



経営者の埋め込みとエン tren chiment : 企業ガバ ナンスへの複眼的アプローチに向けて

田中, 一弘

(Citation)

国民経済雑誌, 187(5):83-98

(Issue Date)

2003-05

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/00055857>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/00055857>



経営者の埋め込みとエントレンチメント*

——企業ガバナンスへの複眼的アプローチに向けて——

田 中 一 弘

企業ガバナンス論では、経営者を「株主や従業員から“隔てられる”」ことによって自らの地位に安んじ、あるいはそれを濫用しうる『エントレンチされた』経営者とみなし、それをいかに規律づけるかが問題とされる。経営者にそうした側面があることはもちろんだが、しかし同時に、経営者は「株主や従業員との相互作用を通じて、彼らとの関係に『埋め込まれた』経営者」という側面をも併せ持っている。本稿ではこれまでのガバナンス論であまり注目されなかった後者の側面に主として光を当てることで、経営者のもつ両面性（埋め込みとエントレンチメント）を浮き彫りにする。このような経営者像からは、他律的統治に自律的統治も加えた「複眼的アプローチ」をとることが企業ガバナンスの議論には必要であることが示唆される。

キーワード 埋め込まれた経営者、エントレンチされた経営者、自律的統治、
他律的統治

企業を構成する中核的なプレイヤーは、株主、従業員、経営者の三者である。この中で経営者は、株主、従業員の利害を調整しつつ、企業全体をリードしていく重要な役割を担っている。

ところが経営者は時としてその役割を適切に果たさず、経営にあたって私的便益を追求したり、独善的な経営に走ったりすることがある。経営者が何らかの形で株主あるいは従業員から隔絶されて大きな裁量を手にしたとき、こうした事態は生じやすい。そして現代の巨大企業においては、この種の「隔たり」は起きやすいものである。

株式所有の分散が引き起こした「所有と支配の分離」(Berle and Means [1932])は、経営者と株主の間の隔たりに他ならない。それがもたらす「経営者支配」のもとで、逸脱しがちな経営者をいかに規律づけるかは、今日の企業ガバナンス論における中心問題である。一方、経営者と従業員の間に往々にしてありがちな隔たりは、経営者が組織内部での権力を首尾良く独占すれば、極めて大きくなる。

株主ないしは従業員との間にある種の隔たりができて、自らの地位が安全になった経営者

のことを「エントレンチされた経営者 (entrenched manager)」という¹。

戦後日本企業について言えば、株式持ち合いは経営者にとって対株主でのエントレンチメントの主要な手段 (の一つ) だった。また社内の人事権を一手に握って、ワンマン社長の名を恣にした経営者も少なくない。株主集団／従業員集団との関係で経営者をとらえるとき、これまでの議論では専らこのエントレンチメントの側面に光が当てられてきたと言ってよい。企業ガバナンスの議論も、こうした経営者像を前提にしている。

しかし経営者にはもう一つの側面があるのではないだろうか。それは株主集団／従業員集団との関係に「埋め込まれた経営者 (embedded manager)」という側面である (詳細は第1節と第2節で述べる²)。エントレンチされた経営者が、株主や従業員からいわば超然とした存在であるのに対して、埋め込まれた経営者は文字通り彼らのただ中にある存在である。

重要なことは、どのような経営者であれ、エントレンチメントの側面と埋め込みの側面という、一見相反するこれらの両方をもっており、経営者はこの両面からとらえられる必要がある、ということである。実在の個々の経営者をみれば、エントレンチメントが比較的強い人もいれば、その反対の人もいるだろう。ただ、一般の大規模公開会社を考えたとき、経営者が完全に一方の側面のみに偏しているケース (例えば超ワンマンの経営者) はさほど多くはないはずであり、程度の差こそあれ両面性をもっていると考えられる。

このような「経営者の両面性」がどの程度普遍性を持っているかについて、現段階でははっきりしたことは言えない。本稿では、少なくとも戦後日本企業について、そのような見方が可能と思われることを示したい。第1節で株主集団との関係、第2節で従業員集団とのそれを取り上げる。一方、経営者をエントレンチメントのみならず埋め込みの側面からも捉えるとき、企業ガバナンスの議論も新たな展開を見せるはずである。第3節と第4節がこの問題を扱う。

第1節 大株主の制御と株主集団への埋め込み

戦後の日本企業における経営者と株主の関係を最も特徴的づけているのは、株式の持ち合いである。一般に次のように言われている。企業同士 (ないしは企業と金融機関) が株式を持ち合うことで、各企業の経営者は持ち合い相手の株主の発言力を封じ込められる。そして実際には持ち合い株主は所有の多数派を占めているので、経営者は事実上株主全体から自由になっているも同然である。経営者がエントレンチされているというわけである。

しかし持ち合いだけで本当に十分なエントレンチメントになるのだろうか。株式持ち合いは、歴史的には、企業が敵対的買収から身を守る必要が高まったときに大きく進展してきた。現経営陣に友好的な株主を持ち合いによって囲い込んで多数派にすれば、確かに敵対的買収を防ぐ有効な手だてになる。しかしそうして囲い込んだ株主から何らかの支配力を行使され

る恐れはないのか。彼らはいまや「多数派」を形成している「大株主」なのである。持ち合っているがゆえに口を出しにくいのは事実だとしても、じつはそれだけで一切の発言力が封じられるとは考えにくい。³

持ち合いがエントレンチメントの一つの手段であることは言うまでもない。しかしエントレンチメントをより確かにするために、それ以外の対策も講じられた。持ち合いも含めたそれらの対策、つまり経営者が自らへの株主による影響力行使をしにくくすることを、ここでは「株主制御」と呼ぶ。本節では、すでによく知られている株式持ち合いを除く株主制御の実態を概観した後、持ち合いも含めた株主制御（すなわち対株主集団でのエントレンチメント）が、同時に株主集団への経営者の埋め込みを生んだという主張を展開する。

