

《特別寄稿》

# 株式会社をめぐる問題認識の整理

小 松 章

## 1 はしがき

株式会社は、現代を代表する企業形態であり、それゆえに経営学においてはもちろんのこと、経済学や法学の分野でも、研究素材として頻繁に取り上げられる。近年では、株式会社は、主に「コーポレート・ガバナンス」をテーマとして論じられている。しかし、コーポレート・ガバナンスをめぐる諸議論を概観するならば、株式会社についての認識は必ずしも一致しておらず、中には表層的な認識に基づいて論を展開しているケースも散見される。

本稿では、「株式会社」をキーワードに、コーポレート・ガバナンス研究における近年の研究傾向を批判的に概観し、大株主の今日の実態を考察したあと、岩井克人の株式会社論への批判を試みる。そして、最後に、筆者自身に寄せられた批判にも答えて、今後の株式会社研究に向けての問題認識の整理の機会とさせていただくことにする。

## 2 コーポレート・ガバナンスと経営倫理の混同

### (1) コーポレート・ガバナンス問題の起源

「コーポレート・ガバナンス」が、株式会社をめぐる近年の最も主要なテーマであることは、周知のとおりである。コーポレート・ガバナンスという概念が使われ始めた当初は、アメリカでも様々な定義づけが試みられ、日本でもこれをどう邦訳すべきかについての議論が見られた。今日では、この言葉が一般に普及するにつれ、定義を付する

こともなくカタカナのまま通用する概念となっているが、このことが、この概念にいつそうのあいまいさを付け加えることになっている。言葉は生き物であるから時流・時代と共に変化することを否定するものではないが、少なくとも学問的な議論を展開するうえにおいては、起源と定義を尊重する必要がある。

コーポレート・ガバナンスの問題は、歴史的には、バーリ (A. A. Berle, Jr.) = ミーンズ (G. C. Means) が提起した「経営者支配論」に由来する。バーリ = ミーンズは、Berle, Jr. A. A. = Means, G. C. [1932] において、アメリカの巨大株式会社においては、財産に対する支配権が所有権から分離する傾向があることを指摘した。具体的には、1920年代のアメリカの非金融巨大企業200社について、支配形態を実証調査し、過半の企業においてすでに「経営者支配」が成立しており、この傾向がますます続くであろうと結論付けたのである。この実証調査の結論自体は、経営学者ならば誰でも知っている知識といってよいが、彼らが実質的に問題としたのは、経営者支配が成立しているという事実よりも、それが将来社会にもたらす影響であった。

株式会社は、もともと所有者である株主の利益のために経営されてきた。経営者支配が成立したからといって、経営者が株主の利益を目的に経営を行うのであれば、そこには何の変化も起こらない。しかし、もし経営者と株主との間に利益の相反があるとすれば、企業そのもののあり方が根本から変わる可能性がある。バーリ = ミーンズは考えたのである。そして、実際、彼らは、巨大株式会社では所有と経営の広範な分離の結果として、

経営者はもはや自己利益を追求できる権力を掌握するにいたり、株式会社が株主の利益のために経営されるという伝統的観念は揺らぎ始めた」と指摘した。

その上で、バーリ＝ミーンズは、経営者支配に対する新しい「社会的規律」の必要性を呼びかけたのである。すなわち、独自の支配権を持つにいたった経営者に対して、従来通り株主の利益を重視する経営を規律づけるのか、それとも、より広範な利害者集団のための経営を規律づけるのか、社会はその方向を選択する必要がある。そして、バーリ＝ミーンズ自身は、後者の立場すなわち株式会社の経営は、所有者のためだけでなく、もちろん経営者のためだけでなく、社会全体に利益をもたらす方向へ規律づける立場を支持したのである。彼らの結論は、次の引用に明確に表れている。

「もし株式会社制度が存続すべきものとすれば、巨大株式会社の『支配』は、社会（community）のさまざまなグループの多様な要求を均衡化し、しかもその各々に私的貪欲よりも公共政策に基づいて所得の流れの一部を割り当てるような、純粋に中立的な技術体へ発展すべきである、ということを考えることができ——実際、このことはほとんど必須とすら見られるのである」<sup>(1)</sup>。

バーリ＝ミーンズの経営者支配論によって提起された、経営者支配へのこのような「社会的規律づけ」の必要性こそが、その後のコーポレート・ガバナンス論へと発展したのである。

はたして、これを受けてコーポレート・ガバナンス論は、大きく言えば、株主権を主張する伝統的理論とステークホルダーの利益を主張する社会志向理論とがそれぞれの立場から議論を展開し、ときに論戦を展開することになった。後者は、バーリ＝ミーンズが支持した立場であると同時に、1960年代のアメリカにおける公害反対運動や1970年代に台頭した社会的責任論の高まりを背景に、ステークホルダー理論として展開された。

一方、前者は、ジェンセン（M. C. Jensen）＝メックリング（W. H. Meckling）が、Jensen, M. C. = Meckling, W. H. [1976]において発表したエイジェンシー理論すなわち経営者は株主の代理人であるという「エイジェンシー関係」を理論的武器に、伝統的な株式会社経営への回帰を主張している。

伝統的な株主権論とステークホルダー理論を対比させた、このようなコーポレート・ガバナンス論の構図は、もちろんきわめて大雑把なものであり、両理論が二律背反の関係にあるという訳ではない。株主権の主張は、ステークホルダーの利害を無視してまで株主利益を要求しているわけではない。株主は株式会社における所得の最終請求権者であり、この最終請求権者としての株主の利益を満たしてこそ株式会社の経営は、必要にして十分といえるのだというのが、主張の本来の趣旨である。一方のステークホルダー理論の主張も、けっして株主利益を排除しようとしているわけではない。あらゆる利害関係者の利益を満たしてこそ株式会社は永続しうるのであり、それによって株主利益もまた満たされると主張しているにすぎない。したがって、少なくとも長期的な視点に立つ限り、両者の間に根本的な対立があるわけではないが、現実の経営は、必ずしもつねに長期的視点に立って行われるほど余裕があるわけでもないし、また経営者自身の地位も長期にわたって安定しているわけでもないから、ときには、短期的な視点から経営者の判断が揺らぐこともある。そこに、議論の決着がつかない現実的な理由があるのであろう。

ともあれ、コーポレート・ガバナンス論は、上述のように、経営者支配の下に置かれた巨大株式会社の経営を社会がどう規律づけるかという、現代株式会社のあり方を問う理論的問題として起こったのであり、その限り、議論はどこまでも純粋に「現代社会における株式会社の新しい制度設計」の問題として論じられる必要がある。

## (2) 企業不祥事と経営倫理

ところが、今日のコーポレート・ガバナンス論

には、全く次元を異にする問題が入り込んでしまい、コーポレート・ガバナンス論が歪められるにいたっている。それは、経営者の「倫理問題」である。

今日の日本で、多くのビジネスパーソンに、コーポレート・ガバナンスの定義を問うてみるならば、おそらく「企業や経営の不幸事を防ぐ問題」という回答が戻ってくるであろう。

