

経営財務制度における株主と経営者

大 坂 良 宏

1. はじめに―問題の所在と分析視角―
2. 資金調達の意味決定における株主と経営者
3. 証券割当の意味決定における株主と経営者
4. 証券発行方法の意味決定における株主と経営者
5. 成果配分の意味決定における株主と経営者
6. おわりに―株主主権からみた経営システムのあり方―

1. はじめに ― 問題の所在と分析視角 ―

株式会社は、現実には法的制度として存在するが、歴史的には複数の出資者の共同体から出発し、それ自体、拡大可能性を備えた経済的本質を有するものとして成立している。それは、出資を均一少額単位に細分化した株式化と自由譲渡の可能性、出資を限度とする有限責任制に基づくもので、短期遊休資本や零細な貨幣までも大量に動員することを可能にした。株式会社は、こうして主要な社会的制度として扱われるべき地位を得ることとなったのである。

ところで、一般に近代社会の認識からは、所有に応じた責任・支配・利潤が求められるが、「完成された企業形態」としての株式会社をその点からみると、極めて特殊な存在であることがわかる。

たとえば、株式会社を特徴づける有限責任制は、経済的機能としては、資本結合の範囲の拡大によって資本危険が企業者の負担に集中することなく分散するので、資本結合に対する無限の欲求を満たすことを可能にする。しかし、会社債権者との関係では、責任は出資の額に限られ、出資（所有）を超える部分については責任を免れる。経済的機能を優先したものとしてみることができる。

さらに、所有に応じた支配・利潤の獲得という点では、一株一票の原理に基づき株主平等の原則が貫かれるが、それが実際に意味をもつとき、つまり経営方針等を巡る組織としての意思決定が行われる際、誰の意向を優先させるかという経営権の獲得には多数決原理が用いられる。そこでは内容の評価ではなく出資（所有）割合の高いものの意向が組織の単一の主張として擬制される。すなわち、大口出資者の支配は群小株主の出資を含む総体を支配するものとして、出資（所有）割合以上に経営に関与する権利が与えられることになる。結果的にではあるが、群小株主の大株主への服従を要求することとなり、株主の平等という前提との矛盾は解決され

ないままとなる。株式会社は当初からこうした質的差異をもった株主を包含し発展してきている。

しかも問題はこれにとどまらず、一方で、経営の大規模化に伴い経営管理面での複雑化は専門経営者の誕生をみることとなり、所有の高度分散化とも相俟って、バーリ・ミーンズ (A.A. Berle & G.C. Means) が明らかにした経営者支配の状況に至った。会社支配者が専門経営者であるか株主であるかの議論はさておき、会社資本の圧倒的部分が出資者ではなく経営者の手に委ねられ、直接出資に基づかない権限の集中がみられるに至ったのである。

他方、豊富な資金量を背景に法人が新たに株主として台頭してきた。法人による株式取得は、同じく株主とはいえ個人株主とは企業への利害を異にし、行動様式も異なり、とりわけわが国に広範にみられる法人の相互持ち合いは、法人所有に立脚した経営者への支配の集中をもたらした。しかもそこでの所有はほとんどが資本の空洞化を来しており、実質的な出資に対しては明らかに過大な権利の取得・行使がみられる。

また、日本に限らず、株式会社組織を制度的枠組みからみると、経営を行う主体と企業に対する所有権を有する主体とで権限委譲がなされ、その契約の範囲内で経営者は意思決定を行うものと想定されている。株主の代表たる取締役会が経営者を選任・監督するシステムである。しかし、少なくとも日本の場合、経営者の多くは取締役を兼ねており、株主の代表としての取締役も皆無に等しいのが現状である。

いずれにせよ、株式会社制度はその制度的趣旨からも一般社会の認識からもかけ離れた組織運営を基礎とし、所有に対し過大な権利の行使を可能にしている。

近年、コーポレート・ガバナンスの議論の高まりとともに経営システムの改革が叫ばれているが、本小論では、上記の認識を基礎に、戦後の株式会社財務とその意思決定領域における権力バランスを論じる中で経営システムのあり方を考えてみたいと思う。

