

コーポレート・ガバナンスにおける 会社支配と社外取締役の機能

岩 波 文 孝

Abstract

The spread of corporatization has resulted in the ownership of a company being distributed among a large number of shareholders. At the same time, corporatization has created a divide between the ownership and management. Since one single owner was not in a position to control an entire corporation, the situation promoted the impersonal system, under which ownership and control were separated. Therefore, the debate over corporate governance was taken up the behavior of publicly traded corporations. In the process of reforming corporate governance, the role of a non-executive director or independent director who was responsible for monitoring a corporation was considered to be important.

In this paper, I will consider the issue of corporate control with reference to the role of the non-executive directorate on the board. In my study on corporate governance, I will attempt to consider the function of the non-executive directorate from an intercorporate perspective.

Keywords: constrained management control, control through a constellation of interests, interlocking directorates

はじめに

株式の高度な分散による株式会社の大規模化にともなって、株主と経営者関係あるいは企業とステークホルダー関係からコーポレート・ガバナンス改

革が各国で展開されている。コーポレート・ガバナンス改革の一環として社外取締役の機能が着目されている。社外取締役に関して、アメリカではSOX法301条(3)(B)・規則10A-3(b)81(ii)に定める社外取締役の独立性基準より厳格化されたNYSEの上場マニュアル(NYSE Manual 303A.01)において、社外取締役の独立性基準は、雇用関係、報酬制限、監査人との関係、兼務関係、事業上の関係という客観的観点から定められている。コーポレート・ガバナンス改革において監視機能としての社外取締役の機能が重視されているのである。

コーポレート・ガバナンス問題は巨大公開株式会社における所有と経営の分離を基底とするという理解に基づき、本稿は現代的な会社支配論の展開と社外取締役の機能に関する考察を通じて、会社間関係のパースペクティブによる社外取締役の機能に焦点をあてたコーポレート・ガバナンス研究の意義の考察を試みたものである。

1. ステークホルダーとコーポレート・ガバナンス

企業をめぐる環境は、自然的環境、市場的環境、社会的環境に大別される。これらの環境の中で、企業は社会の構成単位として、事業活動を展開している。企業と社会の関係は、「企業社会」、「企業中心社会」、「社会の中の企業」と多様に理解されてきた。抽象的な社会の概念を理解するにはステークホルダー概念を用いることが有効であり、「CSRを捉える際に、抽象的な『社会』の概念をより具体的に捉えることを可能とするのがステイクホルダーという概念である」(出見世[2004]36ページ)という指摘があるように、ステークホルダー(Stakeholder)概念を用いて、企業と社会の関係をみていこう。

現代の企業は多様なステークホルダーと関わりながら活動を展開している(図1)。企業に対して、株主は適正な配当の支払いや株価の維持・上昇を、従業員は十分な報酬と快適な労働環境の保障を、顧客は高品質・安全な財

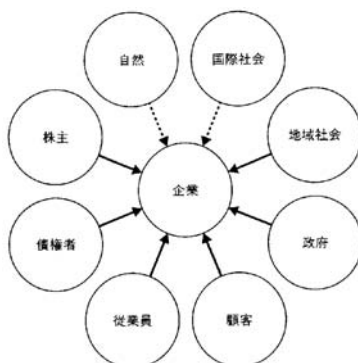


図1 企業とステークホルダーの関係

出所) 出見世信之[2004]「CSRとステイクホルダー」谷本寛治編著『CSR経営』中央経済社，37ページ。

貨・サービスの提供を，近隣住民は騒音・環境汚染のない環境などを求めている。他方で，企業はステークホルダーの利害を考慮して活動を展開する。こうして企業とステークホルダーは利害バランスをとり相互に作用する関係を構築しているのである。

現代の企業経営をめぐるコーポレート・ガバナンスが問題とされるようになった社会経済的背景として，国内外を問わず大企業の不祥事，過剰な投機的行動，経営破綻，リコール隠蔽工作，法律違反などによる国民生活への影響が大きく，経営者の独断的な意思決定に対する監視の必要性が高まってきたことがあげられる¹。例えば，近年では，アメリカ企業エンロン社は，約12億ドルの損失を簿外取引により粉飾決算を行った。ワールドコム社は約40億ドルの利益を粉飾決算により計上した。日本では，三菱自動車のリコー

1 コーポレート・ガバナンスは1980年代にアメリカで活発に論議され，当初，株主の利益保護の観点から経営者・企業経営の監視を目指した活動として展開された。近年ではコーポレート・ガバナンス研究に関して，法学，経営学，会計学，および経済学分野からのアプローチがある。

ル隠蔽、雪印乳業食中毒・雪印食品牛肉産地偽装、カネボウの粉飾決算、ライプドア粉飾決算、JR西日本の列車脱線事故、耐震強度偽装、明治安田生命の保険金未払い、野村證券の男女差別、朝日火災海上保険による労働組合への不当介入・賃金昇格差別など、日本企業においても企業犯罪といえる不祥事が多発している。

