

## 第4章

### ガバナンス・システム

企業の資金調達の方法としては、融資以外に出資という方法がある。出資は融資とは異なり返済の義務を負わないため、出資者に対して利益を分配するとともに、出資者が経営を監視し、場合によって介入できるような権限を与える必要がある。ゆえに1つの問題は、どのような形で出資者が経営を監視し、介入できるようにするか、ということである。これに加えて、実際に出資者がどの程度実際に経営を監視し、あるいは介入するのか、またこれに対して経営者はどのように対応するのかということも問題になる。

これまで、日本ではまず後者について企業集団や株式持合い、安定株主により株主の権限行使が制約され、また前者についても取締役会が経営監視の機能を十分に果たしていないと言われてきた。本章ではこの2つの点についてその実態と他国との相違について検討する。

**Keywords:** 企業集団、株式持合い、残余利益請求権、コントロール権、株主総会、取締役会、監査役会

## 4.1 ガバナンス・システムとは何か？

### ■ガバナンス・システムの意義

これまでしばしば述べているように、企業が資金調達をする方法としては、融資と出資の2種類がある。融資はいずれ返済をしないといけないが、出資は返済の義務を負わず、その代わり出資の場合には利益が出たら分配するという事になっている。このような出資という形態をとることで、事業を行う人は事業の全てのリスクを負わずに済むわけである。

しかし、この出資という方式には一つ欠点がある。この方式において、出資者は必ずしも事業に関わらない。そもそも、事業についても良く知らないかもしれない。先に挙げた参考書を作って販売する会社の例で考えてみよう。例えばお金持ちの親戚に出資をしてもらったとした場合に、その親戚がたまたま参考書を作っているところを見て、その事業を真面目にやっているのかそれともポーズなのかは判断できないかもしれない。そうであれば、事業を行う側からすれば、必ずしも成功の見込みが高くない、あるいは成功してもそれほど大きくは儲からないということであれば、むしろ出資されたお金を使い込んで遊びに当て、出資者に対しては「頑張ったのですが事業は失敗しました」と報告するほうが良いかもしれない。わざわざ真面目に事業に取り組んで失敗するぐらいであれば、やったふりをして遊んだほうが良いかもしれないのである。

このような事態を防ぐためには、出資者に事業内容をチェックし、あるいは報告を求める権利、あるいは経営について意思決定を行う権利を与えればよい。ただし、どんな内容の権利を与えても良い、あるいは権利の範囲であれば出資者が何をしていても問題がないというわけではない。そもそも、出資者の事業内容の全てについて報告を求め、あるいは意思決定をしていたらまず効率が悪いし、出資者は事業内容についてそれほど知っているとは限らないから、かえっておかしな判断をするかもしれない。出資者としても、全てについて決定を求められるのでは自分で経営したほうがマシで、わざわざ出資という形態をとる必要はない。さらにいえば、事業を行っている方の経営者も必要以上に事業に口を出されるとかえって困ってしまうこともある。

とりわけ、事業規模が大きくなり、出資者が増えてくると、出資者は基本的に事業に関わらず、「投資家」として自分が得られる利益により関心を持つようになり、事業を行う経営者と出資者が分離するようになる。このような状況において、出資者にどのような形でどのような権利を与えるかということが問題となる。また、そのような権利を出資者がどの程度行使するか、逆に、とりわけ投資家的な出資者について、その権利行使をいかに適切なレベルに抑えるかということも問題となる。

以下の議論では基本的に事業の法的形態の中でもっともポピュラーなものである株式会社という形態を想定する。事業の法的形態の問題については本章の後半で説明するが、とりあえず普通に見られる大きな企業は基本的に株式会社だと思って構わない。株式会社では出資者を「株主」と呼ぶので、以下で株主という言葉を使う場合には、混乱のない限り、出資者の代表的な存在として、いわば「株主及び他の種類の出資者」という意味で使うことに注意して欲しい。また、株主が出資したことにより発生する地位（株式会社に対する権利・義務の総体）を株式と呼ぶが、上と同様にここで「株式」という言葉は「株式及び他の種類の出資により得られる地位」の意味で使う。

### ■ガバナンス・システムの構成要素

上で述べたようなことから、ガバナンス・システムの構成要素は以下のようなものになる。

### **(1) 株主の意向をどのように経営に反映させるか（どのような機関を設置し、どのように運用するか）**

先にも述べたとおり、株主が適切な形で経営を監視し、あるいは介入できるようにするために、どのような形の組織（機関）を置くかは大きな問題となる。株主の集まりは株主総会といわれるが、株主総会以外に別な機関を作るほうがよいかもしれない。通常は取締役会というものが設置されるが、それ以外にも別な機関が必要になるかもしれない。また、機関を設ける際には、それぞれの機関にどのような権限を持たせるかということも考えなくてはならない。とりわけ、株主総会と取締役会にそれぞれの程度の権限を持たせるかというのが問題になる。

また、機関を設置し、権限を分配したとしても、そのような機関が意図されたとおり動くとは限らない。この意味で、実際に機関がどのように運用されるかという点まで見る必要があると。

### **(2) 実際に株主がどの程度権限を行使するか、経営者は権限の行使をどのようにコントロールするか（あるいはしないか）**

株主が経営に対する権限を持つとしても、実際に行使するとは限らない。そもそも、上で述べたような投資家的な株主であれば、経営の内容にはあまり関心を持たず、ゆえに権利行使もしないかもしれない。逆に、そのような株主が利益の分配（配当）に対して不満を持つ場合には、経営に対して分配を増やすよう圧力をかけることもありうる。株主が経営に必要な能力や情報を必ずしも持っていないことを考えると、このような行動が経営にとって（さらには株主自身にとって）必ずしも好ましいとは限らない。このような場合に権利行使をいかに制御するか、ということが問題となる。

上の2つの点の内、(1)は主に法制度とその運用にかかわるのに対して、(2)は制度的な側面よりも実態としての株主と経営者の関係にかかわっている。

これまで、日本のガバナンスについては、まず企業集団、株式持合いや安定株主と言われるような株主の権限行使の制御に関する仕組みがあり、また機関の設計と実際の運用については取締役会が経営の監視の責任を負う一方で（企業の内部から昇進してきた）取締役が実際の経営に当たっているため、必ずしも経営の監視機能が発揮されていないために、株主の影響力が弱いといわれてきた。前者の話は制度的というより実態に関わる問題であるのに対して、後者の話は法制度の設計とその運用という意味でより制度に関わる問題である。実態に近い話のほうがわかりやすいと思われるため、この章では、上の順番とは逆に、法制度の話の後回しにしてまず企業集団、株式持合い及び安定株主のような株主の権限行使の制御に関する仕組みについてまず述べ、その機関の設計に関する法制度とその運用の話に入っていくことにしよう。

## **4.2 日本型ガバナンス・システムのイメージ**

上で述べたように、日本におけるガバナンス・システムは、一方で企業集団、株式持合い、そして

安定株主といわれるような株主と企業との関係に関する仕組みと、もう一方で企業の従業員から昇進してきた（内部昇進といわれる）取締役によって構成され、かつ実際に経営に当たる取締役会という2つのイメージで語られてきたといえる。

## ■企業集団・株式持合い・安定株主—株主の権限行使の制御—

前者のほうから見ていこう。ここでいう企業集団とは、様々な産業における有力な企業が相互に株式を保有することにより形成された企業のグループを意味する。具体的には三井、三菱、住友の旧財閥系3つと、芙蓉（富士）、第一勧業、三和の銀行系の3つが「6大企業集団」と呼ばれ、企業集団の典型としてイメージされる（これ以外にも銀行系の企業集団が存在するとされることもある）。

例えば、三菱グループを見てみよう。この三菱グループは、三菱重工業、三菱商事、三菱東京UFJ銀行、三菱電機、キリンホールディングス（キリンビールやメルシャン等のキリングループの持株会社）のような各業種における有力企業が含まれており、各企業はグループ内の他企業の株式をお互いに一定程度保有してする形で関係を維持している。そして、グループを構成する企業それぞれは独立した存在であるものの、社長会<sup>1</sup>といわれるメンバー企業の定期的な会合を持っている。なお、このような相互の株式保有がしばしば「株式持合い」と呼ばれるものである。

なお、株式持合い関係そのものは企業集団にのみ見られるものではない（例えば、企業集団に関係のない2つの企業がお互いに株式を持ち合ってもよい）が、集団に属するとされる多数の企業の間で株式持合いが見られるのが企業集団の特徴であるとは言えるだろう。

そして、このような企業集団内の株式持合いの結果として、これら企業集団内の企業の（企業集団内の他の企業を除く）株主の力は弱く、経営に対して影響力を持たないものと考えられてきた。細かく言うと、企業集団における株式持合いについては2つの異なるイメージが存在している。

1つは企業集団は単一的意思決定主体として、集団内各企業が持っている株式を背景として企業集団内の企業の経営を支配しているというものであり（宮崎, 1976）、例えば社長会を意思決定機関として捉えるような場合にはこのような見方になるだろう。企業集団を「財閥の復活」として捉える見方はこのような考え方に立脚している。

もう1つは、株式持合い関係にある企業同士は、片方がその株主としての権限を利用して経営に介入した場合には後で仕返しとして逆に介入される可能性があるため、お互いに干渉せず、経営者は自分のやりたいようにやれると考えるものである（西山, 1992; 奥村, 2005）。この見方は株式持合いをいわば経営者が裁量権を持つための道具であるとみなしている。

なお、この2つのイメージは相互に必ずしも矛盾はしない（企業集団内の企業の経営者は、基本的には株式持合いに基づいて自由に経営ができるが、企業集団全体の意向には従わなくてはならないと考えればよい。奥村, 2005）が、異なるものであることに注意してほしい。

また、これ以外に必ずしも企業集団内の企業に限らず、ある企業の株式を銀行や生命保険会社、信託銀行等の機関投資家やあるいは他の一般企業が（しばしば当該企業の依頼により）安定的に保有し、価格の変動があっても株式市場で売却することはしないという行動も一般的であるとされてきた（岡崎, 1993）。このような株主を安定株主ということが多いが、持合い株主は安定株主と考えられるものの、持合い株主ではない安定株主も存在しうることに注意してほしい。両方がお互いの株式を持ち合っていれば持合いだが、例えばメインバンクが（前章で説明したように関係の強化のために）融資先企業の株式を保有していたとしても、逆に融資先企業は（特に企業集団外の企業であれば）メインバ

<sup>1</sup>住友—白水会、三菱—金曜会、三井—二木会等

ソク株式は持っていないか、持っているとしてもわずかであろう。また、大手生命保険会社の多くがそもそも株式会社ではなかったため、これらの会社についてはそもそも株式を持たれるということがありえなかった<sup>2</sup>。

