われるようになった¹³⁾。

また、株式会社論がコーポレート・コントロールの段階で株式会社の経営者支配論を批判したのはマルクス主義者に多かった。このことから、経営者支配論者と所有者支配論者との争いは資本家の不在説と実在説として捉える事ができる。1989年ベルリン壁の崩壊以降、戦後ほぼ45年間の東西冷戦に終止符が打たれ、社会主義陣営からの資本主義に対する攻撃も一段落した。アメリカ式の資本主義は旧社会主義国家から憧れられるようになり、アメリカ国内では資本家の実在説を説いても、意味がなくなるといえる。

② コーポレート・ガバナンスを巡る法律の整備

戦後アメリカの株式会社を巡る合併は戦前の水平的合併と垂直的合併¹⁴⁾と違って、コングロマリット型合併が多かった。コングロマリット型の合併は相互に全く関連のない産業に属している企業間の合併であって、主に1960年代から1970年代にかけて行われた。1968年はピークの年であって、一年間2407社の会社間の合併があった¹⁵⁾。1980年代になると、いわゆるLBO (Leveraged Buy Out) という企業買収が盛んになった。LBO買収は格付けの低いハイリスク・ハイリターン・債券ジャンク・ボンドを利用した負債に基づく敵対的企業買収である¹⁶⁾。また、LBOの買収に対して「ポイズン・ピル (poison pill: 毒薬条項)」という防衛手法や「ゴールデン・パラシュート (golden parachute)」という現象があった。1990年代には殆どの企業がポイズン・ピルの防衛手法をとった。ポイズン・ピルは敵対的買収が仕掛けられた時、買収される企業の株式を増やして株価を下げる方法であって、買収する側の全体買収総額が増加し買収を断念させる。ゴールデン・パラシュートは企業が買収されるまえに、経営者が高い退職金をもらって逃げることである。しかし、

¹¹⁾ 三和由美子『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、1999年、107頁。

¹²⁾ 菊澤研宗『比較コーポレート・ガバナンス論—組織の経済学アプローチ—』、有斐閣、2004年、12頁。

¹³⁾ 菊澤研宗、前掲書12～13頁。

¹⁴⁾ 水平的合併とは同一業種に属する多数の企業間の合併である。

垂直的合併とは原料から完成品にいたるまでの全生産過程を一貫して縦に結び付け、市場を縦断的に支配する合併である。

¹⁵⁾ 宮崎義一『寡占』岩波書店、1972年、80頁と131頁。

¹⁶⁾ 菊澤研宗、前掲書、18頁。

ポイズン・ピルやゴールデン・パラシュートは両方とも経営者の自己利益のために、株主の利益を損なう行為である¹⁷⁾。

コーポレート・ガバナンスの話題が過熱化したきっかけになったのはエンロン社破産の事件であった。当時エンロン社の社外取締役は、他の大企業の実業取締役、大学教授、上院議員など一流の人であって、エンロン社が依頼した監査も世界の5大監査法人のひとつであったアーサーアンダーセン社であった。それにもかかわらず、エンロン社が破綻した以降、次の二点の不祥事があったことが分かった。1つは社会取締役たちが経営者にたいするチェック機能を果たせなかったこと。もう1つは、監査担当であったアーサーアンダーセン社がエンロン社関係の文書を事件発覚後破棄したとして、ヒューストン連邦地裁で有罪の判決を受けたことである。

エンロン社の破たん事件を受け、2002年7月25日に企業の不正を防止するため、「サーベンス・オクスレイ法」(Sarbanes-Oxley Act of 2002)がアメリカの上下院で可決され、5日後7月30日大統領の署名によって法制化された。同法案は企業経営者への罰則強化、監査法人への監視規制、情報開示強化などを内容にしたもので、1930年代証券法や証券取引法が州ごとに設定されて以来最も大規模で包括的な改正であるとされている¹⁸⁾。

2.2 コーポレート・ガバナンスの概念

コーポレート・ガバナンス論は、主に法学、経済学、経営学などの分野から展開されている。そして、コーポレート・ガバナンスの概念の解釈についても、研究分野の違いによっていろいろな定義がされている。ここでは日本の研究者達の法学、経済学、経営学による定義をあげる。

