

コーポレート・ガバナンスの研究手法 — 経済的目的と制度研究の相克 —

亀川 雅 人

1. 株式会社制度の仮定する人間像

理論は、個別具体的な特殊事例から一般化可能な問題を抽出して普遍化する。観察者は、多様性の中にある一つの事例に着目し、この事例が繰り返し観察できるか否かを確認する。一時的か局所的な特殊事例は消滅するが、継続的もしくは広範な事例として観察できる場合に普遍的な事例となる。

株式会社という資本結合のための組織形態は、特殊事例が普遍的な形態となった典型例である。この特殊な企業形態が資本主義社会に適した形態であったため、他の企業形態を凌駕して普及し、資本主義社会の構造そのものを変化させてきた。グローバル化の進展の中で、経済合理性を追求する株主価値最大化の経済システムは、アングロサクソン型の特殊事例を地球規模で定着・普及させ、普遍的な知識体系として社会に浸透していった（大月, 2014 および梶脇, 2014）。

株式会社の経営機構や株式市場の制度設計、そして投資計画と資本調達方法などの実務的な工夫と考案が、経済・経営の様々な理論と結びつくことになる。経営者の意思決定は、株主のエージェントとして評価され、組織の規模や形態は株式会社の価値に基づいて選択される。会計制度や経営機構の選択、経理・財務、購買・生産・販売の管理、労働市場に関係する人事・労務管理、さらには企業の社会的責任などの問題に関しても、株式市場における企業評価と無関係に実践されることはない。

株式会社に関わる制度や機能は相互に関連する知識体系であり、理論化される対象となる。その知識の単位は個々の人間にあり、生産活動の主体であると同時に資源を消費する主体である。株式会社の研究が社会科学における重要な地位を得るのは、株式会社が人間の生産と消費活動に多大な影響を及ぼす知識の体系であるためである。それゆえ、株式会社の枠組みにおける理論モデルの構築は、個々の人間の諸活動の中から普遍性を発見することである。

人間は多様な機能を併せ持つ複雑な存在である。合理的経済人を仮定すれば、株式会社という制度や組織は分析できない。しかし、個性ある多様な人間像では何も明らかにならない。本稿は、

株式会社の理論をコーポレート・ガバナンス（企業統治）の視点で考察する。そのため、人間を機能面から抽象化し、株主、経営者、従業員、その他の利害関係者というような役割に応じた人間を想定する。

機能毎に因果関係を究明できれば、実務に役立つ可能性がある。しかし、人間を単純な機能に抽象化しても、現実の人間は様々な機能の複合体であり、仮定された単一機能を十分に発揮できない。そのため、人間の機能を有効かつ効率的に発揮する制度を構築しなければならない。制度は人間の機能を矯正することになるが、人間の機会主義的行動が再び制度の変更を迫り、因果関係の説明を困難にさせる。株式会社を取り巻く様々な制度が常に変化するため、取引コストやエージェンシー理論のように、期待された機能の阻害要因を説明しなくなってしまう。

ここでは、制度概念を軸にして、経済学的な統治論と経営学的統治論を比較検討する。前者は市場理論に依拠した株主価値最大化に基づく統治論であり、後者は企業を取り巻く利害関係者論としての企業統治論である。それは両者の認識対象における相違であり、制度に対する捉え方に反映されることになる。

2. 制度研究と理念型モデル

経営学の研究は、他の社会科学と同じく、具体的な経営事象の抽象化である。経営者や経営に関わる具体的事象を繰り返し観測し、共通の部分抽出する。科学的方法論に従えば、この抽象化により理論が構築され、これから生起する具体的な事象を予測することになる。理論と現実の往復運動により仮説は検証され、多くの人の納得する理論となるが、社会科学では検証を繰り返す実験室が存在しない。経済学は社会科学の女王と呼ばれたが、それは物理学の方法論を取り入れ、実証可能な操作性を擬制したためである。

周知のように、新古典派経済学の方法論は、現実には認識できない市場や合理的経済人の仮定に基づいている。そのパラダイムは、理想的な世界を想定した後に、この仮構の世界から現実世界を説明する。物理学が真理を追究するために摩擦的な要因を捨象するのに対し、経済学は資源の最適配分を実現するための理想的モデルに適うように、現実を矯正・仮構する。その思考方法は逆転している。

完全競争市場は、価格に影響力を持つ大企業や取引コストを捨象する。企業は組織を構成しないため、権限や責任、管理といった概念は無視される。資本結合の優位性がないため、株式会社や株式市場、そして金融機関は存在意義を持たない。株主や経営者、従業員といった概念は、生産の各時点で瞬時に結合する生産要素（機能）であり、1個の生産物の中にその価値が最適に移転される。それゆえ、財務管理や人事管理は捨象される。情報が完全であるため、生産量は価格情報により機械的に決定し、需要予測や需要を喚起する広告業務等のコストがかからない。利潤・損失は、企業の参入と退出のシグナルであるが、完全情報の世界では、人間の意思決定によ