## ■機関の設計と運用

以上が株主の権限行使を制御する仕組みとして考えられてきたものであるが、次に、機関の設計と実際の運用についてのイメージを見ておこう。

日本の会社の機関設計と運用に関するイメージは、「弱い株主と強い経営者」という言葉でまとめることができる。すなわち、日本の会社の機関として主要なものは株主総会と取締役会であるが、その中でも取締役会が実際の経営（業務執行、という言葉が使われる）に関する決定・執行とその監督の両方を担当しており、この経営の執行の部分は代表取締役によって担われる。しかし、取締役は基本的に従業員から昇進してきた（内部昇進の）取締役によって占められており、実際の経営の執行に当たる代表取締役、特に社長の下で経営に当たっているために、取締役会の監督機能は機能していないと考えられてきた。一方で、取締役会に対する株主総会の影響力は弱く、ゆえに株主の利益が軽視されてきたと言われている。

このようなイメージがあるために、近年のアメリカで見られるように、取締役会を実際に経営に当たる経営者とは切り離し、取締役会を経営の監督機能に特化させるほうが良いという主張が強まってきた。後で述べる 2002 年の委員会等設置会社の導入はそのひとつの反映と言えるだろう。

## 4.3 株主の権限行使の制御

### ■企業集団の実態

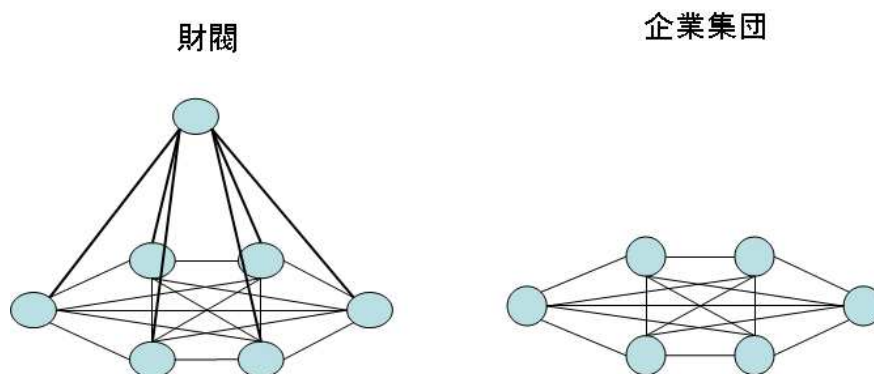
以下では、上で述べた株主の権限行使の制御について、企業集団及び株式持合いと機関投資家を中心とした安定株主とに分けて見ていくことにしよう。

まずは企業集団であるが、先に企業集団をめぐる 2 つのイメージ、すなわち、単一的意思決定主体としての企業集団と、経営者がその経営の自由を達成する方法としての企業集団の 2 つを紹介した。この 2 つのイメージがどの程度実態に合っているのかを考えるためには、まず企業集団が集団内の企業に対してどのような影響力を持っているのか（企業集団は統一的な意思決定を行い、その意思に集団内の企業を従わせることができるのか）、集団内企業間はお互いにどのような関係にあるのか（集団内企業間ではお互いに経営に関与しないのか）といった点について考える必要がある。

### ■企業集団の定義とメンバーシップ

<sup>2</sup> 大手生命保険会社は保険業法に定める相互会社という形態をとることが多かった。相互会社は株式を発行せず、保険加入者がいわば株主のようなものとして扱われる。ただし、株式会社のような意味で出資されているわけではないため経営が不安定であり、このため 1995 年の保険業法改正により株式会社への転換が認められるようになった。実際に 2002 年の大同生命保険相互会社を初めとしていくつかの会社が株式会社に転換している。

図表 4.1 財閥と企業集団



出典：高橋（2006）より一部修正

しかし、その前にまず、企業集団の定義やメンバーシップについて確認しておくなくてはならない。実は、企業集団の定義というのは必ずしも明確でない。とりわけ、本書の後のほうで取り上げる系列とは必ずしも明確に区別されておらず、またメインバンク関係との区別も曖昧になっている。

ここではとりあえず、株式の持合いをメルクマールとし、企業集団をその属する多数の企業間の株式の相互持合いにより主に構成されるグループと捉えておこう（橘川，1992）。すなわち、2社間で株式を持ち合うような場合は企業集団とは考えられない。また、この点からすれば企業集団を構成する企業と企業集団内の銀行との間にはメインバンク関係が発生することが多いと思われるが、基本的に融資関係と考えられるメインバンク関係と企業集団とは区別される。また、同様に取引関係と考えられる系列（この点は第6章で説明する）とも区別される。また、株式の持合いに注目することから、企業集団を構成する企業の子会社や孫会社については企業集団の構成企業とは考えない。

ただし、企業集団は多数企業間の株式持合い関係より構成されるというだけでは、そもそも企業集団の構成企業はどこまでかというメンバーシップの範囲を確定させることが出来ない。そこで一般には、社長会のメンバー企業であることを企業集団の構成企業の指標とすることが多い<sup>3</sup>。この章でもこの定義に従い、社長会メンバー企業が企業集団のメンバーであるものとする。

## ■企業集団と財閥の相違

次に、「財閥の復活」なのかどうかという点を考えるためにも、企業集団と財閥の関係について整理し、またその相違を検討しておこう（高橋，2006，ch.4）。

日本における財閥とは戦前に存在した企業のグループである。最も有名なのは上の財閥系企業集団の元となった三井、三菱、住友の3つだろうが、それ以外にも大小さまざまな財閥が存在した。例えば安田<sup>4</sup>、古河<sup>5</sup>、川崎（神戸川崎）<sup>6</sup>、鈴木（鈴木商店系）<sup>7</sup>等を挙げることができる。これらの財閥に

<sup>3</sup>ただし、このような定義にもいくつか問題が残ってはいる。まず、企業集団によっては社長会を複数持っているものもある。また、合併やこれまでの経緯から複数の社長会に名を連ねる企業もしばしば見られ、これらの企業は必ずしも企業集団への所属意識をもっているわけではない。

<sup>4</sup> 東京大学のシンボルである安田講堂を寄付した安田善次郎が起こした財閥。安田銀行（その後富士銀行、みずほ銀行）、安田生命（現明治安田生命）などの金融系が中心。

においてはまず財閥本社と呼ばれる持株会社（他の企業の株式保有のみを行う会社）的な会社があり、その財閥本社が他の企業を子会社あるいは社内分社とし、さらにその子会社や社内分社の下に孫会社を持つような形で財閥が形成されていた。財閥本社は通常財閥の一族のみをその出資者としており、また必ずしも株式会社形態をとらない（例えば三井は 1940 年まで合名会社形態、三菱・住友は両方とも 1937 年まで合資会社形態をとっていた）。なお、一般に財閥本社はその傘下の企業の重要な意思決定に関してはあらかじめ本社の決定を仰ぐものとされており、人事に関しても傘下企業の役員や幹部職員の人事権を持っていた。さらに、財閥によっては採用についても幹部職員については財閥本社で一括採用し、各企業に配属するということが行われていた<sup>8</sup>。

しかし、戦後の財閥解体により、財閥本社及び財閥家族の保有する株式は持株会社整理委員会に譲渡、財閥本社は解散させられた（宮島，1992）。持株会社整理委員会に譲渡された株式はまず当該会社の従業員に対して優先的に売却されたが、その一方で広く国民に売却された。さらに、この時期には資本強化のために株式の追加発行（出資の増額という意味で、増資と言われる）が多くの企業に求められていたが、これらの株式についても従業員のみならず一般の公衆に割当られた。しかし、これらの株式は株式の市場価格が下がった局面においてはしばしば売却されてしまうため、結果として財閥を構成していた企業の株式が株式市場において買い占められる等の事態が発生するようになった（後述）。このような買占めに対抗する形で財閥系企業はお互いに株式を持ち合うようになり、財閥系企業間のネットワークが形成された（橋川，1992）。このようにお互いに株式を持ち合うという形態をとったのは、財閥の復活というような事態を避けるために、1947 年に制定された独占禁止法により持株会社が禁止されていたためである。

なお、先に財閥系企業集団（三井・三菱・住友）と銀行系企業集団（芙蓉（富士）、第一勧業、三和）の区別について触れたが、銀行系企業集団もやはり財閥系の企業を中心として形成されてきた。例えば芙蓉グループは安田財閥系の企業を中心に形成されており、また第一勧業銀行グループは、旧第一銀行とかかわりの深い古河、川崎の両財閥系企業のグループ及び第一銀行を創設した渋沢栄一に關係する企業により構成された第一銀行グループと、旧日本勧業銀行に関わりの深い日本勧業銀行グループが合併する形で形成されている。三和銀行グループはこれらに比べると財閥色は薄い、旧鈴木商店系企業や新興財閥と呼ばれる日産<sup>9</sup>、日室<sup>10</sup>關係の企業が含まれている。

以上から明らかなように、企業集団と財閥最大の違いは、企業集団においては財閥本社に相当する会社や機関はなく、あくまで対等な企業間のネットワークに過ぎないという点である（高橋，2006）。言い換えれば、上で見たような全体の意思を統一する機関というものは存在しない。確かに社長会というものは存在するが、あくまで親睦を深める場であって、何かを決議するというような性格のものではないのである（なお三輪，1990 も参照）。

## ■企業集団の（集団内企業に対する）影響力

<sup>5</sup> 足尾鋳毒事件で有名な足尾鋳山を所有していた古河鋳業（現在古河機械金属）を中心とした財閥。その他に富士電機、横浜ゴム、古河電気工業等が古河系の企業である。古河財閥の銀行であった古河銀行が第一銀行（後に日本勧業銀行と合併して第一勧業銀行、さらに富士銀行・日本興業銀行と統合してみずほ銀行）に吸収されたため、第一銀行がいわば古河財閥の銀行になっていた。

<sup>6</sup> 川崎造船所（現川崎重工業）を中心として形成された財閥。傘下企業としては他に川崎製鉄、川崎汽船等がある。

<sup>7</sup> 第一次世界大戦を機に急速に勃興した商社である鈴木商店を中心とした財閥だが、1927 年の昭和金融恐慌の影響を受けて破綻した。鈴木商店系の企業としては、神戸製鋼所、帝国人造絹糸（現帝人）、日商（後の日商岩井、現双日）等がある。

<sup>8</sup> 住友財閥などはこの形態を終戦まで維持したとされる（宮島，1992）。ただし、一方で三菱財閥においては既に 1932 年には正員と呼ばれる幹部職員の採用についてもその権限が財閥本社から財閥内各社に移っている。三島（1981）。

<sup>9</sup> 鮎川義介により作られた日本産業を中心とする新興財閥。日産自動車や日立製作所、日産化学工業などが含まれる。

<sup>10</sup> 日本窒素肥料（後継会社が新日本窒素肥料、現チッソ）を中心とした新興財閥。チッソ以外に旭化成工業が含まれる。

この点は企業集団の集団内企業に対する影響力を考える意味で大きな意味を持つ。企業集団において持株会社のような会社や機関が存在しないということは、言い換えれば企業集団として何らかの緩やかな合意が形成されたとしても、そのような合意に従うことを強制する手段はないということの意味する。もちろん、企業集団全体としてみれば構成企業の株式の一定の部分を保有しているが、そもそも企業集団として意思決定を行い、構成企業がその意思決定に従って例えば株主総会で議決権を行使するという自体を保障する手段がない（構成企業の議決権行使を拘束する手段がない）以上、企業集団全体としての株式所有比率が仮に高くてもそれほど大きな意味を持たない。