藤川信夫は法学的観点から、次のように定義した。「コーポレート・ガバナンス論は、会社主権論と会社機構論に分けられる。前者・会社主権論は、公開会社はだれのものか、主権者は誰かという議論である。後者・会社機構論は、会社運営機構はどうあるべきか、特に、経営者の監視・監督をどのようにして行うかという議論である。」¹⁹⁾

経済学からはコーポレート・ガバナンスの理論をエージェンシー問題として展開したものがあげられる。小佐野広は「コーポレート・ガバナンスのモデルの基本は、バリーとミーゼンズが指摘したように所有と経営が分離していて、株主が経営者に経営の権限を委譲し、経営者が株主のエージェントとなって経営を行うというものであった。株主は株式の保有からの利益を追求するのに対し、経営者は企業との関係全体からの利益に関心がある。したがって、このままだと、経営者が株主の利益を犠牲にして自己の利益を追求するというモラル・ハザードが生じる可能性がある。このモラル・ハザードを防ぐために、株主が経営者を何らかの方法でコントロールする必要が生じる。そのメカニズムを分析するのがエージェンシー・モデルと呼ばれるものである。」²⁰⁾と述べている。

出見世信之は経営学の観点からコーポレート・ガバナンス論の定義を狭義と広義の二つがあると論じ、次のように述べた。「企業統治を狭義に定義すれば、『株主・経営者関係と

¹⁷⁾ 菊澤研宗、前掲書、14頁。

¹⁸⁾ 河端真一『コーポレート・ガバナンスの研究』信山社、2004年、116頁。

¹⁹⁾ 藤川信夫『コーポレート・ガバナンスの理論と実務』信山社、2004年、1頁。

²⁰⁾ 小佐野広『コーポレート・ガバナンスの経済学』日本経済新聞社、2002年、7頁。

会社機関構造』とすることができる。『企業統治』なる語によって、企業と利害関係者の関係について言及される場合においても、その利害関係者の中には、株主、経営者、取締役が含まれることになる。その点からも、企業統治を狭義には、『株主・経営者関係と会社機関構造』とすることが適切であろう。さらに、企業統治を、広義には『企業と利害関係者との関係』とする。広義には、従業員や顧客、地域社会などの利害関係者も企業統治に関係することになる。²¹⁾

以上、コーポレート・ガバナンス論が形成されるまでの経緯、各理論からの概念の定義が分かった。次から、現在コーポレート・ガバナンス論の分析においてよく使われている三つの理論を紹介する。