確かに、バーリ＝ミーンズも、経営者が自分たちの私的利益を追求する可能性を懸念した。経営者が目指す可能性のあるものとして、バーリ＝ミーンズは「自己利益、名声、権力、専門的熱意に対する満足」などをあげている。経営者がこれらに貪欲となれば、株主利益は軽視されることになるし、利害関係者（バーリ＝ミーンズの著書には、ステークホルダーという概念は登場しないが）の利益も損なわれる。しかし、バーリ＝ミーンズがあげた経営者の私的利益は、経営者を独自の「経済主体」としてみた場合に、経営者が経済合理性に基づき、あるいは最大幸福追求の結果として選択するであろう功利主義上の私的利益であり、倫理や法律に反した「汚れた私的利益」を想定しているわけではけっしてない。

ところが、実際には、株主利益かステークホルダーの利益かという制度設計上の純理論的な論争とは別に、現実の企業経営の世界で、経営者による不正会計や不正隠しといった犯罪レベルの不幸事が相次ぐことになったため、コーポレート・ガバナンス論は、純粹理論上の問題解決より先に、経営者の不正防止という課題を担わざるを得なくなってしまった。これが決定的となったきっかけは、21世紀に入って起こったエンロンとワールドコムを経営破綻であるといってよいであろう。「最も革新的なアメリカ企業」と評されていたエネルギー商社のエンロンで2001年に不正会計が発覚し、同社は経営破綻した。翌2002年には、全米2位の通信会社ワールドコムにおいても不正会計操作が発覚して、同社も経営破綻した。これをきっかけにアメリカでは、2002年7月末に、全11章69の条文から成る企業改革法（正式名称「上場企業会計改革および投資家保護法」(Public

Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002)、いわゆる「サーベンス・オクスリー法」(SOX法、Sarbanes-Oxley Act))が成立し、「監査人の独立性」「会社の責任」「財務ディスクロージャーの強化」「ホワイトカラー犯罪に対する罰則強化」などが規定された。

そして、日本でも、2005年公布(2006年施行)の会社法において、大会社における「内部統制システムの構築」が義務づけられ、「業務の有効性及び効率性」「財務報告の信頼性」「事業活動に関する法令等の遵守」「資産の保全」への努力義務が課せられた。さらに2006年には「証券取引法」が改正・改称されて「金融商品取引法」が制定され、上場会社における「財務報告に係る内部統制」が規定されるにいった。

アメリカのSOX法および日本の二つの法律における「内部統制」の規定は、いずれも経営者にその遂行責任を課している点で、「コーポレート・ガバナンス」の実効性を確保するためのものと位置づけられている。この場合のコーポレート・ガバナンスとは、その中に「法令の順守」(compliance)を含みつつも、同時に全体が、広い意味での「法令の順守」に内包される性格のものである。なぜならば、これらの法規定は、内部統制の責務を経営者が果たせない場合には、法的に罰則を科するという形で規律づけを行っているからである。

しかし、「法があるから、罰則があるから守る」という基準で経営者が行動した場合には、確かに犯罪の抑止にはつながるであろうから、法令の順守という意味でのコーポレート・ガバナンスを満たすことにはなるかもしれないが、株式会社の制度設計というコーポレート・ガバナンス本来の趣旨からすれば、真の解答は全く空白のままである。

要するに、現実の不幸事に対応するためのコーポレート・ガバナンスは、当初の議論における内容と異なって、経営者に不正をさせないための法的仕組みという意味合いが色濃くなる。経営上の不正を防ぐことは、確かに、株主利益や諸ステークホルダーの利益が損なわれることを防ぐことでもあるから、「経営者支配」を規律づけるという

意味では同じであるが、少なくとも株式会社の制度設計という視点からは大きく遠のいている。経営者の倫理観念の低下を視野に入れて制度設計をする意図は、バーリ=ミーンズを初め、初期のコポレート・ガバナンス論にはなかったことである。現実には、経営不祥事が起こる以上、考えざるを得ない問題ではあるが、理論的に厳密にいうならば、「法令順守」はコポレート・ガバナンスとは、ひとまず切り離して考えるべき問題である。倫理観念が低下している世界では、いかに法制度や罰則を強化したところで、網の目をくぐろうという悪意がある限り、制度は無意味となる。経営者の不正に対しては、それをいかに制度的に防ぐかという対処策のほかに、経営者の倫理をいかに高めるかという倫理・社会教育を別に打ち立てる必要がある。それこそが、より本質的・根本的な解決策なのであるが、それは、コポレート・ガバナンスの問題ではなく、「経営倫理」の問題である。両者を混同して、「コポレート・ガバナンス」の名の下に犯罪防止策を論じている限り、コポレート・ガバナンス本来の目的である「株式会社の制度設計」にとっての生産的な成果は、望めない。

### 3 株主とはだれか

#### (1) 構造概念としての「株主」

株式会社を論じる場合に、出資者である「株主」を抜きにすることはできない。しかし、巨大株式会社における株主は、多様な集団である。これを一律に「株主」として扱っている限り、議論は形式に終わってしまう危険がある。個人企業から合名会社、合資会社、株式合資会社を経て株式会社が生成した企業形態の歴史は、まさに企業制度の進化の歴史であり、株式会社の本質を、この企業形態の制度的進化を抜きにして語ることはできない。その企業形態の歴史から明らかとなる事実には、株式会社に於ける株主は、初めから支配権を有する大株主と支配権に関心を有さない中小株主の2範疇から構成されているということである。株式会社は、株式を発行して広く社会から株主を募り、

出資資本を調達すると説明される。それはその通りであるが、その場合、株式がすべての株主に均等に発行・配分されるという訳ではけっしてない。公募による募集設立の場合であっても、あらかじめ大株主となるべき発起人が存在し、予定調達額を満たすために、残りの不足額を対象に公募が実施されるのである。

出資者が一個人である「個人企業」と異なり、一般に出資者が複数化する機構を有する「会社企業」では、複数出資者の意思を一つの経営意思に統一する必要性がある。株式会社においては、「1株1議決権」の原則に基づいて、多数の株主の意思が一つの経営意思に統一されるのである。政治の世界における投票では、あるいは民主主義を体现する協同組合では、「1人1票」の議決原則が採用され、そこでは個人の多数決によって意思決定がなされる。これに対して、株式会社の「1株1議決権」の原則の下では、個人の議決権は個人の持ち株数に比例する。100株を所有する者は1株を所有する者の100倍の議決権を有し、したがって、100株を所有する株主1人の意思は、1株を所有する株主99人の集合的意思に優位する。そして、株式会社の株式の過半数を所有する者は、多数決によって、株式会社の経営意思を無条件に代表しうることになる。株式会社の議決が「人」ではなく「金に比例した民主主義」と称されるゆえんである。

しかし、そうではあっても、その場合の大株主による意思決定は「独裁」ではなく、あくまでも株主総会において、「1株1議決権」の原則に基づき民主的に決定された結果としての意思となる。大株主が自己の意思を全株主の意思を代表するという形で、あくまでも民主的形式の上に、経営に反映させる仕組みこそが、他の企業形態にはない株式会社固有の意思決定の仕組みなのである。それゆえ、大株主は、自己利益を追求する場合にも、つねに株主を代表する形で発言することができる。つまり、はっきり言えば、株主全体を表す「株主」という仮面をかぶって自己（大株主）に固有の利益を追求できるのである。