もちろん、集団内の各企業が全て合意できるような事項であれば、何らかの合意は成立するかもしれない。しかし、上で述べたようにその履行はあくまで個々の企業に任されている。そうであれば、企業集団内の企業の合意によって他の集団内企業を支配するという構図（奥村，2005）はそもそも疑わしく思われる。すなわち、集団内企業はそれぞれに他の集団内の企業の大株主であり、その意味で企業集団は「お互いに大株主である企業の集団」であるが、そのことはある集団内企業が他の集団内企業に対して何らかの影響を行使しうるができるだけであって、なんら集団全体の意思が反映されることを保証するものではないのである。

また、仮に集団全体の意思というものが形成できるとしても、そもそも集団内企業に保有されている株式の比率が小さければ意味はない。それでは、そもそも企業集団というのはその構成企業の株式をどの程度保有しているのだろうか。言い換えれば、実際に意思決定に影響を与えられるほど保有しているのだろうか。

公正取引委員会の調査結果を見る限り、実際には企業集団が保有している株式の比率というのは飛びぬけて大きいわけではない。例えば1996年の公正取引委員会の調査によれば、1996年時点で三井18.98%、三菱36.63%、住友24.83%、芙蓉15.28%、第一勧銀15.37%、三和17.14%といった状況である。

図表4.2を見る限り、三菱や住友でも最も高い時で30%台後半であり、銀行系企業集団はいずれも20%以下に過ぎない<sup>11</sup>。企業集団が全体として統一的な意思決定の下で動いたとしても、いかなる場合においても経営者をクビにし、あるいは他の企業と合併させることができるというような保有比率ではない。もちろん、それでも統一的な意思決定の下で動けば大きな影響力を有することには疑いはない。しかし、上で見たように統一的な意思決定ということが期待できない以上、実際の議決権行使は各企業にゆだねられるから、企業集団の影響力はますます期待できないことになる。

---

<sup>11</sup> さらに言えば、この数値そのものは他の資料のものより高い。例えば、岡崎（1992）によれば、1973年時点での持合い比率は三井17.0%、三菱26.5%、住友28.1%、芙蓉14.0%、三和13.7%である（第一勧業銀行グループはこの時点では成立していない）。



図表 4.2 企業集団の所有する株式の比率

	三井	三菱	住友	芙蓉	第一勧業	三和	平均
1977	22.22	30.35	34.00	19.11	16.47	20.98	23.86
1981	23.13	36.93	36.57	18.8	17.50	19.95	25.48
1987	21.35	36.04	29.40	17.11	14.92	17.05	22.65
1989	19.46	35.45	27.46	16.39	14.60	16.46	21.64
1992	19.29	38.21	27.95	16.88	14.24	16.68	22.21
1996	18.98	36.63	24.83	15.28	15.37	17.14	21.37

出典：『公正取引委員会年次報告』平成10年度

以上のように考えてくると、結局企業集団は統一的な意思を構成することもできなければ、企業集団だけで経営を完全にコントロールするほどの保有比率ではないということになる。ここからすれば、企業集団は集団内企業に対して大きな影響力をもっているわけではない、というのが結論となる。実際の問題として、企業集団が明確に企業経営に介入したケースというのはまず見られない。一番近いのが、ダイムラー・クライスラーの支援打ち切り(2004年4月)に端を発する三菱重工業・三菱商事・東京三菱銀行による三菱自動車工業の救済(2004年-2005年)だろうが、ここでも三菱グループが何らかの意思決定を行い、それにより統一的に行動したというわけではない<sup>12</sup>。このように考えると、企業集団＝「財閥の復活」という見方はかなり誇張された見方と言えるだろう。

## ■集団内企業間の関係

それでは、集団内企業同士の間関係はどうなのだろうか。言い換えれば、集団内企業間の関係はお互いの経営に関与しないことを意味するのだろうか。

言うまでもなく、お互いに経営が上手くいっているのであれば経営に関与する必要はなく、双方<sup>13</sup>の経営者はお互いに経営に関与はしないだろう。しかし、同じ企業集団内の企業が大株主になっているということは、自社とある程度付き合いがあり、関心を持っている企業が大株主であるということである。そうであるならば、何か問題が起これば、普段から付き合いのある集団内の他企業（集団内企業の全てではなく）が共通の利害の下に介入してくる可能性がある。上で述べた三菱自動車工業のケースは、「企業集団が統一的な意思決定を行う」ケースではなく、「企業集団内の企業が共通の利害の下に同じ集団内の他の企業の経営に介入する」というケースと理解すれば分かりやすい。また実際、後で述べるように集団内の企業はお互いに協力して新規投資や不況対策を行ったり、情報交換を行ったりしている。

そうであれば、企業集団内の各企業という大株主が存在することは必ずしも経営者が裁量権を持つのではなく、関係の深い株主が経営監視に当たる可能性があることを意味する（田中、2002；宮本、2003）。とりわけ、集団内の企業にとっての集団内金融機関（メインバンク他）は、単に融資を行っているというだけでなく、関係の深い大株主という意味でも経営の監視に当たるインセンティブを持っているわけである（前章参照）。

このように考えてくると、企業集団内の企業がお互いに干渉せず、経営者は自由に経営することができるという見方も疑わしいことが分かってくる。集団内企業は普段からお互いに干渉するようなこ

<sup>12</sup> そもそも、三菱重工業は元々三菱自動車工業の親会社であり、他の企業と同列には論じられない部分がある。

<sup>13</sup> なお、以上の話は持合いという構造によって株主の権限行使に対して一定のコントロールがかかったことそのものを否定するものではない。この点については田中（2002）を参照。

とはしないかもしれないが、三菱自動車工業のケースに見られるように、経営危機の際には他の企業の経営に介入することはありうるのである。

## ■企業集団の実際の機能

以上述べてきたように、企業集団は別に統一的な意思決定を行っているわけではないが、一方でお互いに大株主の立場にあり、この意味でお互いの経営に関してある程度監視するインセンティブを持つ。しかし、それだけでなく、企業集団内の企業はお互いにある程度 of 関係を持ち、協力しているようである。これまでの研究から、企業集団は、(a)安定株主化、(b)ブランドの管理 (c)新規投資事業や不況産業対策における共同出資や資金調達、他企業の支援、(d) 集団内企業間の情報交換・利害調整・調停、(e)集団内取引とグループ意識による経営へのプラスの効果、といった機能を持っていると考えられる (以下の記述は橋川, 1992; 1996; 岡崎, 1992; 宮島, 1995 等による)。

### (1) 安定株主工作

既に述べたように、この理由が企業集団が形成された主な理由 (の少なくとも1つ) だと考えられている。すなわち、財閥解体により旧財閥系企業の株式が市場に多く放出されたため、これらの企業に乗っ取りの危機が発生した。例えば、旧三菱財閥の財閥本社の資産等を引き継いでいた関東不動産・陽和不動産の株式が買い占められた際には、いわば「旧本社の乗っ取りの危機」という形で受け止められた結果、三菱系企業がこの買い占められた株式を買い取った<sup>14</sup>。またこれ以外にも、富士電機、住友電工、日本電気(NEC)、大正海上火災といった企業にこのような買い占めが発生したため、旧財閥系企業は乗っ取りの可能性を強く意識するようになり、株式の持合いが行われ、企業集団が形成されたと考えられる。

### (2) ブランドの管理

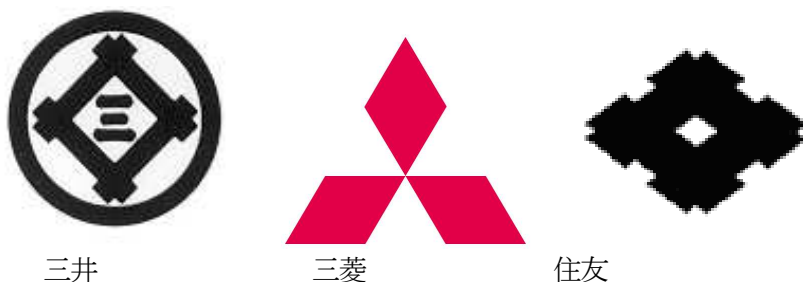
とりわけ財閥系企業集団は旧財閥の商号・商標 (三菱の「スリーダイヤモンド」、住友の「井桁」等。図表 4.3) の管理を重視しており、これが企業集団の重要な機能になっている。もちろん、例えば「三菱」という名前を使えばそれだけで商売が上手くいくというわけではないが、なお三菱という名前を無断で利用する会社がある<sup>15</sup>ことから分かるように、旧財閥の商号はなお一定の信用を持っている。また、構成企業あるいはその従業員にとってのアイデンティティの一部としての商号・商標という側面も無視できない。例えば三菱グループの企業が「スリーダイヤモンド」に大きな価値を置いていることはしばしば語られるところである<sup>16</sup>。

<sup>14</sup> その後、両者は三菱地所に合併された。

<sup>15</sup> 三菱グループホームページを見ると、「三菱グループで『三菱』が社名につく会社の一覧」というページがあり、([http://www.mitsubishi.com/php/users/kansyo\\_search.php](http://www.mitsubishi.com/php/users/kansyo_search.php), 2015/05/16 アクセス)、三菱という名前を持っているが三菱グループでない会社を識別できるようになっている。

<sup>16</sup> 三菱グループ関係の企業や行事に「ダイヤモンド」の名前がつくことが多いことがこのことを物語っている。サッカーの浦和レッドダイヤモンド (旧三菱重工業サッカー部、三菱自動車工業サッカー部) の名称について、クラブの公式ホームページではその由来がスリーダイヤモンドだとは書いていないが、ダイヤモンドという名前とクラブカラーの赤という色が三菱サッカー部時代からのものであることが認められていることから推測すれば、レッドダイヤモンドという名称そのものもスリーダイヤモンドから来ているものと思われる。なお、スリーダイヤモンドの色は赤とされている。浦和レッドダイヤモンド公式HP 参照 (<http://www.urawa-reds.co.jp/club/>, 2015/05/16 アクセス)。

図表 4.3 旧財閥の商標



### (3) 共同の新規事業、不況対策等

新しく立ち上がってきた産業、例えば石油化学産業や原子力産業への進出については、企業集団の構成企業が共同で出資するということが行われた。例えば、石油化学では三井石油化学（現三井化学）や三菱油化（現三菱化学）、大阪石油化学（三井・三和が共同）等がそのような形で作られ、原子力分野では住友原子力工業、三菱原子力工業、日本原子力事業（三井系）、東京原子力産業研究所（芙蓉・三和系）、第一原子力グループ放射線研究所（第一勧業系）が作られている。このような共同投資の主な理由は新規投資のリスクを分散させるためだったと考えられるが、一方で単独で進出する能力を持っていた集団内の企業との間で軋轢が生じることもあった<sup>17</sup>。また、不況業種の企業を救済するために共同投資をし、また協力をすることもあった。例えば、石炭産業が不況に陥った際、三菱鉱業を救済するために三菱グループは共同で三菱セメントを設立し、炭鉱離職者の受け入れについても三菱グループで協力した。