株主制御については、すでに田中〔2002〕で詳しく論じられている。戦後日本の主要製造業企業50社の1960年から95年までの5年ごと35年間にわたる、株主構造を詳細に分析することを通じて、制御の実態が跡づけられている。⁴ここではその概略だけを示しておこう。なお、以下では特に断りのない限り、大株主とは10大株主を指すこととする。

戦後の持ち合いや安定株主工作によって法人株主の所有比率が高まったことは周知のところである。これをもって「所有の集中化が進んだ」と言われることも多いが、⁵実際には法人化は進展したが集中化は進展しなかった。表1の(a)欄からわかるように、製造業主要50社においても各社の法人持株比率（発行済株式総数に占める法人株主の所有比率）は1990年に至るまで上昇を続けた。しかしそのほとんどが法人株主によって構成される10大株主の合計持株比率は、長期にわたって30%台半ばを維持している。持ち合い・安定株主工作は、大株主に株式が集まらないように配慮しながら進められたのである。

次に大株主の中での集中度の変遷をみるために、大株主ハーフィンダル指数の推移を示したのが同じ表の(b)欄である。ここで大株主ハーフィンダル指数とは、

$$\text{大株主ハーフィンダル指数} = \sum_{i=1}^{10} (\text{第 } i \text{ 大株主の持株比率} / \text{10大株主合計持株比率})^2$$

と定義される。値が小さいほど、大株主間の勢力が拮抗していることになる。表から明らか

表1 大株主の集中度

	1960	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995
(a)法人持株比率*	48.8%	52.9%	55.0%	61.6%	64.2%	65.9%	70.2%	64.1%
10大株主合計持株比率*	32.4%	34.0%	31.3%	34.7%	35.2%	34.9%	35.1%	34.1%
(b)大株主内 ハーフィンダル指数**	0.149	0.134	0.139	0.132	0.125	0.122	0.117	0.116

*主要製造業50社平均

**50社の内、いすゞとマツダを除く48社平均

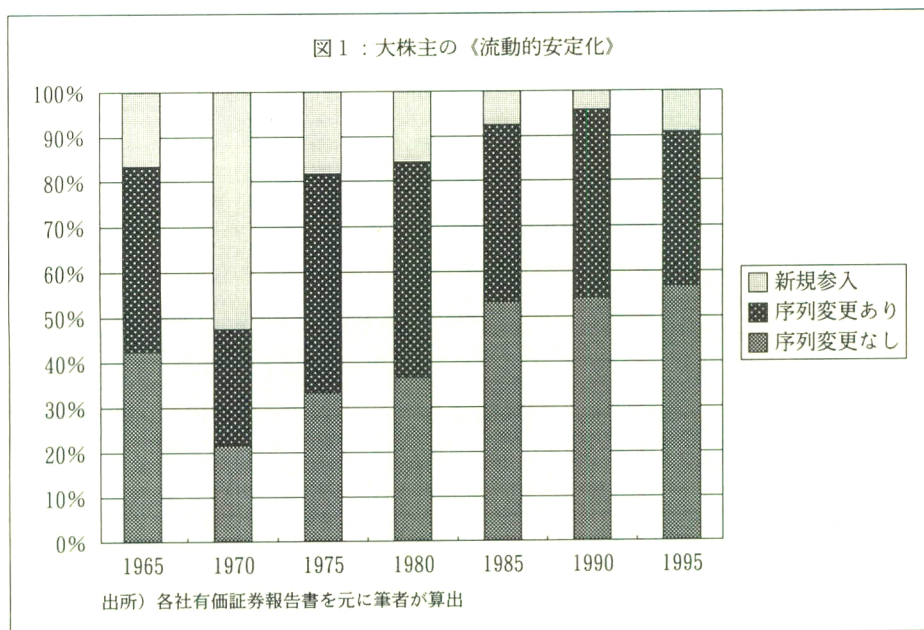
出所) 各社有価証券報告書を元に筆者が算出

のように、30%台半ばの一定の大きさ（10大株主合計持株比率）を維持してきた大株主集団の内部では、互いの勢力が次第に拮抗してきている。すなわち、大株主の中でも筆頭株主や2位、3位といった上位大株主の勢力が相対的に小さくなってきたということで、いわば大株主の「平準化」が図られてきたのである。

大株主への対応は、以上のような量的側面についてのみなされたわけではない。大株主の顔ぶれも時代と共に安定してきている。上記の製造業主要50社について見ると、例えば筆頭株主が前回調査年（1985年であれば1980年）当時から変化した企業数は平均で、1970年代が13.5社、80年代は9.5社、90年代になると5.5社に減っている。

同様の傾向は2位以下の大株主たちについても言える。図1は、50社の第2位～第10位株主の顔ぶれと順位の変化の推移を示したものである。ある調査対象年 t 年（1965、70、75、80、85、90、95の各年）における2～10位の各大株主について、その大株主が前回調査年である $(t-5)$ 年には大株主でなかった場合、当該 t 年におけるその大株主は「新規参入」とする。新規参入ではない大株主は、当該 t 年における「序列」が5年前と同じ者（序列変更なし）と5年前とは異なる者（序列変更あり）とに分けられる。各社の筆頭株主を除く9人の大株主一人一人について、これらの別を調べ、年ごとの50社平均の推移をまとめたのが図1である。