この事実を逆に、「株主の意思」とは「大株主



の意思」であって、必ずしも「株主の過半数」の意思であるわけではないということを意味する。ここが重要な点である。「1人1票」の議決の下では、過半数を制した意思は、構成員の過半数の意思として全体を代表するが、株式会社においては、株式の過半数を制した意思は、構成員である株主の過半数の意思であるわけではない。それは、あくまでも株式の過半数を所有する株主だけ（1人であるとは限らないが）の意思にすぎない。

コーポレート・ガバナンスの議論においても、「株主の利益」という概念が頻繁に使用されるのであるが、「株主の利益」という概念は、じつは必ずしも株主全体の利益という訳ではなく、実質的には「大株主」の利益を意味することになる。

とはいえ、当然のことながら、「株主」共通の利益というものは存在する。大株主であれ、中小株主であれ、株主であることにおいて多くの場合、利害は共通する。しかし、だからといって、株主をつねに単一均質の一枚岩的な存在としてみなしてしまうと、株式会社の本質を見失うことになる。結論から言えば、「株主」とは、構造概念であって、それ自体がじつは、いくつかの実体から構成されているということに注意を払う必要がある。

「株主」が構造概念であるという意味は、「国民」が構造概念であるのと同じである。一口に「国民」といっても、それ自体、けっして単一均質の一枚岩的な存在であるわけではない。利害を異にする様々な個人が国民を構成しているのであり、そこには利害の対立すら含まれる。もちろん一方に、「国民」としての共通の利益は存在する。外国との利害対立が起こった場合や、オリンピックなどのナショナリズムをかきたてる国際競技においては、「国民」は一体概念となりうる。「株主」についても同様である。しかし、いずれも、その概念の中身は、様々な実体から構成されているのである。しかも、あえて付け加えるならば、注意すべきは、一方の「国民」は、平等な権利を持つ諸個人から構成される構造概念であるのに対して、「株主」は、上述のように必ずしも平等な権利を持つ株主から構成される構造概念ではなく、権利の大きさを異にする諸株主から構成される構造概

念であるという点である。したがって、その中身・実体は「国民」概念よりも複雑であり、いっそうの注意を払う必要があるのである。

## (2) 機関投資家の変容

株主をたんに「株主」という構造概念だけで扱うことができない最大の理由は、現代の巨大企業においては、株主の中身・実体がきわめて流動化しているからである。バーリ＝ミーンズは株式の広範な分散によって、もはや株式所有に基づく株式会社支配は消滅傾向にあり、それゆえにこそ「経営者支配」が成立していると宣言した。たしかに、今日の巨大株式会社を見るならば、急成長し創立まもない企業においてこそ創業者（一族）の圧倒的な大所有が見られはするものの、創業の歴史の長い企業においては、もはや創業者（一族）の持ち株比率は、支配権を発揮できるほどの高さにはない。創業まもない大企業においても、今後、増資がなされれば、創業者（一族）の持ち株比率は、低下傾向を示すことであろう。

そして、巨大株式会社においては、創業者あるいはその一族の持ち株比率だけではなく、「個人株主」そのものの持ち株比率が低下している。個人株主に代わって、大株主の地位を占めているのは、いわゆる機関投資家である。もっとも、正確に言えば、日本においては、戦後の数十年間、事業会社間での株式の相互保有、いわゆる株式持ち合い現象が見られ、特に6大企業集団と称された「総合企業集団」においては、事業会社どうしの株式持ち合いによって、同一系列の事業会社もが大株主として名を連ねていた。個々の事業会社の持ち株比率は5%から10%程度であっても、同一企業集団（系列）に属する企業の合計持ち株比率は20%から50%超に至る値を示していた。しかし、21世紀に入ってから深刻な不況が続き、株価の長期的な下落が続くと、保有株式の資産価値が低下し、ついには株価（時価）が取得価額を下回って、多くの企業が「含み損」を抱える状態となった。しかも、一方で、国際競争の激化とともに、日本企業は、総合企業集団を超えた戦略的合併を強いられることとなり、総合企業集団そのも

のが存在意義を失うにいたったため、日本企業の大きな特徴でもあった企業どうしの株式持ち合いの解消が、急速に進んだ。

持ち合い解消によって放出された株式の多くは、機関投資家によって保有されるところとなった。もちろん、機関投資家による保有においても、株式の分散は成立している。多くの企業において、最大株主（筆頭株主）である機関投資家の持ち株比率は10%を下回っている。しかし、機関投資家の場合は、個人株主と違って、必要とあれば持ち株比率を上げる資金力を有しており、そこに機関投資家を特有に分析する必要性が潜んでいるのである。

では、そもそも機関投資家とは何か。機関投資家は、その実体が様々であるだけに、厳密な定義はしにくいのであるが、基本的には、受託した資金を運用し報酬を稼ぐ専門の金融機関ということになる。アメリカにおける機関投資家の台頭とその重要性にいち早く注目したのは、バウム（D. J. Baum）＝スタイルズ（N. B. Stiles）であった。彼らは1960年代に、機関投資家の台頭に注目して、機関投資家をアメリカのビジネスの「新興勢力」と位置づけ、個人の財産の大部分が、「銀行」「保険会社」「貯蓄貸付組合」「年金基金」「投資会社」「大学基金」「財団」といった機関投資家によって管理されていることを指摘した。そして、バウム＝スタイルズは、「アメリカ国民にとって、機関投資家の重要性は、いくら誇張しても誇張しすぎることはない」<sup>(2)</sup>と断言したのである。

今日の日本においても、株式市場における機関投資家の重要性は、まさに「いくら誇張しても誇張しすぎることはない」といえるであろう。

そこで、近年の日本の株式会社をめぐる機関投資家の実態を見るならば、状況は21世紀に入って、大きく変容したように思われる。上述のように、大企業どうしの株式持ち合いが崩れ始めた頃、アメリカのヘッジファンドをはじめとする海外の機関投資家の存在がにわかに注目された。それは、海外の機関投資家がサイレント・パートナーとしてではなく、モノ言う積極的な株主として、日本企業に対峙してきたからである。運用益をめざす

必要のある立場からすれば、株価の上昇によるキャピタル・ゲインか配当によるインカムゲインを確保しなければならない。しかし、株式の持ち合いを崩壊させた経済的背景としての長期不況は、当然のこととして、株価上昇を阻むことになる。機関投資家が目をつけたのは、日本企業における内部留保の高さであった。企業の成長を重視する日本企業は、安定配当を標榜し、余裕資金は内部留保に回す傾向にあった。結果として、それが配当性向の低さとして映り、海外の機関投資家の「株主配当を増やせ」という要求の声となった。機関投資家は、自分たちの要求を「株主の声」として主張するから、日本企業の側にも、彼らの要求を「市場の声」と受け止める雰囲気が高まった。こうした雰囲気のなかで、同調化が進み、機関投資家の声を聞くことが市場の声に應えることという理解が一般化して、「株主主権」という掛け声のもとに、コーポレート・ガバナンスをめぐる動きにおいても、アメリカ型の法制度を取り入れる方向が選択された。