### (4) 集団内企業間の情報交換・利害調整・調停

企業集団内の企業は普段から付き合いがあるため、その間で情報交換を行い、あるいは利害の調整をして取引を成立させるといったことが行われる。このような機能を中心的に担っているのが商社である。例えば三菱商事は三菱セメント設立や石油化学への進出において情報伝達及び利害調整という役割を担っていた。

### (5) 集団内取引とグループ意識

(4)に関係するが、取引をする場合に企業集団の内部を優先するという話が多い。これは上で述べたように日ごろの付き合いから情報が流通しているということだけでなく、(2)で述べたようなグループ意識というものにも支えられていると思われる。例えば、(現在はどうかしらないが、かつては)三菱系の企業が飲みに行くときにはキリンビール、住友系の企業が飲みに行くときにはアサヒビールを注文するといわれていた。

## ■日本にしか存在しないのか？

もう1つ確認しておかなくてはいけないことは、このような企業集団が日本に特徴的であるかどうか

<sup>17</sup> 典型的な例は三菱油化と三菱化成のケースである。もともと三菱グループは石油化学工業に参入する際にグループ各企業他の共同出資により1956年に三菱油化を設立して参入し、四日市に石油化学コンビナートを建設した(1959年操業開始)が、その後三菱化成工業は単独で水島に石油化学コンビナートを建設し、1964年に操業を開始した。最終的に両社は1994年に合併して三菱化学となった。橘川(1991)参照。

かである。しかし、その前にまず、企業集団のメンバー企業というのは日本企業の中でもごく一部であることを確認しておこう。企業集団に属する企業の数は、6大企業集団を全て足してもメンバー企業で数百社(公取委によれば約200社)、子会社を合わせても300~400社程度であろう。メンバー企業は日本では比較的目立つ企業ではあるが、とても日本企業の実力な企業をすべて含むとはいえない。この意味で、そもそも企業集団は日本において一般的なものとはいえない。

その上でこのような企業集団が日本に特殊であるかを見ておこう。ある企業のグループについて、(1)その事業が複数分野にまたがり、(2)かつその事業が一つもしくは複数のセクターで寡占的な市場支配を行っているものをビジネスグループと呼ぶことにすれば(末廣, 1993)、上で言う企業集団はこのビジネスグループの中に含まれる。その中である一族が排他的に所有・経営をコントロールしているのであれば財閥と呼ばれるが、そのような意味での財閥は世界的に見られる(韓国の財閥、インドのタタ財閥など。なお末廣, 2000)。

おそらく、日本に特徴的なのは企業が相互に株式を持ち合うという形態だろう。先に述べたように、このような形態が見られたのは第二次世界大戦後に財閥が解体され、持株会社が禁止されたことによるが、この結果生まれた株式持合いというのは確かに日本に特徴的なようである。

ただし、類似の構造が韓国及びドイツに見られる。韓国の場合には財閥はオーナー一族により支配されるが、日本と同じく持株会社という形態が禁止されていたこともあり<sup>18</sup>、本社機能が中核的な事業会社に置かれるとともに、オーナー一族の株式保有による支配を支えるために、オーナー一族及び一族が出資した財団等が財閥傘下の企業の株式を保有するとともに、傘下企業同士で株式を持ち合うという形態をとっている(服部, 1988)。この意味で、日本のような独立的な企業間の持合いではない。また、ドイツの持合いは金融機関同士(例えば銀行と保険会社)では強く見られる一方で、事業会社同士の持合いはそれほど目立たない(例えば鈴木, 1993)。むしろ、ドイツにおいては前章で述べた寄託議決権行使を通じて金融機関が事業会社に対するコントロールを持つという側面が強く、事業会社同士が株式を持ち合うことで経営の裁量権を確保しようという動きはないのではないと思われる。ただし、金融機関自身は株式持合いと寄託議決権行使によって相当程度の自律性を確保しているように見える。

## ■安定株主

### (1) 企業集団以外の安定株主

企業集団のメンバー企業以外の企業に関しても、株式持合いを含む安定株主の比率は高く、そのことが日本企業が株主から、というより株式市場における(しばしば短期的な)利益を求める圧力から経営者を守ってきたといわれてきた(ラズニック, 2005)。株式市場の圧力から守ることが、さらに言えば、そもそも乗っ取りから企業を「守る」ことがそもそも好ましいかどうかという点は別にして(この点については第9章で触れる)、企業集団内の企業と同様に、安定株主を作り出すことによって企業を乗っ取りから守ろうという考え方は敗戦後すぐの時期にはすでに見られており、とりわけ先に述べたように1950年前後には企業にも増資が求められていたため、いかにして安定株主に株式を保有してもらおうかというのが問題になっていた。このような流れは、1964年以降の資本自由化(外国資本による日本企業の買収が可能になる)によって加速することになった(岡崎, 1992; 1993)。

安定株主の候補となったのは取引先の事業会社、銀行、生命保険会社や信託銀行等の機関投資家である。このうち、まず取引先の事業会社と銀行については、それぞれ取引先との関係の維持・緊密化

<sup>18</sup> 1999年に解禁された。

図表 4.4 安定株主比率(2001)

安定株主比率	会社数	比率
10%台	19	0.9%
20%台	65	3.2%
30%台	183	9.1%
40%台	381	18.9%
50%台	539	26.8%
60%台	556	27.6%
その他	121	6.0%
無回答	149	7.4%
計	2013	100.0%

出典：商事法務研究会『株主総会白書』2001年版（『商事法務』No.1613）

等の理由から安定的に株式を引き受けるという行動が広く見られた。例えば、トヨタ自動車工業は1960年代後半に金融機関や取引先に安定株主工作を行い、安定株主の保有比率が1967年段階で既に60%に達していた（伊藤，1993；田中，2002）。また、生命保険会社は機関投資家である一方で、団体保険や企業年金の引き受けなどの面では銀行と同様に取引先との関係の維持・緊密化を行うインセンティブを持っており、このような意味で取引先の株式を安定的に引き受けるという行動が見られた。このような株式はしばしば政策投資株などといわれるが、このような株式については売却は通常想定されず、やむを得ず売却する場合にはその（株式を発行した）会社と協議した上で、（市場で売るのでなく）適切な売却先に売却するものと考えられていた。また、これらの株主は通常はお互いに経営に関与しないが、前章で見たメインバンクのように必要があれば株主としての権限を行使して経営に介入するものと考えられる。この意味で、安定株主と企業との関係は企業集団内の企業間と同様のものと考えることができよう。

このような安定株主工作の結果として、事業会社の安定株主保有比率はかなり高まったものと考えられている。図表 4.3 は 2001 年の企業に対するアンケートに基づく安定株主比率<sup>19</sup>を示しているが、これを見る限り、調査対象企業の半数以上で安定株主比率が 50%を超えており、30%超であれば 85%以上に達する。また、図表 4.4 から事業法人等＋金融機関の保有比率を考えると、かなり高い比率になることがわかる。2001 年ぐらいを見てもこの比率は 50%を超えており、上記のアンケート結果とも整合的である。

## （2）機関投資家の行動

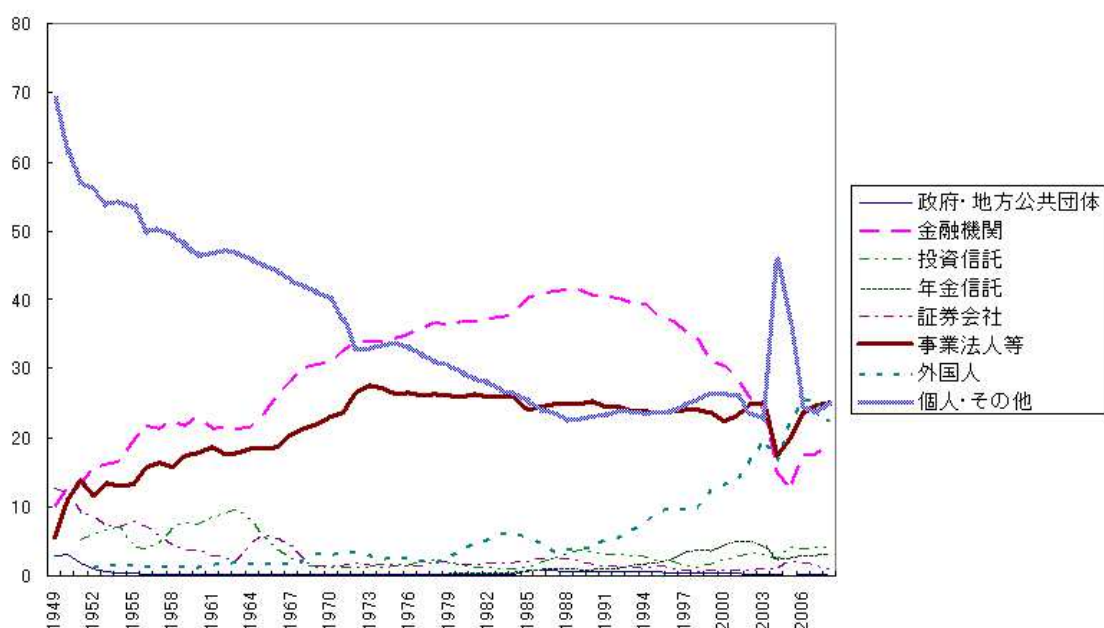
それでは、機関投資家としての生命保険会社や信託銀行は上のような安定株主とは異なり、株主としての権限行使を積極的に行うのだろうか。最近の機関投資家は株主としての権限行使を積極的に行うというイメージで見られることが多いが、1990年代後半にいたるまで日本では必ずしもそうではなかった。以下、簡単に説明しておこう<sup>20</sup>。

これまで、日本で有力な機関投資家は生命保険会社と信託銀行だったが、これらが（上の政策投資株ではなく資金運用として）保有する株式についてはほとんど株主としての権限が行使されることはなかった。株主としての権限の行使とは、具体的には株主総会における議決権の行使、という形で行われるが、機関投資家はこれまで、議決権を自分の判断で行使するということはせず、常に経営者の

<sup>19</sup> 詳細は不明だが、説明を読む限り単純に「安定株主」の比率を聞き、特に「安定株主」という言葉の定義はしていないものと考えられる。

<sup>20</sup> 以下の記述は、著者の信託銀行・生命保険担当者に対するインタビュー、電子メールでのコミュニケーション等に基づく。この調査にご支援をいただいた東京大学大学院法学政治学研究科の道垣内弘人教授に深く感謝する。