この図からわかるように、1970年代後半以降、新規参入の大株主の割合が低下している。¹⁰つまり大株主の顔ぶれが固まってきた。しかもそれらの大株主の中では、互いの序列も次第



に安定してきたことが「序列変更なし」の増加によって知ることが出来る。かつては流動的だった大株主集団の中身が次第に固まってきたわけである。とはいえ、一定の顔ぶれの中である程度の序列変更は起きている。ここでは詳しく議論しないが、この流動性と安定性の組み合わせによって、特定の大株主に支配力が集中しないような工夫がなされていた。

ここまで述べてきたことから示唆されるのは、大株主の制御のためには、株式持ち合い（それ自体は重要な手段だが）だけでなく、それ以外の様々な手段も講じられてきた、ということである。それによって、株主からのエントレンチメントがより確かなものになったのである。

しかしここで重要なことは、他方で、こうして制御されたために大株主集団はかえって経営者がこの集団（大株主）との関係にコミットするのを促すような特徴を備えるようになった、ということである。互いに株式を持ち合っているということはもちろんそうした特徴の一つだが、その他にも次のような特徴を挙げることができる。

第一に、大株主のメンバーシップが限定されてきており、各大株主の顔ぶれが比較的長期に渡って特定化されている。このような状況では、時間を経るに従って経営者と大株主の間の紐帯が強くなると考えられる。

第二に、大株主の勢力が互いに拮抗化されている。このことは、どの大株主も集団のメンバーとして（少なくとも持株比率の点では）同じような重みを持つことを意味している。経営者は、ある突出した大株主のみに配慮するのではなく、複数のメンバーを認知し、彼らによって構成される大株主集団全体に目配りをするようになる。

第三に、大株主は制御されているとはいえ、彼ら一人一人の持株比率はそれなりの大きさを保持している。すなわち一定の発言力が留保されている（彼らが結託して大きな影響力を直接的に行使することも不可能ではない）。各大株主が十分な重みを備えていればこそ、大株主集団への経営者のコミットメントは真剣なものとなる。ある意味で大株主を制御しきれていないこうした状況が生まれた一因は、敵対的買収を防ぐ必要から徹底的な所有の分散を図らなかったからである。従って、これもまた株主制御の結果にほかならないのである。

実際、経営者は大株主に対して様々な局面で配慮を示している。役員人事や重要政策の決定事項について予め内諾を取り付けたり、報告したりするといったことはその内の一つである。いちいち口出しされるはずのないことはわかっているが、こうした配慮を示すわけである。これらのことは、大株主集団との関係にコミットしていることの一つの現れと言っていであらう。逆に、コミットして大株主との間に信頼関係を築くことが、彼らからの影響力行使を防ぐ、つまり制御することに役立つという面もある。

いずれにせよ、経営者が持ち合い関係にある大株主に対してさほど関心を示さないという通念は必ずしも妥当ではない。顔ぶれの特定化された、それぞれに重みを備えた大株主たちか

ら構成される集団に対して、彼らはコミットし、十分な注意を払っているであろう。このことを指して、「経営者は大株主集団に埋め込まれている」と言うことにしよう。重要なことは、それが大株主集団からのエントレンチメントと表裏一体で起きたということである。株主集団との関係において、経営者はエントレンチされていると同時に、埋め込まれてもいるのである。

第2節 従業員集団への埋め込み

従業員集団に対する経営者も、エントレンチメントと埋め込みの両面を備えていると考えられるが、ここでは主として後者について考えてみよう。

経営者が「株主集団に埋め込まれている」という前節の主張に比べて、「従業員集団に埋め込まれている」という本節の主張の方が、より納得しやすいであろう。まぎれもなく経営者は、従業員（ここでは役員も含める）によって構成される企業組織のヒエラルキーの頂点に位置しており、組織の一員である。とはいえ、経営者はヒエラルキーのトップにいるというまさにそのことゆえに、他の組織成員との間にある種の隔たりがあるのも事実であろう。現にその隔絶した地位を利用して独裁的に経営を進めたり、自己利益の追求に走ったりする経営者も稀ではない。そのように振る舞う潜在的可能性ということであれば、多かれ少なかれどの経営者にもある。

しかし一般的に言えば、大方の経営者が組織の中でもつ裁量の「程度」は、通常考えられているほどには強くないのではないだろうか。なるほど裁量の「範囲」は広い。現職社長は、実質的には自分の後継者を自ら指名できるのが普通である。トップ人事という最重要事項までも自分で決められるのだから、これほど広い裁量はない。とはいえ、「程度」には自ずと限界がある。後継者を決めるにあたって、経営者は組織から完全なフリーハンドを与えられているわけではない。例えば社内世論に対する配慮は不可欠であろう。

経営者人事とは別に、経営上より頻繁に行われる戦略やオペレーションに関する意思決定についてはどうだろうか。企業組織をJ.K.ガルブレイスのいう「テクノストラクチュア」という観点から捉えると、経営者はそうした意思決定に際して組織の縛りをかなり受けていると言える。

ガルブレイスは集団による意思決定に参加するすべての人々が形成する組織を「テクノストラクチュア」と呼んだ（Galbraith [1971] 邦訳113頁）。彼のいう「集団による意思決定に参加している人々」が、企業のトップあるいは経営陣のみを指すのではないということには注意しなければならない。意思決定のために自らがもつ情報、あるいは専門的な知識や能力、経験といったものを提供しているすべての人々を指しており、そこにはミドル・マネジメントさらにはロア・マネジメントさえも含まれる。技術的要請に対処するための多数の専門的