2.3 コーポレート・ガバナンスにおける三つの方法論

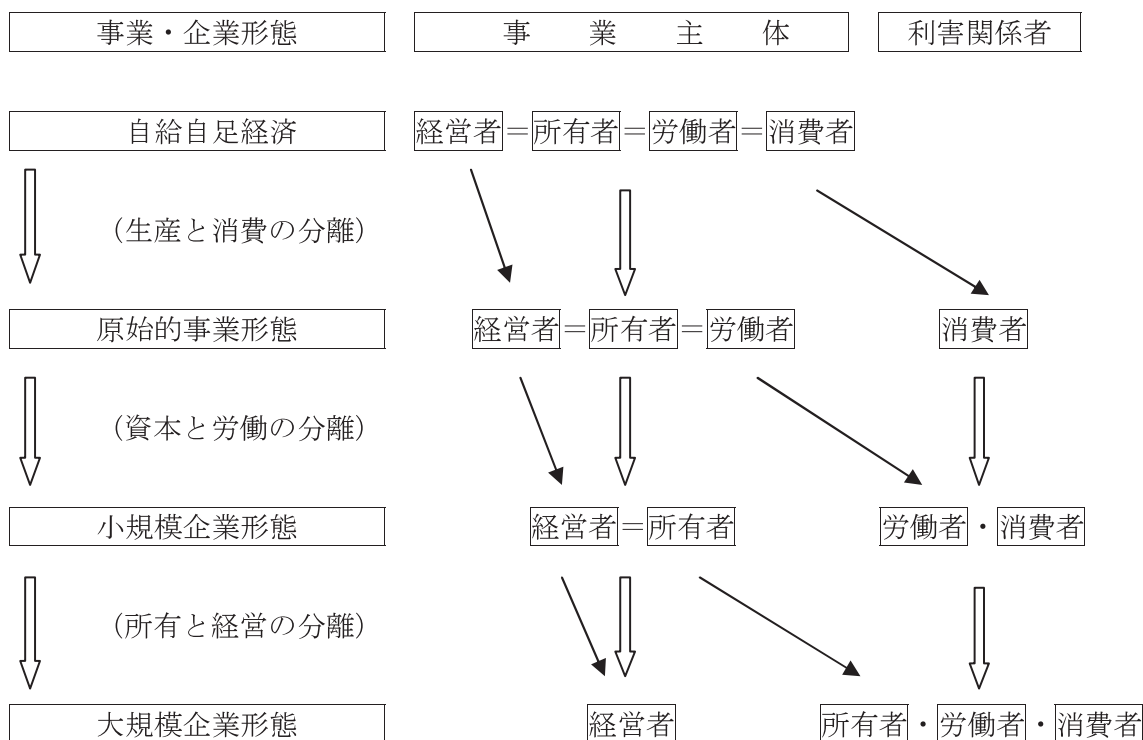
(1) 「所有者が誰か」を求める理論

「所有者が誰か」を求める問題は企業の主権者が誰かという問題であり、株式会社論がコーポレート・コントロール論の段階においてすでに議論していたものである。ここでは土屋守章と岡本久吉の「事業形態ないし企業形態の発展経緯図」をあげて説明する。

普通企業の利害と直接に関わる者としては、経営者、企業の所有者、労働者と消費者などがある。自給自足経済形態においては、いわば経営者は事業主体の所有者であると同時に、労働者と消費者でもある。これが原始的な事業形態になると消費者は独立した利害関係者として、経営者と労働者から分離される。この時期までは経営者、事業所有者と労働者は同一である。経済の発展にともない事業形態は小規模企業形態となる。小企業企業形態においては労働者が経営者と所有者から分離されている。これは産業革命以降現れたものと思われる。この時期に労働者と資本家階級という二つの相互に対立する利害集団に分かれてしまう。また、経済発展はさらに進化し、激しい企業間の競争を経て、社会資本が殆んど少数巨大企業に集中され、企業形態は巨大化する。この巨大企業において、企業の資本は多数の株主による所有になり、経営者は所有と分離され企業の運営者になる。所有者はただの所有株式の数に応じた権利者である。現代企業において、経営者は事業の主体になり、所有者、労働者、消費者は事業主体からの影響を受けるか、あるいは自分の行動を通じて事業主体に影響を及ぼすかになる。20世紀になると、巨大化した会社における株式の大衆への分散と金融機関や他の事業会社の株式所有によって利害関係者はさらに複雑になった。

²¹⁾ 出見世信之『企業統治問題の経営学的研究』文眞堂、1997年、8頁。

図(1) 事業形態ないし企業形態の発展経緯



(注) 土屋守章・岡本久吉『コーポレート・ガバナンス論』有斐閣、2003年、29頁。

これは株式会社が今まで展開してきた経緯の理論的な説明である。ここで注目すべきことは現在の企業形態を表わす大規模企業形態において、経営者とほかの事業主体が分離されていることである。つまり、経営者は1つになって、所有者や労働者や消費者は三つが合わさって1つのグループになっている。そういう意味で問題点が経営者にあることが分かる。

(2) エージェンシー理論 (Agency Theory)