企業不祥事が多発し、多様なステークホルダーから社会的にも企業経営のあり方が問題となった。コーポレート・ガバナンス問題は、「『そもそも企業を支配する者は誰か』、『企業はいったい誰のために、またいかに運営されるべきか』といった根本的な問題にまで及んでおり、そうした認識のもとに企業の公正かつ効率的な運営システムを構築していくことが模索されている」（植竹[1999]1ページ）ことを内容としているのである。ステークホルダーとの関連でコーポレート・ガバナンスを捉えると、企業経営の公正性の側面と効率的な経営の側面がある。すなわち、企業不祥事を回避するためのコンプライアンス経営の徹底と株主をはじめとする多様なステークホルダーの観点から企業の持続的発展に関して監視することが必要となる。

したがって、大規模化をともなう近代株式会社の発展は、株式の高度な分散をもたらし、所有者（株主）と経営者（専門経営者）とに機能的な分離をもたらした。そのため、コーポレート・ガバナンスは株式市場に上場する公開株式会社を対象として論議される。この点でコーポレート・ガバナンス問題は、株式会社の発展ともなう巨大株式会社における所有と経営の分離を基底とするのである。また、コーポレート・ガバナンスの対象となる巨大株式会社は社会的存在としての公的側面と私的な営利追求組織としての私的側面をもつとともに、その経営活動を通じて社会に対して影響を与える存在でもある。経営者の基本的役割は、企業の存続・維持をはかることであるが、企業間競争の激化にともなう一連の企業不祥事が表面化し、コーポレート・ガバナンス体制が問題となり、企業経営に対する監視・チェック体制が必要とされるようになった。それとともに、法律遵守、社内ルール・注意義務の

遵守、公正な投資の誘引など企業経営に対する公正・効率的な経営システムの構築、すなわちコーポレート・ガバナンスの実効性が問われ、経営システムの再構築が求められるようになった。

コーポレート・ガバナンスは、コーポレート・パワー(Corporate Power)概念と関連づけて捉える必要があり、コーポレート・パワーを行使するシステムや手法を表現するものである。この権能行使の担い手は会社それ自体、株主、取締役(director)、役員(officer)であり、権能行使者間でコーポレート・パワーが配分されるのである。コーポレート・ガバナンスはコーポレート・パワーのシステムや手法を表現するものである(仲田[2008] 25~28ページ)。

ステークホルダーとの関係を踏まえて、コーポレート・ガバナンスを議論する場合、狭義のコーポレート・ガバナンスと広義のコーポレート・ガバナンスに区別される。狭義のコーポレート・ガバナンスは、株主と企業との関係から論じられる。広義のコーポレート・ガバナンスは、株主も含めたステークホルダーとの関係で論議される。出見世[1998]によると狭義のコーポレート・ガバナンスは「株主・経営者関係と会社機関構造」、広義のコーポレート・ガバナンスは「企業と利害関係者との関係」と規定される。

狭義のコーポレート・ガバナンスは、株式会社制度に関する法律学・経済学の分野での研究と会社支配論に関する経営学分野での研究で展開されることが多い。前者の場合、一例を挙げると、株主の利益保護の観点からエージェンシー理論²に基づき、巨大株式会社と株主との関係における株主利益の追求を目指したコーポレート・ガバナンス改革が論議される。後者の場合、

2 機関投資家の台頭とともに巨大株式会社における「所有と経営の分離」の論議にともしない、エージェンシー理論が展開された。エージェンシー理論では、株主と経営者との関係をプリンシパル(principal: 依頼人)とエージェント(agent: 代理人)との関係として把握し、株主利益の追求を目指してコーポレート・ガバナンス改革が展開された。株主と経営者間の情報の非対称性の存在とそれを補完するためのエージェンシー・コスト問題が扱われ、株主重視ガバナンスが展開されたのである。

佐久間（[2003]19～20ページ）が指摘するように、巨大株式会社における支配主体をめぐって株主と経営者との関係を問題として展開されてきた。

広義のコーポレート・ガバナンスは、広範なステークホルダーと企業との関係をとらえ、企業経営のあり方を主に論じている。広義のコーポレート・ガバナンス論では、ステークホルダー論、CSR論などに基づき、企業とステークホルダーとの関係におけるコーポレート・ガバナンス改革として展開される。

2. コーポレート・ガバナンス改革と社外取締役

1980年代以降、主要先進諸国において、各国の実状にそくしてコーポレート・ガバナンス論議が展開された。わが国においても、大規模な株式会社に対して、経営者がコンプライアンス（compliance）を実行し公正に企業経営を行うためにコーポレート・ガバナンス形態をめぐって立法・実務面での改革が行われた。

経営者を独立的・社外的観点から監視する社外取締役の必要性が1970年代に強調されたアメリカにおける社外取締役に関する経緯をみていこう。1970年代に企業不祥事が多発し、企業の社会的責任に対する社会的関心が高まり、経営者を独立的・社外的観点から監視する必要性が論議された。1973年には、NYSE（New York Stock Exchange：ニューヨーク証券取引所）が上場企業に対し3名以上の社外取締役による監査委員会の構成の明記を上場要件として求めた。それ以降、過半数以上の社外取締役により構成される監査委員会あるいは社外取締役のみにより構成される監査委員会がアメリカの大企業に定着することになった。1980年代以降、社外取締役を取締役会の半数までに増員し、経営者と利害関係を持たない独立の社外取締役が選任されることになった。近年では、指名委員会、報酬委員会、および監査委員会は、全て社外取締役により構成されている。