人材と企業活動の計画的・組織的遂行とが不可欠である現代産業企業においては、これらの貢献がなければ適切な意思決定ができないのである。

我々のここでの議論にとって重要なのは、テクノストラクチャにおける意思決定は専門性を備えた集団でなされ、特定の成員がその意思決定に対抗しそれを覆すことは難しいということである。たとえ経営トップであろうと、意思決定のための十分な量と質の知識や情報をもっていない限り—たいていの巨大企業では経営者がひとりでそれをもつことはほとんどあり得ないのだが—極めて難しいのである。彼が影響力を行使して、意思決定に強引に介入することも不可能ではないが、そのような介入はテクノストラクチャが行う意思決定の信頼性や効率性を損なう（Galbraith [1971] 邦訳106-110頁）。逆に言えば、経営者の意思決定はテクノストラクチャに引きずられざるを得ないのである。

大企業を一つのテクノストラクチャとして見る見方は、むしろ日本の大企業にも適用できる。いやむしろ、テクノストラクチャが経営者個人の意思決定を制約する力はアメリカ企業よりも日本企業において、より一層顕著と言えよう。

第一に、日本企業が現場の情報を重視し、意思決定を分権的に行う傾向があるからである。

第二に、そうした傾向の背後にある要因でもあるが、従業員主権的な企業観（伊丹 [2000]）が共有されているからである。もっとも、ここでいわれる「従業員主権」は「経営者ではなく従業員が主権をもつ」ということではない。株主ではなく従業員に主権があるということである。しかしその従業員には経営者が含まれる（伊丹 [2000] 59頁）。このような意味での従業員主権が我々に示唆することは、事実上、重要な意思決定を左右する権利¹¹が経営者のみならず企業のコアとなる従業員—「テクノストラクチャ」の成員—にもあることが通念となっているということである。このような企業観が経営者や従業員、さらには広く日本の企業システム全体の中で共有されているならば、企業内の意思決定権限をトップが占有しづらくなるだろう。

第三に、前節で述べた株主制御によってテクノストラクチャの自律性が高まったことが挙げられる。外部からの自律性が高まれば、逆に自己完結性を増した内部の締め付けはきつくなりやすい。

株主の制御は、第一義的には「経営者対株主」という構図の元で、経営者が株主からの自由を獲得するためのものと考えられる（田中 [2002]）。しかし同時にそれは「従業員集団対株主集団」という構図の元、すぐ前で述べた従業員主権を実現するための一つの方策であった（伊丹 [2000]）。さらにそれはテクノストラクチャの自律性を高めるものでもあったのである。専門的知識を有しない外部者からの干渉はテクノストラクチャによる適切な意思決定の妨げになるため、テクノストラクチャは「高度の自治を必要とする」（Galbraith [1971] 邦訳121頁）。それを助ける役割を、前節でみた大株主の制御は果たしたのである。¹²

このように従業員集団をテクノストラクチャとしてみれば、経営者もまたそれによって意思決定上の制約を受けていると考えられる。もっとも、こうした立場とは対照的に、従業員集団をあくまでヒエラルキーとして捉えるならば、その頂点にいる経営者の抱える制約など極めて小さい、という見解もあるかもしれない。しかし後者の立場に立ったとしても、日本の組織におけるトップのリーダーシップは通常かなり制限されているという見方は、日本の社会システムに関するこれまでの議論のなかでしばしば指摘されてきた。

例えば中根 [1967] は、リーダーとその直属幹部成員たちの間の関係に注目して、日本の組織のリーダーのパワーが制約されるメカニズムを明らかにしている。企業も含めて日本の集団におけるリーダーは、「すべての成員を、直接ではなく、大部分はリーダーに直属する幹部をとおして、把握している」(中根 [1967] 136頁) ため、直属幹部の発言権がきわめて強いものとなる傾向がある。その上、これらの幹部成員たちは、ある意味で各自の配下にある成員の利益代表として互いに緊張関係にあるため、リーダーはそのあおりをうけて幹部成員からつきあげられたり、あるいはリーダーがそうした力関係の調整に相当な労力を使わざるを得なくなる。「日本の場合、極端に言えば、リーダーは集団の一部にすぎない」(中根 [1967] 140頁) ¹³ のである。

こうしたメカニズムに加えて、先述のようなテクノストラクチャの力が強いのだとしたら、日本企業の経営者は多くの場合、じつは従業員集団に相当な制約を受けつつ従業員集団と相互作用を行っているということになる。その意味で、「経営者が従業員集団に埋め込まれている」のである。

第3節 「埋め込まれた経営者」のガバナンス

経営者をエントレンチメントのみならず、埋め込みからも捉えるという前2節の議論を受け入れるならば、経営者の規律づけという企業ガバナンスの問題にも新たな検討を加える余地が生まれてくる。エントレンチされた経営者のガバナンスについては、従来の企業ガバナンス論がすなわちこの問題を扱ったものであるから、ここではとりたてて議論しない。埋め込まれた経営者のガバナンスを検討するのが、この節の課題である。結論を先取りして大まかに言えば、経営者は自らがそこに埋め込まれたところの従業員集団並びに株主集団から規律づけられていたと考えられる。

(1) 従業員集団による規律づけ

日本企業のガバナンスに関する議論は、これまでもっぱらメインバンクなど企業の「外部」からの視点で展開されてきた。これに対して最近、企業の内部（従業員集団）からの視点をとった研究が出てきている。

河村・広田 [2002] が東証一部上場13社の人事担当の取締役ないしは幹部社員に対し各社のガバナンスに関して行ったインタビュー調査では、9社の回答者が、「社長が自らのわがままで好き勝手なことはできない」という趣旨の回答をしたという。その理由に回答者たちが挙げたのは、「社長の意思決定には他の役員や従業員らの理解を必要とし、それを無視すれば彼らの仕事へのやる気を失わせるから」ということであった（河村・広田 [2002] 117頁）。このことは従業員が一暗黙裡にせよ一経営者を規律づけていることを示唆している。