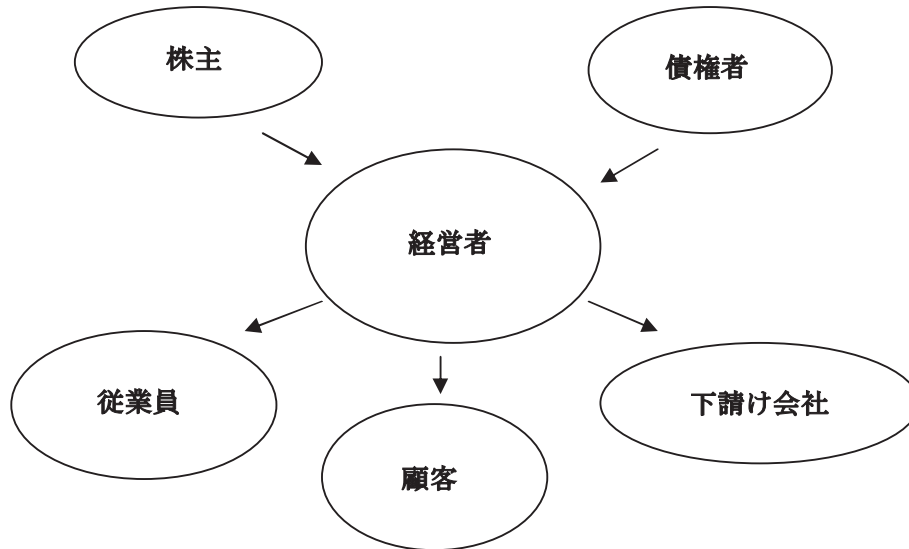
エージェンシー理論では、二つの利害関係者、プリンシパル (principal) とエージェント (agent) が存在する。両者はエージェンシー関係 (agency relationship) という契約関係によって結ばれている。しかし、両者は利害面では必ず一致しているわけではない。ここで菊澤研宗の言葉を引用して両者の関係を説明する。「プリンシパルとエージェントは情報の収集、処理、そして伝達能力に限界があるので、必ずしも同じ情報を相互にもっているとは限らない。」²²⁾これはいわゆる情報の非対称性である。また、菊澤はエージェンシーの契約関係が成立した後、両者の間にモラル・ハザード現象が起きる可能性があるとして、次のように述べた。「相互に利害が不一致で情報の非対称性が成り立つエージェンシー関係では、契約後にエージェントがプリンシパルの意図どおりに行動するとはかぎらない。エージェントは、プリンシパルの不備に付け込んで、契約を無視して隠れて手を抜き、

²²⁾ 菊澤研宗、前掲書、39頁。

さぼるといったモラル・ハザード現象を起こす可能性がある。』²³⁾

エージェンシー理論によれば、株式会社の中には経営者を中心とするさまざまなエージェンシー関係が存在する。コーポレート・ガバナンス問題にとって次の2点が重要な関係とされている。すなわち、①株主と経営者との間のエージェンシー関係、②債権者と経営者との間のエージェンシー関係である。

図(2) 経営者を中心とするエージェンシー関係



(注) 菊澤研宗、前掲書、41頁。

ここで、株主と経営者との間のエージェンシー関係を見てみよう。

菊澤は株主と経営者との間のエージェンシー関係を次のように解釈している。「株主と経営者との間のエージェンシー関係に注目すると、プリンシパルとしての株主とエージェントとしての経営者との利害は必ずしも一致しない。一方で、株主は株価最大化や配当最大化に関心をもつものに対して、他方、経営者は自己利害の追及、例えば経営者としての名声に関心を抱く可能性がある。また、株主は経営者の行動を完全に観察できない。他方、経営者は企業に関する私的情報を多く持っているだろう。それゆえ、両者の間には情報の非対称性も成り立つことになる。』²⁴⁾

そして、この理論においてプリンシパルとエージェントの利害を一致させる方法として以下の二つの方法しかないとしている。

- 「1 株主と経営者との利害を一致させるために、株主が何らかの制度を利用して経営者を統治する方法 (モニタリング・システム)。
- 2 株主と経営者との利害を一致させるために、株主が何らかの制度を利用して経営者を所有経営者化して経営者を自己統治させる方法 (インセンティブ・システム)。』²⁵⁾

前者、モニタリング・システムには組織型コーポレート・ガバナンスと市場型コーポレー

²³⁾ 菊澤研宗、前掲書、39頁。

²⁴⁾ 菊澤研宗、前掲書、41頁。

²⁵⁾ 菊澤研宗、前掲書、43頁。

ト・ガバナンス型の二つがある。組織型コーポレート・ガバナンスは取締役会制度を利用してトップ・マネジメント組織に社外取締役を送ることによって、企業経営を監視、または経営者に規律をつける。市場型コーポレート・ガバナンスでは、株主が株式市場を利用して株式を売ることによって株価が下がると同時に、信用も下がって株式市場と金融機関からの資金調達が難しくなる。また、経営者の問題が深刻な場合、株式市場を利用して敵対的買収の脅威にさらされることもある。