図表 4.5 株式保有分布（単元株ベース）



出典：東京・大阪・名古屋・福岡・札幌証券取引所『平成 20 年度株式分布状況調査』。なお、金融機関には投資信託・年金信託（信託銀行受託分）を含まない。ただし、1978 年までは年金信託を含む。2004～2006 に急激に変動しているのは、ライブドア等による株式分割の影響である

提案に賛成票を投じてきたのである。その理由は、まず経営内容を精査するのはコストがかかるため、経営に問題があれば議決権行使により現在の経営者の政策に反対するなどという面倒なことをせずに売ってしまえばよいという考え方が普通（ウォール・ストリート・ルールと呼ばれる）であり、かつ上で述べたように信託銀行でも生命保険でも一般の事業会社とはさまざまな付き合いがあり、必要以上に波風をたてることはない、というものであった<sup>21</sup>。

また、日本の企業の年金基金（厚生年金基金）は信託銀行や生命保険会社に資金を委託する形で資金を運用してきたが、これらの年金基金も信託銀行や生命保険会社にことさらに議決権行使を要求したりはしなかった。というのは、これらの年金基金は公的な資金を扱っていることから、法律により議決権行使の指示が法的に禁止されていると理解されていたためである<sup>22</sup>。

以上のことから、日本においては 1990 年代後半にいたるまで、機関投資家が株主としての権限を行使して経営に関与するということはほとんどなかった。1990 年代後半に入り、株価が下がって株式が売りにくくなった機関投資家がようやく議決権行使に注目するようになったが、現在においてもその議決権行使は限定的である（この点は第 9 章で述べる）。

<sup>21</sup> 以上に加えて、信託銀行に関しては独占禁止法による株式保有制限との関係で、預金ではなく他者から管理運用を委託された資金（信託勘定）で保有する株式については銀行本体とは独立の議決権行使が求められた、という事情もあった。

<sup>22</sup> 厚生年金基金については厚生年金保険法 136 条の 3 第 1 項、適格退職年金については法人税法施行令附則 16 条 1 項 13 号(旧 159 条 1 項 12 号)。これらの条文は運用の個別指示を禁止するものとなっているが、一般に議決権行使の指図を含むものと解釈されている（三菱信託銀行信託研究会, 1998）。なお、適格退職年金は 2012 年 3 月末で廃止された。

図表 4.6 アメリカにおける株式保有分布（時価ベース, 2007 年）

部門	保有比率
家計・非営利組織	37.6%
州政府・地方自治体	0.4%
外国人	11.0%
銀行等	0.3%
損害保険	0.9%
生命保険	5.7%
年金基金	18.9%
投資信託等	24.2%
その他	0.9%
計	100.0%

出典：Federal Reserve System, Flow of Funds より筆者作成。対象は上場企業だけでなく閉鎖所有会社も含む。また、事業会社による株式保有は分母から除かれており、事業会社以外による事業会社株式の所有部門別の構成を示している。

### （3）アメリカにおける状況

さて、このような安定株主は他国、例えばアメリカにおいても見られるのだろうか？ まず、機関投資家以外の安定株主についていえば、アメリカにはこのような存在はあまり見られない。まず、投資目的以外に金融機関が株式を保有することはほとんどなく、保険会社も大きな比率を占めていない（また、その保有目的は投資であると理解される）。図表 4.5 からは、多数を占めるのは（事業会社の保有比率は不明だが）家計と年金基金・投資信託等の機関投資家である。

機関投資家については、かつてはウォールストリート・ルールが「議決権行使を行わず、業績が悪くなれば市場で売却する」という行動を意味していたことから分かっており、日本と同様に議決権行使をあまり行わなかったといわれているが、機関投資家の資産規模が拡大し、売ってしまうと値段を下げてしまうために市場での売却が難しくなったこと、及び 1988 年に労働省が年金基金が保有する株式の議決権は企業の財産であり、議決権の行使は基金の責任であるという見解を示した（エイボン・レターと呼ばれる）ために、機関投資家は議決権行使に積極的になった。

## 4.4 機関の設計とその運用

### ■そもそも株主とは何なのか？

次に株主の意向を経営に反映させるための制度設計、すなわち機関の設計とその運用に関して検討してみよう。その前にまず、経営にとって株主とは何なのか、という点を考えておくことにしよう。

#### （1）出資者の地位

これまで述べてきたことを繰り返すことから始めよう。事業の資金調達の方法としては出資と融資の2つがある。融資には返済の義務があるが、出資にはそのような義務はない。その代わり、出資の場合には事業で利益が出ればその分配（配当という）をしなくてはならない。出資者は必ずしも事業についてよく知っているわけではなく、また必ずしも普段から事業にかかわっているわけではないので、事業を実際に行う経営者には、事業を真面目にやらず出資を「使い込む」インセンティブがある。これを防止し、出資者の権利を保護するために出資者には経営に対する監視や経営について意思決定を行う権利が必要である。これが本章の最初に述べたことだった。

このような権利を出資者に与える際にはまず出資者の地位を法律の上で定める必要がある。このような法的形態（企業形態）としては先に述べたように株式会社が一般的だが、日本ではこれ以外に合資会社・合名会社・合同会社といわれるような形態（以上を持分会社という）や、（民法上の）組合、特別法に基づく組合、その他の民間非営利法人、公共法人がある。また個人で事業をやっても（個人事業主）もちろん構わない。

日本には法人（民法上の組合や公共法人、外国法人は含まれない）が約300万社存在するが、そのほとんどは会社である。その会社の中のほとんど（統計にもよるが、ある統計では約99%）が株式会社であるため、日本企業を考える場合にはまず株式会社を想定しておけばよい。そこで、ここでは株式会社を中心として、出資者の権利・義務について考えてみよう。

## （2）株主・社員の法的地位と権利・義務

先に書いたとおり、株式会社においては出資者は株主と呼ばれる<sup>23</sup>。一方、持分会社の場合には社員である（従業員のことではない。従業員は会社法では使用人と呼ばれる）。ここで言う社員とは団体の構成員を意味しており、会社は出資者＝社員により構成された団体であると理解されている<sup>24</sup>。この点は株式会社も同様であり、株式会社は社員である株主により構成された団体であり、株主はその団体＝株式会社に対して社員としての権利を持つ、という形で構成されている。

具体的には、株主は会社からの利益の配当を受ける権利等の経済的利益を受け取る権利<sup>25</sup>（自益権と呼ばれる）以外に、会社経営に関与し、経営者（後で述べる取締役等）をコントロールするための権利（共益権と呼ばれる）を有している。共益権としては、株主総会における議決権が主なものである<sup>26</sup>。株主総会で決議できる事項は同じ株式会社でも会社によって少し異なる（後述）が、いずれにせよ取締役の選任・解任権及び会社の基礎的な変更に関わる事項といったものが含まれる。なお、会社の経営に関する通常的意思決定は経営者（取締役会あるいは代表取締役）によりなされるのが一般的である。一方、株主の義務としては例えば設立時に出資を行うことだけであり、仮に会社が事業に失敗したとして損をしたとしても自分の出資をあきらめる以上のことはしなくてよい（有限責任）。

また、経営者は一般に株主の利益を最大化するように経営を行う義務を負っているとされる。このような義務は、株主には配当のような形で会社の利益が帰属するので、株主の利益を最大化することは一般的に利益を最大化することと基本的に同じであるという形で正当化されることが多い。ただし、

---

<sup>23</sup> なお、既に述べたように株式とは株主の地位（株式会社に対する権利・義務の総体）のことであり、それを表象した証券を株券といったが、現在の会社法では株券不発行が原則となっており（会社法214条）、上場会社については株券を発行せず、株式の取引については保管振替機関（具体的には株式会社証券保管振替機構）における口座の振替で対応することとなっている（いわゆる株券電子化）。

<sup>24</sup> 団体には構成員が相互に契約で結合する組合と、構成員が団体との社員関係を通じて間接的に結合する社団の2種類があるとされ、会社は社団であると理解されている。すなわち、社員である出資者の権利は社団である会社との関係において定められる。神田（2006）。

<sup>25</sup> 配当請求権以外に、会社を清算する場合の残余財産分配請求権がある（会社法105条1項）。

<sup>26</sup> これ以外に取締役等の違法行為の差止請求権（会社法360条）等がある。



このような義務が他のステイクホルダーの利害を全く考慮せず、株主の利益のみを最大化せよというようなものではなく、株主の利益に明らかに反するような経営者の行為は認められないという程度の原則にとどまることは注意してほしい（江頭, 2006）。

### （3）株主は株式会社の「所有者」なのか？

以上のように株主（より一般的には会社の出資者）は会社からの利益の分配を受ける権利を有するとともに、（そのような利益が得られることを保障するために）経営者の選任・解任権のような権限を有している。また、経営者は株主の利益を最大化するような義務を負っている。さらに、株式会社は株主の団体として構成される（というより、一般に会社は出資者の団体として構成される）。以上のようなことから、株主は株式会社の「所有者」と考えられることが多い。しかし、一方で、株主が株式会社の「所有者」であるという考え方に対して様々な反論・異論があることも事実である。例えば、会社との間で長期的関係を結んでいる（この意味で会社にコミットしている）従業員の存在を考えると、従業員がむしろ会社の所有者であると考えのほうが良い（かつその方が実態に合っている）というような考え方も成立しうる。このような点をめぐり「会社は誰のものか？」というような論争がしばしば戦わされる。

若干の私見を交えて言えば、そもそも「会社は誰のものか？」という問い自体が恐らくナンセンスで、答えの出ない問いなのではないかと思われる。というのは、この問いに対する答えは会社に対する所有権をどのように定義するか、ということにより変わってしまう。

まず、前提として法的な存在である「株式会社」に対する所有という概念は成立しにくいことに注意しよう。法的には株主が団体である株式会社の構成員とされている以上、構成員と団体との関係は「所有」関係ではありえない（ただし岩井, 2003）。

それでは、実体としての会社、すなわち会社が行っている事業（そしてそこで利用される財産や組織）を所有するというのはどうだろうか。個人でやっている八百屋さんのような状況を考えれば、このようなアイデアはありうる。すなわち、仕入れや販売等を自分で行い、従業員を雇ったりクビにしたりし、営業用自動車を自分で管理し、そしてその結果儲かった分は自分もらえる、というような状況であれば事業を所有するといってもそれほど問題はあまい。

こう考えてくると、「所有」というものの一つの定義として、①事業に関する意思決定を行う権利、すなわち経営に関する政策を決定し、従業員を雇用・解雇し、資源を配分する権利（コントロール権）と、②必要な支払いを行った後の利益を得る権利（残余利益請求権）の2つによって構成されることが出来る（Grossman and Hart, 1986）。しかし、このように考えた場合、①に属するような意思決定のほとんどは会社経営における通常的意思決定であり、（取締役会設置会社であれば）取締役会あるいは代表取締役の権限に含まれる。このような意味で、個人の八百屋さんと同じような意味において株主が事業を所有しているとは言えない。