こうしたシステムの問題を議論する際に重要なのは利害関係者の位置づけとその正当性である。わが国の場合、金融機関の企業経営への影響力や従業員取締役が圧倒的地位を占めていることを考慮し、ここでは債権者と従業員そして株主に限って簡単に整理しておくことにする。

一般に債権者との関係を考える場合は、株主が有限責任であることに基づき資本維持の観点から一般には配当制限という問題が導き出される。しかしわが国の場合、金融機関が債権者と株主の地位を兼ねることが多く、また周知の通り、最近に至るまで借入れ偏重として議論され、いわゆるメインバンクが及ぼす企業経営への影響が俎上にのせられてきた。この点からメインバンクのモニタリング機能の有効性を積極的に評価する見解がみられた。これを「負債による規律」とみなすかどうかの説得的見解はいまのところ見当たらない⁽²⁾。いわゆるバブル期に金融機関が株式の時価発行を盛んに行い、他方でキャピタル・ゲイン狙いで売買回転率を高め株式市場を混乱に陥れたことは周知のところである。そのためか、バブル崩壊以降、金融機関に有効な監視機能を認める見解はほとんどない⁽³⁾といってよい。

また、従業員については、従業員主権に正当性を認めようとする見解も根強くある。これは、

リスクを負うものは株主ばかりではなく、従業員も労働サービスの提供や知識など人的資源の蓄積といった企業成立のための本質的貢献をなし、株主と同様のリスクを負っているとみなすことが可能であるというところに起因している。ここでいう従業員の負うリスクというのは、労働サービスの代替可能性が乏しいことから生じる退出の困難さである。しかも、従業員が提出する労働サービスは特殊・個別的であり代替可能性が乏しいために客観的評価が極めて困難であるという性格を有するものでもある⁽⁴⁾。

他方、株主の負うリスクとは、出資時点で株主が享受する利益が不確実であることに加え、残余請求権を有するところにある。これによって株主に主権者としての地位を与えようとするものである。企業の成果配分ルール次第では、株主に認められたと同様の論理で、従業員にも主権者としての地位を与えられなくもないが、労働サービスを例にとってもその客観的評価が難しいことから、個々にどれだけの権限を与えるかが解決されねばならず⁽⁵⁾、したがって、現状では株主に主権者としての地位を付与することに正当性を認める立場が優勢である⁽⁶⁾。本小論でも、一般に正当性が認められる株主主権という枠組みの中で、経営システムの具体的なあり方を検討することとする。

2. 資金調達の意思決定における株主と経営者

いうまでもなく株式会社形態における財務上の特徴は証券による資金調達が可能なことである。それは、全体を多数の均等な割合的単位に細分化することにより、市中の遊休資金を比較的零細なものに至るまで結集することを可能にする。そして、譲渡性と有価証券化による投資回収を保障することにより、返済不要ないし長期資金の調達を可能にする。株式会社は他の企業形態と同様の資金調達方法に加え、制度上、この証券発行による資金調達方法をその選択肢として有し、その内容・発行方法においても多様な選択肢が認められ、大量かつ多様な資金需要に対して機動的に対処できるよう制度上も整備されてきている。

証券発行による企業の資金調達制度は、日本経済の復興期とも重なり、市況の動向や投資家の欲求を考慮し、企業にとっていかにその資金需要に応じた資金調達手段を機動的・弾力的に確保するかという点に重きがおかれてきた。しかし同時にそこに介在する既存株主・会社債権者・投資家等の利益といかに調整を図っていくかという点も重視されたであろうことは想像に難くない。つまり証券発行による資金調達が十分に機能するためには、企業にとって資金調達手段としての魅力を確保するだけでなく、投資家にとっても投資対象として魅力あるものでなければならないからである。しかし、以下にみる通り、資金調達の機動性を重視するあまり、利害関係者間の調整が結果として必ずしも中立的な政策決定によるものでなかったように思われる。そうした歴史的経緯が今日の経営システムの議論をより一層拡大させたとみることができるのである。