後者、インセンティブ・システムとは株主から経営者にインセンティブを与える方法である。具体的には、残余請求権、契約改訂権、自社株購入権、自社買収権などの権利を与えることによって経営者に自己統治をさせることである。

このような関係は経営者と債権者の間にも存在する。債権者の場合は株主と重なることがあることから、債権者による組織型ガバナンス、債権者兼株主による組織型ガバナンス、債権者兼株主による市場型ガバナンス、経営者による自己統治に分類されている。

（3）経営者の「説明責任」を追及する理論

経営者の「説明責任」を追及する理論は大きく分けると次のようになる。①内部的「説明責任」を完遂するコーポレート・ガバナンス。②外部的「説明責任」を完遂するコーポレート・ガバナンス。このような分析は土屋守章と岡本久吉が詳しい。ここで、彼らの分析に依拠する。

1) 内部的「説明責任」を完遂するコーポレート・ガバナンス

まず、土屋と岡本は内部的「説明責任」を説明するため、相互に関係する「説明責任」、「受託責任」および「情報開示」の三つの概念の相違について次のように分析した。

「説明責任は経営委任者に対する、委任を受けた経営についての執行状況の制度的に決められた説明責任である。その説明が委任者により承認されて、初めて経営執行に対する専門経営者の受託責任が解除されるという関係にある。」²⁶⁾

情報開示について、彼らは「現在および潜在的なステークホルダーに対する広範な情報提供である。」²⁷⁾と言いながら、企業から消費者やその他の幅広い関係者に対する情報開示とも異なると説明している。それは、委任者に対する制度的説明と違って、企業に対する投資判断に必要な詳細情報を一般的に株主や投資家に説明するものである。

次に、土屋と岡本は内部的「説明責任」を完遂するコーポレート・ガバナンスにおいて、四つのモニタリングが存在すると指摘する。つまり、それは①株主総会による専門経営者のモニタリング、②株主による専門経営者のモニタリング、③取締役会による専門経営者のモニタリング、④監査役および監査役会による専門経営者のモニタリングである。

① 株主総会による専門経営者のモニタリング

株主総会による専門経営者のモニタリングとは、法律によって株主総会が最高意思決定機関とされて、専門経営者の株主利益に反する行為に対してモニタリングを

²⁶⁾ 土屋守章・岡本久吉、前掲書、173頁。

²⁷⁾ 土屋守章・岡本久吉、前掲書、173頁。

発揮する。

土屋と岡本はアメリカの株主総会によるモニタリングには次の二つの権限があると強調する。その1つは取締役の選任と解任であり、もう1つは利益配当、取締役の報酬の決定権限である。取締役の選任については、任期は通常1年で、毎年年度株主総会で決定される。しかし、法律によって取締役が2組か3組に分かれている。取締役の任期は2年か3年であるが、毎年の総会で選任の適否が問われる。解任について、株主総会を開催しなくても、株主の過半数の同意を得れば解任することができる。

② 株主による専門経営者のモニタリング

株主総会を通じたモニタリング以外にも、商法によって株主には「単独株主権」や「少数株主権」と言われているふたつの権利が保障されている。「単独株主権」には「株主総会決議取消の訴え」、「取締役等の違法行為差止請求権」、「株主代表訴訟制度」などがあって、「少数株主権」には「株主提案権」、「株主総会招集権」、「帳簿閲覧権」等がある。

③ 取締役会による専門経営者のモニタリング

ロバート.A.G. モンクスとネル・ミノウは取締役会を、「取締役会は、経営陣を監視し、最も優れた仕事を遂行する経営陣を選び、優れた仕事ができなければ経営陣を解雇させるという前提にたって存在する」²⁸⁾者として定義した。これは取締役会が経営者に対するモニタリングを行うという観点である。

アメリカにおいて、取締役の構成人数は200年たった今も変わらず平均15人程度である。土屋と岡本は次の三点が現在の取締役会の特徴であり、日本と大きく異なっていると指摘した。「①社外取締役は1970年代から1980年代になって、初めて存在意義が強調され、取締役の過半数を占めるようになったのである。②業務執行を行う専門経営者、それを監視・監督する独立性の高い取締役会の機能分担の点である。③取締役会の主要上級執行役員に対する監視・監督の徹底である。」²⁹⁾