しかし、21世紀に入ると、日本企業をめぐる機関投資家の状況は大きく変容した。一つは、すでに言及したエンロンおよびワールドコムの不祥事（それぞれ2001年、2002年）によって、アメリカ型の「株主主権」が疑問視されるにいたったことであり、もう一つは、マスタートラスト制度の導入によって日本企業に対峙する機関投資家の中身が一変したことである。

以下では、海外投資家に代わって新しい機関投資家として表舞台に登場したマスタートラスト信託銀行について、考察を加えておこう。

### (3) マスタートラスト制度

マスタートラスト信託銀行は、機関投資家とはいえ、海外の機関投資家とは、かなり異なる行動様式を有している。

まず事例を見ておきたい。以下に、パナソニック株式会社とトヨタ自動車株式会社の「大株主構造」（上位10大株主の名義と持ち株比率）を掲げる。この2社は、それぞれの創業家である松下家、豊田家の支配が及んでいた企業であったが、今日

## 株式会社をめぐる問題認識の整理

### 資料1 パナソニック株式会社の大株主構造

(2012年3月31日現在 上位10大株主 持株比率合計26.93%)

1	日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	5.42%	(注1)
2	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)	5.20	(注2)
3	日本生命保険相互会社	3.12	
4	株式会社三井住友銀行	2.72	
5	MOXLEY AND CO. LLC (常任代理人 株式会社三井住友銀行)	2.36	
6	パナソニック従業員持株会	2.03	
7	SSBT OD05 OMNIBUS ACCOUNT-TREATY CLIENTS (常任代理人 香港上海銀行東京支店)	1.91	
8	住友生命保険相互会社	1.52	
9	STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY (常任代理人 香港上海銀行東京支店)	1.38	
10	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口9)	1.23	(注2)

(注1) 日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)の所有株式数は、三菱UFJ信託銀行株式会社等が受託している信託業務に係る株式が再信託されたものなど。

(注2) 日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)及び日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口9)の所有株式数は、三井住友トラスト・ホールディングス株式会社等が受託している信託業務に係る株式が再信託されたものなど。

☆当社は、自己株式141,351千株(5.76%)を保有。

資料出所：有価証券報告書

### 資料2 トヨタ自動車の大株主構造

(2012年3月31日現在 上位10大株主 持株比率合計39.65%)

1	日本トラスティ・サービス信託銀行(株)	10.30%
2	(株)豊田自動織機	6.34
3	日本マスタートラスト信託銀行(株)	5.47
4	日本生命保険(相)	3.77
5	ステート ストリート バンク アンド トラスト カンパニー (常任代理人 (株)みずほコーポレート銀行決済営業部)	3.46
6	資産管理サービス信託銀行(株)	2.49
7	ザ バンク オブ ニューヨーク メロン アズ デポジタリ バンク フォー デポジタリ レシートホルダーズ (常任代理人 (株)三井住友銀行)	2.36
8	三井住友海上火災保険(株)	1.92
9	SSBT OD05 OMNIBUS ACCOUNT-TREATY CLIENTS (常任代理人 香港上海銀行東京支店)	1.85
10	(株)デンソー	1.71

(注1) 上記、各信託銀行所有株式数は、全て信託業務に係る株式の総数。各信託銀行所有株式数のうち株主名簿上所有株式数が最も多い名義分は、それぞれ次のとおり。

日本トラスティ・サービス信託銀行(株)(信託口)132,280千株、日本マスタートラスト信託銀行(株)(信託口)139,888千株、資産管理サービス信託銀行(株)(信託A口)17,864千株

(注2) ザ バンク オブ ニューヨーク メロン アズ デポジタリ バンク フォー デポジタリ レシートホルダーズは、ADR(米国預託証券)の受託機関であるザ バンク オブ ニューヨーク メロンの株式名義人。

☆上記のほか、当社が所有している自己株式281,187千株がある。

資料出所：有価証券報告書

では、株式所有面においてはその面影は見られない。それどころか、金融機関による所有が顕著である。

両社の大株主構造から一目瞭然となるのは、マスタートラスト信託銀行の存在である。マスタートラストとは、アメリカで導入された企業年金の

効率的運用のためのシステムであり、「複数の運用機関に分散して委託されている年金資産を特定の信託銀行が一元的に管理し、有価証券の保管・決済、資金決済、キャッシュ・マネジメントを行うとともに、統一的に会計報告を行うサービスである」<sup>(3)</sup>。

日本では、2000年3月に、アメリカのシステムをモデルに、信託銀行が資産管理業務を特定の資産管理専門信託銀行へ再信託し、一元的な資産管理を行うこと（再信託方式による「資産運用」と「資産管理」の分離）が可能となった（日本版マスタートラスト）。ただし、再信託によらないマスタートラストを行うためには、信託銀行が投資一任業務を行えることが必要であるが、現行の投資顧問業法では、信託銀行は投資一任業務を営むことは認められない。このため、日本では、目下、アメリカ型の完全なマスタートラストが解禁されるまで、再信託方式で運用されている。

ちなみに、この日本版マスタートラストの導入によって設立された、一元的な資産管理を行う信託銀行が「マスタートラスト信託銀行」であり、日本では、「日本トラスティ・サービス信託銀行」「資産管理サービス信託銀行」「日本マスタートラスト信託銀行」の3つが設立された（資料3参照）。

大株主という構造からみると、これらマスタートラスト信託銀行は、議決権を保有してはいるものの、実際にそれを行使する例は少ない機関投資家であると考えられる。「考えられる」というあいまいな表現を使うのは、実態がいまだいく分不明瞭だからである。

一般に、日本の機関投資家は、サイレント・パー

トナーに徹する性格が強く、いわゆるボイス行動をとることはまれである。その典型例は、最近の東京電力の株主総会に見られる。東日本大震災によって福島第1原子力発電所における放射性物質の漏えい事故を起こした東京電力株式会社の2012年6月27日開催の株主総会には、3,112人の株主が出席した。特に、筆頭株主である東京都を代表して猪瀬直樹副知事（当時）が出席して4項目の株主提案をなし注目されたが、株主総会では、東京都を含む株主からの提案10項目と議事進行に関する多くの動議がすべて否決された。結果としてみれば、会社が提出した4議案が、原案通り可決され、株主総会の議論は会社原案に何の変更も加えることはできなかったのである。報道などによると、議長を務めた勝俣会長は「（動議または提案に）賛成の方は挙手を願います。反対の方は挙手を願います。反対と認めます」という形で、議事進行を強行したという。「挙手がカウントされていない」という声もあったというが、この事実からは、要するに、会社側は事前に機関投資家から原案賛成の委任状を回収しており、それが当日出席した株主の持ち株総数をすでに上回っていたことが容易にうかがえる。