周知の通り、昭和25年の商法改正以前は、企業が増資する場合は、株主総会決議(定款変更)が要求された。そのため制度上は増資決定において相対的に株主の権限が優るものであった。

他方、昭和23年までは、いわゆる株金分割払込制が採られていたため、この制度のもとでは、株主がかつて引受けた株金額の未払込部分を、取締役がその払込時期と金額を確定し徴収することが可能であった。そのためこの制度のもとでは、たとえ過去に株主が払込みを了解したものであったにせよ、徴収時点では当該企業の資金調達に賛同しない株主からも払い込みを求めることが可能であった。経営者に、資金の徴収権限を与えることは経営の機動性を発揮させるという点で有益である。しかし、その資金調達による投資・運用案件が、会社および株主の利益に資するような賢明な判断を必ずしも保障するものではない。つまり、その資金調達は、経営者自らの利害に基づく判断かもしれないからである。したがって、そのような制度のもとでは株主のリスクは大きく、市場の投機化と投資対象の魅力の減退を招き、結局、企業の資金調達に支障を来すことが予想される。増資決定が厳格に行われることとは対照的に、資金徴収の裁量権を経営者に認める制度であったとみることができる。

その意味で、昭和23年の株金全額払込制への移行は、経営者の権限による未払込資本金の追加徴収を廃止するものであった。⁽⁷⁾このことは、経営者の資金調達領域における権限の相対的縮小を意味するが、同時に、企業の機動的な資金調達の機会を狭める結果となった。したがって、株式による資金調達を行う都度、株主総会の増資決議が求められたため、企業の資金調達上、支障を来したことは想像に難くない。ただし、この23年改正法は、株金分割払込制度に関する箇所の廃止にとどまり、一方で、昭和25年の商法改正のための準備が進められていた。

昭和25年の商法改正の特徴は、いわゆる授權資本制の採用である。これは資金調達の権限を新たに設置された取締役会に置く株式分割発行制度である。株金分割払込制度と比較すると、資金調達の権限の所在が、取締役と取締役会の違いはあるが、いわゆる経営者側にあったわけで、昭和23年以降、資金調達に際して定款変更決議と株金全額払込が求められた点を比較すると、機動的体制が採られたことになる。とりわけ株金分割払込制で問題となった追加的・強制的資金徴収の色彩の強い制度から、資金調達時に少なくとも会社（経営者）と出資者との合意に基づく制度に移行したことで、それまでの経営者の権限は相対的に弱まり、出資者との力のバランスという点では、評価できる方向への制度変更とみることが可能である。

3. 証券割当の意思決定における株主と経営者

経済的機能の側面からすれば、通常の新株発行は、企業の新たな資金またはその他の財産を現実に調達するための手続であるが、企業が新株を発行する場合は、企業の物的拡大の他に利害関係者の拡大がみられる。新株を発行するには、新株を引受ける者に出資を履行させる必要があり、その場合誰に引受けさせるかということに関連して、誰の権限で新株引受権を付与するかという問題が生じる。

周知の通り、新株引受権は通常の新株発行に際して優先的に新株の割当を受ける権利をいう。わが国において新株引受権については何ら規定されていなかったが、昭和13年改正商法で、定款または増資決議において新株引受権を与うべきものおよびその権利の内容を定めるべきこと

(昭和13年改正348条4号)とされた。さらに株主総会の決議によって、将来増資する場合に新株引受権を与える旨約することができるものとされた(昭和13年改正349条)。昭和25年改正前においては、前述のように、新株の発行には資本増加のための定款変更決議が要求されていたため、株主はこの決議を通して自己の利益を確保するものとの考え方がとられ、株主の新株引受権の有無については特別の規定を設けてはいなかった。ところが、昭和25年改正法がいわゆる授權資本制度を採用した結果、原則として取締役会決議により新株発行が行われることとなり、株主の新株引受権の位置付けが問題になった。そこで、昭和25年改正法は、新株引受権に関しこれを法によって規定することなく、その有無は会社の自治に委ねるものとし、定款への記載が求められた。新株引受権の有無またはその制限を定款の絶対的記載事項とし、もし第三者に新株引受権を付与する場合にはその旨を定款に記載すること(相対的記載事項)とされたのである。