④ 監査役および監査役会による専門経営者のモニタリング

アメリカの監査役会の構成人数と制度は、取締役会の制度と構成と同じくほぼ200年間変わっていない³⁰⁾。アメリカにおいて、取締役会が専門経営者に対して監督機能を効果的に発揮させる各種委員会があり、その一つが監査委員会である。監査委員会のメンバーは3～5人の独立取締役から成り立っている。また、監査委員会は重要な機能を果たしている。

2) 外部的「説明責任」を完遂するコーポレート・ガバナンス

内部的「説明責任」を完遂するコーポレート・ガバナンスは企業を内部的な観点から、企業内の直接的な利害者による専門経営者に対してモニタリングを行うのに対し、外部的「説明責任」を完遂するコーポレート・ガバナンスは企業の全体を組織として見る観点から、企業に対して重要な貢献をしている利害関係者のコーポレート・ガ

²⁸⁾ ロバート .A.G. モンクスとネル・ミノウ著 (大田昭和訳) 『コーポレート・ガバナンス』生産性出版、1999年、175頁。

²⁹⁾ 土屋と岡本、前掲書、229～230頁。

³⁰⁾ ロバート.A.G. モンクスとネル・ミノウによる指摘である。

バナンスに関与する。外部的利害関係者は銀行、取引先、証券取引所、労働組合、消費者、行政、地域社会などによって構成されている。これらの利害関係者はそれぞれ企業と共存関係を有し、さまざまな形で企業に貢献し、その見返りとして、企業の事業成果の適切な配分を求めている。外部からのモニタリングは国によって違う特徴がある。それを大きく分ければ次のようである。

ここでは、証券取引所からのモニタリングと銀行からのモニタリングについてアメリカと日本の例を取り上げて説明する。その理由として、証券取引所からのモニタリングはアメリカに特徴的なものであって、銀行からのモニタリングは日本に特徴的なものであるからだ。

アメリカの場合、企業の資金の調達には間接金融より直接金融が圧倒的であるため、証券市場からのモニタリングが強い。証券取引所は投資家の信頼を確立させるため、企業に対する適切な投資判断の資料を投資家に提供している。そのため、企業に対し情報のディスクロージャーを求める。

アメリカでは、1973年から「株主に対する財務報告および関連事項に関する勧告コメント」と題する白書を公開しており、上場会社からの社外取締役を送り込むだけでなく、社外取締役からの監査委員会への勧告が行われている。特に、エンロンなど企業不祥事が発生して以降、決算報告書、内部管理体制、監査体制を宣誓内容とする報告が企業に義務付けられた。また、企業は内部倫理基準を制定し、年次報告書に記載・公表することを義務化されている。

日本の場合、アメリカと違って、企業資金の調達は銀行からの間接金融が多い。また、戦後のメインバンク制度は企業と銀行の間の株式相互持合い関係を伴った。1980年代までは経営者に対して投資計画、資金調達後の経営活動に対するチェック、投資活動後の監査など三つの段階におけるモニタリング機能の統合性が強かった。しかし、1980年代以降メインバンクの企業に対するモニタリング機能が低下した。

3 アメリカの機関投資家

前節では、コーポレート・ガバナンスの理論的経緯や理論的分析方法について述べた。アメリカのコーポレート・ガバナンスといえば、機関投資家の活動によって、株主の利益を重視するコーポレート・ガバナンスである。この節では、アメリカの機関投資家の構造を説明する。その上で、最大の機関投資家である米国年金基金を中心に置き、どのようなコーポレート・ガバナンス活動を行っているかについて述べる。

3.1 機関投資家の構造

アメリカの機関投資家は戦後成長してきた個人以外の証券投資主体を指している。その成長の背景には大衆株主の増加と貯蓄獲得競争がある。機関投資家とその範疇から見ると、銀行信託部、保険会社、投資信託、年金基金、財団、大学基金などから構成されている³¹⁾。ここで、注目すべき基金は年金基金である。1980年代以降、年金基金は「最大の