る成功と失敗という視点はなく、計画と実際の差異を省みることはない。生産要素を移動させる価格機能のみが強調される。

実際の企業活動は、時間を伴う生産活動であり、誕生と成長、成熟と衰退という事業のライフサイクルと継続企業を前提とした議論が必要になる。時間概念の導入は資本家を登場させる。生産活動は事前の投資と事後的費用の回収であり、これを円滑に行うための経営管理の制度とその評価方法を導入する。継続企業では期間損益計算に基づいて、投資成果を相対的に評価可能にする。評価の測定は、企業外部に会計基準や公認会計士の制度を設計し、企業内部には監査制度等を導入する。

制度設計は、人々の行動や思考を標準化させようとする。標準化するための制度内調整は、経営管理である。しかし、標準から外れた人々が増加し、矛盾が蓄積すると、既存の経営管理が機能不全に陥る。このとき、新たな制度を設計し、これに入れ替わらねばならない。この制度転換を評価し、資本の参入と退出を促す必要が生じる。

将来予測モデルの仮説を検証しても、制度変更によって、モデルの予測が変化する。ある状態でモデルを構築しても、人々は新たな状態を前提にした行動を選択する。人間関係論からも理解されるように、ある種の実験は自然条件とは異なる結果となる。人間の学習能力は、ある法則を内省的に考察し、戦略化するため、法則が定立しても永続的な法則とはならない（清水，2016）。機会主義的な行動を防止するための制度設計を構築しても、新たな制度の欠陥を発見する顕微鏡的な行動が生まれる。

意図的な機会主義的行動は、標準的な社会の構成員ではなく、外れ値となるような少数者による行動である。人為的意思決定が、対象となるデータを変化させるため、モデルが完成した時点では検証不能となり、モデルの変更を強えられる。制度内の因果関係が分かれば、利害の当事者は政策変更や経営意思決定を変化させるからである。

生産関数や企業評価モデルでは、単純な生産要素の結合を仮定する。そこでは、経営組織の問題や企業統治といった経営機構の問題を所与としてモデルを組み立てる。しかし、制度設計の良し悪しは生産性に影響を及ぼし、企業価値に反映される。制度は、暗黙裡に所与とされるが、ある種的意思決定は制度との相性によって結果が左右される。所有と経営の分離も、その状況に応じて制度が構築され、企業や事業の目的、生産の規模、生産方法等に影響を及ぼし、生産性やコストに関係する。企業という制度設計は、市場制度との相互作用で決まるが、これらの制度は法律や社会の慣習、人々の道徳や倫理観などの社会秩序によって構築されており、それらの変改によって企業の在り方も変化する。

株式会社の利害関係者間には、期待される機能の標準的關係が想定され、制度が成立する。制度の成立は、同時に、矛盾の蓄積過程の始まりであり、次の制度への模索を開始する。利害関係者間の標準的關係は、その特定時点における仮説を構築するが、矛盾の蓄積によって仮説の意味は失われる。社会科学の仮説は、特定の制度下でしか検証できないことになる。制度変更が資源

配分や成果に影響を及ぼさないのであれば、経営管理の意義はその多くを失うことになる。利害関係者相互の交渉により会社法が改正されるのは、既存の会社制度が制度疲労を起こしたためである。

株式会社という制度は、企業の所有権を再定義させた。有限責任と譲渡自由な株式という2つの制度設計により、投資家の負担するリスクに上限を設け、投資資金の回収期間を自由にした。所有者の権利は、無限の利潤を稼働できる権利が与えられるが、その責任は投資額に限定され、無限の損失というリスクから解放された。それは他人資本供給者へのリスク転嫁である。所有権の細分化と譲渡自由な株式制度により、株主の権利内容に変化が生じる。頻繁に売買を行う投資家や少額な投資家にとって、経営に参加する権利は評価すべき価値を有さない。一方、長期的に株式を保有する株主や経営者の人事をコントロールしようとする投資家にとって、経営参加権は重要な価値を有する。目的の異なる人間を一つの制度で標準化させることは難しい。

株式による所有権の細分化は、多数銘柄への同時投資を可能にし、分散投資によるリスク削減効果がポートフォリオ理論を誕生させた。この市場制度は、多数の零細投資家を株式市場に引き寄せるための仕掛けであり、資本コストの低下と企業の成長を加速化させた。経営を支配する大株主は、少額投資の株主を返済義務のない他人資本のように位置づけ、これを梃子に企業規模を拡大させることになる。

