

コーポレート・ガバナンス,これをいかに論ずべきか

松村 勝弘 (立命館大学)

日本経営財務研究学会第 27 回大会
2003年10月12日 (四国大学)

1. はじめに

経営 (者) の立場の独自性

ここで私は経営財務研究の立場から述べる。経済学的にこれを論ずるものが多い。私はこれに違和感を感じず。経営財務研究学会というこの場所では、企業経営の現実、ないし、日本企業の経営者・従業員の立場を十分配慮したバランスの良い議論をすべきではないかと考える。

コーポレート・ガバナンスの現段階における問題性 - 構造改革論と関わって

ここで私がお話ししようとしていることがどういう問題なのか、ということを経済の論点と関わらせて述べておきたい。構造改革論が喧伝されている。そこでは金融機関の不良債権処理が叫ばれている。それは言い換えれば金融機関が企業をガバナンスする力を失ったので、生産要素が移動しなくなり成長率が低下している。金融機関に不良債権を最終処理させるとともに他方でいわゆる直接金融、証券市場を機能させようというわけである¹⁾。その一つの典型的な言われ方だと私が考えるものを紹介しておきたい。すなわち次のようなものである。

「わが国の金融システムは、いま、典型的な相対型から市場型へ転換しつつある。それに従って、企業を規律付けるシステムは、メインバンクによるものから市場によるものに変更されなければならない。」(大村・増子 [2003] 213 ページ) というものである²⁾。

佐伯 [2003] はこの辺りの事情を次のように整理している。「橋本政権によって、構造改革は政策の柱となり、日本経済は、従来の『日本的システム』を打破して、グローバルな市場競争へと転換しなければならない、というメッセージだけは明確に発せられた。また、これは世論の主張でもあった。つまり、世論の後押しを受けた政府によって『構造改革』というムードが作り出され、そのムードのもとに政策が実行されたことは間違いない。」

1) 内閣府 [2002] 『2002 年度年次経済財政報告』はほぼこのストーリーで展開されているとあって間違いない。

2) これを敷衍して次のようにも言われる。

「わが国では、株主や債権者によるモニタリングなどの、コーポレートガバナンスが十分に機能していないため、企業の合理的な投資判断を誤らせているのではないかと考えられる。ビッグバン以降、特に小泉内閣組閣後、企業経営の効率化と産業の再生を図るために規制緩和と市場化が進められているが、これによって、企業の成否はその経営能力にますます依存することとなり、コーポレートガバナンスシステムを確立することが早急に求められている。とりわけ、98 年以降、多様な形で経営に関わってきたとされる銀行の破綻が相次ぎ、また、ビッグバンによってファイナンス方式が市場型に移行しつつあるといわれている。このように、経済と金融市場の環境が変化するなか、わが国企業には新しいガバナンス方式の確立が求められている。」(大村・増子 [2003] 56 ページ)

「同様なことは小泉政権についてもいえる。」(48 ページ)³⁾先のコーポレート・ガバナンス論がそのようなムードに乗ったものであることは間違いない。

構造改革論は構造改革すれば供給が増えると考え、供給が増えれば需要は自然に発生すると考える。だから企業システムの構造改革としてのコーポレート・ガバナンス、したがってその効率化を主張する。需給がうまくバランスしないとすればそれは市場外の障害があると考え、その犯人として不良債権や日本型経済システムがあげられる。金融システムとしては間接金融体制より直接金融体制の方が市場を機能させることになると考えられる⁴⁾。そういうコンテキストでコーポレート・ガバナンスが論じられている。

先の大村・増子 [2003] 巻末エピローグは「誰が古いシステムを崩すのか」となっていて、そこでは「今必要なのは、古い社会システムや経済・金融システム、そして、それに伴って、古い価値観がすみやかにスクラップされることである」(217 ページ)と述べていて、何をどうつくるのかが論じられていない。コーポレート・ガバナンスをメインバンク型から市場型に移行すれば、あるいは、古いものを壊してそのまま放置しておけば市場が勝手に機能して問題解決するというそんな単純な話だろうか。規制を緩和し野放図に市場に任せればそれでうまくいくとは簡単にいえそうにない。