³¹⁾ 三和由美子、前掲書、11頁。

機関投資家」として活躍をしている。年金基金をさらに大きく分類すると私企業年金基金、州と地方の年金基金がある。以下表(1)は1992年の時点での各機関投資家の株式の持ち分である。

表(1) 1992年各機関投資家の株式の持ち分

	(単位・兆ドル)
私企業年金基金	3.16
州と地方の年金基金	0.95
投資会社	1.34
保険会社	1.62
銀行信託	1.02
財団と基金	0.18

(出所) ロバート A.G. モンクス&ネル・ミノウ、前掲書、119頁。

表(1)で見たように、1992年の時点で私企業年金基金、州と地方の年金基金の総額をあわせると4兆ドルにも達している。しかし、1980年代のそれは約8,000億ドルしかなかった。2002年になると、さらに6兆ドルまで増えた。株式所有率から見ると、1994年には全機関投資家の株式所有率が発行済株式のおよそ半分を所有している。また、その中で年金基金の投資額は全機関投資家の60.5%のシェアを占めている³²⁾。

1971年「機関化現象」(Institutionalization)を調査目的とするアメリカ証券委員会(SEC)は機関投資家に対し次のような分類をした。機関投資家とは銀行信託部、保険会社、ミューチュアル・ファンド、企業年金、公務員年金、投資顧問会社、寄付基金、財団などの非銀行金融仲介機関³³⁾。そして、これらの機関を「機関マネージャー」と「機関ポートフォリオ」に区別した。「機関ポートフォリオ」は「機関マネージャー」によって管理をされている。ここで、投資顧問会社、銀行信託部、保険会社が最大級の機関マネージャーである。それ以外の機関であるミューチュアル・ファンド、年金基金、普通信託基金、生命保険会社、損害保険会社など、また海外で設立されたオフショア・ファンド、ヘッジ・ファンドなどが「機関ポートフォリオ」とされていた。しかし、州・地方政府の退職年金制度や教育・財団などは「自己管理型」基金として、「機関マネージャー」と「機関ポートフォリオ」の区別は明確にされていない³⁴⁾。

3.2 機関投資家のコーポレート・ガバナンスの活動

1980年代以降、年金基金は「最大の機関投資家」として活躍をしている。ここで、各年金基金の活動ぶりから機関投資家がどのようなコーポレート・ガバナンスを行っているかを見る。

どうしてアメリカでは、株主を重視するとしながら、コーポレート・ガバナンスの活動の主役が個人株主ではなく、機関投資家なのであろうか。上で述べたように、経営者と株主の間にはエージェンシー関係が存在し、経営者は株主より企業の情報を豊富に有してい

³²⁾ 藤井康弘・鈴木誠著『米国の年金基金の投資戦略』東洋経済出版社、2004年、79頁。

³³⁾ 三和由美子著、前掲書、14頁。

³⁴⁾ 三和由美子著、前掲書、14頁。

る。そして、経営者と株主の間には利益相反が存在する場合もある。そのとき、株主が取る手段としては二つの方法がある。1つは、株式市場で株式を売却すること。もう1つは、エージェントとしてプリンシパルである経営者を規律づけることである。個人株主が持つ株式があまりにも少ないか、あるいは行動をするのにコストがかかるため、個人株主はこの二つの方法で自分の意思を通そうとしても難しい。それに対し、機関投資家は株式を大量に保有し、行動を起こしても得られる利益がコストを上回る可能性が高い。

アメリカでは1960年代の企業の倒産や買収、あるいは年金制度の運営の失敗などがきっかけで、アメリカの議会ではほぼ10年近くにわたって調査、検討をした。その結果、1974年には正式にエリサ法（Employee Retirement Income Security）を立法した。エリサ法は加入者の立場から、年金資金の受託者に対して基本的な議決権行使義務を果たすように規定した。このエリサ法が、今日に至るまで、年金基金がコーポレート・ガバナンスの活動ができるような法的根拠になった。

以上、機関投資家の拡大と法律の成立という両観点から、機関投資家がコーポレート・ガバナンスの活動が可能になったことを述べた。

アメリカの年金基金によるコーポレート・ガバナンス活動の具体的手法は、主に「議決権行使」であるが、議決権以外にも様々な方法で積極的なコーポレート・ガバナンス活動を行う具体的な方法がある。それは以下のようなものである。

