

## 日本のエンタレンチメントについて：序論的考察

学習院大学

小山 明宏

### 目 次

1. エンタレンチメントとは何か
2. エンタレンチメントの意義
  2. 1 理論的考察
  2. 2 経営者のエンタレンチメント：程度・尺度
  2. 3 エンタレンチメント・アプローチの意義
3. 日本のエンタレンチメントについて
  3. 1 オリジナルの「人本主義」
  3. 2 「人本主義」を支えてきたもの
  3. 3 エンタレンチメントのバックボーンとしての「人本主義」の危機
  3. 4 新・人本主義との関連 —— 経営陣団結・エンタレンチメント

### 1. エンタレンチメントとは何か

Jensen & Meckling [76]によると、一人（あるいは複数）の人間が、自らへ成果をもたらさしめるべく他の人間（エージェント）を雇い、その際に結ばれる、意思決定能力が委譲されるような契約が、エージェンシー関係である。更に、エージェントはその際、必ずしも常にプリンシパルの利益に基づいて意思決定はしない、とされる。<sup>1</sup>

このようなプリンシパル・エージェントの関係においては、両者の利害（目的）の不一致や情報の非対称性が存在することから、プリンシパルは自己の目的に即した最善の行動をいかにしてエージェントにとらせるかという問題に直面する。ここで情報の非対称性というのは、エージェントの行動やその内部・外部環境に関する情報について、プリンシパルとエージェントの間で情報量及びその質に非対称性、不均一性、不平等があると

いうことであり、プリンシパルにとっては、エージェントがどの程度の努力をしたのかが見えない（「隠された行動」）し、またエージェントが、その意思決定にあたって利用した情報がどのようなものであったのかを知ることができない（「隠された情報」）、といった状況を意味する。こうした状況においては、プリンシパルにとって望ましいエージェントの行動に対して報酬を与え、望ましくない行動に対しては制裁を加えるという枠組み（「ペイオフ・ルール」）を設定することが必要とされる。

こうして、企業というものは個々の組織メンバー間の契約のネットワークとして把握され得る。そして、このネットワークの中心人物が、プリンシパルである。過去多くの場合、このプリンシパルは企業の所有者、すなわち株主である、と解釈されてきた。そして、すべての企業内協働者

<sup>1</sup> Jensen & Meckling [76] p.308

がプリンシパルの見地から最適な意思決定を行うべく行動するように仕組む（仕向ける）ことが、当然重要となる。であるから、このような状況で一番の問題は、「所有」と「財産処理権」の分離、すなわち企業内におけるコントロールの問題である（経営者資本主義）。企業の所有権というものは、企業の資産及びキャッシュ・フローへの請求権を意味している。これらの請求権は、一般に、同様の財産処理権を持つ他の人々の許しを得ることなく売却され得るものである。一方ここでの「コントロール」は資源配分に関する程度の自主的な意思決定権限の存在を意味している。そして、企業経営に直接の役割を果たさない人々が企業に対する請求権を持つとき、所有とコントロールの分離が発生するのである。この意味で、プリンシパルは所有者（株主）、エージェントは経営者ということになってきていた。そして、すべてのエージェントが所有者の立場から見て最適な意思決定を行うようにさせるために、インセンティブが彼らに与えられる。すなわち、そこではプリンシパルの立場からみて最適なインセンティブ・システムをどのようにエージェントに対して形成するかが問題となる。

プリンシパルの立場からは、エージェンシー問題は、こうしてより広い意味における組織の問題ということになる。プリンシパルの目標は、意図を持って形成された（組織）メカニズムを経由して、エージェントの側の機会主義的に動機づけられた行動を抑えることにある。もしプリンシパルがそのようなメカニズムを構築することに成功しないならば、エージェントは、自らに提供された自由行動の余地を利己的に、シャーキング(Shirking)という形で使い尽くすことになるであろう。前述のインセンティブ・システムの構築

は、このような「組織メカニズム」の代表的なものであるが、ここで、エージェンシー問題を一般的に記すならば、次のようになる：

- (1) どのようなメカニズムがエージェントを規律づけるか？
- (2) エージェントの業績をどのようにして評価するのか？
- (3) コストはいくらであるか？

ただし、このようなプリンシパル・エージェント理論に対しては、様々な疑問が投げかけられてきた。それは実に多種多様なものであるが、そのうちの重要なものの一つとして、エージェントたる経営者の行動に関するものがある。すなわち、いったいエージェントたる経営者はいつもプリンシパルたる株主たちの言いなりになっていると考えてよいか、あるいはモニタリングやディシプリニングを受けてもすべてを甘んじて受けるのか、ということである。すなわち、経営者はさまざまな仕方、仕組みを使って、外部からの干渉を排除することを考えるであろう。<sup>2</sup>このような行動規範で、ある程度、外部からの干渉を食い止めようとする経営者を、エントレンチされた経営者と呼ぶ。エントレンチ (entrench) とは、英和辞典<sup>3</sup>によると、もともとは「塹壕をめぐらす、塹壕で守る、堅固に守る」という意味である。ただし、同時に「侵害する (trespass)」という意味もあり、まさにここでのテーマにうってつけの用語である。経営者という概念は、必ずしも個人とは限らず、経営「陣」のことも多く、むしろ現実にはその方が、よりあてはまるであろう。現経営陣はエントレンチメントによって、多少の企業価値の低下が起こる、あるいはそれが予想されるときでも、経営権を維持しつづけることが可能となる。