2. コーポレート・ガバナンスとは何か

コーポレート・ガバナンスとは何か、ということから論じておかないと、議論がすれ違う。それは「会社の運営機構はいかにあるべきか」ということだと言ってほぼ間違いなが

3) 「行革とはマスコミとの戦いだったというわけだ。そういえば、そもそも自民党が大蔵省改革に取り組みはじめたのも、住専処理をめぐっての世論 = マスコミのバッシングをかわし、ありていにいえば大蔵いじめで点数を稼ぐためだった」(田原 [2001] 118 ページ)という。政治家や官僚に対するこのような世論の圧力に関しては、戸矢 [2003] で見事に分析されている。

4) 松原 [2003] は次のように言っている。「構造改革論においては、長期的に市場の需給が均衡すると考えるから、潜在成長率の上昇(総供給曲線の右方シフト)が経済不振から回復するための目標になる。これは、供給が伸びさえすれば需要は自然に発生することを前提している。供給側が潜在的な実力ほど伸びていないのは、需要が不足しているせいではなく、供給側で生産要素が供給を最大限のものとするほどの効率性で適切に配置されていないからだ。本来は市場がうまく調整するはずなのに、なんらかの機能障害が発生しているのだ。つまり価格メカニズムが需給の差を敏感に調整するのを市場外の障害が妨げているのだ、と見るのである。その『犯人』として名指しされたのが、『不良債権』と『日本型経済システム』であった。」(48 ページ)

「間接金融では、金融仲介機関が資金需要者である企業からリスク資産を引き受け、一方で安全資産を発行する。構造改革の論理からいえば、収益性の高い事業を新規に確保し、そこに資金や人材を流し込むことが必要である。収益性の高い新規事業の開発は、リスクをとる。そして生産にともなって生じるリスクは、銀行を中心とする金融仲介機関が、企業に還流させたり家計に波及させたりしないよう、緩和する役割を果たしている。けれども間接金融が偏重されると、バブル崩壊のような資産価格の長期的な下落や産業構造の変化など予想されぬショックが起きたときには、銀行などに不良債権の累積というかたちで負担が集中し、のみならず金融危機にまで発展する可能性が高まってしまう。そのショックを緩和する金融システムとして、直接金融というもう一本の柱を確立しようというわけである。」(同上, 63 ページ)

ないだろう。もちろん資本主義であるかぎり、所有に裏付けられている必要がある。では、「何のために？」となるとかなりの意見の相違があるかも知れない。ただ、財務論的にそれは「企業価値最大化のためである」と言って、それに異論をはさむ人は少ないだろう。

企業価値極大化とその測定方法

では、企業価値とは何か？これには様々な意見があり得る。でもここでも、財務論的にはそれは「株価極大化である」と言って、それに異論をはさむ人は少ないのではなかろうか。では、株価極大化とは何を指しているのか。株価は日々変動している。それはいつの株価のことを指しているのか。この疑問には容易には答えられないだろう。

それは今日の株価なのか、期末の株価なのか、それとも期中平均株価なのか。さらには、株式売却時点の株価なのか。とすれば一体いつ売却するのか。一体誰の売却時点なのか。抽象的に議論することはできるとしても具体的に考え出すと、容易に答えられるものではないことがわかる。

株価はどうすれば極大化できるのか。ファイナンス論によれば、株価は将来キャッシュ・フローの割引現在価値である。キャッシュ・フローはつまるところ、企業の収益力に規定される。ところが、直接的な株価操作を行うのは論外としても、エンロン事件に見られるように、ときに利益操作が行われることは、「earnings management」(米国)とか「creative accounting」(英国)とかいう言葉があるくらいだから、決して珍しいことではない(一ノ宮[2003]参照)。だから、株価極大化とか企業の収益力とかも一般的に語ることは難しい。

まして、株価はケインズのいわゆる美人投票のようなものだという所説もあるし、最近では「トレーダーは限られた視野と限られた合理性をもち、判断と行為には心理学的なバイアスがかかっている、誤りを犯すことが例外ではないとする」(竹田[2001]119ページ)「行動ファイナンス」理論も出てきている。「トレーダーは自ら視野を限定し、実体経済にかんする基本的な情報よりは、金融市場そのものの動きや金融市場内部から生み出されるノイズ(たとえば、本当かどうかは別にして市場参加者の多くが信じている噂やシナリオ)に注目して、短期的な利鞘を稼ごうとする。ケインズの美人投票の比喩は、このようなプロの視野の限定と短期主義を説明しようとするものである。」(竹田[2001]120ページ)だからしばしば株価は「自己実現」してしまう(Charkham and Simpson[1999]邦訳[2001]209ページ)