近年、わが国においても社外取締役を選任する企業が増加している³。日本経済新聞の調査（「日本経済新聞」2007年11月7日付朝刊）によると全国の証券取引所に上場する企業のうち2007年6月末までに開催された株主総会で社外取締役を選任した企業は1545社となっており、全国上場企業全体の39%を占めている。社外取締役を選任した企業は、2006年に比べ126社増となっており、社外取締役を増員した企業も121社となっている。社外取締役を選任している企業のうち71社は委員会等設置会社である。委員会等設置会社に移行した企業は253社であり、廃止した企業は127社となっている。新たに選任された社外取締役の経歴は、社長経験者、弁護士などが多くなっている。社外取締役は投資家や株主の声を代弁する機能を担っている。議決権行使助言会社の一部が買収防衛策を導入した企業に対し、社外取締役を2名以上置くように求めることもその要因でもある。社外取締役を新設した253社のうち、JFEホールディングス、住友金属鉱山など28社が買収防衛策を導入している。

近年では、社外取締役を選任する企業が増加しており、コーポレート・ガバナンスにおいて社外取締役の役割が期待される傾向がある。

3．巨大株式会社における株式所有構造

現代株式会社の所有構造を概観していこう。株式会社の発展は、株式発行の増大により所有と経営が機能的に分離するとともに、株式所有の分散化と少数の大株主への集中をもたらし、株式所有の二極化をもたらした。現代の巨大株式会社の株式所有構造は、個人株主レベルでの株式分散化と少数の非個人株主への株式の集中化という二極化をともなうのである。

アメリカ企業の株式所有構造の変化をみておこう（図2）。近年、株式所有の機関化現象が顕著になっており、主要株主が個人株主から非個人株主へと移行している。非個人株主である年金基金、銀行、保険会社、投資会社な

3 2001年12月に社外取締役育成の観点から日本取締役協会が発足している。

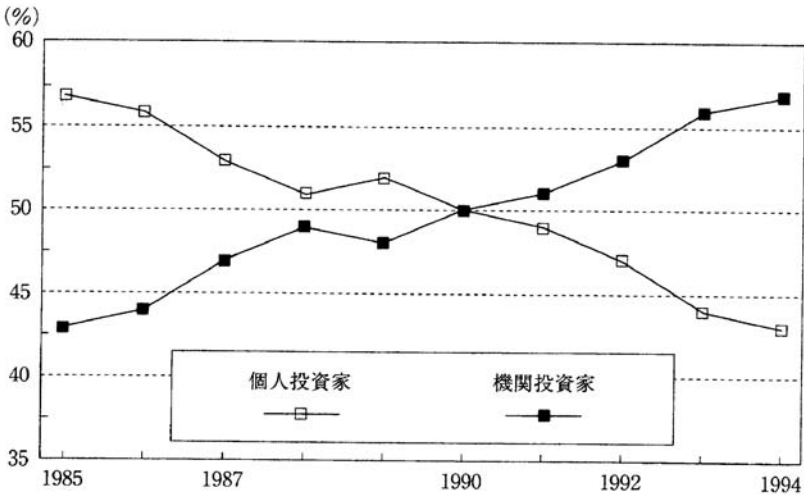


図2 アメリカ最大1000社における個人投資家と機関投資家の株式保有比率

出所) Michael Useem [1996] *Investor Capitalism How Money Managers are Changing the Face of Corporate America*, Basic Books, p. 26.

どの機関投資家の株式所有比率が増大し、株式市場において機関投資家が台頭してきた。一方で機関投資家が公開会社の株式所有を増大し、公開会社の持株比率を増大しており、他方で個人投資家の持株比率が減少している。アメリカにおける株式所有構造は、株式所有の機関投資家への集中・拡大を特徴とする。

20世紀のアメリカの株式所有構造について、ホーリーとウィリアムズは次のように特徴づけている(Hawley and Williams[2000])。1920年ごろまでは、家族・同族など一部の富豪が株式を所有し、所有者としての権利を行使していた時期である。1920年代から50年代までの時期を専門経営者が登場し、経営者資本主義と特徴付けられる。1950年代以降、個人的な株式所有から機関所有に移行している。

株式の分散化にともなう持株比率に対応した会社支配の様式をみておこう。会社支配とは1株1票原則の下で株式所有構造に基づき、会社の取締役

会の構成を決定する権能を表し、取締役の選任を通じて会社の業務に対する議決権上の優位性を確保することである。すなわち、会社支配は、特定の株主に所有機能を与える構造的関係である。支配者は会社業務に対する議決権の行使や株主総会において取締役会の構成を決定する権能をもつのである。

株式の分散化による単独最大株主の持ち株比率の低下に対応して支配様式をつぎのように分類することができる。完全株式所有（単独最大株主の持ち株比率が発行済み株式・議決権株の80%以上を保有）、過半数支配（80～89%）、少数支配（50～79%）、有力株主不在の支配いわゆる「経営者支配」（単独での持ち株が10%未満で会社を支配するには十分な株式を所有する個人あるいは機関が存在せず、現存の経営者が実質的に支配する）のように株式分散が進むことによって支配様式が推移するのである。

現代においても、株式会社が大規模化するに従って、個人株主の分散化と機関株主への株式の集中化が進んでいる。すなわち、個人的システムから非個人的システムへの移行が進展しているのである。非個人的システムは、単独で少数支配を実現できる10%以上の株式を所有する株主がいない巨大株主会社にみられる。トップ20大株主（日本では10大株主）は単独では少数支配を実現できる10%以上の株式を所有していないが、いくつかの株主が連合すれば、集合的に10%を超える株主権を行使し、ある種の少数支配の達成も可能となる⁴。