この規律づけメカニズムを明らかにする上で、河村・広田 [2002] が着目したのが従業員（役員を含む）のモチベーションである。経営者が短期的利益や自らの職務を利用した私的便益を追求する者であったとしても、自らの意思決定が従業員のモチベーションに与える影響を考慮する限り、彼は株主の介入無しでも効率的な経営に務めるよう規律づけられるというメカニズムを、河村らは理論モデルによって明らかにしている。

ところで経営者を従業員集団に埋め込まれた存在としてみる前節の議論もまた、経営者が従業員集団の中で自分勝手に振る舞うことを妨げることを示唆している。ひとつには、経営者の意思決定が従業員集団に縛られるために、独断での決定が難しい。ふたつめに、仮に独断で決定できたとしても、それを実行するのは経営者自身ではない。従業員集団の理解が得られなければその決定がスムーズに実行されない可能性が高い。そうであれば、独断は差し控えられる。この場合「従業員のモチベーション」よりも、むしろ「他の役員や従業員らの意思決定への関与」が、経営者規律の鍵になっているわけである。

じつは先の河村らによる従業員モチベーションを鍵とする規律づけも、組織（従業員集団）に埋め込まれた経営者という側面から理解することができる。経営者の規律づけが、彼が一方で組織を動かすこと、他方で組織から便益を得ようとする、この2つを考慮することによって、（図らずも）実現しているからである。埋め込まれた経営者であればこそその規律づけと言える。埋め込まれた経営者は、従業員集団に程度の差こそあれ手綱をつけられていると見ることができる。

(2) 株主集団による規律づけ

大株主による影響力行使をしにくくすること、すなわち大株主の制御の結果として、経営者は大株主集団の中に埋め込まれたというのが第1節での議論であった。制御された大株主は一定義により一自らが経営者に影響力を行使することによって経営者を直接的に規律づけることは難しかったはずである。しかし他方で経営者は、株主集団との関係に埋め込まれたからこそ、大株主による「間接的な規律づけ」を受けることに結果的にはなっていた可能性がある。それがここで筆者がいたいことである。

大株主による間接的な規律づけとして、2つのメカニズムが考えられる。¹⁵

第一に、経営者が株主を制御するプロセスでの間接的規律づけである。例えば株主制御のための持ち合いでは、こちらが相手方の株式を購入するための資金が（特に流通市場を通じた取得の場合には）必要になる。設備取得等に要する資金とは別に、追加的に必要になるのである。しかも持ち合いは通常、長期間維持されるので、資金は固定化されることになる。フリー・キャッシュフローの増大が経営者の規律を弱めるのであれば（Jensen [1989]）、逆に持ち合いによる長期の資金固定化は、経営者にとっての資金制約をきつくして、それが規律を強める作用をもつだろう。

また、持ち合いによる株式所有の法人化を進めつつ、大株主の持株比率を一定に保つ（前出表1参照）には、比較的小規模な取引先等を含む幅広い法人株主の獲得とそれら法人株主による安定的保有とが求められる。そのためにはこれら株主の当社に対する投資が、少なくとも長期的にはペイするものでなければならない。このことは、一定水準以上の配当を安定的に行うこと、株価の維持・上昇を図ることを要求する。

株主にとって望ましい配当や株価の実現、より広く捉えれば、効率的な経営に向けて努力することは、幅広い法人株主の獲得のためのみならず、大株主からの介入を防ぐためにも有効である。株主はいつでも経営に介入する「権利」をもっているとしても、それを実際に行使するには何らかの「大義名分」が併せて必要であることが、ことに日本の企業システムにおいては多い。企業が効率的な経営によって良好なパフォーマンスを維持していれば、そうした大義名分は生まれにくい。敵対的買収の脅威がない日本でも、じつは経営者は株価や配当にさほど無関心ではいらなかったはずである。

結局のところ、大株主を制御しようと試みるプロセスが、経営にタガをはめる役割を果たしたのである。タガが緩めば制御がむずかしくなる。それゆえ経営者は規律ある経営を促される¹⁶。この場合、大株主が経営者の監視を強めるなどして影響力を行使することによって、経営者を直接的に規律づけているのではない。そうではなくて大株主は、規律づけを促す効果をもつ制御の対象（被制御者）として、換言すれば制御の「的（まと）」として、間接的に経営者を規律づけることとなった。

大株主による「間接的規律づけ」の第一のメカニズムが制御のプロセスに由来するものであったのに対して、次に述べる第二のそれは制御の結果に由来する。後者のメカニズムを一言で言えば、「制御された大株主が経営者に心理的なプレッシャーを与えることで経営の自己規律が生まれる」ということである。

経営者が、市場における匿名的な株主ではなく、顔の見える株主とやりとりしていると、そうした株主に対してある種のピア・プレッシャーを感じて、無責任な行動をとりにくくなると同時に、彼らを協力者としてみると考えられる。Roe [1994]はこのように指摘した上で、こうした心理作用が経営者パフォーマンスを改善する可能性を示唆している。

日本について、このようなプレッシャーを与えうる「顔の見える株主」と言ってまず想起されるのが、メインバンクであり、あるいはそれを含みいわゆる同系企業集団であろう。そのように考えても間違いではない。ただ、有力企業であってもそのすべてが企業集団に属しているわけではない。またメインバンクだけが（あるいはメインバンクだけでは）十分に有効なプレッシャーの供給者というわけでもない。それに対して、「制御された大株主集団」¹⁷は、既に第1節で述べた次のような特徴を備えているがゆえに、心理的プレッシャーの供給者としてより一般性をもつと考えられる。第一に大株主のメンバーシップが限定され、顔ぶれが比較的長期に特定化されていること。第二に、突出した大株主がいるというよりも、大株主がいずれも同じ程度の重み（持株比率）を有していること。第三にこれらの大株主が各々それなりの大きさの持株比率を基礎にした発言力を留保していること。