<sup>2</sup> もちろんそれは、広い意味で分析の前提を、あるいは仮定を一つ取り外すことを意味している。そしてそれは、過去の議論に欠陥があったことを示すものではないことは明確である。

<sup>3</sup> デイリー・コンサイス英和・和英辞典、三省堂 第5版 p.194 2001

## 2. エントレンチメントの意義

ここでエントレンチメントというテーマを取り上げる理由は、昨今流行のコーポレート・ガバナンスに関する議論との関連で、経営者の行動に注目する必要が重視されるに至っているからである。すなわち、現在最も包括的かつ妥当な「良いコーポレート・ガバナンス」の定義が、「企業のパフォーマンスを最も高める、良くすることのできるガバナンス構造である」という以上、そこで重要な役割を果たす経営者のエントレンチメントとインセンティブのバランスをいかに上手くとれば、企業のパフォーマンスを最も高めることができるのか、ということが、この種の議論における、注目の価値のある議論として取り上げられるべきであろうと思われるからである。

以下では、このような議論に対する一つの手がかりとして、経営者による株式保有と企業のパフォーマンスに関する問題を中心として考察を進めて行くことにする。

### 2. 1 理論的考察

コーポレート・ガバナンスの問題というのは、企業への資金提供者が自らの投資に対する収益を得るにあたって直面する困難に関わるものである。そしてそこでとりわけ興味深いのは、所有と経営の分離から生じるエージェンシー・コンフリクトである。所有と経営の分離によって、所有者（プリンシパル）と経営者（エージェント）の間で目的に差異が生じ、エージェンシー・コストが発生するとされる。たとえば、経営者は、より良い投資機会を望む株主へ資金を分配するのではなく、自らの保身のために価値の低い投資対象を選ぶかもしれない。そこでの議論の焦点は、特に情報的な非対称の下で生じる困難、そこで株主によるコントロールの下でいかに経営者の裁量的な行

動が起こるか、ということである。一般に企業の内部のことについて経営者は株主より情報を持っているものである。そしてインセンティブ契約というものは、この情報的な非対称をやわらげる一つの方法である。努力というものは観察不可能なものであるから、経営者がどの程度の努力を注ぐべきかを契約によって定義することはむずかしい。この意味で、経営者の株式保有は事前的な同一化のための一つの方法と言える。<sup>4</sup>

エントレンチメント仮説はDemsetz [83]に遡ることができる。彼は所有構造の内生的な性格を強調している。そこでは経営者の株式保有のコストが強調されている。同時に株主でもある経営者の報酬構造は3つの部分から成る。それは、①金銭的賃金、②所有者利益、③オフィスなどの快適な設備、の3つである。経営者の目的関数は効用極大化であり利益極大化ではないから、特に日常の大半を仕事のために過ごすことを考えると、オフィスなどの快適な設備の重要さは認識できよう。競争的環境においては、所有経営者は、自分の仕事の上での消費については自らの金銭的な経営者報酬の削減をもって支払を行わなくてはならなくなる。すなわちモニタリング・コストがゼロの、競争社会においては、手取りの賃金と仕事上の支出とは逆相関の関係がある。結果として彼らは仕事での消費が家での消費より少額で済むので無い限りそのような消費は行わないだろう。正のモニタリング・コストの存在がこの関係を弱める。更に、経営者の持株比率が高く、市場による規律づけが弱ければ、所有経営者は仕事上の消費と、家での消費のための高賃金の両方を得るパワーを持つ。こうして経営者の株式保有は企業のパフォーマンスに負の効果があり得る。均衡状態においては、生じうる所有構造はモニタリング・コストとインセンティブに依存する内生的結果である。

<sup>4</sup> 以下の議論はMuller & Spitz [01]による発表(2001年9月、マグデブルグでのドイツ社会政策学会年次大会)によるところが大きい。

こうしてインセンティブ仮説とエントレンチメント仮説の2つを考慮すると、経営者の持株比率と企業のパフォーマンスとの間には非線形の関係が想定される。持株比率が低い間はインセンティブ効果が優勢、すなわち、正の効果が予想される。しかしながら、経営者の持株比率が非常に高くなると、エントレンチメント効果の方がより重要となり、企業のパフォーマンスへの効果は負になりうる。

このような議論は、モニタリング機能を持つ（とされてきた）銀行の、資金調達における役割に、特別な利益を与える可能性がある。日本（そしてドイツ）では、金融システムはそばしば銀行主導と言われてきた。その理由は、資金を供給する企業に対して銀行が親しい関係にあり、かつ強い影響力という観察がなされてきたからである。更に、企業はいわゆるメインバンク（ドイツではハウスバンク）をもち、とりわけ強い絆を持ち続けてきたとされる。そこで銀行の重要な役割は、資金提供企業のモニタリングだったのである。負債の場合には、銀行は企業経営者がおかすリスクに注意しなくてはならず、一方、彼の努力のレベルは、負債により負の影響は受けない。これらの点は、企業の最適資本構成の問題と深く結びついており、それはまたある程度コーポレート・ガバナンスの問題とも関連してくる。