とすれば、企業価値最大化を何によって測定するのかというところからして、大変な困難に遭遇することになる。

会社の運営機構をどのようにすれば企業価値は最大化できるのか

しかし、最も問題なのは、「会社の運営機構をどのようにすれば企業価値は最大化できるのか」という問題である。最近の商法改正でアメリカ型委員会制の導入や外部取締役制強化がはかられたりした。しかし、それで企業価値最大化につながるか保証の限りではない。米国におけるコーポレート・ガバナンスとパフォーマンスに関する研究の教えるところによると、「機関投資家のコーポレート・ガバナンスとパフォーマンス」の関係に積

極的な相関関係は見られないという結果が多い⁵⁾という。

あるいは、ファイナンス論でいわれるように「負債の規律」や「市場の規律」が働いて企業価値最大化がはかれるというほど、簡単なものではない。

私見によれば、このような外部からの圧力によって経営者が規律づけられて、企業の収益力が高まるとは容易に言いうるものではない。むしろ、かつて株式相互持合が株主の短兵急な要求を退けて長期的視野に立った経営を可能にしたと言われたように、外部からの圧力が弱い方が収益力が高まるかも知れない。

とすれば、一体会社の運営機構はどうあるのが望ましいのか。疑問は深まるばかりである。

仕組み、仕掛けとしてのガバナンス機構

元来、株式会社機構は「株主多数決の原則」にもとづいて運営されている。これは企業は主体的な意思決定を行わないと動きが取れないだけでなく、多数株主に支配の利得を保証しその企業家精神を促そうとする仕掛けであった。バリーとミーンズが経営者支配がそういった企業家精神喪失をもたらすのではないかと懸念して所有権の復権をはかろうとしたことは有名である。では、戦後のわが国においてはその仕掛けはどのように機能したのか。言うまでもなく、株式相互持合を基礎に経営者・企業内部者支配が貫徹し、そのことが経営者・企業内部者の企業家精神を涵養することになった。もちろんそれが、必ず企業の効率化、企業価値最大化につながったかどうかはわからない。仕掛けとしてはうまくいくはずだというものであった。要はガバナンス機構は企業価値極大化を保証するものではないが、きっかけを与えようとするものであることは間違いない。制度の趣旨とそのパフォーマンスとは必ず一致するとは限らないが、主観的意図としてはその方向へ向かっていたといえる⁶⁾。そしてシステムはおおむね順機能していたといえる。

3. 経営の主体性確保の重要性とファイナンス理論の問題性

変化対応と経営(者)の自主性の必要

私見によれば、企業・経営者の主体性を守れないようでは、経営は長期的にうまくいかない。まして、市場は日々変化する。その変化に対応するためには経営の自主性がなければとても企業は存続し得ない。確かに政府規制のもとにあって市場が安定していた高度成長期から安定成長期にかけては、日本の金融機関は、自主的経営は容易ではなかったけれども、存続はできた。ところが今日、規制が緩和されたとたん、規制のもとで自主性を失っていた金融機関の経営は、その主体性を発揮できずダッチロールを続けている。

一般事業法人の経営でも同様である。経営の主体性が維持されておればこそ、企業も市場の変化に対応でき、存続できるのである。さらに、自己決定できれば経営者・従業員の

5)日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム、パフォーマンス研究会編 [2001] 第1章第2節「株主行動の変化とパフォーマンス」による。

6)この項に関して、詳しくは、松村 [2001] を参照のこと。

モチベーションも高まり、企業経営に好循環が生まれると考えられる⁷⁾。

外部規律はうまく機能するか

とすれば、「コーポレート・ガバナンスの経済学」が言うように、負債比率が高ければ、あるいはメインバンク制がしっかりしていれば、「負債の規律」が機能して企業の収益性を高め、あるいは、エクイティ・ファイナンス盛行の結果自己資本比率が高まったので、株主の発言力が高まって「市場の規律」が機能して企業の収益性が高まる可能性があるといえるのだろうか、という疑問が出てくる。例えば、良く言われるように、経営者にストック・オプションを与えて株主の利益になる意思決定をさせるといえるが、そのような「動機付けそれ自体が、経営能力を確保することに役立つわけではない。」(Charkham and Simpson [1999] 邦訳 [2001] 82 ページ)⁸⁾ エンロン事件に見られるような横道にそれる場合もある。