したがって、巨大株主会社と株主との関係に着目すれば、個人的システムから非個人的システムへの移行、すなわち所有と経営の分離にともない経営者の行動を株主の利害に合致したものとしていくシステムおよび経営者に対するチェック・モニタリングシステムの構築が求められてきたのである。

4 日本における株式所有構造の特徴をあげると、個人投資家から非個人株主への移行、すなわち、株式所有の法人化、法人間におけるマトリクス状の株式持合、法人株主の株式保有動機の特異性・長期安定的株式保有、株式持合ネットワークにおける大銀行の中心的役割（メインバンク・システム）などがあげられる。

4. 会社支配論と社外取締役：会社間関係のパースペクティブと会社支配論

(1) 株式所有と経営者支配

近代株式会社における経営者の権能・支配主体に関して、バーリ (A. A. Berle) とミーンズ (G. C. Means) による『近代株式会社と私有財産』 (*The Modern Corporation and Private Property*) の刊行以降、経営者支配論が展開されてきた。

バーリとミーンズによる経営者支配論を概観しておこう⁵。バーリとミーンズは、1929年におけるアメリカの資産額上位の非金融会社200社の株式所有比率と会社支配の実態調査に基づき、44%の会社(資産割合58%)が経営者支配となっていることを主張した⁶。彼らは、調査結果に基づき、「アメリカにおける巨大会社の株式所有の分散が高度化することにより、これら諸会社の支配に関して新しい事態が出現したことは明らかである。これら諸会社のほとんどの支配者はもはや有力な所有者ではない。むしろ有力な所有者は存在せず、支配は所有から大きく分離して維持されている」(Berle and Means[1932] p.117) と論じている。

彼らは、巨大株式会社における株式の分散について、株式発行の増大にともない株主数の増大と単独大株主の持株比率の低下、顧客持株比率および従業員持株比率の上昇に着目し、所有と支配の分離を論じた(図3)。会社を支

5 トップ・マネジメントによる経営政策の決定に着目した経営者支配論がある。その代表的論者は、ゴードン(R. A. Gordon)とガルブレイス(J. K. Galbraith)である。ゴードンは「会社の経営担当者が今日の会社におけるビジネス・リーダーシップ行使に関して、主たる責任をおっている。このことが真実である限り、リーダーシップと所有とはほとんど異なる人の手中にあるということに疑いはない」(Gordon[1948]p.45.)と指摘しており、株式所有構造に規定された構造的な関係として支配を捉えるのではなく、経営管理職能の観点から経営者のビジネス・リーダーシップを重視して支配論を展開している。

6 バーリとミーンズは単独最大持株比率の20%以下を経営者支配としている。また、会社の経営者を取締役会の構成員であるものと定義している。

配するために十分な株式を所有する単独株主が存在しなくなり、経営者支配が成立する。経営者はその地位を利用して株主総会の議決に影響を与える小株主の委任状を集めることにより、時期取締役を事実上指名できる経営者は株式所有に基づかずに取締役の選出や会社の最高方針を決定という実効的な権能を行使できることになる。

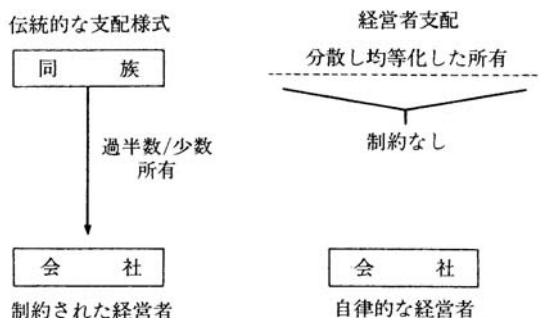


図3 会社支配の様式

出所) ジョン・スコット, 仲田正機, 長谷川治清[1993年]『企業と管理の国際比較 英米型と日本型』中央経済社, 8ページ。

したがって、支配株主が保有する議決権株式をどの程度の比率で所有しているかということ、および分散化し均等化した株式所有構造に基づき、経営者の自律性の確保を主張したのである。社外取締役の選任に関しても、経営者の自律性の確保に基づき、社外からの情報収集と企業環境の探查手段として行われると考えられる。

(2) 経営者支配論の現代的展開と社外取締役

バーリとミーンズが主張した経営者支配論を継承し、展開された経営者支配論、すなわち「制約された経営者支配(constrained management control)」論を検討していこう。経営者の権力は企業組織の戦略的地位を確保することにより行使されると主張した E.ハーマン(E. Herman)の研究があげられる。

ハーマンの研究に先行して展開された研究、アメリカにおいて取締役兼任が頻繁に行われていることに着目し、取締役兼任制を調査したP.C. ドーリー (P.C. Dooley) の研究 (Dooley[1969]) を紹介しておこう。ドーリーは、経営者支配論に依拠し、取締役兼任制が会社内部、すなわち取締役会の構成に制約的な影響を与えることを論じた。1965年の取締役兼任制の調査に基づき、経営管理を行う際に金融家、地域の利害、および競争者の制約的な影響の存在を考慮する必要があることを指摘している。ドーリーは制約的な影響の存在を利益集団に見出しているのである。