株式会社制度は、こうした新たな矛盾と衝突をもたらす一方で、資本家と経営者を明確に定義させ、理念型市場に近似させることになる。売買単位の少額化は所有と経営の分離を進展させ、一人の自然人から経営意思決定と投資決定の機能を形式上分離したのである。経営者は、株主（Principal）の代理人（Agent）と位置づけられ、所有権との関係のなかで理論化される。株主は資本供給者となり、経営者は株主の資本価値を最大化させる機能を担う。株主と経営者は、相互に独立の機能主体として定義されたのである。

株式市場における最適資源配分を実現するため、株主と経営者双方の機会主義的行動を監視し、規制する制度設計が必要になる。主要な認識対象が、経営者と株主の関係となるのは当然であるが、その制度は人間の取引を前提とする。支配株主と零細株主、株主と債権者、株主と経営者が人間として現れる。市場の売買取引は一回ごとに清算されるが、時系列でみると取引は継続して行われ、様々な交渉と衝突が蓄積されている。株式市場を含む株式会社制度は、最適資源配分のために設計された制度であるが、それは利害関係者間の機会主義的行動が織りなす人為的に設計された制度でもある。

3. 発展段階に対応する制度

いずれの事業も、創業期と成長期、成熟期と衰退期といったライフサイクルを持ち、最後は消滅する。株式会社は、特定の事業に拘束されることなく、環境変化に対応することで継続企業と

なるが、事業のライフサイクルを内包しつつ存続する。創業期は、一人の自然人が資本家のみならず、経営者と労働者を兼ねている。事業の成長軌道は、組織構成員である自然人の増加である。労働者の増加は、軋轢や摩擦、そして利害対立をもたらすため、こうした利害調整のために経営者が要請される。

事業の活動が順調に進み、内部留保だけでは成長機会を稼得できないとき、外部からの資本調達が必要になる。銀行借入や新株発行増資により、企業に参加する資本家が増加する。その結果、債権者と出資者の利害調整や債権者間や出資者間の軋轢が発生し、この調整問題が経営者の役割に加えられる。とりわけ、株式会社の上場は、爆発的な成長圧力に対応することになり、企業内外の自然人の利害関係を顕在化させることになる。

上場直後は、資本家と経営者は一致しており、機能資本家である経営者が過半数の経営権を掌握している。所有と経営は一致状態にあるが、不特定多数の株主が経営を監視することになる。他人資本を合法的に自己資本化するための制度要件を整えるために、株主総会や取締役会、監査役会などの経営機構を整えることになる。

事業の成長プロセスに応じた増資により、創業者の所有比率は低下する。事業の成長圧力が高ければ高いほど、創業者の所有比率を低下させ、株主を増加させる。企業の持続的成長が期待される一方、自然人には寿命があり、所有権は家族や第三者が継承することになる。所有権が特定の個人に集中して継承されなければ、その権利は分散し、いずれ経営権を掌握する所有者がいなくなり、所有と経営は必然的に分離する。経営に具体的な指示を行い、PDCAサイクルをコントロールするのは、所有権を持たない経営者となる。多数の零細投資家は、企業を支配する経営権に興味を失い、配当請求権のみに関心を向ける無機能資本家になる。その結果、株主総会は形骸化し、取締役会が実質的な意思決定機関となる。経営者支配という概念により、その状況が説明される。

一方、所有と経営の分離が進展すると、個々の資本家業務を代理する専門機関が誕生する。資本家は機関化し、投資ファンドなどによる運用と監視が個人投資家に代替することになる。零細な貯蓄を預かる銀行と同じく、零細な資本を運用する機関投資家は、企業としての性格を有し、資本市場の在り方を変化させる。個々人の企業評価にかかる情報収集や分析のコストは、組織化した機関投資家に託すコストと比較される。不特定多数の個人投資家による市場評価は、特定少数の機関投資家の影響力を受けることとなる。

巨額の資本を運用する機関投資家は、経営権に関心を失った個人投資家にとって代わり、企業運営に関与することになる。運用実績の巧拙が機関投資家としての企業価値を決めるため、その運用担当者は業績を向上させない経営者への介入を強化し始める。株主総会の議決権行使は、会社側提案に反対し、経営者の交代を予感させるだけで、経営に対する十分な牽制機能となる。株主重視経営が再び脚光を浴び、株式所有者、とりわけ支配的株主層とそれ以外の利害関係者の所得水準に格差が生まれることになる（亀川, 2018）。