もし、株主にあるとすれば、株主の会社内での地位は変わることはないが、代わりに授權資本制度が目指した資金調達機動性に支障が出てくる。逆に、株主にないとすれば、資金調達に際して取締役会が証券(株式)の割当を行うことになり、機動的資金調達が可能になると同時に、取締役会(経営者)の裁量権の拡大が図られ、力の均衡が経営者寄りになることになる。

いずれにせよ昭和25年改正商法により授權資本制度が導入され、授權株数の範囲内で取締役会が随時新株の発行が可能となり、株主が新株引受権を有するか否かが定款の絶対的記載事項とされた。そこで次に、具体的な定款への記載方法が問題になった。

実務界の困惑を受け、法務省は、昭和26年7月に「登記事務取扱について」とする民事局長通達を出している。その中で「次のごとき定は有効である」とし、具体的な例示によって実務上の指針を与えることとなった。多くの会社はこの法務省通達に沿った定款規定の作成を行っている。しかし、東京地裁は、こうした定款規定を無効とする判断を下した。この判決に伴い、⁽⁸⁾商法改正を要望する意見が続出し、昭和30年6月には改正案が成立し公布されることになった。

昭和30年の改正により、株主の新株引受権に関する事項が定款の絶対的記載事項から除かれ、株主は定款に別段の定めがない限り、法律上は新株引受権をもたず、新株引受権を誰に与えるかは新株発行に際して取締役会で定めるものとし、株主以外のものに新株引受権を与える場合は株主総会の特別決議を必要とした。

以上のように、わが国の新株引受権と株主との関わりをみると、その権利は、株主にとっては固有の権利ではなく、定款変更によりいつでも剥奪されうるものと解することが可能である。一般に株主が新株引受権を有する場合は、株主の会社に対する割合的地位をもって、経営への関与、純資産、および収益に対する持分保護の機能を有することとなるが、戦後の制度改革では、会社の資金調達の機動性確保に重点をおき、株主の新株引受権を当然のものとして認めてはいない。これは株主の経済的利益を保護する限り、割合的地位の維持は、制度的に保護の対象にはならないとの理解によるものであろう。⁽⁹⁾

そして、昭和41年改正においては、第三者に対する新株発行も取締役会の決議によって行え

るものとしたが、特に有利な価額によって第三者に新株を発行する場合にのみ、株主総会の特別決議を必要とするに至った（280条ノ2第1項8号、第2項）。そして従来から問題となっていた買取引受についても、有利な価額による場合は同様に特別決議が必要とされたが、特に有利な価額でない限り株主総会の承認は不要となった。⁽¹⁰⁾ 逆にこの決議が必要なのは、時価より低い価額で株式が発行され既存株主に経済的不利益を与える場合である。つまり、株主の新株引受権は当然には認めず、第三者に対して有利発行が行われた場合には、株主総会の特別決議という手続きを経ることによって既存株主の経済的不利益について手当てするが、会社支配等における不利益については全く考慮しないことを意味する。既存株主の会社支配面における不利益よりも、新株発行方法の多様性を認めることによる資金調達の便宜を重視したとみることができる。

4. 証券発行方法の意思決定における株主と経営者

時価を大きく下回る低額発行は、株主にとっては払込に対する誘因になりうる。これは経営者により株主の企業に対するコミットメントを引き出すことに繋がる。それは払い込みに応じなければ、実現・未実現を問わず得られたであろう利得が得られないからである。もしそうした力を排除しようとするなら新株引受権を譲渡可能にすることが必要となる。

また、公正な発行価額による資金調達ということになれば、合理的と考えられるのは株式の客観的な価値が流通市場で常時認識される会社、現実には上場会社に限られる。しかし、一時的な大量買い付けがあれば、株式は需給バランスを崩し、「公正な価額」から乖離するであろう。したがって、現実には、「公正な価額」といっても、その認定はかなりの困難を伴う。少なくとも組織を構成する株主は平等に取り扱われなければならないから、権限を委譲された取締役会の決議であっても、その決議の効果が構成員に平等であることが必要である。その点からすれば最良の調達方法は株主割当増資である。しかし、上場会社においては、調達額が株価に影響を及ぼさない程度の範囲で、市場価額を基準にした公正な価額であれば、敢えて既存株主に新株引受権が与えられていなくても、市場で当該株式を購入可能であることから、既存株主の損失は回避されると考えられる。