経営者支配は直接的に測定されえない質的な問題であるとし、経営者支配は株式所有構造によって測定されるのではなく、オフィサー (officer) を兼ねる取締役の比率によって測定されると指摘している (Dooley[1969]p. 316)。すなわち、会社支配の源泉を株式所有比率に求めるのではなく、取締役会の構成に求めているのである。また、社外取締役によって行われる取締役兼任制を通じた制約的な影響の存在を指摘している点は、これ以降の研究に影響を与えていると考えられる。

ハーマンは、1930年代以降、株主構成における機関の持株比率が増大したことを踏まえた上で、支配概念を企業の経営政策を決定する権能と定義し銀行支配論を展開したコッツ (Kotz, D.M. [1978]) の支配概念を継承しつつ、巨大株式会社のコーポレート・パワー行使の現実を捉えようとした。機関株主の持株比率は、保険会社、年金基金、銀行などの金融機関の株式保有に加えて、諸個人から抛出された銀行信託口座、保険証券、年金基金の株式も含められる。その結果として金融仲介機関が大量の資本を動員することによりもたらされた。株式所有者としての巨大金融機関の重要性を理解し、経営者支配論を展開したのである。ハーマンが展開した経営者支配論は、会社間関係を重視するとともに、巨大株式会社の経営者の自律性に与える影響を踏まえて経営者支配論を現代的に捉えようとしたのである。すなわち経営者支配論を再構築し、「制約された経営者支配」論を展開したところに特徴があ

る。

ハーマンによる支配概念をみておこう。ハーマンは、「文字どおりの支配 (literal control)」と「制約力(power to control)」とを区別している。「文字通りの支配」は、「会社の重要な意思決定を行使する権能」をさし、株式会社の最高執行役(top executive)を任命・解任する権能を含んでいる。「制約力」は特定の意思決定に関する選択を制限する権能、人事上の決定を拒否する権能を表している。このような支配と制約の区別は、現実的権能(active power)と潜在的権能(latent power)との区別に規定される(Herman[1981] pp.19-21)。

現実的権能は、企業の内部組織におけるトップの内部経営者により行使されるオフィサーの選任および戦略的意思決定を行使することであり、支配と結び付けられる。潜在的権能は、銀行、他の機関投資家、株式所有、信用供与、融資などに基づいて行使される。制約は潜在的権能に基づいて行使されるのである。

支配力の源泉として持株比率より戦略的地位・戦略的職位 (strategic position) を重要視し、会社支配の基礎を戦略的地位に求めた。戦略的地位とは、個別会社内における地位とその役割をさしている。戦略的地位を占有するものは会社における戦略的意思決定を担うことができ、会社支配の担い手となる(Herman[1981]p.17.)。戦略的地位を占有することにより、現実的権能を行使できる。具体的には内部経営者とくに業務担当取締役および上級執行役 (officer) が支配主体となる。

株が高度に分散化した巨大株式会社において、一般的に株主が経営者の解任を直接的に脅かす存在ではないと把握し、債権者や機関投資家の権能は、現実的というよりむしろ潜在的なものとなり、制約システムの一部を構成する。すなわち、潜在的権能が制約の背景にある。潜在的権能の行使者としての外部者・社外取締役は、トップ・マネジメントの内部経営者をサポートする一方で、しばしば外部利害を代表するものとなる (Herman[1981]pp.

22-23.)。

したがって、現代の巨大株式会社において内部経営者はその戦略的地位に基づき、会社の重要な意思決定の行使、取締役選出、および社外取締役選出の権能を有している点に経営者支配が成立する。また、調査に基づき経営者支配の会社が趨勢を占めていることを指摘している。その一方で、所有者利害により経営者支配が制約を受けている。すなわち、上述した金融機関の台頭によって経営者の自律性が減少し、内部経営者は外部からの制約力をうけ、会社の主要意思決定、すなわち戦略的意思決定を行わざるを得ない(図4)。ハーマンは巨大株式会社の支配形態に関して「制約された経営者支配」として論じられるべきであると主張したのである。

支配の形態	背景にある権能の形態	権能を行使する主体
文字どおりの支配 (literal control)	現実的権能 (active power)	主導的な内部経営者 (取締役を含む最高経営幹部)
制約力 (power to constrain)	潜在的権能 (latent power)	社外取締役 大株主、機関投資家

図4 制約された経営者支配の一般的モデル

出所) 細井浩一[2006]『コーポレート・パワーの理論と実際』同文館、16ページに基づき修正。

制約された経営者支配における社外取締役の機能に関する論点をみていこう。トップ・マネジメントのレベルでの兼任関係について、次のような指摘がある(Herman[1981]pp.129-149.)。銀行や他の金融機関は非金融会社

7 オフィサー兼任(officer interlocks)が社外取締役によって担われる取締役兼任より重要であると指摘している(Herman[1981]p.198.)。なぜなら、内部取締役(業務担当取締役)はトップのオフィサーも兼ねているため、重要な意思決定を行う場合、社外取締役はほとんど権能を行使できないからである。オフィサー兼任は重要な意思決定と制約力・権能の行使に重要な関係をもつことになる。