このような特徴を持っているからこそ経営者は大株主集団にコミットすることは既に述べた。経営者は大株主に対して様々な配慮を示したり、信頼関係の構築に努めたりするであろう。その際、経営者は大株主たちの意思なり思惑なりといったものを讀まざるをえない。とりわけ「自分のことが大株主たちの目にはどのように映っているか」ということは重要な問題である。そうしたことを意識しつつ、経営者は大株主たちとの関係をマネージしていこうとするだろう。このことは、逆の視点をとれば、経営者にそうするように大株主の側から暗黙のプレッシャーがかかっていると見ることができる。

意思や思惑を読むべき「顔の見える相手」は一人でも心理的プレッシャーは生まれるが、より多くの相手がいればプレッシャーはより強くなる。しかもその中の一人が突出しているよりは、むしろそれぞれが同じぐらいの存在感がある場合（上記第二の特徴）の方が集団としてのプレッシャーは強い¹⁸。また、大株主それぞれが一定の発言力を留保しており、いざとなれば彼らが結託して大きな影響力を直接に行使する可能性をも内在させていることは、実力行使が実際には難しいとしても、そうしたプレッシャーにある種の現実味を与え、張子の虎ではなくしている。

大株主集団からの心理的プレッシャーを受けつつ、経営者は彼らの意思や思惑、とりわけ自分に対する評価について考える。そうすることで、自らを規律づけることに結果的になる。制御された大株主集団は、経営者が不適切な経営をしてもめったなことでは直接介入してこないが、彼らの存在自体がいわば経営者にとっての「鏡」となって、経営者の自己規律を促すことになる。言い換えれば、制御された大株主は、経営者の自己規律の「触媒」なのである。

この節で論じてきた埋め込まれた経営者の規律づけメカニズムは、従業員集団に関わるものにせよ、株主集団に関わるものにせよ、いずれも「自律的統治」という言葉でまとめるこ

とができるだろう。前者については、企業の外部者ではなく、内部者が自分たちのトップ・マネジメントを規律づける。後者は、制御された大株主の存在を触媒として経営者が自らを律する。どちらも他者が指図したり掣肘を加えたりするのではなしに、経営者の規律が確保されるという意味で、自律的統治なのである。

第4節 ディスカッション：企業ガバナンスへの複眼的アプローチ

我々は第1節と第2節で、経営者をエントレンチメントの側面だけではなく、同時に埋め込みの側面からも見る必要があることを論じた。ところで、従来の企業ガバナンス論はエントレンチされた経営者を想定して、銀行や株主などによる外部からの他律的統治を問題にしてきた。エントレンチされ、権力を恣にする（かもしれない）経営者を、メインバンクや大株主、取締役会などが、いかに有効に牽制するか／していないか、という議論である。これ自体重要な議論であることは確かである。それに対して、我々は第3節において、埋め込まれた経営者との関わりで自律的統治の可能性について考察した。経営者をエントレンチメントと埋め込みの両面から捉えるならば、企業ガバナンスの問題もまた他律的統治と自律的統治の両面から考える必要がありそうである。従来からの他律的統治の視点に、新たに自律的統治のそれを加えることによって、企業ガバナンス論は実態を立体的に把握した、実り豊かなものになるのではないだろうか。

本節では、このような複眼的アプローチによって、戦後日本の企業ガバナンスについて検討を加える。まず、高度成長期から1980年代前半までの日本企業のガバナンスを考えてみよう。この時期には一般にメインバンクが重要な役割を果たしていたと言われる（例えば Aoki and Patrick eds. [1994]）。ただ、メインバンクは取引先の業績が正常である間は、直接的な介入をするわけではない（青木 [1995]）。また、銀行への依存度の低い企業も少なくないし、依存度が高くても複数の銀行間の競争を煽るなどして銀行の力を削ぐ努力をする企業も多かったはずである。¹⁹さらには、メインバンクのガバナンス機能が最も高かったとされる高度成長期においてさえ、メインバンクは取引先（融資案件）を有効に監視し、規律づけていたとは言えないと主張する研究もある（例えば日高・橘川 [1998]）。仮にメインバンクが一定のガバナンス機能を果たしたとしても、他律的統治だけで当時の企業ガバナンス・メカニズムを説明できる範囲は限られている。

メインバンクなどによる他律的統治と並んで、自律的統治のメカニズム（詳細は前節で述べた）が十二分に発揮されたのも、じつはこの時期だったのではないだろうか。そうであれば、自律的統治のメカニズムは、他律的統治に見られる上記のような「空白」を埋めるものであった、と考えられる。

次に、1980年代後半からのバブル期の経営についてはどうだろうか。金融の国際化・証券

化の進展に伴ってメインバンクの力が急激に衰えたなど、他律的統治の機能低下についてはすでに多くの議論が出ているのでここでは立ち入らない。ただ、他律的統治が効かなくなったこの時期にも、バブルに煽られることなくまっとうな経営を続けた企業もある。経営者の高い識見や堅実な企業文化などに支えられた自律的統治が、一部の企業では健在だった。