ただし、株主は取締役の選任・解任の権利は株主が持っており、この意味でいわば「最終的なコントロール権」を持っているといえるかもしれない。そのように考えれば株主は会社の事業に対する所有権を持っていることになるが、一方で仮に取締役の選任・解任権を株主が持っているとしても通常的意思決定の権限はなお取締役会にあること<sup>27</sup>を考えれば、これは会社の事業に対する所有権とは言えないという見方もできる。

<sup>27</sup> 定款変更を行って取締役会が決議すべき事項を株主総会の決議事項にする（会社法 295 条 2 項）ことは可能である。ただし、この場合でも上記のような定款変更にして取締役会がある行動を取った場合、例えば、株主総会が工場の売却を禁止したにも関わらず取締役会が売却した場合に、買った人がそのような事情を知らなかったのであれば売買契約を取り消すことはできない（善意の第三者には対抗できない）。実際の業務執行が取締役会により行われる以上、上記の規定が存在するとしても取締役会のコントロール権はなくなると考えるのが自然であろう。江頭（2006）。

また現実的に見ても、これまでごく例外的な事態を除き、株主総会で取締役を解任し、あるいは現在の取締役会が提出した次の取締役の候補を否決するということは起こってこなかった<sup>28</sup>ことを考えると、そもそも株主が持つ取締役の選任・解任権も形骸化している（少なくとも形骸化していた）と見ることもできる（Berle and Means, 1932）。

このように考えてくると、株主が会社の「所有者」であるということは簡単には言えず、会社に対する所有ということをもどのように考えるかによって答えが代わってしまうことが分かるだろう。少なくとも、会社に対する「所有」とは我々がシャープペンシルや車、パソコンを所有するという場合の所有とは異なるものであることには注意して欲しい。

## ■機関の設計と運用の実態

さて、以上のような株主に関する認識を踏まえて、次にどのような機関を作り、またそこにどのような権限をもたせるか、あるいは株主にどの程度経営者の選任・解任権を認めるか、そして、そのような制度はどのように運用されているか、という点について、まず日本とアメリカについて見た上で、アメリカとは異なる形態を持つドイツについて見てみることにしよう。

### （1）日本における株式会社の機関設計

日本で一般的な機関設計は、株主総会、取締役会、監査役会の組み合わせ（監査役会設置会社）である（以下については神田, 2006; 江頭, 2006; 高橋, 2006 参照）。2006年に施行された会社法<sup>29</sup>の際に機関設計にかなりの柔軟性が認められるようになった<sup>30</sup>が、この監査役会設置会社は公開会社<sup>31</sup>である大会社<sup>32</sup>において認められる機関設計の1つ（このカテゴリーについてはこの組み合わせと後で述べる委員会設置会社しか認められない）で、このカテゴリーの会社のほとんどがこのような機関設計を取っている。

株主総会はすべての株主により構成される機関であり、取締役の選任・解任や会社の基礎的な事項のような事項は株主総会により決議される。先に少し触れたが、株主総会が決議できる事項は会社によって異なる。すなわち、取締役会を設置している会社（取締役会設置会社）においては、株主総会は（定款で別途定めない限り）(1)取締役等機関の選任・解任に関する事項、(2)会社の基礎的変更に関する事項(定款変更・合併・分割・解散等)、(3)株主の重要な利益に関する事項(株式併合、剰余金配当等委)、(4)取締役の報酬などに関わる事項のみを決議できる。なお、取締役会を設置していない会社においては理論上あらゆることを株主総会で議決できる<sup>33</sup>。

<sup>28</sup> 2008年5月にアデランスホールディングスの株主総会において現任の取締役の再任が否決され、2009年5月にも現在の取締役会から提案のあった候補の一部が否決された。このような事態が「例外的な事態」でありつづけるのかについては今後の変化を待って判断したい。

<sup>29</sup> 明治以降、会社に関する法律上の規定は基本的に商法の中におかれており、「会社法」という名前の法律はなかった。しかし、商法以外にも会社に関する法律（有限会社法、商法特例法等）が制定され、2005年にはこれらを整理する形で会社法（平成17年法律第86号）という法律が制定され、2006年に施行された。

<sup>30</sup> 先に述べた取締役会設置会社というカテゴリーはこの会社法制定の際に出来たもので、それまでは取締役会は必ず設置しなくてはならなかった。

<sup>31</sup> 株式の全部または一部の譲渡に関して株式会社の承認を必要としない会社。要するに株式を自由に譲渡できる会社と考えておけばよい。

<sup>32</sup> 資本金5億円以上、もしくは貸借対照表上の負債額が200億円以上。イメージとしてはたとえば地元で大手の建設会社（複数の支店を持つ）ぐらいを想像してくれると良い。

<sup>33</sup> ただし、実際の業務執行は取締役が行う。この意味で言えば、取締役のコントロール権の存在そのものが否定されるわけではない。

既に述べたように、通常の業務に関する意思決定は取締役会が行う。また、取締役会は代表取締役を選任する（会社法 362 条）。代表取締役（一般に会長、社長、副社長など。専務・常務は代表取締役を持つ場合と持たない場合がある）は会社を代表し、また会社の通常の業務を実際に執行する。取締役会は代表取締役の業務の執行を監視する。なお、取締役会が決議すべき事項の中で、重要な財産の処分や重要な組織変更といった一定の事項に関しては、代表取締役や一定の役職以上の取締役が参加する会議体（経営会議や常務会といわれるようなもの）に委任することが出来ない(同 4 項)。

また監査役会は取締役の職務執行が適法に行われているかどうかを監査する機関である。監査の独立性を確保するため、監査役会はその過半数を社外監査役（過去にその会社に勤務し、あるいは取締役等になったことがない監査役）により構成する必要がある。

なお、取締役の選任・解任は株主総会により行われる。現在は選任・解任ともに出席した株主の持つ議決権の過半数（原則として議決権を行使できる株主のうち過半数の議決権を持つ株主の出席が必要）で行う。解任はかつては出席した株主の持つ議決権の 2/3 以上の賛成（上と同様に議決権を行使できる株主のうち過半数の議決権を持つ株主の出席が必要）を必要としたが、会社法制定の際に過半数に引き下げたという経緯がある。監査役については、選任は上と同様に過半数で行うが、解任については出席した株主の持つ議決権の 2/3 以上の賛成（議決権を行使できる株主のうち過半数の議決権を持つ株主の出席が必要）となっている。

## **（2）株式会社の機関の実態**

以上が制度的な枠組みであるが、現実を見ると、制度が暗黙のうちに想定していた状況が必ずしも存在しているとは言えない。

図表 4.8 トヨタ自動車株式会社の取締役会構成(2009年6月現在)

氏名	役名	職名
張 富士夫	代表取締役会長	
渡辺 捷昭	代表取締役副会長	
岡本 一雄	代表取締役副会長	
豊田 章男	代表取締役社長	
内山田 竹志	代表取締役副社長	
布野 幸利	代表取締役副社長	
新美 篤志	代表取締役副社長	
佐々木 眞一	代表取締役副社長	
一丸 陽一郎	代表取締役副社長	
小澤 哲	代表取締役副社長	
小平 信因	専務取締役	事業開発本部長 情報事業本部長
立花 貞司	専務取締役	住宅事業本部長
岡部 聰	専務取締役	豪亜本部長・中ア中本部副本部長
小吹 信三	専務取締役	第2技術開発本部長
佐々木 昭	専務取締役	中国本部長
古橋 衛	専務取締役	渉外・広報本部長
二橋 岩雄	専務取締役	カスタマーサービス本部長 品質保証本部長
山科 忠	専務取締役	技術管理本部長
伊地知 隆彦	専務取締役	総務・人事本部長 経理本部長 情報システム本部長
安形 哲夫	専務取締役	トヨタモーターエンジニアリングアンドマニュファクチャリングノースアメリカ㈱取締役社長他
前川 眞基	専務取締役	国内営業本部長
伊原 保守	専務取締役	調達本部長
岩瀬 隆広	専務取締役	生産技術本部長 製造本部長
石井 克政	専務取締役	欧州本部長 営業企画本部長
白根 武史	専務取締役	生産企画本部長
加藤 光久	専務取締役	カスタマーサービス本部副本部長 商品開発本部長 第1技術開発本部長
稲葉 良暉	取締役	北米本部長
林 南八	取締役	オーダーデリバリー改善推進担当 TPS指導担当 TPS徹底推進担当
天野 吉和	常勤監査役	
山口 千秋	常勤監査役	
中津川 昌樹	常勤監査役	
茅 陽一	監査役(社外)	東京大学名誉教授
森下 洋一	監査役(社外)	パナソニック株式会社相談役(元社長)
岡田 明重	監査役(社外)	株式会社三井住友銀行特別顧問(元三井住友FG会長)
松尾 邦弘	監査役(社外)	弁護士・元検事総長

注：トヨタでは常務は取締役ではなく執行役員（アメリカの officer に相当する地位）のため、取締役会には専務までしかいない。

まず、株主総会についてはそれほど経営に影響を与えておらず、株主の利益が軽視されていると言われてきた。もっとも、法的な意味で言えば、日本の株主の権限そのものは諸外国の株主に比べ特に

弱いということはない。むしろ、高度成長の中で株主によるコントロールがあまり必要なかったこと、また先に述べたように機関投資家が株主総会での議決権行使に消極的であったことが株主総会のコントロールを目立たせなかった理由だと思われる。潜在的に株主総会は一定の影響力を持っており、特に会社の基礎的な事項の変更のような案件では大株主に対して事前の説明や説得が行われる。

取締役会を見ると、(代表取締役である)社長を中心として、副社長や専務、常務、そして肩書きのない取締役(平取締役と言われる)、そして会長(社長の上位とされるが、実際には社長を引退した後の社長の監督役で実権を持たないことが多い。ただし例外も多い)等によって構成されている。既に日本の取締役会のイメージとして述べたとおり、社長を含むこれらの取締役のほとんどは同じ会社の従業員から昇進してなることが多い。もっとも、従業員は会社と雇用関係にある使用人であるのに対し、取締役は会社の機関である取締役会の一員であり、会社の意思決定を行う側である。この意味で取締役への「昇進」は通常の昇進とは意味が異なる。

また、社長や会長、副社長などを除き、事業本部長や事業部長、あるいは部長といった仕事を兼務していることが多い(使用人兼務取締役、と呼ばれる)<sup>34</sup>。すなわち、日常的な業務の執行においては社長の下に事業本部長や事業部長が位置づけられるという意味で、専務や常務なども社長の部下に当たる。その上、一般に社長は次期社長や取締役に對する人事権を持つといわれている。