の取締役会や重要な委員会に取締役を派遣している。非金融業上位200社のうち、7%が投資銀行から、31%が商業銀行から、47%が金融機関から社外取締役を選出している。巨大会社の取締役会に銀行を代表するような取締役が選出される場合、両社間の事業上の結びつき強化することになる。このような社外取締役は潜在的なパワーを備えているが、両社間の取締役兼任は、相互に信用を高め、互恵的な取引上の関係を強化するために行われるのである。また、機関投資家の行動について、機関投資家は会社支配にあまり関心を持たず、ウォール・ストリート・ルールに基づいて行動する。そのため機関投資家が会社支配の主体となることはまれである。

ハーマンによれば、社外取締役による取締役兼任は直接に支配関係を表すものではなく、互恵的でありかつ制約を行使する結びつきを表すに過ぎないのである。

(3) 所有者支配論の現代的展開と社外取締役

ハーマンが論じる金融機関の台頭、金融機関による株式所有が経営者の自律性に制約を与えるのではなく、株式所有に基づき金融機関が直接的介入や支配するという事実認識に基づいて、所有者支配論として会社支配論を展開したジョン・スコット(John Scott)の研究を検討していこう。

スコットは、株式所有に基づく会社支配とマネジリアリストが論じる支配、すなわち経営者による戦略的意思決定の権能とを区別している(Scott[1988] 34ページ)。支配とは特定の株主に所有機能を与える構造的関係である。支配者は会社業務に対する議決権の行使や株主総会において取締役会の構成を決定する。他方で、支配構造によって制約される意思決定権の行使を Rule として表現している。Rule とは会社に置ける事実上の意思決定権の行使を意味している。事実上、経営者は支配者と被支配者とから構成されており、支配構造に基づく制約の範囲内での意思決定権を行使しうるのである。

スコットは、株式所有構造をめぐって、会社間ネットワークのパーспек

タイプを導入し、会社支配論の再構築を展開した⁸。巨大株式会社における高度な株式分散に着目し、会社間関係のパースペクティブにより株式所有と会社支配の問題を再検討した。スコットは、ハーマンと同様、会社間関係が会社支配に与える影響を重視したが、ハーマンの主張とは異なり、所有者支配論を展開したのである(Scott[1986])。

現代の巨大株式会社の株式所有構造は、金融仲介機関の株式保有が増大しているが、個別の大株主が単独で会社を支配するに足る所有比率を有していないほど株式が分散化している。支配様式において、経営者支配あるいは有力株主不在と分類される状況における会社支配の実態を検討している。最大株主が単独持株比率10%以下の株式所有状況を考察し、「利益星座状連関を通じた支配(control through a constellation of interests)」の様式を論じているのである。

利益星座状連関を通じた支配とは、英米の巨大株式会社において、単独では過半数支配あるいは少数支配を実現できない状況、すなわち有力株主不在の状況で経営者支配が成立すると理解される状況において個別利害に基づく一時的な株主連合あるいは不安定な株主連合によって、支配を行使できうる支配様式である(図5)。非個人的システムにおいて、利益星座状連関を構成する株主は、ほとんどが非個人株主である機関株主となっている。それぞれが株主総会において議決権行使をめぐる連携することにより、会社支配は行使される。個別株主は、利益星座状連関を通じて、会社業務に対する議決権の行使や株主総会において取締役会の構成を決定するのである。したがって、このシステムでは取締役会は個別の単独株主からは自律性を確保できるが、支配主体は利益星座状連関(いわゆる株主連合)による会社支配が行

8 株式所有構造の分析には、個別会社が含まれているような複雑な構造をともなった会社間ネットワークに焦点をあて、株式所有関係の全体的なパターンを考慮に入れなければならない。量的に等しい株部式所有比率は、その企業を含む会社間関係のネットワークに応じて質的に異なった重要性をもつとザイトリン(M. Zeitlin)は指摘している(Zeitlin[1974] pp.1097-1099.)

われるとみなされるのである⁹。

アメリカにおける上位252社の会社支配状況では、利益星座状連関を通じた支配に分類される会社が多くなっている（表1）。この分析に基づき、制約された経営者支配は支配の重要な特徴を把握しているが、大規模で有力な金融仲介機関が制約を行使する事実を明らかにしていないことを指摘してい

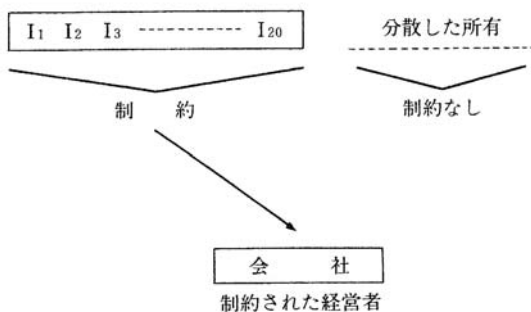


図5 利益星座状連関を通じた支配様式

出所) ジョン・スコット・仲田正機・長谷川治清[1993年]『企業と管理の国際比較
英米型と日本型』中央経済社、10ページ。

る。また、利益星座状連関に属する金融仲介機関は取締役会に代表者を出し、戦略的意思決定に積極的に関与する傾向があることも指摘している（Scott [1986] p.148）。

非個人的システムにおける利益星座状連関を通じた支配の状況において、最大級の株主、現代では主に機関株主は、一種の株主連合を通じて所有者支配を行使することができるとともに、経営者の自律性に対して制約的な影響を与えることができるといえよう。