たとえばZwiebel [96] のモデルでは、企業の経営者が資本構成を決定する際に、経営者は自ら進んで負債調達を選択する、とされる。それは、負債が、経営者が自己資本、他人資本を問わず、資金提供者の不利益になるような行動を将来とらないことを確約する一種のコミットメントになるとともに、経営者が事前にそのようなコミットメントを資金提供者に明らかにしておくことが、自分の利益にも合致するからである。

すなわち、負債に依存した資本構成を選ぶと、負債提供者たちによるモニタリングが発生し、将来の企業経営者の効用を高めるような行動

が制約されることになるが、そのような一種のデモンストレーションは、その経営者によって効率的経営が現在、そして将来にわたって行われることを資金提供者を含めた外部者に確約することになる。そしてそれは、資本市場での自らを脅かす乗っ取りなどの敵対的行動を抑える効果をもちうるわけで、更に経営者の地位を確保することにもつながるであろう。こうして、経営者は事前的に負債調達に依存するような資本構成を自発的に選択し、シグナリングを行うのである。

それでは、そのような経営者の株式保有の程度を決めるのはいかなる要因であろうか。

経営者の株式保有とリスクの間の関係についての理論的な考察によると、2つの相反する効果があり得る。一つは、経営者が危険回避者のため、リスクの程度と経営者の株式保有の間で負の関係が予想される、というものである。Leland & Pyle [77] では、経営者の株式保有が企業のクオリティのシグナルたりうることが示されている。すなわち、企業が将来うまくいこうとすることを信じていれば、経営者は自らの富の多くをそこに投資しようという気になるであろうということである。これは銀行により受け入れられ、結果として、経営者の株式保有の多い企業には銀行はより好んで資金提供をするであろう、ということになる。このことを実証的に検証することは、非常に興味深いこととなる。

## 2. 2 経営者のエントレンチメント：程度・尺度

すでに述べたように、エントレンチメントの手段としての経営者の株式保有と企業の業績との関係に関しては、過去、経済理論によって数多くのメカニズムが取り沙汰されてきたが、そこでいったいどれがドミナントなのかということについては、明確に示されているとは言い難い。そこで、これまた数多くの試論的ともいえる実証研究が行われてきている。以下では、それらのうち本

研究の展開に示唆的と思える諸研究についてレビューし、整理してみたい。

まず、Morck, Schleifer, Vishny [88]の先駆的な研究に触れなくてはならない。彼らは、1980年のデータで、経営者の持株比率とトービンのQとの関係を、フォーチュン500社中371社について、計測した。彼らの結論によると、経営者の持株比率が0%から5%まで上がると、トービンのQは上昇し、25%までは下降する。そして25%以上になると上昇する、ということになる。トービンのQが上昇するという事は、インセンティブ効果を意味しており、一方、それが下降するという事はエントレンチメント仮説を支持するものであろう。

次に、McConnel, Servaes [90]では、経営者の株式保有と企業の業績との関係に関してMorck, Schleifer, Vishny [88]のようなノンリニアな関係を再確認しているが、その形は異なる。彼らによると、経営者の株式保有が40%から50%の間で企業の業績との関係に関して正の関係を観察し、それ以降は負の関係を見いだしている。

更に、Mehran [95]では、経営者の株式保有、役員報酬と企業の業績との関係に関して計測を行っている。1979年から1980年の、ランダムに選ばれた163の製造業企業について、彼は経営者の株式保有と、トービンのQおよび資産利益率（ROA）によって測られた企業の業績との関係に関して正の影響関係を見いだしている。そこでは更に、Morck, Schleifer, Vishny [88]と同様に、経営者の株式保有の様々なレベルに関するダミー変数と企業の業績との関係に関して回帰分析を行っている。ただし、そこでの関係は、ノンリニアというよりもむしろリニアなものようである。

次にJensen & Murphy [90]では、最高執行役員の、業績に直結している報酬が企業の株主価値に対して与える影響が計測されている。1295社という多数のサンプルを用いて、彼らの結論は、最高執行役員の、業績に直結している報酬が企業の株

主価値に対して与える影響は正の関係だということである。ただし、その影響の大きさに関しては、エージェンシー理論で述べられているほどのものではないとしている。そしてまた彼らによると、経営者の株式保有のレベルは、ここ50年で下がっているという。

また、Demsetz & Lehn [85]によると、経営者の株式保有と、会計的利益率によって測られた企業の業績との関係に関して有意な影響関係を見いだしていない。

このような、一致しない結果が得られている理由の一つとして、経営者の株式保有のデータに関する違いがあるのではないかという説がある。その代表としてKole [95]が挙げられる。