もともと機関投資家は、基本的に資金運用のために投資しているのであり、運用上のリスクを回

### 資料3 日本におけるマスタートラスト信託銀行

#### 3 グループの状況

資産管理銀行	主な運用機関	契約方式	開始年月
日本トラスティ・サービス信託銀行	りそな信託 住友信託 三井アセット信託	再信託	2000年10月
資産管理サービス信託銀行	みずほ信託 第一生命 朝日生命 明治安田生命 富国生命	再信託	2001年12月
日本マスタートラスト信託銀行	三菱UFJ信託 日本生命 明治安田生命 農中信託	共同受託	2002年4月

資料出所：企業年金連合会 HP (<http://www.pfa.or.jp/yogoshu/ma/ma03.html>)



資料 4 東京電力の大株主構造

(2012 年 3 月 31 日現在 上位 10 大株主 持株比率合計 18.64%)

1 東京都	2.66%
2 東京電力従業員持株会	2.39
3 株式会社三井住友銀行	2.24
4 第一生命保険株式会社	2.22
5 日本生命保険相互会社	2.19
6 日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	1.85
7 日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（信託口）	1.73
8 株式会社みずほコーポレート銀行	1.48
9 SSBT OD05 OMNIBUS ACCOUNT-TREATY CLIENTS（常任代理人 香港上海銀行東京支店）	1.12
10 ステート ストリート バンク ウェスト クライアント トリーティー（常任代理人 株式会社みずほコーポレート銀行決済営業部）	0.78

資料出所：有価証券報告書

避するためにのみ発言する存在でしかない。グリーン・インベスターを標榜することはあっても、投資家である以上、機関投資家は、投資先の経営に深く入り込むような存在ではありえない。新たに 21 世紀になって存在を表した日本のマスタートラスト信託銀行は、議決権も受託している大株主ではあるものの、もともと複数の金融機関の共同出資になる機関投資家であり、投資先の企業経営への関与・介入にはきわめて消極的であると推察される。

日本の株式市場は、大株主の主体が海外機関投資家からマスタートラスト銀行に代わることによって、再び物言わぬ大株主が君臨する方向へ戻り始めたと言ってよい。

#### 4 「法人としての株式会社」論への批判 —— 岩井克人『会社はこれからどうなるのか』を読んで ——

岩井克人 [2003] は、グローバリゼーションによって、日本に導入されたアメリカ型のコーポレート・ガバナンスに疑問を呈した書物である。エンロン事件によって、アメリカ型のガバナンスへの疑問が出始めたものの、株主主権そのものはこれから株式会社をめぐる考え方の主流であり続ける可能性がある現実を読み取り、同書は、そもそも株主主権そのものが法理論上の誤りであり、エンロン事件はその誤りの結果であると主張するの

である。

折からの株主主権への懐疑傾向を背景に、その株主主権を真っ向から誤りであるとする内容の書物だけに多くの読者を得るベストセラーとなったのであるが、展開された理論は、著者の意図とは別に、必ずしも論理的であるとは認めがたい。かえって、多くの読者に株式会社の本質を誤解させる結果となったのではないかと、筆者は憂いる。それゆえ、ここで岩井説の問題点を批判しておきたい。

##### (1) エイジェンシー関係の否定

岩井のコーポレート・ガバナンス論の核心は、以下の引用に最もよく表されている。

「株式会社の経営者は、株主の代理人などではなく、会社の代表機関であるのです。会社がむすぶどのような契約も経営者を通してしかむすべません。会社と経営者のあいだの契約は、したがって、必然的に、経営者の自己契約になってしまうのです。もし経営者が自己利益の追求のみを考えているならば、いくらでも自分に都合のよい契約書を作成することが可能なのです。それゆえ、株式会社における経営者の行動には、一種の倫理性が要求されることになるのです。もちろん、すべての経営者が倫理的であるわけではありませんから、法律によって、倫理的な行動を強制しなければなりません。それが、忠

実義務と注意義務をはじめとする信認義務にはかなりません。それらは、強制法規として、任意法規である契約に優先しなければならないというわけです」<sup>(4)</sup>。

岩井は、株主主権を否定する根拠を、経営者は株主の代理人ではないという点に求める。つまり、エイジェンシー関係そのものを否定している。では、株主と経営者との関係は、どのようなものであるのか。岩井は、株主と経営者との間に、「法人としての会社」を介在させるのである。そして、「株主と経営者との関係」を、「株主と会社との関係」と「会社と経営者との関係」の二面に分けて考える。結論から言えば、岩井は「株主と会社との関係」を「所有関係」においてとらえ、「会社と経営者との関係」を「代表」および「信任関係」としてとらえている。

まず、後者の関係から分析してみよう。岩井は、「株式会社の経営者は、株主の委任を受けた代理人ではなく、会社の信任を受けている信託受託者です」<sup>(5)</sup> という。岩井によれば、株式会社の経営者はそもそも「会社の代表機関」であり、代表者は、会社からの「信任受託者」にほかならない。会社が、自然人ではなく、法律上の人格を付与された組織、すなわち「法人」である以上、法人を代表して意思を表明する主体が必要となることは、岩井の指摘を待たずともなく、「代表」についての従来からの説明であり、そこまでは首肯できる。しかし、厳密に言えば、会社の経営者のすべてが

代表者であるわけではない。経営者を「代表機関」と定義するのであれば、代表権を持たない経営者は経営者ではないということになる。経営者そのものの定義が、岩井説には欠けている。

さらに、経営者を代表者と規定して、その代表者すなわち経営者が会社からの信任受託者であるという岩井の説明は、あくまでも法人一般についての説明である。株式会社は「会社」であり、会社は「法人」である。法人の代表者は、法人の信任受託者である。したがって、株式会社の代表者も、会社の信任受託者である、という論法になっている。

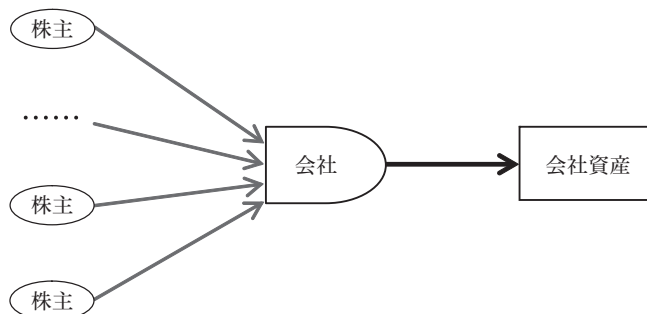
要するに、「会社と経営者との関係」に関する岩井の説明は、会社を法人として見立てた説明に終わっている。必ずしも株式会社の固有の説明にはなっていないことに、注意する必要がある。

次に、「株主と会社との関係」に関する岩井の説を見よう。岩井は、株主と会社との関係においても、会社を「法人」として規定し、株主は法人を所有し、法人である会社は会社資産を所有する関係にあるという。