9 スコットによると(スコット[1993]36～37ページ)、会社の日常業務は議決資本(voting capital)の分布に由来する潜在的な権能に依存している。このような潜在力は、取締役の選任を規定する制約構造に表されるとともに、潜在力が現実化される可能性はいつでも存在するのである。

表1 アメリカにおける上位252社の会社支配（1980年）

支配様式	支配者の類型					合計
	個人	法人		混成	その他	
		アメリカ	外国			
過半数支配	2	1	4	0	0	7
共同的過半数	0	0	0	1	0	1
安定的少数	10	5	0	1	0	16
限定的少数	16	15	0	0	0	31
共同的少数	1	0	0	1	0	2
未詳の少数	3	1	0	0	0	4
相互会社	-	-	-	-	11	11
利益星座状連関	-	-	-	154	-	154
不明	-	-	-	-	26	26
合計	32	22	4	157	37	252

出所) John Scott [1986] *Capitalist Property and Financial Power*, Wheatsheaf Books, p.139.

取締役兼任制を通じた社外取締役の機能についてみていこう(Scott and Griff [1984])。取締役兼任制は会社間の株式所有から相対的な独自性を有すると指摘した上で、個別会社意思決定に関連して、取締役の行動および態度は株式所有や取締役兼任の構造における位置によって形成されると論じている。すなわち、利益星座状連関は会社支配を行使する支配力あるいは潜在的パワーを有しているだけでなく、利益星座状連関によって形成される会社間ネットワークの構成会社の意思決定に制約条件として作用する。社外取締役、特に兼任取締役によって形成される取締役兼任ネットワーク、イギリスでは銀行を中心とした影響圏 (bank-centred spheres of influence) が形成され、個別会社の意思決定に構造的制約条件として作用するのである。

企業間の人的ネットワークにおいて、兼任取締役を選任することは個別会

社が結び付けられるとともに経済全体にわたって張り巡らされる取締役兼任ネットワークの形成をもたらし、経済における支配力の行使は諸会社における兼任取締役の選任を通じて広範にわたる取締役兼任制の構造に埋め込まれるのである（Scott[2001]pp.47-48）。取締役兼任制と会社における意思決定に関して、「取締役たちの行動と態度は、株式所有や兼任関係の構造における彼らのポジションによって特徴づけられる。そして、そのことが会社の意思決定に与える影響を調査すること、さらに取締役が彼らの行動決定に際して、その影響をどの程度自覚しているかについて検証することが重要である」（スコット[1993]17ページ）。

したがって、仲田（仲田・細井・岩波[1997]19ページ）が指摘しているように取締役兼任の機能の経営学的な意義を解明するために、取締役兼任制は個別会社トップ・マネジメントが担う戦略的意思決定のいずれかの分野に何らかの影響を与える性格をもっている点であり、取締役兼任によって連結されている複数の企業相互間にトップ・マネジメント機能の作用圏が存在している点が重要となるのである。

以上のように、現代の会社間ネットワーク構造はコーポレート・ガバナンス改革における社外取締役の機能に関連するのである。

5．機関投資家とコーポレート・ガバナンス

機関投資家の台頭ともなう、機関株主の行動について若干検討しておこう。従来、機関投資家はウォール・ストリート・ルールに基づき、投資対象会社の株主総会において会社提案を支持する、あるいは業績が向上しない場合、議決権を行使するのではなく、株式を売却することにより問題を解消するとみられてきた。しかしながら、アメリカでは1974年のエリサ法（ERISA: Employee Retirement Income Security ACT）の制定により、年金基金の管理・運用の受託責任が問われることになった。受託者責任には、株主総会で

の議決権行使が含まれており、年金基金は年金加入者の立場から議決権行使行動を行わなければならなくなった。また、アメリカの株式所有のうち年金基金の所有比率は1970年には9%であり、90年には27%に増大している。モダン・ポートフォリオを行う年金基金の所有株式増大により、保有株を市場で大量に売却することは、株価の急落を招き、運用上の損失を招くことになる。それゆえに、年金基金は議決権行使行動をとらざるを得なくなった（佐久間[2003]169～170ページ）。

一方で、依然として、サイレント・パートナーとして行動、あるいはウォール・ストリート・ルールに基づいて行動する機関投資家は存在するであろう。他方で、アクティビスト（activist）と称される行動的な機関投資家も台頭している。その代表的な機関として公的年金基金であるカルパース（CalPERS: The California Public Employees' Retirement System）があげられる。アクティビストとしての機関投資家は、議決権行使や株主提案権の行使だけでなく、投資対象企業の経営活動を常時監視し、改善を求める行動をとる。この機関投資家と会社との関係の変容は、リレーショナル・インベスティング（relational investing）となって現れているのである。1990年代になり、議決権行使を行うアクティビストが増加し、社外取締役の選任、業績低迷企業のCEO解任動議の提案など活動が活発化した。カルパースの一例を挙げると、GMから分離したEDS（Electronic Data Systems）の業績低迷に対して、カルパースは株主総会でCEOと取締役会会長職の分離案を提案し、多くの機関投資家がカルパース案に同調した行動をとった。

また、イギリスにおける機関投資家、特に年金基金の行動に関して次のような指摘もある（スコット[2005] 51～58ページ）。イギリスでは、政府や証券取引所は、年金基金に対して行動的株主として投資対象企業に対する制約者であるだけでなく、会社支配の行動的参加者となるよう促してきた。機関のファンド・マネジャーが年金基金の議決権行使を通じて経営上の方針に介入する場合、支配的な星座状連関の中の特定の株主間で一時的な提携が生じ