株式会社は、そのライフサイクルに適応した制度設計が必要である。企業の成長は顧客や従業員数を増やし、資本調達額の増加と調達方法に適した統治構造が必要になる。企業成長は、社会への影響力を高めると同時に、意思決定に関与しようとする利害関係者の種類と数を増やし、社会と企業の制度間摩擦を惹起させ、軋轢をもたらすことになる。

グローバリゼーションは、株式会社が国境を越える発展事象である。株式会社の多国籍化は、株主の多国籍化である。価値観の異なる各国固有の企業制度は、資本市場のグローバリゼーションにより標準化されることになる。投資家が国境を越えることで会計利益の測定方法は共通化を強いられ、投資家の行動はリスクとリターンという投資尺度に収斂されることになる。そこに、経営哲学や理念などの固有の価値観は反映されなくなり、経営者の役割と責任、その報酬などが標準化される。各国固有の制度は、株主資本の流れに抗うことが難しく、株主資本との利害衝突と交渉のプロセスで破壊され、株式市場における価格ランキングにより国家と企業の制度が序列化されることになる。(亀川, 2015)。資本市場によるこの序列化は、格差の序列化でもある(亀川, 2018)。

こうした市場が生み出す問題に対しては、新たな仕組みの導入により対応しなければならない。リスクとリターンのみを基準とした資源配分は、持続的な社会発展に繋がらない。企業の長期的成長に必要な環境・社会・ガバナンスの3要件を満たすESG投資や国連サミットで採択されたSDGs (Sustainable Development Goals) は、資本市場による失敗を補う制度的な対応である。

4. 利害関係者に対応する統治目的

企業統治に関する代表的研究は、発展段階に応じた株式会社の問題を意識的に捨象し、上場した巨大株式会社の問題を企業統治論の中心テーマとしている。多数の機能を有する自然人を捨象し、経済主体の単純な機能を対象とする。

この研究の契機になるのは、周知のように、1932年のA. A. Berle & G. C. Means『現代株式会社と私有財産』(*The Modern Corporation and Private Property*)である。この著書は、巨大株式会社の支配をめぐる論争を惹起させ、多くの研究者の関心を経営者支配へ向けることになった。彼らの理論は、取締役会の選任権を支配とみなし、最大200の非金融会社の実証研究により、大株主は11%に過ぎず、44%が経営者支配にあるとした。巨大株式会社は、株主ではなく、専門経営者が支配しているという主張である。

経営者支配は、株式会社の目的に関する議論に影響を及ぼすことになる。企業目的は所有者の利潤追求から経営者の報酬や労働者の福祉、公衆の奉仕、社会的厚生などへと広げられ、J. Burnham (1941)『経営者革命』(*The Managerial Revolution*)やJ. K. Galbraith (1967)『新しい産業国家』(*The New Industrial State*)などが出版される。これらの議論は、経営者の専門的知識に支えられた新しい社会秩序をイメージさせた⁽¹⁾。日本では、70年代から80年代初頭にか

けて、奥村宏（法人資本主義論）や西山忠範（脱資本主義論）による株式相互持合いに基づく「所有と支配」の議論が行われた。

Berle & Means を嚆矢として、80年代までの長きに亘り巨大株式会社の支配主体をめぐる議論が活発に行われ、経営者支配や金融支配説などの多様な議論が展開された。巨大株式会社に焦点が当てられたのは、その経済力が他の企業形態を圧倒したからであり、これを支配する少数者による経済や政治に及ぼす影響を問題視したからである。巨大株式会社に注目する研究は、企業集団論や金融支配論を生み、現代の企業統治論に継承されている。それは、株主と経営者の関係を制度化する株主総会や取締役会などの会社機関の問題に加え、従業員を含む利害関係者の議論へ対象領域を広げていった。

企業統治論の認識対象は多様であるが、特殊なものを除くと広狭2つの定義で整理される¹⁹。狭義には、企業価値最大化を実現するために、規律付けやインセンティブによって組織を効率的に運営する諸問題と定義する（田村, 2002、大村・増子, 2003、手嶋, 2004、若杉, 2004 など）。それは会社法やファイナンス的視点であり、株式市場の価格機構の効率性を担保する仕組みが追求される。株式市場からの経営者への規律づけという問題が焦点となり、株主から受託した経営者の責任やその監視の仕組みが中心となる。リスクを負担する資本供給者としての株主とその運用機能を担う経営者の関係に絞られる。

他方、広義には、株主と経営者との関係を狭義のガバナンスとした上で、企業を形成する様々な利害関係者間の関係を統治範囲と定義し、組織論一般の効率的な統治構造をめぐる問題を認識対象とする（丹沢, 1995、出見世, 1997、佐久間, 2003 など）。多くの経営学的な統治論は、広義の視座で捉え、企業を取り巻く利害関係者間の資源配分に関心を有し、株主と経営者、従業員、そしてその他の関係者を含む利害調整の問題として議論する。それは、資源配分機能に関する市場と経営管理の優劣比較である。多様な関係を統治するという意味で、経営学は広義の枠組みで資源配分を理論化しようとする。