「……株式会社とは、株主が法人としての会社を所有し、その法人としての会社が会社資産を所有するという、『二重の所有関係』によって構成されているのです。

しかも、この二重の所有関係の中間項となっている法人としての会社は、ヒトの役割とモノの役割を同時にはたしていることを、ここで強

資料5 岩井による「株式会社の仕組み」



資料出所：岩井克人 [2003] 57 ページ，図3より。

矢印は所有を表す。なお、オリジナルの図は縦書き。

調しておかなければなりません。法人としての会社は、本来のモノである会社資産にたいしては、所有関係の主体、すなわちヒトとしての役割をはたしており、本来のヒトである株主にたいしては、所有関係の客体、すなわちモノとしての役割をはたしているのです」<sup>(6)</sup>。

「株式会社とは、株主が法人である会社をモノとして所有し、同時にその法人である会社がヒトとして会社資産を所有するという二重の所有関係によって成立している……」<sup>(7)</sup>。

株主と会社資産との関係を述べるにあたって、岩井は、引用にはないが、株式会社を個人企業と対比している。個人企業においては、企業の財産は、オーナーのものである。オーナーが自由に処分できる。これに対して、株式会社では、会社資産は、株主のものではなく、会社という法人の所有物である。株主が所有するのは、会社資産ではなく、「法人」である。これが、岩井の強調する株式会社の「二重性」である。

## (2) 社団法人としての「株式会社」

しかし、岩井の説には、大きな誤謬がある。岩井はわざわざ図を描いて、「株主」は法人としての「会社」を所有し、法人としての「会社」が「会社資産」を所有すると指摘している（資料5参照）。確かに、個々の株主が会社資産を自由・勝手に処分できないことは事実であり、それは会社資産が法人としての会社の所有に帰するからであるが、法人としての会社それ自体は、けっして株主の「所有対象」であるわけではない。そもそも、株式会社の本質を、「法人としての会社」によって解明しようとする岩井の論理には、初めから無理があるといわなければならない。論理の出発点において、岩井は、個人企業と株式会社を対比させているが、個人企業と対比すべきは、「会社」一般であり、株式会社は会社のさらなる特殊な一形態として、二段構えで把握する必要がある。

個人企業とは、出資者が一個人からなる企業形態を言う。これに対して、出資者が複数からなる

共同出資企業が「会社企業」と規定される。ちなみに、通常は、この会社企業が単に「会社」と略称されるのである。古くは、企業形態論において、会社企業が個人企業と対比されて、「集団企業」と称されたのは、出資者が複数の企業だからである。しかも、ここで重要な点は、「集団企業」における出資者の集団こそが「会社」と規定されるということであり、だからこそ会社は、法律上、人の集合体である「社団」とみなされたのである。合名会社も、合資会社も、そして株式会社も、本質的には、出資者が構成する「社団」であり、株式会社は、特に株式所有者が構成する社団であるから「株式」会社と称されるのである。つまり、株式会社とは、株主集団が構成する会社（社団）であり、この株式会社（株主の社団）が経営する企業が、株式会社企業（いわゆる株式会社）にほかならない。

そして、「会社」という社団は、自然人とは異質の組織であるから、法人格が付与され、「社団法人」となる。会社は営利を目的とする社団であるという意味から、会社に法人格を認めた法律は、会社を「営利社団法人」と規定することとした。株式会社は、株主が構成する営利社団法人であり、繰り返すならば、この営利社団法人としての株式会社が経営する企業の形態が、株式会社企業なのである。

ここまで述べれば、明らかであろう。株式会社とは、株主が構成する社団法人を意味するのであり、その場合、株主は法人である会社の「構成員」であって、法人である会社を「所有」しているわけではない。

さらに、株式会社は、社団法人であるがゆえに、代表者を必要とする。ただし、「株式会社」（株主の社団）が営む企業（株式会社企業、いわゆる株式会社）では、資本を広く社会的規模で調達できるところから、信用が確立し、株主が「無限責任」負担から解放されるため、経営機能を株主以外の専門家に委任することが可能となる。否、たんに可能となるだけではない。規模が大きくなると、経営が複雑化し、専門家への経営委任が不可避・必然となる。株式会社企業では、まさに株主（所

有者)と経営者の分離が不可避となるのであるが、その場合、株主集団である社団としての「株式会社」の代表権も経営者に委ねられることになる。その結果、経営者は「株式会社」のために、忠実義務と注意義務を負うのである。経営者が「株式会社のため」という場合の「株式会社」とは、あくまでも株主が構成する「社団法人」を指すのであり、それ以外の何物でもない。

岩井は、経営者は株主の代理人ではないというが、株式会社企業の経営機能を任された経営者はあくまでも「株式会社」からの受託者であり、株式会社が株主の社団法人を意味する限り、「株主」の代理人であらざるを得ない。代理人だからこそ、まさに岩井の言うように、信任の関係にあるのである。ただし、ここで言う株主とは、個々の具体的な株主を指すのではなく、あくまでも株主の「社団」を意味している。

ついでに述べておくならば、株式会社の本質を論じる場合、「株式」それ自体に触れないわけには行かない。株主は法人の所有者などではなく、まさに「株式」の所有者にほかならないからである。岩井は、株主が会社資産を自由に処分することができないのは、株主は会社資産の所有者ではなく、法人としての会社の所有者だからであると説いているが、株主が会社資産を自由に処分できないのは、株主が会社資産の所有者ではなく、「株式」の所有者だからにほかならない。

要するに、「株主と会社との関係」は、岩井の言うような「株主は会社を所有しているにすぎない」という所有関係ではなく、「株式会社という会社は株主が構成する社団」であり、また「株主が所有するのは株式である」ということである。

\*

以上、岩井説を細々と批判したのは、決して揚げ足を取る意図からではない。株式会社の経営が株主のためだけであって良いわけがなく、また株式会社の経営が社会全体の利益を目指す方向へ移行するであろうという主張には、筆者も賛成する。ただし、その主張の論拠に、先行研究を顧みない独善の傾向が見られることから、率直に批判を試みた次第である。岩井の著書は、コーポレート・

ガバナンス論において引用されることのきわめて多い書物であるだけに、引用者には、理論を借用するだけでなく、内容の検討もぜひ行って欲しいと願っている。

株主権は誤りで、株式会社は公器である、という主張は、岩井に限らず、多くの論者に見られる。筆者もそうであってほしいと願うが、現実はそのではないのである。株式会社企業の主権（正しくは「支配権」）が大株主にあるからこそ、株式会社企業の経営は株主のためだけにあるのではないという主張が起こるのであり、ステークホルダーへの配慮を説く理論が必要となるのである。

株式会社は、歴史的に株主のための企業形態として導き出された。大株主が支配権を握る仕組みは、株式会社の本質であり、そうであればこそ、現実に株式会社企業は大株主のあり方次第で、その性格を大きく変容させるのである。株式会社企業は、大株主次第で、公企業にも、非営利企業にもなるのである。「株主権」と「株式会社の社会化」をトレードオフの関係として捉えるのではなく、ましてや株主権を否定することによって株式会社の社会化を説くのではなく、株主権という本質を踏まえたうえで株式会社の社会化を説くのでなければ、理論は、いつまでたっても、現実に対して働きかけることはできないであろう。