既に述べたように、取締役会は業務執行に関する意思決定をするとともに、実際の業務の執行に当たる代表取締役を選任し、その業務を監督する。この意味で、取締役会は社長及びそのほかの代表取締役の監督を行う機関ということになっている。しかし、実際には取締役会のメンバーはもともと社長の部下であり、取締役にになった後も業務執行の面においては依然として社長の部下であり、その人事権は社長が持っている。以上のことから、日本の社長の力はかなり強く、「部下の集団」である取締役会は社長の業務執行を監督するというようなことは難しい。実際、日本の大企業の社長の中には、必ずしも創業家一族出身でないにも関わらずワンマン社長として君臨する人も時々見られる。もちろん、社長が人事権を持つといっても取締役の選任・解任権や基礎的事項の変更の承認権などを株主総会が持つ以上、大株主を含む関係者の意向を無視することは難しい。

ワンマン社長を取締役会が代表取締役から解任した珍しい例として、1982年のいわゆる三越事件が挙げられる。当時の岡田茂・三越社長は10年間社長の座にあり、ワンマン社長として知られていたが、美術品の展覧会において展示されたもののほとんどが偽物と判明したことなどをきっかけとして社内外で批判が高まったものの、本人が辞任しようせず、9月22日の取締役会において代表取締役を解任された<sup>35</sup>。ただし、代表取締役が取締役会によって解任された事例として知られているのはこのケースだけであり、このことは取締役に對する代表取締役の解任がいかに珍しいか、あるいは取締役に對する代表取締役の監督がいかに難しいかを示している。

なお、取締役に對するは従業員から取締役にになった人以外にも親会社(その会社の株式を50%超上保有している会社、だとりあえず考えてよい)がある場合の親会社の社長が入っていたり、銀行から送り込まれた人が入っていたりする。通常の場合であれば彼らは社長になることはないが、経営危機のような場合には社長になることもありうる。

また、監査役会についてみておくと、監査役は取締役に對するは異なり会社の職務についてはいけない(使用人兼務が認められない。会社法335条2項)ことになっているものの、かつての社長の部下であり、かつ実態としては社長の人事権は監査役も対象となっているため、監査の実質的な役目を果たせないことも多い。このような状況に對するするために、先に述べた監査役会の過半数を社外監査役とすると

<sup>34</sup> なお、上で述べたような従業員から取締役に昇進したのではなく、かつ現在も使用人を兼務していない取締役のことを社外取締役と呼ぶ。ゆえに、銀行から派遣されて現在使用人を兼務していない取締役や、親会社の社長は社外取締役となる。

<sup>35</sup> 朝日新聞1982年9月22日夕刊等。

いう規定を設けたわけである。

### (3) 委員会設置会社

上記のような取締役会＋監査役会というやり方が必ずしも機能していないと考えられたために、2003年の商法特例法改正により導入されたのが「委員会等設置会社」という制度であり、これが会社法で「委員会設置会社」として受け継がれたものである。

委員会設置会社とは、要するに以下で述べるアメリカ型のガバナンス・システムを日本に移したものである。仕組みとしては次に述べるアメリカ型のガバナンス・システムとだいたい同じものと考えてよいが、取締役会は基本的に意思決定および監督のための機関となり、経営は新しく作られた執行役（アメリカ型のガバナンス・システムにおける経営者 officers に相当する）に委ねられる。取締役会は経営の基本方針の決定や執行役の選任・解任等を行う。また、取締役会の中に少なくとも指名委員会（取締役の選任・解任に関する議案の内容決定）、報酬委員会（執行役や取締役の報酬決定）、監査委員会（内部統制部門を通じた執行役の職務の執行の監査）を設置しなくてはならず、これらの委員会については過半数が社外取締役でなくてはならない。

しかし、実際に委員会設置会社となっている企業は2009年12月現在で109社となっており<sup>36</sup>、日本企業のごく一部をなしているに過ぎない<sup>37</sup>。この形態が普及しない理由は必ずしも明らかではないが、経営監視については取締役会＋監査役会の形でも社外取締役（銀行派遣の取締役等だけでなく、より広いバックグラウンドを持つ人々）を増やせばよいのではないかと考えられており、移行することにメリットがないという指摘に加え<sup>38</sup>、そもそも委員会設置会社の元となったアメリカの現在の株式会社の機関設計も必ずしもうまく言っていないのではないかと反省があるように思われる。

### (4) アメリカにおける株式会社の機関設計

それではそのアメリカの株式会社の機関設計を見てみよう。

最初に注意しておくべき点として、アメリカの場合には会社法は州毎にことになっており、かつアメリカの会社は活動している地域に関わらず（例えば西海岸でしか事業活動を行っていない会社でも）どの州で設立しても構わないことになっているため、会社は自分の会社が設立される州を自分で選ぶことがある。そして、大企業は自分が設立される州としてデラウェア州で設立することが多い。大企業がデラウェア州を選ぶ理由は、デラウェア州の会社法が良くできており、かつ裁判所も経験豊富で信用できるという評価が定着しているためである<sup>39</sup>。このため、デラウェアの会社法が一般にアメリカ会社法を代表する存在として扱われる。以下でもデラウェア会社法を念頭において説明していく。ただし、一方で証券取引法は州ではなく連邦の法律であること、また会社法や証券取引法以外にもニューヨーク証券取引所(NYSE)の株式上場に関する規則などが関わってくることに注意しておいてほしい。

まず、重要な機関としては株主総会(shareholders' meeting)と取締役会(board of directors)がある。一般に、日本あるいはヨーロッパ諸国（イギリスを除く）では株主総会が最高の機関であると考えられるのに対して、アメリカやイギリスにおいては取締役会の権限が強く、株主総会は必ずしも強い権限を持たないとされている。実際、経営に関する権利は基本的に取締役会に集中している、ということが教科書にも書いてある(Allen and Kraakman, 2003)。とは言え、実態としては日本の株主総会と（取締役会設置会社に関しては）大きな差があるわけではなく、取締役の選任・解任に関する事項

<sup>36</sup> 日本監査役協会の調べによる。[http://www.kansa.or.jp/PDF/iinkai\\_list.pdf](http://www.kansa.or.jp/PDF/iinkai_list.pdf) (2010/05/03 アクセス)

<sup>37</sup> また実際の運用を見ても、制度の趣旨とは必ずしも合っていないように見られる。

<sup>38</sup> 日本経済新聞 2010年3月5日夕刊。

<sup>39</sup> デラウェアには実質的に会社法専門となっている Court of Chancery と呼ばれる裁判所がある。

や基礎的変更等株主総会で決議するものとされる事項について決議する。取締役会の権限に含まれる事項については決議できない<sup>40</sup>。

一方、取締役会は日本とは異なり、CEO(Chief Executive Officer, 最高経営責任者。日本で言う社長に当たる)を中心とする会社の経営者(officers)とは異なる人々で構成されるのが一般的である。会社の経営に関する意思決定は株主総会の権限に属するものを除き取締役会の権限となっているが、実際にはそのような権限は取締役会により選任された CEO をはじめとする経営者に委ねられ、取締役会は重要事項の意思決定及び経営の監督・監視、経営者の選任・解任といった事項のみを担当する(ただし、後で見るように取締役会と経営者が完全に分離しているわけではなく、例えば CEO は通常取締役会のメンバーである)。このような目的のために、取締役会の下に指名委員会(取締役の候補者の選定や取締役の報酬に関する勧告)・報酬委員会(CEO や他の経営者の報酬決定)・監査委員会(会計監査)その他の委員会を設置することが一般的である。また、上の経営の監視という目的と 2001 年のエンロン事件、2002 年のワールドコム事件といった会計不正事件の反省により、特に最近では取締役会は経営者ではなく社外の独立取締役(independent directors, 大雑把に言えば過去数年にわたりその会社の従業員ではなく、かつ重要な関係も持っていない等の条件を満たす人)を中心として構成することとされている、上の会計不正事件を受けて制定された連邦法であるサーベンス=オクスレー法<sup>41</sup>及びニューヨーク証券取引所(NYSE)の規則<sup>42</sup>によると、取締役会の過半数は社外の独立取締役でなくてはならず、上記の 3 委員会については全て独立取締役で構成されている必要がある。なお、日本で言う監査役は存在せず、上記の監査委員会が近い機能を果たしている。

なお、取締役の選任、解任については株主総会の権限に属しており、解任も原則として自由である。選任は得票数の相対多数(plurality)とされており、賛成票の数が反対票の数を超えれば良いことになる<sup>43</sup>。一方、解任については議決権の過半数(majority)が必要とされる<sup>44</sup>。また、解任には正当な手続きが必要とされること、期差取締役会(staggered board)<sup>45</sup>の場合には解任には正当な事由が必要とされることなど、解任にはかなりの制約がかかっている<sup>46</sup>。

### (5) アメリカにおける取締役会の実態

それでは実際の取締役会の状況はどうだろうか。実態を見ると、アメリカの大企業の取締役会のほとんどは社外取締役で構成されており、社内からは社長(CEO)その他のごくわずかな経営者が取締役会に入るだけである。例えば GE では取締役会のメンバーの 16 人中 14 人が独立取締役で、残り 2 人の内 1 人は利害関係者であり、経営者は現 CEO しか入っていない。なお、独立取締役は他の会社の前職もしくは現職の CEO、元上院議員、大学の教員などで構成されている(図表 4.7)。

このようにして構成された取締役会は株主総会で決議すべき事項を除き重要な意思決定を行うが、実際に集まるのは年に数回から 10 回ぐらい(委員会は別)集まるだけで、通常的意思決定は CEO を中心とする経営者にゆだねられる。また、さまざまなバックグラウンドを持っているために、その会社の事業分野について詳しいとは限らない。また、とりわけ上記の会計不正事件までは、独立取締役

<sup>40</sup> 日本と同様に定款に定めることで変更は可能である。デラウェア一般会社法(Delaware General Corporation Law)141 条 a 項。

<sup>41</sup> 企業会計改革法 Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002

<sup>42</sup> NYSE Listed Company Manual Section 303A.