企業は、社会の下位システムである。それゆえ、企業統治は、社会の目的や仕組みと整合的でないといけない。狭義のガバナンスは、将来の社会目的を実現する効率的な資源配分のための制度設計であり、資本市場による企業評価が重視される。多様な目的を抱える自然人の諸機能の中から、資本供給者である株主の視点で経営者を観察し、その経営機能を統治することに関心をもち、それは政治家を選択する選挙民の立場からの考察である。政治家が国民の代理人と見なされるように、経営者は選挙民となる株主の代理人になる。

広義とされるガバナンスは、経営者の視点から資本市場の評価プロセスに関心をもち、経営者は、自らの地位を確保し、多様な利害関係者の調整に成功することで評価される。経営学の視点では、資本運用は経営者がなすべき仕事として捉えられ、内外の労働市場や取引先企業との関係、銀行やその他の金融機関、そして顧客との関係を統治しなければならない。それは経営活動のプロセスであり、資本市場の評価対象となる。国民の代理人である政治家の視点で、国民の利害調

整過程に目を向ける。

グローバル企業は、株式市場と経営者の標準的關係を構築する運動体となり、企業統治の評価は株式市場における株価に委ねられる。国境を越えた世界的規模で、市場による資源配分が決められる。しかし、各国の株式会社は、それぞれの政府や金融機関、労働市場の諸制度、顧客との特殊な關係を統治しなければならない。経営者は、それぞれの利害關係者の衝突と交渉の中に身を置き、各国に固有の調整を行っている。それは、資本市場と経営機構の標準的統治構造とは異なる固有の統治構造を形成する（佐久間, 2017）。

5. 経済目的と経営目的の相違

利潤最大化という企業目的は、経済学における資源配分のための目的である。最適資源配分を実現するために、各企業は利潤最大化の行動を求められる。これは、経済学上の方法論で引き合いに出される新古典派経済学の市場理論である。最適資源配分を可能にするために仮構された合理的な経済人モデルは、生産すべき財・サービスに応じて最適な意思決定を行うことになる。市場は完全でなければならず、財・サービスの市場価格と同時に生産要素市場の価格が決まり、因果關係を考慮するまでもなく、全ての変数が同時に決定される。

時間にわたる資源配分論では、企業目標は株主の富最大化（株価最大化）に置き換えられる。その意味は、株主の機会費用が投資のハードルレートとなることを示すに過ぎない。合理的企業は、資本コスト以上の収益率が期待できるプロジェクトを選択するが、市場競争の終焉により、いずれの企業も資本コストに等しい収益率に調整される。株価が変動し、各企業に期待される収益率は資本コストに一致するためである。資本コストを下回る計画を実施すれば、費用が収益を上回り、企業の資産は棄損される。

株式市場は、実際の資産や従業員の移動を伴うことなく、各時点で瞬時に調整される。因果關係は無視され、競争の終焉した結果が描写される。資産価値を損なう行為が続けば、企業は時間の経過を伴って消滅するが、静学的な均衡市場には消滅のプロセスは表現されず、存在する企業のみが描写される。

具体的な株主の行動は、自らの私有財産を高めるために、資本コスト以上の投資機会を探索し、その実現のために経営者の意思決定を監視しなければならない。株価最大化は株主の目的であるが、そのための売買は自己責任である。この株主の行為が市場における最適資源配分の機能を担うことになる。株主の自己責任は、リスクとリターンを考量して果たされる。リスクが高ければ責任を遂行する動機が生まれにくい。リスク削減のための制度設計が株主の機能を遂行させるうえで重要になる。

株式会社の制度は、有限責任制度と譲渡自由な株式制度、これに基づく分散投資によりリスク削減に成功した。加えて、情報開示や経営機構の改善、売買手数料の低下などを通じて、株式

売買を円滑に行わせることになる。こうした制度改革は、株主の資本コストを低下させる一方で、特定企業に対する株主の関心を希薄化させることになる。これは株式市場の流動性を高める意味では重要である。企業内外の情報を広く受信して、多様な経営者が発信する情報を評価し、その重要度に応じて資源を供給するのが株式市場である。

情報に瞬時に反応し、積極的に売買する株主が理想型モデルになる。特定企業の株式を長期保有する株主は、特定企業への拘りが高いために、市場全体を俯瞰できず、資源配分的視点からは機能不全の株主となる。