逆に、もし市場の価格形成に大きな影響を及ぼすような規模で資金調達（株式発行）を行う場合は、株主総会の決議に従うか、株主割当増資として取り扱われることが望ましいと考えられる。

したがって、第三者割当増資の場合は、発行価額についてたとえ市場価格を基準に決定したとしても、価格形成そのものに支障を来すとすれば、株主総会にその決定を諮ることが適当であろう。実際、第三者割当増資は安定株主工作や取引先との関係強化のために実施されるケースが多いことを鑑みれば、株主総会にその決議を委ねる方が、組織運営という点からも有効であろう。

なお、株主割当は、株主にその持株数に応じて新株引受権を与えて行う方法であるが、この

方法によれば、新株発行によって生じるであろう支配面・経済面における不利益を回避できる。しかもこの方法による場合には、通常額面金額ないしは少なくとも時価より低い価額で発行されるため、株主はこの新株引受権を行使しなければ、行使したときに享受したであろう経済的利益（新株式発行後の時価と発行価額との差額）が得られなくなるため、株主にとっては新株を引受ける誘因となる。もしそうであるならば企業にとっては新株発行を確実に成功させるためのひとつの方法となる。

以上のように、資金調達領域においては、制度的・構造的にも、また実態としても経営者の権限が優位に機能するような経過を辿ってきたとみることができる。

5. 成果配分の意思決定における株主と経営者

残余財産分配請求権や利益配当請求権は株主の自益権の中でも重要な権利のひとつである。当期末処分利益は、役員賞与や配当、積立金という形で処分され、残額が留保されるが、留保利益の増大は、株主のこれら請求権の実質的内容を充実させる。しかし、この権利が行使されるのはまれで、残余財産分配請求権についていえば、現実には倒産など当該企業の終局時に限られる。通常その時点で留保利益が存在するとは考えにくく、多くの資本が使い尽くされているとみた方が現実的であろう。したがって、株主の有するこの請求権が具体的意味をもつことは皆無に等しいとみてよい。

他方、利益配当は、配当可能利益の範囲内で行われるが、配当か留保かの選択は、企業価値に及ぼす影響が現実にもそれほど大きくはないので、その決定は経営者のその時々を経営判断に従う傾向が強く、したがって現状では、利益配当請求権は、請求権としてよりも、単に配当決定時に配当を受けるだけの権利になっているといっても過言ではない。

また、留保利益の決定は株主総会の承認に基づき行われる。これを利益の資本としての再投資と解するなら、手続きとしては出資者にその決定を委ねることが妥当であろう。しかし、多くの場合、取締役会による利益処分の決定が実質的決定となるので、現実には利益配当請求権の実質的内容を構成する留保利益の増減は、取締役会の裁量下におかれている。とりわけ株式相互持ち合いの状況下ではこの傾向が強まる。利益留保が資本の再投資であるとの考えに従えば、経営者に強大な権限を与えることは経営の機動性を発揮させるうえでは有益である。しかし、その内部資金調達による投資・運用案件が、会社および株主の利益に資するような賢明な判断を保障するものではない。つまり、経営者自らの利害に基づく判断かもしれないからである。しかも、反対株主の中でも、少なくとも小株主はその決定に従わざるを得ない。株主は株式の売買によって資金移動が可能であるが、もし利益の留保部分が株主持分であるとするなら、その部分については個々の株主にとっては如何ともしがたいものがある。したがって、そうした制度のもとではその不都合さから生じるコストをも株主が負うことになり、結局、企業の資金調達に支障を来しているともみることができる。