とはいえ、一般的に見れば、この時期には自律的統治にも次に述べるような2つの問題が生じたと思われる。第一に、自律的統治の機能低下ないしは機能不全である。株主制御のプロセスが経営者の自己規律を促すことを前節で述べたが、資金調達手段の多様化とバブル景気の中で、株主制御そのものが極めて容易になった。「的」を射やすくなったのである。また、株主制御をもう少し長いタイムスパンで見ると、じつはこの時期までに株主制御はかなりの程度進展し、いわば成熟化の段階に至っていたと見ることもできる。そうであれば、的そのものがなくなってしまったことになる。

制御の成熟化は、他方で、大株主を「鏡」とした経営者の自己規律の基盤が整ったことをも意味している。しかしバブル景気による業績の最高記録更新や資金調達の手段多様化・容易化という状況下では、経営者が鏡に注意を向けなくなる傾向があったかもしれない。鏡を見ないことには、自己規律は生まれにくい。

しかし、では鏡を見れば自律的統治が望ましい形で機能するかというと、必ずしもそうではない。鏡を見ることでかえって経営者が良くない方向に導かれてしまうことがあり得る。これは次に述べる第二の問題点に関わる。

自律的統治の第二の問題は、それが「負の効果」をもちうることである。負の効果は、経営者が自らが埋め込まれた株主集団や従業員集団の意思や思惑に、埋め込まれているがゆえに引きずられることに起因する。株主集団や従業員集団が、経営者に経営上望ましいメッセージを常には送るとは限らない。不適切なメッセージを送る可能性があるということなら、他律的統治におけるメインバンクなどについても言える。しかし後者の場合には、経営者が自分の判断でその受け入れに抵抗することが十分あり得る。ところが、経営者自身が埋め込まれた集団からのメッセージであれば、経営者はむしろそれに（全面的にはではないにせよ）積極的に同調してしまいがちなのではないか。同調とまではいかなくても、様々な事情で受け入れを拒みにくいということがあるだろう。

このような視点からバブル期を振り返ってみると、いくつかのことを考えさせられる。一つは、この時期、確かに（エン tren chされた）経営者が独裁者のようになって暴走するということがあちこちで起きたであろうが、その一方で（埋め込まれた）経営者が自らの率いる従業員集団を掌握しきれず彼らの要求に押し切られて、組織全体が暴走したケースも少なくなかったのではないかと、いうことである。「他の役員や従業員らの意思決定への関与」が従業員集団を通じた自律的統治の一つの鍵であったが、それがかえって悪い方向に作用した可能

性は否定できない。

ふたつめは、大株主との関係についてである。バブル経済で最も浮き足立ったのは、事業会社というよりもむしろ金融機関である。バブル期において、そうした金融機関が大半を構成する大株主集団が、果たして事業会社の経営者にとって適切な鏡となっていたかどうか。大株主集団からのピア・プレッシャーは、大株主が投資先の行動やパフォーマンスにどれほど真剣に目を向けているかに左右される。きちんと目が向けられていなければ鏡は曇る。それに、そうしたプレッシャーを通じた経営者の自己規律は、経営者が大株主の意思や思惑を読むことと密接不可分に関わっている。大株主の意思や思惑が歪んでいれば、それはすなわち鏡が歪んでいるのである。そうであれば、バブルに狂奔する金融機関が形成した鏡を見ることによって生まれるのは、規律ではなくむしろ逸脱だったと言えるかも知れない。

最後に、バブル崩壊後の「失われた10年」といわれる1990年代のガバナンスについてはどうだろうか。この時期に見られるようになった持ち合い解消や外国人持株比率の上昇は、経営者を株主価値重視の経営へと向かわせるものとして、一般的なガバナンス論の立場からは歓迎されている。ただこうした現象によって、従来日本企業の経営者が埋め込まれていたところの株主集団の性質も変容し始めた。株主が他律的統治の主体となる可能性が高まる一方で、自律的統治の触媒としては機能しにくくなる。鏡が失われつつあるのではなからうか。

日本企業のガバナンスに様々な変化が起きつつある今日、これらの点も含めた90年代のガバナンスの変容について、さらに深く考えてみる必要がある。機会を改めてこの問題を取りあげることにしたい。

注

* 本稿の構想段階で、加護野忠男教授のコメントから多くの示唆を受けた。記して感謝申し上げたい。なお、本稿は文部科学省科学研究費補助金（課題番号12303004）の助成を受けた研究成果の一部である。

- 1 経営者が企業ガバナンスの圧力に対して抵抗力を備えた、という意味での「エン trenチされた経営者」あるいは「経営者のエン trenチメント」という概念は、企業財務論の領域ではすでに定着している（例えば Shleifer and Vishny [1989], 砂川 [2000]）。日本語に直すとすれば「防護された経営者」「経営者の防護」といった辺りが適当と思われるが、これまでそのまま「エン trenチ」「エン trenチメント」という言い方が広く用いられているため、本稿でも敢えて訳さずにそれに従うことにした。
- 2 一般に経済主体の（社会的）埋め込み（embeddedness）に関しては、多くの研究がなされている。代表的文献として、例えば Granovetter [1985] がある
- 3 この点についての詳しい議論は田中 [2002] 第2章を参照されたい。
- 4 調査方法や調査対象50社の詳細などは田中 [2002] 第3章を参照されたい。なお、その研究では株主制御だけではなく債権者制御（本稿では取り上げない）についても分析されている。