それによると、アメリカで通常利用されている3つのデータセットについて、特にMcConnel, Servaes [90]および、Morck, Schleifer, Vishny [88]で利用されたデータを検証した結果、特に企業規模という影響をコントロールしないと、経営者の株式保有の違いによる影響を計測することはむずかしいと結論づけている。これはデータの標準化(standardisation)すなわち寸法の統一のことである。

一方、Himmelberg, Hubbard & Palia [99]では、経営者の株式保有と企業業績との関係を、パネル回帰で分析している。彼らは企業の業績を経営者の持株で単純に回帰する事に伴う内生的な関連に注意した。結果として、経営者の株式保有は企業が活動する契約環境に依存すること、すなわち企業のリスクの程度に依存し、それは経営者のモラル・ハザードの範囲を決定する、ということである。リスクの大きい環境では、所有者（プリンシパル）によるモニタリング活動のコストが相対的に高く、経営者（エージェント）のモラル・ハザードの範囲は大きくなるので、経営者はそれぞれの目的関数を企業のそれと一致させるためには株式保有の程度をより高めなくてはならなくなるであろう。

これに対し、Harhoff & Stahl [95]は、企業の生存および雇用の伸びへの経営者の株式保有の影響を計測した。彼らによると、経営者の株式保有の増加は企業の生存へ正の影響があり、雇用の伸びへの経営者の株式保有の影響は見られなかった。

Nickell, Nicolitsas & Dryden [97]では、外部株主の影響を分析している。そこでは、製品市場での競争、資金調達市場でのプレッシャー、株主のコントロールが企業の生産性に与える影響を分析している。イギリスの580の企業のパネルデータを用いた分析で、企業の生産性に対して、優勢（ドミナント）な外部株主の影響は一般にポジティブなものではないと結論づけている。ただし、それら優勢（ドミナント）な外部株主が金融機関である場合には、モニタリングによる正の効果が発見されている。

またHarhoff & Korting [98]では、ドイツの中小企業における借り手と貸し手の関係を分析している。それによると、取引銀行を集中し、長期的な関係を保っている企業は相互取引、利子率、与信利用可能性などの契約条件に関して有利に交渉できる、という結論となっている。

### 2. 3 エントレンチメント・アプローチの意義

このような経営者によるエントレンチメントという行為が、いったい企業業績にどのように作用するのかは、まだ模索の状態である。我が国でもこの種の研究はまだ萌芽的状态であるが、花枝 [02]では、エントレンチメント・アプローチの優れた点を、経営者による資本構成の選択を例として、次のように要約している。<sup>5</sup>

通常のエージェンシー・アプローチでは、経営者は利益を配当せず内部留保してフリー・キャッシュ・フローを増大させ、裁量的な意思決定でその資金をむだな投資に使ってしまう危険性を指摘

している、そのため、エージェンシー・アプローチでは、なぜ経営者が自発的に配当を支払うのかを説明できない、とされる。そこで、このようなフリー・キャッシュ・フローの増大を防ぐための負債の役割が、エージェンシー・アプローチでは強調される。

一方で、通常のエージェンシー・アプローチでは、資金調達後には外部資金提供者は適切に経営者をコントロールすることができず、経営者の自由裁量の余地が存在し、資金提供者の利益が損なわれる危険性を認めながら、資金調達時には、経営者に企業価値を最も高めるような資本構成を選択させるある種の規律者を暗黙のうちに想定していた。

しかし、事後的に経営者を適切に監視する規律者が存在しなくなるのであれば、経営者は将来、利益があがったときにそれを配当しようとはしないであろう、逆に、経営者に配当を強要させる規律者が事後的に存在するのであれば、将来の経営者の行動を律するための事前における負債調達は必要なくなるはずである。

エントレンチメント・モデルでは、経営者は経営権を維持することと、新投資を行うことの両者から効用を得ることを想定している。しかし、この両者の効用を同時に高めることはできない。経営権を維持しつづけようとするれば、採算に合わないような投資は控えなくてはならない。逆に、企業規模拡大のためにどんな投資でも行えば、新投資からの効用は高まるが、経営権の維持が難しくなる恐れが出てくる。

負債比率が低ければ、どんな新投資でも可能であろうが、経営権の維持が難しくなる。一方、負債比率を高めれば、将来の新投資は抑えなくてはならなくなるが、経営権の維持は可能になる。両者の釣合いを考えて、経営者は長期にわたる両者の効用の和が最大になるように、自分にとって

<sup>5</sup> 以下の叙述は、花枝 [02]、第1章による。

最も望ましい資本構成を選択する。

ところで、企業のタイプなり、企業の成長性が同じでも、経営者が新投資からの効用と経営権の維持からの効用のどちらに重点をおくかによって、企業の資本構成に違いが出てくると考えられる。

新投資からの効用に比べて経営権維持からの効用が高いと感じる経営者ほど、負債比率を高くする必要はない。そのような経営者は、負債水準が低くても、経営権の維持のために悪い投資を控えようとする投資家が判断するからである。そのため、非効率的投資を抑えるコミットメントとしての負債水準が低くてもよくなる。