また、企業との継続的関係を維持しようとする経営者は、より多くの利益を留保しようと

するであろう。そのような状況では、当然、資金配分が非効率になるという批判が出てくる。したがって、これに対する何らかの説得的基準が編み出されることになるが、わが国の経営者が依拠したのは、額面に対する配当率の低位安定化政策であった。流通市場が発達し、時価発行が大きな割合を占めるに至ってもこの基準が採用されてきたのは、一見不合理に思える配当政策であっても、高度成長期には多額の留保による再投資が結果的に高い成果を得ることができ、投資家にとっても賢明な選択であったからである。ところが、低成長期と産業構造の変化がみられる時期に入ると、一律の配当留保政策による問題が顕在化してきた。

企業が売上増、投資拡大といった成長を遂げている時期は、利益率は相対的に低下することが予想される。したがってそこでは利益に関する指標も、利益処分の権限もあまり重要ではなくなる。ところが、量的拡大が減速し始めると、利益処分の権限は重要性を増してくる。低成長期や株価低迷期に配当が重視されるのはそのためだと考えられる。

現実の企業の投資・配当に関する基準をみると、再投資（利益留保）の決定が個々の株主ではなく、支配株主や経営者にある。ただ、成果は反対株主であろうとも平等に配分されるので、株主平等の原則という意味では説得的である。しかし、より積極的に、再投資される留保利益も本来株主持分であると考えらるなら、企業が資金調達する際、投資家が自らの意思によって投資するのと同様の考えに従って、利益留保も個々の株主に委ねることが合理的であるということが出来る。つまり、再投資（留保）の権限が小株主も含めた個々の株主であれば、経営者（場合によっては支配株主）が再投資を望む場合は、そのための過去の資産運用の実績や現状分析、会社の経営方針や将来展望などに関する説明が投資家になされるに違いない。

もし、利益の配当が望ましいとする株主に対しては、現金配当か利益留保の範囲内での株式の買取請求を認め、留保が望ましいとする株主には株式配当が考えられる。逆に、企業（経営者）側からすれば、インサイダー取引や株価操縦への対策を講じた上での自己株式取得の実施容易なシステムの整備が求められよう。現在、取締役会の段階で実質的利益処分が決定されるが、株主総会終了後、一定期間において、こうした利益処分の手続きが行われるなら、経営者による株主への説明機会増大のインセンティブが働くに違いない。

6. おわりに — 株主主権からみた経営システムのあり方 —

以上、わが国の株式会社財務について株主主権の立場から分析を加えてきた。いうまでもなく、今日のような大規模株式会社を効率的に機動的に運営するには、一定の経営者権力を承認しなければならない。しかし、われわれの認識では、そうした積極的肯定的態度とは別に、既に株式会社制度それ自体が経営者の自由裁量権と経営権力の集中を促すしくみを備えたものであった。しかも、戦後の財務制度の変遷をみる限り、制度改革は企業の資金調達と企業の成長を優先した経営者権力の拡大を促す動きであったといえる。

昨今、経営者への統制が叫ばれているが、その背景のひとつに、経営者への権限の集中化傾向があるように思われる。従来から議論されてきた経営者行動に関わる問題あるいはコーポレ

ート・ガバナンスに関わる問題のいくつかは、資金調達機動性を優先した戦後の制度改革の影響であるとみることができるとも思われる。こうした事態に対しては、法による強行規制によって規律を達成することが可能である。しかし、資本主義経済下における企業の発展は、基本的には利害関係者相互の欲求に基づく自発的行為によって支えられた成果でもある。そのためにも株式会社は、自由で果敢な企業家精神が発揮できるものでなければならぬ⁽¹⁾。もし株主の権限が強すぎるなら経営者の企業内への人的資源の蓄積は阻害されることになるし、逆に弱ければ経営者の裁量権の拡大へとつながる。

そもそも株式会社制度は、その特徴として比較的零細な投資家の資金までも結集することが可能なシステムである。しかし、その零細な投資家の意思はこれまで疎外され、経営システムの埒外とされてきた。あるいは、市場での売買によってそれが表明されると観念されてきた。いずれにせよ、大株主や法人株主に比べ劣後におかれた存在であることは明らかである。こうした状況下で、主に経済的側面から、配当性重視の配当政策の提唱、プレミアム還元ルール、利益配分ルール、増配キャンペーンと配当政策の開示、株主代表訴訟の簡素化など講じられてきたが、中小株主・一般投資家の企業経営における位置づけを変えるには無力であった。