- 5 確かに所有構造の国際比較をすると、法人株主の比率が高い日独の方が、米英よりも株式所有の集中度が高い傾向がある（例えば Prowse [1994]）。
- 6 ただし、信託勘定など自己勘定以外の株式も持株数に含まれる信託銀行、証券会社、それに外国金融機関が名目上の筆頭株主であった場合は、それらの金融機関以外で最も順位の高い株主を実質的な筆頭株主としてカウントしている。
- 7 ここでも信託銀行、証券会社、外国金融機関は除外して分析している。
- 8 全くの新規参入と、(t-10)年以前に大株主だった経験のある再参入とを区別しない。従って「新規参入」には「再参入」も含まれる。
- 9 「序列」変更の有無は、具体的には次のように判断される。第 i 株主 ($i = 2, 3, \dots, 10$) について「序列変更無し」とは、調査対象年 t 年 (1965, 70, 75, 80, 85, 90, 95の各年) における第 i 位株主の一つ上の順位 ($i-1$ 位) の株主が、前回調査年 ($t-5$ 年) の時と同じ場合をいう。注意を要するのは、たとえある大株主の株主順位自体が5年前とは変わっていても（例えば2位だったのが3位に転落しても）、自分のすぐ上に来る大株主が同一である場合には「序列変更なし」と見なされることである。一方、第 i 株主にとって、第 ($i-1$) 位株主が ($t-5$) 年のときとは異なっている場合には、たとえ株主順位が不変でも「序列変更あり」とみなす。
- 10 1970年に新規参入が大きく増えているのは証券不況後の処理の影響によるところが大きい。
- 11 ①基本政策の最終決定権、②経済成果の優先分配権、③経営者の選任・罷免権が「主権」の内容とされる（伊丹 [2000] 22頁）。
- 12 なおガルブレイスは米国企業が政府や労組の他に、株主をも外部権力とみなして、その力を削ぐことに成功した経緯を実例を交えながら描写している。詳しくは Galbraith [1971] 第7章を参照のこと。
- 13 現実には「ワンマン」が存在することは中根も認めている。ただし「これは直属幹部との相対的力関係において、リーダーが圧倒的に優勢であり、その人間関係において、リーダーが十分自信をもっている場合に限られる」（中根 [1967] 139頁）。
- 14 ただし残りの4社では、社長の行動に対するチェックメカニズムがなく、経営上の意思決定の不具合が生じている旨の回答を得た。このうち2社はいわゆる規制産業に属し、残りの2社はオーナー型企業であった（河村・広田 [2002] 117-118頁）。
- 15 詳しくは田中 [2002] 第5章を参照されたい。
- 16 ただし、現実の経営努力は必ずしもこのような「株主の介入を防ごう」という消極的なインセンティブのみに基づいているのではないことはもちろんである。
- 17 もちろんメインバンクは、ほとんど全てのケースでこの大株主集団に入るといってよい。
- 18 仮に筆頭株主（例えばメインバンク）だけが突出した持株比率を持っていたとしたら、経営者の目はそこにはばかり向きがちになる。なお、これに加えて次の点にも注目したい。すなわち、いわゆる企業集団内の同系株主が「身内」として意識されやすいとすれば、大株主集団は同系集団とは異なり、「身内」でない株主が複数含まれている。「顔の見える大株主」が身内で占められれば、そこから受けるプレッシャーは減殺されるであろう。身内でない者の存在はある種の緊張感を創出して、そうした事態を避けるのに役立つと考えられる。
- 19 メインバンクをはじめ主な取引銀行は、大株主である場合も多いことから、第1節で述べた大株主の制御は、銀行の制御の意味合いも持っている。なお、田中 [2002] では大株主制御のみな

らず、債権者制御についても分析している。

参 考 文 献

- 青木昌彦 [1995]『経済システムの進化と多元性—比較制度分析序説—』東洋経済新報社。
- Aoki, M. and H. Patrick eds. [1994], *The Japanese Main Bank System—Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press.
- Berle, A. A. and G. C. Means [1932], *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan.
(邦訳北島忠男訳『現代株式会社と私有財産』文雅堂書店, 1958年)
- Galbraith, J. K. [1971], *The New Industrial State (2nd Edition)*, Houghton Mufflin. (都留重人監訳『新しい産業国家第二版』河出書房新社, 1972年)
- Granovetter, M [1985], "Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness," *American Journal of Sociology*, 91, pp. 481-510.
- 日高千景・橋川武郎 [1998]「戦後日本のメインバンク・システムとコーポレート・ガバナンス」, 『社会科学研究』49(6), pp. 1-29.
- 砂川伸幸 [2000]『財務政策と企業価値』有斐閣。
- 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。
- 岩井克人 [1993]「ヒト, モノ, 法人」伊丹敬之, 加護野忠男, 伊藤元重編『リーディングス 日本の企業システム1 企業とは何か』有斐閣。
- Jensen, M. C. [1989], "Eclipse of the Public Corporation," *Harvard Business Review*, September-October, pp. 60-70.
- 河村耕平・広田真一 [2002]「株主によるガバナンスは必要か?—日本企業へのインタビューとモデル分析」伊藤秀史編著『日本企業 変革期の選択』東洋経済新報社。
- 宮島英昭・青木英孝 [2002]「日本企業における自律的ガバナンスの可能性—経営者選任の分析」伊藤秀史編著『日本企業 変革期の選択』東洋経済新報社。
- 中根千枝 [1967]『タテ社会の人間関係』講談社。
- Prowse, S. D. [1994], "Corporate Governance in International Perspective: A Survey of Corporate Control Mechanisms among Large Firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany," *BIS Economic Papers*, 41.
- Roe, M. J. [1994], *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press. (北條裕雄・松尾順介監訳『アメリカの企業統治—なぜ経営者は強くなったか—』東洋経済新報社, 1996年)
- Shleifer, A. and R. W. Vishny [1989], "Management Entrenchment: The Case of Management-Specific Investments," *Journal of Financial Economics*, 25, pp. 123-139.
- 田中一弘 [2002]『企業支配力の制御—戦後日本企業の経営者・資金提供者関係—』有斐閣。