① 手紙の送付および企業とのミーティング

これは年金基金が自分の意思を直接企業の経営陣に伝える方法である。ミーティングの場合、他の手段を用いる前段階としてよく使われている。

② 株主提案

アメリカでは発行株式総数の1%以上を1年以上保有していると、株主から提案することができる。機関投資家としてよく提出される提案は「監査委員会関連」や「ゴールデン・パラシュート」に対する提案が多い。

③ 委任状コンテスト

委任状コンテストとは電話、書面、インターネット等を利用して、株主に対し投票勧誘を行うことである。一般的には取締役の選任に関する投票勧誘が最も多い。

④ マスメディア等の活用

⑤ ロビー活動

ロビー活動とはコーポレート・ガバナンスに関する課題について、連邦議会議員やSEC、証券取引所等に対して立法上または規制上の装置を取ることを求めるものである³⁵⁾。

⑥ 問題リストの作成

問題リストの作成とは問題企業に対しコーポレート・ガバナンスの水準や株価やパフォーマンスを基準にして作成または公表するリストのことである。たとえば、カルパースで作った「フォーカス・リスト」がある。

⑦ 他の機関投資家との連携

その典型的な例として、カルパースとイギリスのハーミーズによる「同盟協定」が

³⁵⁾ 藤井康弘・鈴木誠著、前掲書、105頁。

ある。

⑧ 訴訟

アメリカでは、訴訟がガバナンスの最終手段と位置付けられている。しかし、訴訟が少なくはない。

⑨ リレーショナル・インベストメント戦略の活用等の方法がある

この方法はアクティブ運用の投資先として選択した少数の企業に対し積極的にコミットすることを通じて、企業価値の増進を図っていこうとするものである³⁶⁾。

以上は非議決権行使によるコーポレート・ガバナンスの具体的方法であるが、すべての年金基金が以上の方法を使っているわけではない。コーポレート・ガバナンス活動におけるアメリカの各年金基金は使用する方法がそれぞれ違う。

4 結び

私は、日本と中国のコーポレート・ガバナンスを比較することを研究の目的とする。そのための第一歩として、本稿で株式会社論の展開国であるアメリカに中心を置き、次の四つを明らかにした。

①歴史の中でどのような株式会社論が展開されたか。②現在株式会社論がコーポレート・ガバナンス論に展開された理由。③コーポレート・ガバナンス論の中にどのような方法論があるか。④アメリカでは機関投資家の活躍による株主を重視とするコーポレート・ガバナンスだといわれるが、それは一体どういうものか。

参考文献

- (1) A.A. バリー = G.C. ミーンズ (北島忠男訳)、『近代株式会社と私有財産』文雅堂銀行研究者刊、1958年、39頁。
- (2) 小佐野広『コーポレート・ガバナンスの経済学』日本経済新聞社、2002年。
- (3) G.C. ミーンズ著、伊藤長正・北川勝己・高野清美訳『企業の支配力と公共性』ダイヤモンド社、1962年。
- (4) 河端真一『コーポレート・ガバナンスの研究』信山社、2004年。
- (5) 菊澤研宗『比較コーポレート・ガバナンス論—組織の経済学アプローチ—』有斐閣、2004年。
- (6) 佐久間信夫『企業支配と企業統治』白桃書房、2003年。
- (7) 土屋守章・岡本久吉『コーポレート・ガバナンス論』有斐閣、2003年。
- (8) 出見世信之『企業統治問題の経営学的研究』文眞堂、1997年。
- (9) 藤井康弘・鈴木誠著『米国の年金基金の投資戦略』東洋経済出版社、2004年。
- (10) 藤川信夫『コーポレート・ガバナンスの理論と実務』信山社、2004年。
- (11) 宮崎義一『寡占』岩波書店、1972年。
- (12) 三和由美子『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、1999年。
- (13) ロバート.A.G. モンクスとネル・ミノウ著 (大田昭和訳)『コーポレート・ガバナンス』生産性出版、1999年。

³⁶⁾ 藤井康弘・鈴木誠著、前掲書、108頁。