銀行にせよ株主にせよ、経営者からすれば、彼らは企業外部者であるといえる。エージェント理論によれば経営者は単なるエージェントであるということになるが、実際、いわゆる「経営者支配論」がいうように、経営者は単なるエージェントではなく、主体性をもっている可能性が高い。しかも経営者が主体性を発揮した方がモラルも高まり良い経営ができ、収益性も高まると考えられるのではなからうか⁹⁾。経営者の裁量権は企業経営に必須である。それとともにこれには責任をとらなう。この点に関して私はかねて「経営者の責任を明確にすることは必要であるとしても、これが経営者の裁量範囲を狭め、経営者の企業家精神発揮を制約することにならないような仕組みも必要であろう。経営者には裁量の自由が認められているし、これを制約することが必要なのではなく、自由には責任が伴うということ認識すべきなのである。」(松村 [2001] 248-9 ページ) と述べているところである。

7) 「組織が自己決定的であることを確保するために、企業という制度が境界として利用されるのであり、経営者は自らの責任において戦略を立て、組織メンバーが環境変動に右往左往することなく自律的に長期的視野に立って行動できることを保証するのである。」(高橋 [2003] 303 ページ)

8) 「ガバナンスの制度は、ガバナンスを行うことそのものが最終目的ではない。適切なガバナンスを通じて、企業として健全な発展を図ることが最終目的である。……ガバナンスが行き過ぎると、経営者による大胆な決定が行なわれなくなるということも、目に見えないコストである。……ガバナンスが行き過ぎると、細心さのみが強調され、大胆さが失われる危険性がある。企業にとって、リスクを負わないということほど危険なことはないのである。」(寺本 [1997] 58-9 ページ)

9) Charkham and Simpson [1999] は、この点に関連して大変興味深いことを述べている。すなわち、エージェント理論には限界があるというのである。なぜなら「この理論が自己利益の露骨な追求をベースにした人間性悪説に立脚しているからだけでなく、株主が経営者を目一杯働かせるには、人參(ボーナスとストック・オプション制度等)と脅し(買収とそれによる失脚)が必要であると論じている点である。」「われわれがこのような人間性に対する懐疑論に疑問を感ずるのは、われわれの多くが、あたかも自分たちが企業の所有者であるかのように献身的に働く同僚たちと一緒に仕事をした経験をもってからである。」「われわれにとっては金額だけが主な、あるいは唯一の動機となっているわけではないことを忘れてはならない。」(邦訳 [2001] 81-2 ページ)

4. 「負債の規律」や「市場の規律」の理論への反証としての過剰キャピタリゼーション

金融市場が企業の現実を規律付けるのは困難ではないか - 製品市場の独自性

近年、「コーポレート・ガバナンスの経済学」の立場から、「負債の規律」から「市場の規律」へ向かうべきだという主張が見られる。この点は先の大村・増子 [2003] も同旨である。いわく「わが国におけるガバナンスの機能不全が、金融機関では大量の不良債権を、一般事業法人では過剰債務を生み出したと考え……どのようにすればコーポレートガバナンスシステムが構築されるのかを考察」(191 ページ) している。私はかねてこの見方を批判してきた。すなわち、それらは貸借対照表の右側、つまり貸方側・資本負債の側からの見方であって、金融経済の側が、貸借対照表左側、つまり借方側・資産の側を規定することにより、企業の収益力向上を図るのは容易ではないと述べた(松村 [2002b])。むしろ、金融経済の側が景気過熱を引き起こすことの方が多い。実際、金融超緩和が過剰なキャピタリゼーションをもたらし、しばしばその後の企業経営を苦しめることになっている。

負債・メインバンクは規律付けたか

以下の図表を見てもらいたい。

図表 1 借入金依存度と収益率

	総資本営業利益 率75-72年増加
借入金依存度 74-71年増加	-0.0697 p=0.018

(注) 継続して上場している事業法人1147社の各増加差分の相関係数である。

(備考) 以下図表はすべて日経NEEDSデータベースより作成したものである。

図表 1 は、高度成長末期の過剰流動性の前後の時期における、1971 年から 74 年にかけての企業の借入金依存度変化と 1 年ずらして 1972 年から 75 年にかけての総資本営業利益率変化の関係を見たものである。借入金の増加は利益率の増加とは負の相関関係(有意)にあることがわかる。メインバンク制華やかなりし頃においても、借入金が経営を規律付けて効率性アップに必ずしもつながったわけではないことがわかる。むしろこの場合マイナスである。往々にして金融機関は景気を過熱させる、企業の収益にかえってマイナスの効果をもたらすかもしれないのである¹⁰⁾。