所有と経営の分離を前提とする理想型市場は、自然人としての株主が経営に関与したとき、これを経営者機能と認識して株主機能とは峻別する。株式市場の価格シグナルは諸機能の価格付けであり、経営に影響を及ぼす大株主と零細な株主は、そのいずれもが中立な市場参加者と見なされる。したがって、株主総会における議決権行使、特に、経営者の任命・更迭や支配に関する投票行動、その他の経営参加権を巡る政治的数量調整は、資源配分の価格調整の補完的な事例ではない。

経営者は株主のエージェントとなり、調達した経営資源を効率的に運営する管理義務を負う。このとき、企業内外の多様な利害関係者との調整が必要になる。法律の遵守や社会的な秩序・道徳に合う行動は、当然の前提となる。様々な制度上の制約を克服し、資本コスト以上の収益を実現し続けることで、株主を長期間にわたり繋ぎ止めることができる。しかし、特定企業が相対的に優位な地位を確保し続けることは難しい。

株主の富最大化は、資産価値を棄損しないための企業目的であるが、この否定できない目的設定が、企業経営の従事者に誤解される。利益は高いほど好ましいが、独占企業でもなければ、目標利益を実現するのは容易ではない。経済目的の誤解は、実現できない利益目標の設定や会計不正に結びつく。市場の最適資源配分の理想型モデルにおいて、株主の富最大化は、経営者が示すべき行動指針ではなく、経営者を選択する際の株主の行動指針である。

経営者の意思決定には因果関係があり、過去の意思決定とその結果が次の意思決定に影響を及ぼしている。時間の経過を無視した意思決定は存在しない。過去の意思決定は、現在の意思決定を制約する変数となり、それが特定の制度となる。それゆえ、実務上の意思決定は、諸変数の体系である制度や秩序に従い、これに抗う意思決定は例外視される。制度や秩序という表現は、利害関係者との関係であり、意思決定変数の制限や固定化、あるいは変数の範囲を決めることを意味する。経営者の役割は、利害関係者の制約条件のなかで企業の相対的な役割を発見し、その価値を高めるために、利害関係者との関係を改善し、その制約を克服することである。

市場の制度設計と株式会社の経営機構は、いずれも人為的な制度設計であり、現実を理想型モデルに近づけるための試行錯誤の工夫である。情報の非対称性や作為的な虚偽情報を是正し、経営者の意思決定と最適資源配分が矛盾しないような仕組みを構築しなければならない。しかし、理想型モデルを探索しつつも、利害関係者から中立な制度設計は難しい。実際の資産価格は、支

配力や交渉力などによって形成される人為的な価格であり、理念上の均衡価格とは異なるものとなる。経営者は、与えられた株価を所与としたうえで、利害関係者間の時間にわたる調整を行い、株式市場の評価を待つことになる。

制度設計は、変数の固定や範囲を指定する。新たな制度が誕生する度に、変数の取りうる値が決まることになる。経営者による利害関係者の調整が最適資源配分を実現するように、継続的な制度の見直しが必要となる。企業統治の研究意義はこの点にある。制度が完成し、最適資源配分を実現する普遍的な制度が設計されれば、この研究は必要なくなる。

制度や秩序を捨象した理論は、形而上学的な一般化がなされたとしても、これを理解する土台がない。観察できない抽象化された企業や市場の概念を想定しても、我々は、暗黙裡に実際の制度や秩序を念頭に物事を認識している。それゆえ、ある時点の研究は、過去の制度や秩序に基づくデータ分析となる。企業は独立して意思決定する原子論的な生産単位ではなく、多種多様な制度や秩序を構成する利害関係者の集合体として認識される。市場という概念は、実際に売買取引される場や空間、法律や慣行などの制度・秩序として存在し、これを認識することで理論モデルが構築される。市場理論で捨象される経営者の調整機能が実際の市場を機能させるのであり、株主はその機能を選択する役割を担う。

6. 統治論としての経営学

株式会社に関する諸制度は、生産活動の遂行を効率的に解決するための実務上の仕組みである。資本結合は、生産活動の諸機能が相互に一定の関係を保つ秩序となり、組織内に制度を構築する。資本結合が増大すると、所有と経営を分離する制度が設けられる。新たな制度設計は、自然人の機能分化を進め、株主と経営者、一般従業員というような関心領域の異なる機能主体を作り出す。