## 5 「個人大株主層による構造的支配」

— 佐久間信夫による批判への回答 —

独善は批判を受けることによって、改めることができる。筆者自身も、独善に陥らないためには、自分に向けられた批判に対して、自分の立場をもう一度、明らかにしておく必要を感じる。かつて、筆者は小松章 [1983] において、「巨大企業の大株主構造と経営者 — 専門経営者支配の実像と虚像 —」という一章を設けて、株式会社の支配構造を実証的に論じたことがあるが、これについてはその後、ありがたくも佐久間信夫から、本格的な批判を頂戴した（坂本恒夫＝佐久間信夫編、企業集団研究会著 [1996]）。批判に答えなければと思いつつも、機会を逸して、礼を欠いたまま、つ



いに今日に至ってしまっている。著書からすでに30年近くなり、佐久間の批判からも10数年になる今では、学界の流れの中で陳腐化したどうでも良い問題になっていることは承知しているが、この機会に改めて批判にお答えし、筆者自身の認識の整理をしておきたい。

### (1) 個人大株主による支配の外延化

1970年代には、巨大企業においては機関大株主が台頭し、しかもそれがいわゆる株式の持ち合いによる結果であったため、それを基に「経営者支配」を説く論調が一般的となった。これに対して、本当に「所有者」の力は失われてしまったのかという疑問から、筆者は、1979年当時の巨大企業（第一部上場会社全994社）を対象に、大株主構造と経営者の経歴や持ち株等の実証調査を行い、次のような結論を導いた。

「機関大株主の出現はすぐれて現代の特徴であり、もともとは個人大株主が株式会社企業を支配していたことはいまでもない。したがって、本来、ある企業＝A社が他企業＝B社の株式を大量に取得し、その大株主になるということは、A社の個人大株主がその支配をB社にも及ぼすということを意味している。機関大株主の出現は、基本的には、当該機関の個人大株主の支配が個別企業の枠をこえて『外延化』することにほかならない」<sup>(8)</sup>。したがって、また「企業どうしの株式持合いは、個人大株主の支配が個別企業の枠をこえて外延的に『交錯』することにほかならない」<sup>(9)</sup>。

「このような支配の外延化あるいは交錯は、もとよりの本来的支配者である個人大株主の個人的欲望によるものではなく、むしろあくまでも独占的競争に打ち勝つために現実資本そのものが必要とする展開である。したがって、それは個人大株主の個人的志向をこえて進む傾向を有する。たとえば、個人大株主が自社支配のみに甘んじる『慎重派』であったとしても、他社が自社に対して機関大株主として進出してくれ

ば、彼もまたいやでも他社への進出を考えざるをえなくなるのである。こうして、支配の外延化は、あたかもそれ自体が法則であるかのように進行する。そして、その結果は、企業に対する個人大株主の個別的支配力の低下である。すなわち、個人大株主の支配の外延的展開あるいは交錯の高度化によって、機関としての企業それ自体が大株主層の上位を占めるようになると、個人大株主の株主としての地位は相対的に後退せざるをえなくなるのである。そして、ついには個人大株主は、もはや企業に対して単独ではその支配力を行使しえなくなるという事態に、結果するのである。すなわち、支配は、個人大株主の各人に帰属する形から、企業の株式持合いを通じて結ばれた個人大株主の全体に帰属する形へと、変化するにいたるのである。絶対的な個人大株主による個別的支配から、相対的な個人大株主『層』による構造的支配への転換、これこそが今日の『大株主の機関化』現象の内包する本質なのである」<sup>(10)</sup>。

「そして、もとよりこの絶対的な個人大株主による個別的支配から相対的な個人大株主層による構造的支配へという転換は、裏面において、個々の個人大株主の支配からの専門経営者の解放を意味する。だが、専門経営者が解放されるのは、あくまでも個々の個人大株主の個別的支配からなのであって、究極において、支配は構造的に個人大株主『層』に帰属しているのである」(206ページ)。「だから、専門経営者が経営に反映させるその意思是、その実、彼ら自身の意思というよりは、個人大株主層の利益を代表する意思にほかならない。……ただし、その場合、専門経営者が代表するのはあくまでも個人大株主層の『構造的』利益である」<sup>(11)</sup>。

さらに筆者は、当時の経営者（取締役）の持ち株状況を調査し、当該企業の経営者全員の持ち株数を合計すると、経営者集団は当該企業における個人株主としては最大級の主体となっている事実を明らかにして、じつは経営者集団もまた個人大

株主「層」の有力な一員と化していると結論づけた。

要するに、機関大株主の台頭によって経営者支配という現象が導かれたのであるが、機関大株主の支配は、遡れば個人大株主「層」の支配にほかならず、その個人大株主層には経営者集団自身も含まれるというのが、筆者の主張であった。

## (2) 佐久間による私見批判

このような私見に対して、佐久間は、「その主張はきわめて緻密で論理的であるが、支配の実効性という側面というからはいくつかの問題点を指摘することができる」として、次のような批判を寄せた。

「まず第1に、機関株主の出現を個人大株主の支配の外延化として捉えている点についてであるが、現代巨大企業においては株主総会、取締役会等の会社機関は著しく無機能化しているため、これらの機関を通して現実に支配力を行使することはきわめて困難である」<sup>(12)</sup>。

「第2に、個人大株主の意思がどのようにして統一されるのかも問題とされなければならないであろう。1社の大株主どうしの間にも利害の対立は当然考えられるが、支配の外延化がある程度進んだような状況では、多くの大株主の利害は複雑に交錯し合うことになるであろう。多くの株主は他の企業や金融機関などと直接的・間接的な利害関係をもっているので企業の買収や特定の金融機関からの融資、あるいは特定の企業との取引の開始や停止などについてそれぞれ利害を異にするであろう。もしも小松の説のように外延化した個人大株主の支配が強力に多くの企業に行使されるのであれば、多数の大株主間の利害の調整は多大な時間と労力を要することになるであろう。しかし現実にはこのようなことはおこらない」<sup>(13)</sup>。

筆者が強調したのは、個人大株主層による構造的支配であって、個々の大株主による具体的支配

ではない。この点が誤解されている。「個人大株主層による構造的支配」の内容を、佐久間は、個々の大株主どうしが連携して積極的な支配を行使するというように受け止めているが、さすがに筆者も、個人大株主が集団をなして具体的にそのような統一的动作を取るとは思わない。誤解を招いたのは、筆者の説明不足であることを認めた上で、筆者の言わんとしたことを付加しておこう。

筆者が解明しなかった根本的な問題は、多くの論者が株主支配を否定する状況下で、株主の具体的な支配から解放されたはずの巨大株式会社の経営者が、何ゆえに、営利行動様式を変えることなしに、利益を追求し続けているかという点である。バーリ＝ミーンズが指摘したように、巨大株式会社は、株主の支配から解放されれば、社会の利益を第一に考える「公器」になる機会を持ちえたはずである。しかし、いまだに社会的責任の必要性が強調され、ステークホルダー理論が叫ばれているのは、現実に巨大企業が必ずしも本質においては、そのような方向へ変革していないからであるといわざるをえない。