しばしばバブル期に銀行や証券会社が持ち込んだ、いわば美味しい話に悪乗りして、経営に失敗したという話を聞く。事業法人の側の経営者の主体的判断があったのだろうか。こここそ経営者の見識が問われるところである。

10) だからといって、メインバンク制が無意味であったというわけではない。メインバンク制、負債で規律づけることはできないが、救済はできた。ところが、最近のように銀行が弱体化してそういう支えがなくなると経済の不安定性は増している。すなわち「企業は収益に関する長期期待を形成してきた。それゆえこれら制度の崩壊は、思考習慣と長期期待の根元からの揺らぎ、すなわち将来不安をもたらしたのである。」(松原 [2003] 128 ページ)

証券市場は企業を規律付けることができるか

だからといって、証券市場なら企業行動を規律付けるのかといえは、必ずしもそうともいえない。図表2を見ると分かるように、バブル期1987年から90年にかけて社債（この時代転換社債や新株引受権附社債であった）を増やした企業のその後のROA増加とは逆の相関関係（有意）を示している。この時期市場も景気過熱をもたらすこすれ、企業を規律付けるものではなかったようである。

図表2 バブル期における社債の増加とROAの増加

	88-91年ROA増加
87-90年社債比増加	-0.1256 p=.000

（注）継続して上場している事業法人1248社の総資本社債比率の87-90年の増加差分と88-91年の総資本営業利益率の増加差分の相関係数である。

こういったバブル期の転換社債、新株引受権附社債はその後償還期を迎え、借入金増加につながったことは図表3からもわかる。これがバブル後日本企業を苦しめることになった。

図表3 バブル期社債とバブル崩壊後借入金増加

	92-97年総資本借入金比率増加差分
87-90年総資本社債比率増加差分	0.1245 p=.000

（注）継続して上場している事業法人1248社の各増加差分の相関係数である。

元来、銀行は多くの融資先を抱えていることからそのリスクを分散することができ、かつ融資のポートフォリオも組める。だから積極的に経営に関与するインセンティブに欠ける。証券市場にしてもポートフォリオを組める機関投資家の所有比率が高まってきている。そこでは経営に積極的に関与する必要性はない。だから、外部資金が企業の業績と正の相関をすることはあまり考えられない。ただ、銀行の場合、企業が苦況に陥ったときに経営を支援して損失を最低限におさえようとするだろうし、さらにはなんらかのビジネス・チャンスを捕まえようとするだろう。だからといって通常の場合、外部資金が企業業績を押し上げることはあまり考えられない。問題のないかぎり経営に関与しないものである。

経営に課せられた課題 - 経営者の責任

その意味で、金融経済から自立して企業を営み、製品市場の変化に対応することが経営者に課せられた課題であるといえる。そのような自立を図ったトヨタ自動車やイトーヨーカ堂が好調な経営を続け、キャピタリゼーションに過度に依存した日産自動車やダイエーが苦しんだ（あるいは苦しんでいる）ことは周知のところである。図表4でこれがわかる。外部資金依存度が高かった、日産やダイエーの利益率は低く、逆に外部資金依存度の低かったトヨタやイトーヨーカ堂のROAは高かった。

図表4 80年代日産，トヨタ，イトーヨーカ堂，ダイエーのの利益率と資金調達源泉

項目		トヨタ	日産	イトヨーカ	ダイエー
ROA(総資本経常利益率)		14.2%	6.3%	11.4%	2.6%
資金源泉	内 部 資 金	70.4%	57.6%	70.3%	32.3%
	増 資	5.6%	16.1%	20.1%	18.9%
	社 債	9.8%	11.2%	1.1%	2.0%
	長 短 借 入 金	0.3%	6.5%	-11.1%	9.7%
	キャピタリゼーション合計	15.6%	33.8%	10.0%	30.5%
	そ の 他 固 定 負 債	0.1%	-0.3%	3.1%	11.5%
	買 入 債 務	5.6%	6.9%	4.8%	15.5%
そ の 他 流 動 負 債	8.3%	2.0%	11.8%	10.2%	