上述の成果配分の項で示した試みは、財務領域における小株主をも含めた投資家の意思の顕在化によりそれを経営システムに生かそうとしたものである。つまり、増資等に応ずる場合と同様に、再投資（利益留保）においてもその是非が個々の株主の意思を反映できるシステムであれば、経営者が再投資を望む局面では、過去の資産運用実績や現状分析、会社の経営方針や将来展望などに関する説明が積極的になされることが予想されるからである。

戦後のわが国企業の発展は、企業集団に典型的にみられるように、いわば支配資本の節約をベースにした資本の集中と資本の蓄積に多くを負っている。しかし、それによって閉鎖的システムを構築し、あらゆる資源を支配可能なものとしてきた。所有（出資）に基づかないものの権限の実質的な拡大が図られ、一方、相対的に少量ではあるが所有（出資）するものの意思がますます疎外されていく現実には致し方ないことなのか。近年のわが国の経営システムに関する議論は、そうした資本主義の基本原則ともいえるシステムに対する変革を迫る動きであるかもしれない。今後、規制緩和の進展によっては予想しない事態の発生が考えられよう。そのためそれに対する直接的予防措置を講じる姿勢は否定しない。しかし、問題を生じさせないのがよい市場ではなく、重要なのは如何に市場参加者の信頼を獲得できるシステムであるかどうかである。規制緩和の流れの中でディスクロージャーやアカウントビリティが強く叫ばれているが、経済原理に基づきながら、経営システムに小株主をどう位置づけ、経営者による自発的説明機会をいかに増大させるかの制度的整備がここでの重要な要件と思われる。

(注)

- (1) わが国におけるコーポレート・ガバナンスに関する議論（以下、コーポレート・ガバナンス論）が盛んになった理由のひとつは、いわゆるバブル期の行き過ぎた投機的行為や、金融証券不祥事の続

出、経営者の不正行為として顕在化し、企業収益をめぐる経営者の判断ミスとそれを許した経営の牽制機能の空洞化が問題となったことが契機となっている。時期的には、日米構造協議において対日要求として系列取引や排他的商慣習の改善、社外取締役の導入、株主代表訴訟の簡素化、株式持ち合いの禁止など、企業行動を大きく左右する株式会社制度の問題まで幅広く議論された頃がその端緒といえよう。そしてそうした議論は、現段階では、経営者行動を含めた社内外のチェック体制のあり方ないしはモニタリング機構の整備に向けられている。

これまでの議論は、市場原理を無視したことに対する反省や、内部市場を重視する日本型市場システムの限界から導き出された市場による規律、市場機能の強化を強調する主張が多くを占めている。しかし、そうしたアプローチは、経済合理性を主要な要件とする市場を通じた、いわば外部からの監視機能に大きく依存するもので、現在最も議論が必要とされる、如何に統治すべきかという視点の重要性が見逃されていたように思われる。

なお、吉本健一氏は、「コーポレート・ガバナンス論は、その対象領域によって相互に密接に関連する二つの局面に分けることができると思われる。すなわち、①公開会社は誰のものかという主権論、ならびに、②会社経営の適法性および効率性を確保するためのモニター制度論である。会社の資金調達、いずれのガバナンス論とも関係がある。」とされる。(吉本健一「株式会社の資金調達と会社支配」『商事法務』No.1401. p.8.) 従来の株式会社支配論の領域からもコーポレート・ガバナンスに関する議論が展開されているが、それは①に立脚したものである。

また、江頭憲治郎氏は、「コーポレート・ガバナンス論に関する議論は、結局のところ、大企業(公開的な大会社)は、①誰の利益のために、②どのような方法で運営されるべきか、をめぐる議論である。①は大会社の社会的役割(目的・機能)をめぐるもの、②は大会社の運営・管理機構のあり方をめぐるものである。」とされる。(江頭憲治郎「コーポレート・ガバナンスを論ずる意義」『商事法務』No.1364. p.3.)