筆者には、巨大企業ともいえども、じつは経営者は本質的な点において株主支配から完全には解放されていないのではないか、という疑問が残る。「所有」にこだわった結果が、「個人大株主層による構造的支配」という結論であった。その場合、巨大企業が株主の支配から完全には解放されていないとすれば、支配はどのような構造になっているかを論証しなければならない。しかも、直接の所有者である「機関大株主」がそれ自体として意思主体になりえない存在である以上、人間主体にまで遡る必要があるということで、人間主体にまで遡った結果が、「個人大株主層による構造的支配」であったということである。

しかし、繰り返しになるが、それは、けっして個人大株主による集団的な支配の具体的行使を指す概念であったのではない。個人大株主「層」と表現し、「構造的支配」と表現したのは、あたかも政治家が国民個々人の意思に縛られることはないにしても、構造としての国民の意思には縛られるという場合の意味と、同じ意味においてである。

経営者は、主観的には自分の意思で自由に経営しているようでも、客観的には大株主（直接には目に見える機関大株主、究極的にはその背後に存在する個人大株主層）の利益を反映している。これが、筆者の主張した「個人大株主層による構造的支配」の意味である。

さらに、経営者集団が当該企業の個人大株主層の一員と化しているという筆者の実証結果についても、だからといって専門経営者がいわゆる所有経営者と同じ行動様式をとっているなどという結論をそこから導いているわけでは、けっしてない。

とはいえ、現時点での筆者には、佐久間の批判のように「所有」にこだわりすぎたという反省はある。当時においても、経営者が企業の利益を追求することについては、「物神論的な」説明が存在した。経営者は資本の「機能者」であり、機能者であるかぎり、所有による支配の有無にかかわらず、資本の増殖（利益の追求）を第一とせざるをえないという考え方である。筆者が所有にこだわったのは、このような物神論的な説明に与しえなかったからであるが、今日の筆者は、むしろ経営者が利益を追求するのは、独自に組織それ自体の維持・発展を考えるからであるという結論にいたっている。

佐久間によれば、「経営者はかれら自体がひとつの利害者集団を構成しているのであり、経営者はかれら自身の利害をもちながら、他の利害者集団の支配力や影響力の下で経営者としての機能を果たしているのである。株式会社支配の考察において重要なことは、原理として誰が支配の権限を保有するのかということではなく、様々な支配力や影響力を受けながら、会社の意思決定を実際に、最終的に行っているのは誰なのかということである。現実には支配力や影響力を行使している主体あるいは潜在的に支配力や影響力を有する主体は会社の内外に多数存在する」<sup>(14)</sup>。

「経営者の意思決定は、様々な利害者集団によって経営者に対して実際に行使されるあらゆる種類の支配力や影響力の下で行われるのであるから、経営者が意思決定をする際、現実にはいかなる圧力からの意思をより多く取り込むのかということこ

そ重要であろう。株式会社支配の議論において形式論から支配主体を特定することによっては決して現実の支配主体を探り当てることはできないであろう。また形式論からするならばわれわれは様々な支配主体を指定することが可能であろう」<sup>(15)</sup>。

一見、隙のないコメントであり、今日のコーポレート・ガバナンス論の核心を先取りした主張にもなっている。しかし、「原理」より「現実」問題が重要という主張は、必ずしも学問にはなじまないであろう。「原理」を解明することは、「形式論」ではなく「本質論」である。経営者が会社の実際意思決定者であることは、佐久間の指摘を待つまでもなく、筆者自身も十分承知している。大株主のほかに多数の利害関係者が存在することもまた十分承知している。そのうえでなお、経営者を営利方向へと規定する支配要因を、筆者は「個人大株主層による構造的支配」という形で、人間としての所有主体に求めたのである。所有概念にこだわり過ぎたことは否定しないが、株式会社である以上、株主とりわけ大株主を他のステークホルダーと同列に扱うことができないという筆者の立場は、今でも変わらない。

ちなみに、今日では、富の格差問題が深刻化している。これも基本的には「所有」の問題である。いわゆる富裕層が「個人大株主層」と無関係であるとは思われないが、ただし、これはこれできちんと実証しなければならない別問題である。いずれにしても、佐久間の批判からは貴重な教示を得た。遅まきながら、ありがたく感謝しておきたい。

## 6 結びにかえて

以上、本稿では、「株式会社」をキーワードに、コーポレート・ガバナンス研究における近年の研究傾向を批判的に概観し、今日の大株主であるマスタートラスト信託銀行について考察したあと、岩井克人の株式会社論への批判を試みた。そして、最後に、筆者自身に寄せられた批判にも回答させていただいた。筆者自身の見解については、説明不足の部分も少なくなく、またいただいた批判に答えきれていない部分もある。残された諸点につ

いては、いっそうの整理を重ねた上で、あらためて発表したいと思っている。

《注》

- (1) Berle, Jr. A. A. = Means, G. C. [1967], pp. 312-313. 邦訳書 450 ページ。ただし、ここでは引用者訳。
- (2) Baum, D. J. = Stiles, N. B. [1965], p. 30, 邦訳書 36 ページ。
- (3) 企業年金連合会ホームページ, 2013 年 1 月 2 日アクセス。
- (4) 岩井克人 [2003] 96 ページ。
- (5) 岩井克人 [2003] 84 ページ。
- (6) 岩井克人 [2003] 57-58 ページ。
- (7) 岩井克人 [2003] 120 ページ。
- (8) 小松章 [1983] 205 ページ。
- (9) 小松章 [1983] 205 ページ。
- (10) 小松章 [1983] 206 ページ。
- (11) 小松章 [1983] 207 ページ。
- (12) 坂本恒夫 = 佐久間信夫編, 企業集団研究会著 [1996] 37 ページ。
- (13) 坂本恒夫 = 佐久間信夫編, 企業集団研究会著 [1996] 38 ページ。
- (14) 坂本恒夫 = 佐久間信夫編, 企業集団研究会著 [1996] 40 ページ。

- (15) 坂本恒夫 = 佐久間信夫編, 企業集団研究会著 [1996] 40 ページ。

参考文献等 (原則出版年順)

- Berle, Jr. A. A. = Means, G. C. [1932] *The Modern Corporation and Private Property*. (北島忠男訳『現代株式会社と私有財産』文雅堂銀行研究社, 1958 年)
- Berle, Jr. A. A. = Means, G. C. [1967] *The Modern Corporation and Private Property*, Revised ed.,
- Baum, D. J. = Stiles, N. B. [1965] *The Silent Partners: Institutional Investors and Corporate Control*, Syracuse University Press. (坂野幹夫訳『機関投資家と会社支配』東洋経済新報社, 1967 年)
- Jensen, M. C. = Meckling, W. H. [1976] "The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4.
- 小松 章 [1983]『企業の論理 — 社会科学としての経営学 —』三嶺書房
- 坂本恒夫 = 佐久間信夫編, 企業集団研究会著 [1996]『企業集団研究の方法』文眞堂
- 岩井克人 [2003]『会社はこれからどうなるのか』平凡社
- 企業年金連合会ホームページ <http://www.pfa.or.jp/yogoshu/ma/ma03.html>