逆に、企業規模拡大のための投資により高い効用を感じる経営者ほど、負債比率を高くする必要がある。もし、負債比率が低いと、どんな投資でも行う可能性が強まると市場は判断する。そのため、経営者は負債水準を高くし、将来、非効率的な投資を抑えることを市場に確約しなければならない。

以上のことと関連して、経営者の在任期間の長さや資本構成について、マイナスの関係を予測することが可能である。まだなりたての経営者にとっては、経営権の維持が彼の最大の関心事であろう。そのような新米の経営者は、負債比率を低くし、負債にあまり依存しないことを選択すると予想される。これに対して、在任期間が長く、退職が間近な経営者ほど、経営権の維持より、残り少ない在職期間中の新投資を含めた企業規模拡大に熱意を感じるであろう。そのため、負債比率を高めることを市場から要請される。

最後に、株式所有構造の違いが資本構成に及ぼす影響についてだが、株式が広く多数の投資家に分散されて保有されているような株式所有構造の企業では、経営者のエントレチメントが有効

に働き、乗っ取りの危険性が小さいため、経営者はコミットメントとしての負債に多くを依存しなくてもよい。そのため、分散化された株式所有構造の企業であればあるほど、負債比率が小さいことが予想される。

花枝[02]における以上の叙述を、我が国の企業経営の実情と照らし合わせて考えてみると、必ずしも一致しない点もあるものの、納得できる面もあちこちに見受けられる。ただし、エージェンシー理論と同様に、エントレチメントの構想も、元来はアメリカで発生したものであって、我が国の企業経営についてあてはめて考えるにあたっては、かなりの修正が必要となる。それは、財務の分野について考察する以前の問題として、我が国の経営者が、特に高度成長期、そしてバブル経済の崩壊まで企業経営の一つの「指針」とされていた「人本主義」が、実は、経営者にとって、オーナーたる株主に対するエントレチメントを支える重要なバックボーンであったことが、今確認できると思われるからである。

### 3. 日本のエントレチメントについて

#### 3.1 オリジナルの「人本主義」

以下では、実は高度成長期にもはやされてきた「人本主義」なる概念は、エージェントたる経営者がプリンシパルたる株主に対して行うエントレチメントの、一つの重要な形態だったということを、過去の議論を振り返りながら考察していく。

「人本主義」という用語の原典ともいべき書（伊丹[87]）によると、<sup>6</sup>「従業員主権」という一語でその基本的な精神が説明されている。同書p.69以下によると、「主権者にふさわしいのは働く人々」というタイトルの下に、主権者、他に関する叙述がある。すなわち、ここでいう主権者と

<sup>6</sup> 以下の叙述の一部は、筆者が別の機会に公にしてきた主張であり、直接の引用を含むことをお断りしておく。

は、その企業にとって基本的な重要性を持つ意思決定をする権利を持つ人、そしてその企業のあげる経済的な成果の分配を優先的に受ける権利を持った人、のことであり、という。その意味での主権者となるにふさわしい条件は、二つあると指摘し、一つめは、その企業にとってもっとも大切かつ稀少な資源を提供していること、二つめは、その企業の事業の盛衰によってもっとも大きなリスクを被っていること、としている。そして、この二つの条件に該当しそうなのが、リスクを負って資金を提供している株主と、その企業に長期的にコミットしている経営者や働く人々である、としている。そして、経営者と働く人々をまとめて、ここでは従業員と言っている、と明言しているのであるが、ここに経営者も入っていることは、「従業員人本主義」という用語の曖昧さが更に増す大きな原因の一つとなっていると思われる。

そして、ここに注目、あるいは注意すべき点が入包されていることに気づかなくてはならない。すなわち、元来株式会社のオーナーである（はずの）株主の立場が、ここで組み替えられていることである。そしてそれは、後述の新・人本主義との関連、すなわち「経営陣団結・エンブレチメント」と命名しうる事態の第一歩だからである。「本質的貢献」と「リスク負担」という2つの概念をめぐって、株主よりも、働く人々の方が主権者たるにふさわしい、と結論づける。そして、分散シェアリング、組織的市場とともに、「人本主義企業システム」を構成する三つの概念の一つとして、従業員主権を強調しているのである。また、この三つが機能するために必要なファクターとして、参加、協力、長期的視野、情報効率の四つを提示している。人本主義の普遍性については、提唱者自身が、それがアメリカの自動車工場で「人間中心」とか「参加と協調の重視」など、他の表現で歓迎され、受け入れられていることをはっきりと述べている。

そして、同書p.101には、人本主義企業システ

ムが、戦後の日本にもたらした経済社会の二つの特徴というものが記されている。一つめは、企業活動への参加者をお互いに利害の先鋭に対立する人々と捉えない経済社会。二つめは、一部のエリート主導型でない、草の根的で多くの人々を企業活動に巻き込める経済社会である、としている。すなわち、ひとりひとは名も知れぬものであっても、大衆、民衆が企業活動へ自らの意思で参加する体制が、人本主義という発想で形成された企業システムによって、その経済社会への定着が促進されたというのが、その主張の大筋である。これはまさに「民主主義」的な叙述であり、非常に説得力を持つものであったと言えよう。