もちろんこれは、一般化もできる。図表5はそれをあらわしている。すなわち、1984年から90年にかけて、その資産成長にさいして外部資金（ここではキャピタリゼーション、すなわち外部資金でも増資や社債・借入金といった資金）に依存した度合いの高い企業は1990年段階のROA（この場合は総資本経常利益率）が低くなっている。逆相関関係にある。

図表5 外部資金依存度と利益率の相関

	1990総資本利益率 = 経常利益/総資本	総資産成長倍率 (1984-90年)	キャピタリゼーション 比率(対資産増加額 84-90)
1990総資本利益率 = 経常利益/総資本	1	0.1768	-0.2822
	p= ---	p=.000	p=.000
キャピタリゼーション比率 (対資産増加額84-90)	-0.2822	0.1459	1
	p=.000	p=.000	p= ---

(注)1.キャピタリゼーション比率100%を超える外れ値除外

2.合併分離のあった会社除外

3.資産増加、キャピタリゼーション増加がマイナスの会社除外

4.東証一部上場1984-90年決算期継続企業

5.上記条件を満たす会社、計939社の数値である。

増資や社債・借入金といった外部資金は、確かに企業の成長には寄与したかも知れないが収益性には必ずしも貢献しなかった。この場合外部からの掣肘を受けずに経営を行った方が、効率経営を行うことができたということを示唆している。

だからといって、経営者が何の責任も感じなくて良いことにはならない。権限には責任をとる。この点に関して英国流のコーポレート・ガバナンスを論ずる Charkham and Simpson [1999] は激しい競争が繰り広げられている世界市場で経営者がその役割を果たすためには、権限を発揮する場が与えられており、企業が競争上有利にたてるかどうかは、経営者がその能力を十分発揮できるかどうかにかかっており、その代わり権限を付与されている者は、その発揮にあたり、説明責任を伴わなければならないと述べている（邦訳 [2001] 335 ページ）。さらに株主は彼らを励まさなければならないとも述べている（334 ページ）。彼らは株主にすらその権利には義務を伴っていると述べている（307 ページ）。

市場は不完全であるからといってそれを悪用してはならず，そこにこそ倫理が必要だとも述べている（249 ページ）。至言である。

かつて日本企業の経営者にはそのような倫理観があった。奥村恵一教授のいわゆる「経営者の公事意識」である（松村 [2001] 25 ページ）。ところが自由化が進みはじめた 80 年代頃からそのような倫理観が失われていったように思われる。事業法人においてよりむしろ，銀行・証券など金融機関における倫理観の喪失はバブルを煽ることになった。だからこそキャピタリゼーション利用率の高い会社ほどかえって収益性を低下させたのではなかったか。市場を機能させるだけで問題解決になるとは容易に言えないであろう。

現在の問題，そしてどのような仕掛けが必要か

近年持合崩れが進行している。持合の基礎には企業間の信頼関係があった（松村 [2001] 98-9 ページ）。しかし今や外国人持株比率も上昇し，さらには株式取引に占める外国人比率も上昇している。従来のような持合にもとづく相互信任で経営者が安定的な地位に守られて長期的視野に立って経営を行うのが困難になっているのかも知れない。新たな信頼関係を構築しなければならないのだろう（若林 [2002]）。信頼関係が崩れつつあるのかも知れない。そこで，今日日本企業の経営者は，単純に，株主からの圧力から自己を守るために短期的な視野の経営を行っている可能性なしとしない。企業の長期安定性の視点からは容認しがたい，従来資本準備金を配当財源とする，実質的な剰配当が，それを可能にする制度改正もあって，まかり通っている。

任期をつつがなく終えたいとする経営者の短期志向が，銀行経営者に見られる。生保などの機関投資家をはじめとする株主も，当面のパフォーマンスを求めて声高に配当を求める。こうしてみると，「誰が古いシステムを崩すのか」を問題にしなくても，すでにそれは一部崩れている可能性がある。だからこそ日本企業，日本経済が混迷しているように思われる。今新たなシステムをいかに構築するかこそが問題ではなからうか。そのためには経営者を市場により規律付けると称してシステム破壊のみを主張することよりむしろ，その自主性を発揮できるよう，強い権限を付与することこそが必要であると考えられる。権限のないところに責任感が生まれるはずもない。権限を付与しないからこそ無責任経営がまかり通ったのは，旧大蔵省にがんじがらめに縛られていた銀行経営者が未だに無責任な経営を行っているのを見れば分かる。自主的経営の経験がないから，自分たちの頭で考えてこれを乗り切ろうとする気概がない。ただ too big to fail に望みをかけて，自己保身のために，合併を繰り返したのであった。今こそ経営者に強い権限を付与して，その責任