原子論的な経済主体となる株主は、特定少数の事業には関心を持たず、不特定多数の事業との関係の中で自らの投資先を決定する。株主の意思決定に必要な情報は、多数の銘柄の中から自らの投資対象を選択するための情報である。経営者の意思決定の詳細を分析する必要はなく、新たな情報が既存の企業経営を高めるか否かに関心を持つ。過去の経営とは切り離され、新たな情報のみが重視される。譲渡自由な株式制度によって投資単位を細分化し、効率的な株式市場の株価形成が、各時点の経営者情報を清算する。経営者情報の清算とは、各時点の株主の利潤・損失を意味し、静学的な市場均衡が仮構される。過去情報のすべては株価に織り込まれており、時間に制約されない投資環境を創造する。それは、資源の最適配分を実現するための完全市場を擬制する市場でもある。

他方、経営者は、組織内外の環境を考慮した上で、組織内の制度や秩序の制約下で意思決定する。事業領域の決定等の戦略的意思決定は、意思決定変数の絞り込みである。経営者の意思決定は、組織内のすべての意思決定者の選択肢を制限することになる。経営者は、自らの意思決定の

範囲と権限を決め、これを委譲することで組織内の分業体系を構築する。それは組織外の利害関係者との関係構築でもある。経営者は、自らが意思決定すべき変数を選択し、その他の変数を固定化する。考慮すべき変数を制限した上で、それぞれの変数に重みを付ける。それは、利害関係者の重みづけでもある。

分業が必要になるのは、個々人の知識や技能に制約があるためである。組織内分業は、意思決定範囲の細分化であり、個々人の制約された知識や技能を克服するための仕組みである。経営者は、組織内の操作可能な変数を最適化する組織設計を試みる。各階層の意思決定主体は、委譲された権限の範囲で変数の主観的評価と操作を行う。権限委譲のない命令や指令は、主観的評価と操作ができない変数である。完全に裁量の余地がない命令や指令は、機械的な情報伝達であり、人間の組織においては限定的である。一定の判断を託される権限委譲を前提とすれば、各変数は各意思決定者の主観的判断により異なることとなり、因果関係の経路や変数の持つ重みが変化する。経営者にとって、自らの意思決定とその結果を予測することが難しくなる。ここに経営者による統治の必要性がある。

企業経営の意思決定結果は、多種多様な利害関係者を介して、具体的事例となって現象する。経営に参加した多くの人々の主観的判断が介在するため、その因果関係を辿る経路の探索は難しい。一つの経営意思決定が多様な結果をもたらすということは、個別事例を抽象化し、普遍的な統治の仕組みを構築する際の障害となる。この複雑性を排除するために、経営意思決定を機能ごとに分類・細分化し、その中から共通事項を抽出する。すなわち、人事・労務や財務・会計、そして調達・生産・販売などの機能に限定して、これに直接的に関与する変数を選択し、因果関係を探る統治構造を構築する。それぞれの機能は、企業内外に固有の制度を設計しており、制度上の制約条件の中で意思決定を行っている。

各機能の専門領域が深化すれば、知識や技能の相違が明確になり、専門職が要請される。経営者は、営業や人事・労務、財務の専門用語を用いて意思決定する。専門用語は、各機能を説明するための凝縮した知識であり、概念モデルである。各機能の専門化の進展は、機能相互の連携を困難にし、知識や技能に境界を生じる。各機能の専門家が必要になり、企業の統治は機能ごとに細分化される。

企業経営は、その目的に沿って、異なる機能が有機的に結合する。それぞれの知識や技能は、権限委譲の結果であり、一つの知識体系として制度化される。経営者の仕事は、これらの機能ごとの専門用語を経営組織全体の共通言語に昇華することであり、経営戦略などの全社的な意思決定に転換することである。それゆえ、企業統治は、知識や技能を深化させるための制度設計と同時に、深化した各機能の知識や技術を企業経営の知識体系の中に位置づけなければならない。

しかしながら、各機能に固有の専門用語を掌握することは難しい。グローバル企業であれば専門用語の中身も異なる。そのため、各機能の異質な情報は、会計情報に集約されることになる。多様な機能を内包する大企業の経営者は、特殊な現場情報を捨象した会計情報による統治となる。

多数の銘柄に関心を持つ株主と同じく、巨大化した企業の経営者も機能別情報を精査することが難しい。株式市場が情報に感応的であったとしても、経営者が有する企業組織内の情報は不完全である。株主と経営者の間の情報の非対称性は当然であるが、経営者の発信する情報は、企業内外の利害関係間の不完全情報であり、これが共振して株式市場に伝播し、株価を形成する。

情報問題は至る所に存在しており、市場を機能不全にする。経営者は、情報の制約による市場の失敗を補完するため、組織内の共通言語である会計情報を再び具体的な実践の問題として捉え直し、企業価値向上のための利害調整をしなければならない。経営者は、株式市場による資源配分と対峙し、株価シグナルを組織に固有の言語に再転換し、具体的な利害関係を調整することになる。この経営者による調整過程は、再び株式市場の評価対象となる。