<sup>43</sup> デラウェア一般会社法 216 条 3 項。日本では過半数のため、棄権は反対と同じ扱いになるが、デラウェア会社法ではそうはならない。

<sup>44</sup> デラウェア一般会社法 141 条 k 項。

<sup>45</sup> 取締役会を 2 つもしくは 3 つにわけ、それぞれを順番に改選していくような取締役会。すなわち、1 年ごとに 1/2 あるいは 1/3 ずつ改選していく。各取締役の任期は 2 年あるいは 3 年ということになる。

<sup>46</sup> 英米法ではその当初は解任が全く自由であったものの、その後取締役の解任には正当な事由が必要であるという考え方が長年にわたり支配的であった。デラウェア会社法は 1967 年の改正において正当な事由なしの解任を認めた。

図表 4.9 GE の取締役会構成(2010 年 4 月現在)

分類	氏名	役職
独立取締役	W. Geoffrey Beattie	トムソン・ロイター副会長
	James I. Cash, Jr.	ハーヴァード大学名誉教授
	Ann M. Fudge	ヤング&ルビカム社前 CEO
	Sir William Castell	前 GE 副会長(GE ヘルスケア CEO)
	Susan Hockfield	MIT学長
	Andrea Jung	エイボン・プロダクツ社 CEO
	Alan G. Lafley	P&G 社前 CEO
	Robert W. Lane	ディーア&カンパニー社 CEO
	Ralph S. Larsen	ジョンソン&ジョンソン社前 CEO
	Rochelle B. Lazarus	オグルヴィ&メイザー社取締役会会長
	James J. Mulva	コノコ・フィリップス社 CEO 兼取締役会会長
	Sam Nunn	元上院議員
	Robert J. Swieringa	コーネル大学教授
Douglas A. Warner III	J.P.モルガン・チェイス社前取締役会会長	
GE と利害関係のある取締役	Roger S. Penske	ペンスキー社 CEO
社内取締役	Jeffrey R. Immelt	CEO・取締役会議長

は CEO を中心とした経営者との友人関係で選ばれていたといわれている。このような点を考えれば、そもそも取締役会の監視機能には限界があると考えられている。

### (5) ドイツにおける機関設計と実態

最後に、ドイツにおける機関設計について見てみよう(吉森, 2001; 森田・深尾, 1997)。ドイツの大企業(株式会社 Aktiengesellschaft に限らず、有限会社 Gesellschaft mit beschränkter Haftung や株式合資会社 Kommanditgesellschaft auf Aktien 等のうち大規模なものを含む)には2つの大きな特徴がある。1つが二層型の実務取締役会であり、もう1つが共同決定(Mitbestimmung)といわれる仕組みである。

ドイツの大企業においては、単一の実務取締役会を設置するかわりに、経営の監視に当たる監査役会(Aufsichtsrat)と業務執行に関する意思決定及び執行を行う執行役員会(Vorstand)の2つが設置される。これが上で述べた二層型の実務取締役会である。監査役会は監視を行う機関であり、執行役員会からの報告を受けるとともにあらかじめ定められた事項に関して事前承認権(Zustimmungsrecht)を持ち、また助言を行う。また、執行役員会構成員の選任、解任を行う。

一方、執行役員会の方は業務執行に関する意思決定を行い、実際にそれを執行する。このように言うときアメリカで言う実務取締役会が監査役会に、経営者が執行役員会に対応しているように見えるかもしれないが、意思決定権が執行役員会の方にあり、監査役会は助言と事前承認のみである点が大きく異なる点である<sup>47</sup>。

<sup>47</sup> 重要事項のすべてに関して監査役会の事前承認が必要ということになれば実態としてはアメリカと同じになるかもしれないが、実際には必ずしもそうではなく、監査役会の役割は限定的である。吉森(2001)。



図表 4.10 Daimler AG の監査役会構成(2010年4月)

氏名	代表する区分	役職
Manfred Bischoff	株主	監査役会会長(前執行役会役員)
Erich Klemm	従業員	監査役会副会長・中央事業所協議会議長
Paul Achleitner	株主	アリアンツ社執行役会役員
Sari Baldauf	株主	ノキア社前執行副社長
Clemens Börsig	株主	ドイツ銀行監査役会会長
Heinrich Flegel	従業員	管理職員代表委員会委員長
Jürgen Hambrecht	株主	BASF 社執行役会会長
Jörg Hofmann	従業員	IG Metal(金属産業労働組合)バーデン・ヴュルテンベルグ地区代表
Thomas Klebe	従業員	IG Metal 法務部門責任者
Gerald Kleisterlee	株主	フィリップス社 CEO
Jürgen Langer	従業員	フランクフルト・オッフエンバッハ支社事業所協議会議長
Ansgar Osseforth	従業員	ジンデルフィンゲン工場事業所協議会
Valter Sanches	従業員	全国金属総連合(ブラジル)国際関係担当書記
Manfred Schneider	株主	バイエル監査役会会長
Stefan Schwaab	従業員	中央事業所協議会副議長
Jörg Spies	従業員	本社事業所協議会議長
Lloyd G. Trotter	株主	前 GE 副会長
Bernhard Walter	従業員	前ドレスナー銀行執行役会会長
Uwe Werner	従業員	ブレーメン工場事業所協議会議長
Lynton Wilson	株主	CAE 社取締役会会長

もう1つの大きく異なる点は監査役会役員の選任である。上で述べたドイツ大企業の特徴として共同決定というものをあげたが、この共同決定の中心は、監査役会役員の中に株主（あるいは他の形態の出資者）選出の役員と従業員・労働組合選出の役員がおり、その両者が共同して監査役会において意思決定を行う点にある<sup>48</sup>。従業員が2,000人以上の株式会社、有限会社、株式有限会社等においては株主側と従業員・労働組合側はそれぞれ同数であるが、監査役会会長は株主側が選出することができ、監査役会の決議において賛成反対が同数であった場合には2回目の投票において会長が2票を投じることができることから株主側に若干有利な規定になっている。なお、監査役会役員は執行役会役員と兼務することができないため、監査役会の株主側役員は基本的に会社外部の人間である。

監査役会役員の株主側役員の選任は株主総会(Hauptversammlung)あるいはこれに相当する機関で行われる(以下では株式会社の例で説明する)<sup>49</sup>。株式会社の場合であれば、監査役会の株主代表については過半数で選任し、3/4以上で(正当な理由がなくても)解任できる<sup>50</sup>。従業員・労働組合の役員

<sup>48</sup> なお、二層型の取締役会と共同決定とは関係はなく、二層型取締役会は19世紀から導入されていたのに対して、共同決定は第二次世界大戦後導入されたものである。吉森(2001)、深尾・森田(1997)。

<sup>49</sup> 共同決定法(Mitbestimmungsgesetz) 8条

<sup>50</sup> 株式法(Aktienengesetz) 101条1項、103条1項

については従業員の直接選挙もしくは選挙人による選挙に選ばれる。労働組合代表については労働組合の推薦に基づき選挙が行われる<sup>51</sup>。解任については有権者（従業員全体もしくは選挙人）の投票によりやはり 3/4 以上で解任できる<sup>52</sup>。

監査役会による執行役員選任・解任については、1 回目の投票については 2/3 以上の賛成により決議されなくてはならない。2/3 に満たない場合には、所定の手続きを経た上で 2 回目の投票が行われ、このときは過半数で良いことになる。ただし、解任には正当な理由が必要である<sup>53</sup>。

ただし、監査役会は実態としては経営監視の機能を果たしていないと批判されることが多い。というのは、アメリカの取締役会と同様に監査役会の株主代表は銀行や他の企業の監査役会会長や執行役員会長、役員などで占められており、必ずしもその業界について詳しいとは限らない上に、開催回数も年に 2 回から 4 回と少ない。さらにいえば、判断に必要な情報が執行役会から監査役会に伝えられるとも限らない。また、共同決定の仕組みの中では株主側と従業員側が対立する可能性もあり、さらに従業員側役員は必ずしも経営に関して十分な知識を持っていないという指摘もある。このような問題に対して、執行役会側は事前承認事項を限定的にすることで対応しているといわれる。すなわち、事前承認事項をなくしたり、重要な問題でないものに限定することで、監査役会を形骸的なものにしていく。

## 4.5 まとめ

以上を整理してみよう。まず、実際にどのように株主が権限行使を行い、また経営者はどのようにその権限行使を制御してきたのか、という点からみると、日本では一部の企業は株式持合いにより企業集団を形成し、お互いに安定株主となって企業集団外部からの買収を防止し、また協力関係を築いてきた。ただし、企業集団は統一の意思決定を行うことができるわけでもなければ、経営者に完全な裁量権を与えるものでもなかった。また、企業集団以外の金融機関や取引先なども安定株主として株式を保有し、機関投資家も近年にいたるまで議決権行使には積極的ではなかった。このような状況と、長い間日本企業の経営成績が良かったことにより、株主は株主総会において議決権を積極的に行使しようとして、経営者はある程度経営についての裁量権を持つことができたと考えられる。この企業集団と株式持合いは確かに特異な形態であり、また安定株主もアメリカでは見られないものといえる。ただし、安定株主についてはドイツには見られるという指摘があることにも注意しておこう（森田，2009）。

また、制度的な側面を見てみると、日本では株主総会が取締役の選任・解任や基礎的な事項の変更に関する意思決定を行い、取締役会が業務執行に関する意思決定、及び代表取締役による業務執行の監督を行う。しかし、実際には日常的な業務の執行においては取締役会のメンバーも代表取締役である社長の部下であり、社長はこれらのメンバーに対する人事権も持っているため、取締役会が社長の監督を行うことは難しい。アメリカでは、取締役会が実際の経営に関する意思決定と監視のみを行い、実際の経営は別に雇われる経営者が行う。取締役はほとんど社外の人である。ただし、取締役がその会社の事業分野に詳しいとも限らず、また経営者との人間関係で選ばれることも多い等の理由により、その監視機能には限界があると考えられている。ドイツでは経営に関する意思決定と執行に当たる執行役会とその執行役員選任・解任及び執行の監督に当たる監査役会の 2 つがあり、このう

<sup>51</sup> 共同決定法 9 条～18 条

<sup>52</sup> 共同決定法 23 条

<sup>53</sup> 株式法 84 条、共同決定法 31 条。

ち監査役会には株主代表とともに従業員・労働組合代表が入る。ただし、監査役が執行役会会長の友人関係で選ばれていたり、労働側の代表が経営に対する十分な知識を持たない場合があることなどから、やはりその監視機能には限界があるといわれる。

このようなことから、まず株主総会やその他の機関による経営者の監視という機能はどの国においても限界があることが分かる。この上で、とりわけ日本についてみれば、株式持合いによる企業集団の形成とそれ以外の安定株主の存在、そして議決権行使に消極的な機関投資家の行動により、株主の影響力を制御することが出来ていた。このことが、日本において株主の影響力が弱いといわれていた理由であると思われる。

### 演習問題

4.1 企業集団は集団内企業で働く人の意識にはどのような影響を与えていたのだろうか。このような点に関する新聞・雑誌記事を探してみよう。

4.2 日本以外の国で「財閥」と呼ばれるものにはどのようなものがあるだろうか。またその財閥は日本の戦前の財閥とどのような点が共通しており、どのような点が異なるだろうか。調べてみよう。

4.3 そもそも、出資者にはどのような権限が認められるべきなのかという点については様々な意見が存在する。出資者にはどのような権限が認められるべきなのか、それはなぜなのか、考えてみよう。

4.4 株式会社という法的形態と他の法的形態（例えば合資会社・合名会社や公庫・金庫等）はどのように異なるのだろうか。調べてみよう。

4.5 各企業の有価証券報告書を見て、社外取締役がどの程度いるのか、またそれらの社外取締役のバックグラウンドはどのようになっているのかを調べてみよう。

4.6 日本にドイツ型の二層型取締役会を導入する（共同決定は導入しないとする）とした場合にいかなるメリットとデメリットが生じるだろうか。また二層型取締役会に加えて共同決定を導入した場合には何が起こるだろうか。考えてみよう。