### 3. 2 「人本主義」を支えてきたもの

こうして「主役は従業員（あるいは人間）」ということを強調し、それをコアとして、そのまわりに肉付けして形作られてきたものが、「人本主義企業システム」である。あるいは少なくとも、世のサラリーマンの大半、経営者の中でもかなりの人々が、そのような理解の下で、あるいはそのような理解のゆえに、自らの立場に納得し、自らが行う意思決定の拠り所を確認し、さらには解釈（合理化）して、企業の運営に携わってきたのが人本主義である。少なくともバブル経済が崩壊するまでの日本企業の繁栄期には、我が国の企業の運営、事業活動の遂行の実態を解釈・説明するにあたっては、「人本主義企業システム」というのは非常に都合の良い、ぴったりとしたものであったことは確かだからである。そしてそれは、我が国の株式会社（大企業）において、株主がその権利を主張しない（あるいはする必要がない）ことを納得させるための、非常に有効かつ説得的な根拠であったことはいままでもない。

現代企業の利害関係者の図を考えると、そこには経営者（陣）を取り巻く利害関係者（ステイクホルダー）という構図が考えられるのが普通で、主たるステイクホルダーには、経営者、株

主、債権者、従業員、取引業者、消費者、地域住民、さらには国家なども含まれる。もし我が国の企業システムというものが、「人本主義企業システム」という考え方で首尾良く説明されるとすれば、それは、おおいに結構なことであるとされてきた。

そしてさらに、このようなステイクホルダーによって取り巻かれる経営者は、良いコーポレート・ガバナンスの維持に関して責任を負っている。このことのひとつの重要なファクターとして、コーポレート・ガバナンス論で重視されるもの一つとして、企業が得た成果をいかにそのステイクホルダーに、フェアに配分するか、ということがある。これは、コーポレート・ガバナンス論では、さまざまなステイクホルダーに共通して接し、その意味で複数のステイクホルダーの関係を、いわばピンでとめる役割に位置する、経営者が、その任にあたるようになる。そこで、経営者がどのステイクホルダーに対峙するか、によってさまざまな対象を考えることとなる。たとえば相手が株主であれば、配当政策をはじめとする、対株主政策がテーマとなる。さらには、経営者自身さえも、この利害関係集団の一つのコンポーネントなのであるから、経営者報酬というテーマも、コーポレート・ガバナンス論の一つとして、重要なものとされている。このような、「フェアな成果配分」という問題を、人本主義との関連でいえば、バブル経済がはじけるまでの、繁栄期の日本企業は、いわばモラトリアム時代を謳歌していたようなもので、どちらかといえば企業の成果は経営者に傾斜配分され、従業員のほうはその残余を適宜（この時点では充分とかフェアとかは言えない）分け与えられているに過ぎなかった。しかしそれでも、終身雇用制、年功序列制が維持されている限りにおいては、当時の企業の事業活動の成果の「実り」の分け前を与えられることは、先送りされていたとはいえ、保証されていた、あるいは少なくとも、彼らはそう

思いこんでいたと言えよう。株主にとってもそれは同様で、企業の発展・維持に不可欠な、従業員を中心とした企業経営は、彼ら株主にとっても、企業の成果配分にあたってタイムラグはあるものの、最終的には自らにとってbeneficialになるものだったのである。そしてそれは、「人本主義」なる用語を容認する唯一且つ最大の根拠であった。

### 3. 3 エントレンチメントのバックボーンとしての「人本主義」の危機

発刊以来、経営戦略論の重要な指針として評価されている、ポーター、竹内[00]では、そこかしこで、この人本主義について触れ、それを主として「従業員を資産として扱う」という言い方をしている。株主の立場、あるいは役割を上回るものを暗黙のうちに考え、そして、たしかに人本主義にはさまざまな側面がある、ということを意識させる叙述も多い。ただし、その「心臓」にあたるものが「信頼」であり、「忠誠心」であることは意識しているようで、その意味で、それらは人本主義のオリジナルな精神に従っていると思われる。エズラ・ヴォーゲルが、1979年に、「ジャパン アズ ナンバーワン」を公刊したとき、その第6章・大企業——社員の一体感と業績、の章で、特に第2節・グループ精神と社員のやる気、において、日本企業の従業員の、企業への帰属意識、忠誠心、協調意識の卓越性に驚嘆し、アメリカとの比較論を試みて列挙した諸要因は、いわゆる人本主義のハシリ、あるいはそのような要因が徐々に、系統的に認識されてきた、いわば草創期だったといえそうである。こうしてそれはそのまま、人本主義の「心臓」になって行った、と考えることができる。

一方、現状を見直してみると、この意味で、「心臓」にあたる部分、すなわち「信頼」や、「帰属意識」、あるいは強いコミュニティ意識の形成、従業員の企業への忠誠心などが、このたび