る。このような提携がコーポレート・ガバナンス問題の追及において主導的役割を担ってきた。

公的年金基金をはじめとした機関投資家には受託者責任があるため、投資運用に第一義的な関心を持たざるを得ないが、SRI (Social Responsibility Investment : 社会的責任投資) を積極的に展開し、株主意識として広範な経済的・社会的所有への意識転換、すなわち広義のステークホルダー共有型システムを指向する機関投資家も存在する。

結びにかえて

高度に株式が分散化した巨大株式会社を対象とするコーポレート・ガバナンス問題について、現代的に展開された会社支配論を社外取締役の機能に関連付けて検討してきた。ハーマンは戦略的地位の占有が支配の源泉であり、内部経営者の意思決定に対する制限要因として外部・社外取締役の機能を把握した。スコットは非個人的システムへの移行にともない利益星座状連関を通じた支配が典型的な支配様式となることを論じ、取締役兼任制が戦略的意思決定への制約条件として作用していると指摘したのである。

株式所有構造における機関投資家の台頭にともない、カルパースの事例にみられるように機関投資家が社外取締役を送り込むことにより、監視機能を高めている事例もある。スコットが論じたように年金基金など諸機関により形成される利益星座状連関を通じて株主の観点から会社支配および潜在力は議決権行使・株主提案権行使をともない現実化する可能性があり、社外取締役により構成される取締役兼任のネットワーク構造がトップ・マネジメント機能に対する制約条件として作用するといえよう。

以上のように社外取締役の機能を考察する際、組織間関係のパースペクティブに基づく会社間ネットワークのアプローチによるコーポレート・ガバナンス研究を展開する意義があると考えられる。コーポレート・ガバナンス研究を

展開する上で、社外取締役の独立性に関する検討とともに取締役兼任を通じた社外取締役が戦略的意思決定に果たす影響の考察を今後の課題としたい。

本稿執筆にさいして、文部科学省科学研究費補助金基盤研究(B)課題番号18330085の補助金が用いられている。

参 考 文 献

- Berle A. A. and G. C. Means [1932] *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan Company. (北島忠男訳[1958]『近代株式会社と私有財産』文雅堂。)
- 出見世信之[2004]「CSR とステイクホルダー」谷本寛治編著『CSR 経営：企業の社会的責任：企業の社会的責任とステイクホルダー』中央経済社，35～50ページ。
- 出見世信之[1998]「コーポレート・ガバナンス論争の背景とその意義」坂本恒夫・佐久間信夫編著『企業集団とコーポレート・ガバナンス』文眞堂，1～23ページ。
- Dooley, P.C. [1969] “The Interlocking Directorate”, *American Economic Review*, No.59, pp.314-323.
- Dravis, B.F. [2007] *The Role of Independent Directors after Sarbanes-Oxley*, ABA.
- Gordon, R.A. [1948] *Business Readership*, Brookings Institution. (平井泰太郎・森昭夫訳 [1954]『ビジネス・リーダーシップ』東洋経済新報社。)
- Hawley, J.P. and A. T. Williams[2000] *The Rise of Fiduciary Capitalism: How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic*, University of Pennsylvania.
- Herman, E.S. [1981] *Corporate Control, Corporate Power*, Cambridge University Press.
- 細井浩一[2006]『コーポレート・パワーの理論と実際』同文館。
- Kotz, D.M. [1978] *Bank Control of Large Corporations in the United States*, University of California Press. (西山忠範訳[1982]『巨大企業と銀行支配』文眞堂。)
- 仲田正機[2008]「コーポレート・ガバナンス改革の位相」鈴木幸毅先生古稀記念論文集刊行委員会編『企業社会的責任の研究』中央経済社，25～38ページ。
- 仲田正機・細井浩一・岩波文孝[1997]『企業間の人的ネットワーク：取締役兼任制の日米比較』同文館。
- 佐久間信夫[2003]『企業支配と企業統治：コーポレートコントロールとコーポレートガバナンス』白桃書房。

- ジョン・スコット・仲田正機・長谷川治清[1993] 『企業と管理の国際比較 英米型と日本型』中央経済社。
- Scott, J. [1986] *Capitalist Property and Financial Power*, Wheatsheaf. (現代企業研究グループ訳[1989] 『現代企業の所有と支配』 税務経理協会。)
- Scott, J. [2001] *Power*, Polity Press.
- Scott, J. and C. Griff [1984] *Directors of Industry*, Polity Press. (仲田正機・橋本輝彦監訳 [1987] 『大企業体制の支配構造』 税務経理協会。)
- Scott, J. [1988] “Entrepreneurial Capital in Japan and Britain”, 『立命館経営学』 第27巻第2号, 29～51ページ。
- 植竹晃久・仲田正機編著[1999] 『現代企業の所有・支配・管理：コーポレート・ガバナンスと企業管理システム』 ミネルヴァ書房。
- Useem, M. [1996] *Investor Capitalism How Money Managers are Changing the Face of Corporate America*, Basic Books.
- Zeitlin, M. [1974] “Corporate Ownership: The Large Corporation and the Capitalist Class”, *American Journal of Sociology*, Vol.79 No.5, pp.1073-1119.