を問うべきではなかろうか¹¹⁾。

【参考文献】

- 一ノ宮士郎 [2003] 「利益操作に関する日米英の比較」第6回神戸フォーラム, 7月12~13日提出論文。
- 上村達男 [2002] 『会社法改革 - 公開株式会社法の構想』岩波書店。
- 大村敬一・増子信 [2003] 『日本企業のガバナンス改革』日本経済新聞社。
- 佐伯啓思 [2003] 『経済成長の終焉 資本主義経済の限界と「豊かさ」の再定義』ダイヤモンド社。
- 高橋伸夫 [2003] 『経営の再生 [新版]』有斐閣。
- 竹田茂夫 [2001] 『信用と信頼の経済学 金融システムをどう変えるか』日本放送出版協会。
- 田原総一郎 [2001] 『巨大な落日 大蔵官僚敗走の八百五十日』文藝春秋。
- 寺本義也編著 [1997] 『日本企業のコーポレート・ガバナンス』生産性出版。
- 戸矢哲朗 [2003] 『金融ビッグバンの政治経済学』東洋経済新報社。
- 内閣府 [2002] 『2002年度年次経済財政報告 - 改革なくして成長なし - 』。
- 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム, パフォーマンス研究会編 [2001] 『コーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンス』白桃書房。
- 樋口範雄 [1999] 『フィデューシャリー [信認] の時代』有斐閣。
- 松原隆一郎 [2003] 『長期不況論, 信頼の崩壊から再生へ』日本放送出版協会。
- 松村勝弘 [2001] 『日本的経営財務とコーポレート・ガバナンス』(第2版)中央経済社。
- 松村勝弘 [2002a] 「負債は企業を規律付けるか, メインバンクはモニタリング機能を果たすか」『証券経済研究』第36号, 3月。
- 松村勝弘 [2002b] 「最近のコーポレート・ガバナンス論議に対する一つの疑問」『経営

11) 樋口 [1999] は代理人, 受託者の義務ないし責任に言及している。「アメリカ社会においては, 自己責任と自己利益の追求を基軸とする契約関係の重要性は今さら説くまでもない。だが, 分業と専門化を特徴とする現代社会において, 一定の権限を他人にゆだね, 信頼し依存する関係を法が保護していることは見逃されがちである。信頼・信託を受けたものは広く受託者 (fiduciary) と呼ばれて, 自己の利益を図ることは禁止され, 逆に, 彼に依存する受益者 (beneficiary) は自己責任原則とは切り離される。契約で規律すべき人間関係とともに, 信認で規律すべき人間関係があり, 後者が徐々に広い範囲で認められるようになってきた」という (241 ページ)。「信認関係は自己責任とは無縁である。お任せという態度を積極的に評価し, このような人間関係が, 分業と専門化を特色とする現代社会において必要不可欠だという認識から出発する。そして信認関係の生成のために法が支援する必要も, 契約関係に比べて大きいことが承認されている。」(246-7 ページ)「信認関係と契約関係では, 公的介入の必要性とその程度が異なる。……〔契約と自己責任を前面に出しての規制緩和の結果, わが国は金融破綻その他明らかな閉塞状況に陥っており, これに対抗して〕信認関係が支配すべき領域を確保すべき〔で, ……そこでは〕国家の介入が不可欠である」という (248 ページ)。

上村 [2002] もまた, 「規制緩和だけは疑問符なしに推進され, ひたすらアメリカ型の自由ばかりが追求されている状況には, 大いなる疑問を禁じ得ない」(279 ページ) と述べている。

財務研究』第 22 巻第 1 号, 6 月。

若林直樹 [2002] 「企業間取引と信頼 - 脱系列化の『新しい経済社会学』からの分析」
佐伯啓思・松原隆一郎編著 『<新しい市場社会>の構想 - 信頼と公正の経済社会像 - 』新
世社。

Charkham, Jonathan and Annie Simpson [1999] *Fair Share, The Future of Shareholder
Power and Responsibility*, Oxford University Press, 奥村有敬訳 [2001] 『株主の力と責任』日
本経済新聞社。