のリストラの嵐によって、ことごとく揺らいでしまったことも、もはや否定できない事実である。すなわち、オリジナルな意味での人本主義が円滑に受け入れられるのに不可欠な、「心臓」の部分は、残念ながらこのたびのバブル経済の崩壊、そしてそれに続いたリストラの嵐によって、もはや成立はしなくなってしまう、消え去ってしまったと言える。また、そこで重要なのは、このような、「心臓部分」のトラブルによって、手や足などの、企業の実働部門間のコミュニケーションが行われる、骨や神経を經由したお互いのネットワーク、すなわち、企業の繁栄のために張りめぐらされた「ヒトのネットワーク」が、もはやずたずたになってしまっていることである。繁栄期の日本企業が持っていた「財産」だったはずの、「ヒトのネットワーク」、あるいはそこに存在していた「長年培われたチームワーク」が拠って立っていた、親密なinterrelationshipは、なお存在しているとしても、もはや以前のような、「共同体感覚」を生んでくれるような機能は果たさなくなってしまう。貢献してくれるはずだった「人本主義の安定したヒトのネットワーク」が、すでにずたずたになっていて、規範の役割を果たすべき、ネットワークが生んでくれるはずの「共同体感覚」が、リストラの豪雨、洪水で、流れ去ってしまっているのである。

### 3. 4 新・人本主義との関連 —— 経営陣団結・エンタレチメント

このように見てくると、高度成長期、我が国の経営者たちが、自らの意思決定の後ろ盾として使っていた「人本主義」は、実は今、話題になりつつある「エンタレチメント」のハシリでもあったことが理解できると言えよう。すなわち、企

業とそこで働く従業員みんなが一体となって力を合わせられるための拠り所であったはずの「人本主義」の概念は、実は経営者が、株式会社のプリンシパルたる株主を「外す」ことを理論的に解釈・納得させることに、おおいに貢献してきていたことが、今になって明らかになってきたと言えよう。そしてそれはまさしくエンタレチメントの有効なインストルメントであったのだといえる。筆者は他の機会にもそこかしこで、人本主義は敗れた、と説いてきた。そして、もし、この用語を使い続けるのであれば、定義のし直しが必要で、ただ、そうすると、もはやオリジナルの意味での「人本主義」ではなくなってしまう、と主張してきた。そしてそれでも、なお「デジタル人本主義」なる用法を、どうしても使用したいのであれば、<sup>7</sup>そこで依って立っている基本概念は、「新・人本主義」とでも命名することになる、少なくとも、この用語を使うのであれば、このような前置きは不可欠であると述べてきた。

そして、昨今一部で再び力を入れてその利用が提唱されつつある「デジタル人本主義」という用語については、筆者はその使用を頭から否定するものではない、とも主張してきているのである。

このような、我が国における過去の傾向については、今になって非難したり批判しても大して実りはあるまい。むしろ、そのような「日本のエンタレチメント」が、今後どのように進んでいくのかについて考えることが必要であろう。

ここで最大のトピックであると思われる、経営者と株主の利害対立、すなわち歴史的に見ても、所有と経営が分離した現代企業、特に我が国では、経営者の意思決定基準が株主の利益の最大化ではない傾向にある、という問題にふれる必要

<sup>7</sup> 伊丹敬之：経営の未来を見誤るな、日本経済新聞社 2000. 2 は副題として「デジタル人本主義への道」と銘打っている。

がある<sup>8</sup>。我が国の大企業の経営者は、自己の利益や従業員の利益、そして経営陣全体の利益（＝会社の利益、という発想がある）を重視して、株主の利益を犠牲にしている。このような経営者の機会主義的行動を規律づけるために、様々なコーポレート・ガバナンスの手段が用いられる。これに対して経営者が、コーポレート・ガバナンスのプレッシャーに対する抵抗を強めようとして来たのが従来の姿であり、この経営者の抵抗力、あるいは経営権の強固さがエントレンチメントとよばれているわけであるから、経営者（陣）が、たとえばマーケットを介した代表的なガバナンスの手段であるテイクオーバーのプレッシャーを軽減するために、過去、株式を持合ったりした考え方は、このような状況を想定していたと思われる。

このように考えていくと、これから敷衍すべきは、このような「日本のエントレンチメント」が漸次解消され、株主の利益がより明示的に意識される企業社会へと脱皮することである、ということが明らかになっていく。

バブル経済の崩壊後、わが国でも企業経営への株主の関与の傾向は強まったといわれている。これは、従来の経営者が株主の利益を軽視してきたことへの反動であり警鐘でもあろう。この状況のもとで、コーポレート・ガバナンスのプレッシャーに対抗するエントレンチメント手段としての「人本主義」を継続すると、そのような株主の利益を軽視した企業経営が更に継続することを懸念する、心ある株主、特に外人株主は、経営者へのプレッシャーを強めるであろうと思われる。ここにきて株主からのプレッシャーを遠ざけるためには、経営者はエントレンチメント手段としての「人本主義」を返上し、株主重視へと経営方針を転換することをおおやけにする必要がある。エントレンチメント手段としての「人本主義」の解消