経営者は経営能力の売手であり、株主は経営能力の買手である。株主の所有権は、経営者の経営能力によって、その価値が決まる。売手である経営者は、資源配分に関する自らの調整能力を市場（他企業）と相対化させて開示しなければならない。すなわち、経営者による企業組織内の資源配分が、株式市場における資源配分を決定することになる。経営学的ガバナンスは、株式市場のガバナンスと相互補完的關係にある。

<注>

- (1) 1960年代は、経営者の自由裁量権の拡大が広く認識され、株主の利潤を制約条件と位置付ける経営者行動理論となり、W. J. Baumol (1959) の売上高最大化仮説や R. Marris (1964) の企業成長率最大化仮説、そして、O. E. Williamson (1964) の組織スラックなどが登場する。
- (2) 特殊例は従業員重視の「…、企業の『市民権者』による経営に対する影響力の行使」(伊丹, 2000, 17) がある。

<参考文献>

- 1) Baumol, W. J. (1959), *Business Behavior, Value and Growth*, New York, The Macmillan Company.
- 2) Grossman, S. J. and Joseph E. Stiglitz, (1980), "On the impossibility of informationally efficient markets", *The American Economic Review* 70 (3): 393-408.
- 3) Marris, R. (1964), *The Economic Theory of 'Managerial' Capitalism*, London, Macmillan & Co Ltd.
- 4) Machlup, F. (1963), *Essays in Economic Semantics*, Prentice-Hall, Inc. (安場保吉・高木保興訳『経済学と意味論』日本経済新聞社、1982年)
- 5) Williamson, O. E. (1964), *The Economics of Discretionary Behaviour*, Prentice-Hall.
- 6) 大月博司 (2014) 「企業組織の多様化における普遍性と特殊性」日本経営学会編『経営学論集第84集 経営学の学問性を問う』千倉書房、pp.5-11.
- 7) 梶脇裕二 (2014) 「企業経営における普遍主義と文化主義の相克を超えて—コミュニケーション共同体としての組織観とディスコース分析の意義—」日本経営学会編『経営学論集第84集 経営学の学

- 問性を問う』千倉書房、pp.12-21.
- 8) 國島弘行（2014）「日本企業の危機と株主価値志向経営—日本の経営の解体と再生をめぐって—」日本経営学会編『経営学論集第84集 経営学の学問性を問う』千倉書房、pp.30-40.
 - 9) 河野昭三（2014）「経営学は‘無用’か？—その存在意義を考える—」日本経営学会編『経営学論集第84集 経営学の学問性を問う』千倉書房、pp.81-90.
 - 10) 角村正博編著（1990）『経済学の方法論と基礎概念』日本経済評論社。
 - 11) 加藤俊彦（2011）『技術システムの構造と革新—方法論的視座に基づく経営学の探究—』白桃書房。
 - 12) 亀川雅人（2018）『株式会社の資本論』中央経済社。
 - 13) 亀川雅人（2015）『ガバナンスと利潤の経済学』創成社。
 - 14) 三戸浩（1998）「会社支配論と企業統治論」『横浜経営研究』第XX巻第2号、pp.29-38.
 - 15) 大村敬一・増子信（2003）『日本企業のガバナンス改革 なぜ株主重視の経営が実現しないのか』日本経済新聞社。
 - 16) 手嶋宣之（2004）『経営者のオーナーシップとコーポレート・ガバナンス—ファイナンス理論による実証的アプローチ』白桃書房。
 - 17) 若杉敬明監修（財）資本市場研究会編（2004）『株主が目覚める日』商事法務。
 - 18) 田村達也（2002）『コーポレート・ガバナンス—日本企業再生への道』中公新書。
 - 19) 出見世信之（1997）『企業統治問題の経営学的研究—説明責任関係からの考察—』文眞堂。
 - 20) 丹沢安治（1995）「理論的スタンス」高橋俊夫編著『コーポレート・ガバナンス—日本とドイツの企業システム—』中央経済社。
 - 21) 佐久間信夫編著（2017）『コーポレート・ガバナンス改革の国際比較—多様化するステークホルダーへの対応—』ミネルヴァ書房。
 - 22) 佐久間信夫（2003）『企業支配と企業統治』白桃書房。
 - 23) 伊丹敬之（2000）『日本型コーポレートガバナンス—従業員主権企業の論理と改革—』日本経済新聞社。
 - 24) 今西宏次（2006）『株式会社の権力とコーポレート・ガバナンス—アメリカにおける議論の展開を中心として—』文眞堂。
 - 25) 清水洋（2016）「統計を用いた研究が最強か？—そんなわけではないが、最強として構築されつつある—」『経営哲学』第13巻2号、pp.2-10.