は、コーポレート・ガバナンスに対抗する手段の自発的放棄を意味し、株主重視の経営姿勢をかけ声だけではなく実際に行うという意思表示に信憑性をもたせるであろう。こうして、わが国におけるエントレンチメント手段としての「人本主義」の解消は、企業経営の基本方針が株主重視の方向へと変わっていく重大なプロセスの始まりとみなすことができる。

#### 《参考文献》

- Alchian, A. & H. Demsetz, Production, Information Costs and Economic Organization, *American Economic Review* 62 1972 pp. 777-795.
- Arrow, K. J., The Economics of Agency, in: J. W. Pratt & R. J. Zeckhauser, *Principals and Agents: The Structure of Business*, Boston 1985 pp.37-51.
- Bamberg G. u.a., *Agency Theory, Information and Incentives*, Springer Verlag, Berlin Heidelberg 1987
- Berger, P., E. Ofek and D. Yermack, Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions, *Journal of Finance* 52, 1997 pp.1411-1438.
- Demsetz, H., The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, *Journal of Law and Economics*, 26 1983 pp.375-391.
- Demsetz, H. & K. Lehn, The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy* 93 1985 pp.1155-1177.
- 花枝 英樹、戦略的企業財務論 東洋経済新報社 2002
- Harhoff D. & T. Korting, Lending Relationship in Germany: Empirical Evidence from Survey Data, *Journal of Banking and Finance* 22 1998 pp.1317-1353.
- Harhoff, D. & K. Stahl, Unternehmens- und Beschäftigungsdynamik in Westdeutschland: Zum Einfluss von Haftungsregeln und Eigentümerstruktur, *ifo Studien* 17 1995 pp.17-50.

<sup>8</sup> 経営者と株主の利害対立については、Jensen & Meckling (76)、Jensen (86)、Stulz (90) などを参照せよ。

- Himmelberg, C. P., R. G. Hubbard & D. Palia, Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance, *Journal of Financial Economics* 53 1999 pp.353-384.
- 伊丹敬之：人本主義企業、筑摩書房 1987. 12
- 伊丹敬之：経営の未来を見誤るな、日本経済新聞社 2000. 2
- Jensen, M., 1986, The Agency Cost of Free Cash Flow, *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, M. C. & W. H. Meckling, Theory of the Firm : Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3 1976 pp.305-360.
- Jensen M. & K. Murphy, Performance Pay and Top Management Incentives, *Journal of Political Economy* 98 1990 pp.225-263.
- Kieser, A & H. Kubicek, *Organisation*, de Gruyter, Berlin 1983
- Kole, S. R., Measuring Managerial Equity Ownership: A Comparison of Sources of Ownership Data, *Journal of Corporate Finance* 1 1995 pp.413-435.
- Leland, H. E. & D. H. Pyle, Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation, *Journal of Finance* 32 1977 pp.371-387.
- McConnel, J. J. & H. Servaes, Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, *Journal of Financial Economics* 27 1990 pp.595-612.
- Mehran, H., Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance, *Journal of Financial Economics* 38 1995 pp.163-184.
- Morck, R., A. Schreifer & R. W. Vishny, Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics* 20 1988 pp.293-315.
- Muller, Elisabeth & Alexandra Spitz, Eigentümerstruktur und Unternehmensleistungen der Geschäftsdienstleistungen-zweige in Deutschland, in: Tagungsbeitrag, S.24, Jahrestagung des Vereins für Sozialpolitik, 2001 Magdeburg
- Nickell, S., D. Nicolitsas & N. Dryden, What makes Firm perform well? *European Economic Review* 41 1997 pp.783-796.
- 大録 英一、ホールドアップ問題と優越的地位の濫用(3)、公正取引 No.491 1991 pp. 77-83.
- 大録 英一、ホールドアップ問題と優越的地位の濫用(4)、公正取引 No.492 1991 pp. 39-45.
- Peterson, T., *Optimale Anreizsysteme* GABLER, Wiesbaden 1989 .
- Picot, A. H. Dietl & E. Franck, *Organisation --- Eine ökonomische Perspektive ---*, SCHAFFER POESCHEL Verlag Stuttgart 1997
- ポーター. M、竹内弘高：日本の競争戦略、ダイヤモンド社 2000. 4
- Pratt, J. W. & R. J. Zeckhauser, *Principals and Agents : The Structure of Business*, Boston 1985
- Pratt, J. W. & R. J. Zeckhauser, *Principals and Agents : An Overview*, in: Pratt, J. W. & R. J. Zeckhauser, *Principals and Agents : The Structure of Business*, Boston 1985 pp.1-35.
- Ross, S. A., The Economic Theory of Agency : The Principal's Problem, *American Economic Review, Papers & Proc* 63 1973 pp.134-139.
- Schanze, E., Contract, Agency and the Delegation of Decision Making, in: Bamberg G. u.a. *Agency Theory, Information and Incentives*, Springer Verlag, Berlin Heidelberg 1987 pp.461-471.
- Stulz, R., Managerial Discretion and Optimal Financing Policies, *Journal of Financial Economics* 26 1990 pp.3-27.
- ヴォーゲル. エズラ・F. (広中和歌子、木本彰子訳)：ジャパン アズ ナンバーワン、TBSブリタニカ 1979. 6