江頭氏のいわれる①誰の利益のために、という場合の本稿における具体的対象は、株主、経営者および債権者に限定している。個別事象における利害関係者は、今日においては無限の広がりを見せている。そのすべてを主体者として取り扱うことも可能であるが、それによって本質的議論が拡散してしまう恐れもある。本稿は、財務上直接に利害関係が認められるものに限定して議論をすすめている。

- (2) 負債の機能については、Jensen がいうように、企業内の余分なキャッシュ・フローを減らし経営者に効率的経営を行わせ得るとし積極的に評価する見解があるが (Jensen, M.C., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," American Economic Review 76, pp.323-329. "The Eclipse of the Public Corporation," Harvard Business Review, Sept-Oct., 1989, pp. 61-74.), 不利な負債発行条件や負債発行による資金繰りの悪化は、経営の効率性を損なうことも軽視できない。
- (3) たとえば、青木昌彦氏は、『日本企業の組織と情報』(東洋経済新報社, 1989年, p.141以下)ではメインバンクのモニタリング機能を評価する内容であったが、『経済システムの進化と多元性』(東洋経済社, 1995年, p.145以下)では、規制緩和によりメインバンクのモニタリング能力は低下したとしている。
- (4) 伊丹敬之「株式会社と従業員主権」『企業とは何か』有斐閣, 1993年, p.194以下。
- (5) 宍戸善一「経営者に対するモニター制度」『企業とは何か』有斐閣, 1993年, p.211以下。
- (6) 会社機関への労働者代表の参加という意味では、共同決定関連諸法が参考になる。二神恭一「経営的共同決定システム」『コーポレート・ガバナンス』中央経済社, 1995年, p.129以下。
- (7) 株金分割払込制度が廃止されたのは1948年(昭和23年)のことである。G・H・Qの本制度廃止の指示の根拠として「財閥資本家が、『比較的少額の投資によって会社を支配し、また自己の利益と考える時一般株主の意思に反し資金をしばらく取る手段(大住達雄)』としてこの制度を悪用した」と

いう理由に基づくものである。水越潔『証券資本集中論』泉文堂、1965年、p.22。

- (8) 具体的には、昭和28年5月の電気化学工業の定時株主総会における授権株数の増加および合併契約書の承認決議に対して株主が無効確認を請求したものに対する判断である。同社の定款は、「当会社の株主は、株式総数1,600万株のうち、未発行株式について新株引受権を有する。但し、取締役会の決議により新株の一部を公募し、又は、役員従業員旧役員及び旧従業員に新株引受権を与えることができる。」と定め、これによって授権株数を4,080万株に増加した。これに対して、東京地裁は「定款の規定により新株発行に際し新株引受権を与えられるべき株主は、単なる付与の場合に比し制限されているとはいえ、会社の有する割当の自由に対しある範囲において拘束を加え、会社に対し新株の割当を請求しうる権利者なのであるから、新株の公募又は第三者に対する引受権付与につき取締役会の決議をまたずして、自己が最小限幾株につき新株の割当を請求しうべきかを知ることができなくてはならない。」との判断を下した。この判決が契機となり、昭和30年6月の商法改正に繋がった。
- (9) しかしこのように解すると、定款において株式の譲渡制限の定めがある会社にあつては、新株が株主以外のものに発行されるときは、株主保護に欠けることになる。そこで、平成2年改正法は、譲渡制限を設けている会社は、原則として株主の新株引受権を認め(280条ノ5ノ2第1項)、株主総会の特別決議をもって、株主以外のものに新株発行を行えるものとしている。
- (10) 株主に新株発行差止の機会を保証するために、第三者に対する新株発行条件等について払込期日の2週間前に通知・公告する義務はある。
- (11) Nicholas Wolfson, “The Modern Corporation” The Free Press, 1984. (財務制度研究会訳「規制緩和と現代株式会社」文眞堂、1994年、p.204.)

主要参考文献

- * アイラ・ミルシュタイン「米国における会社と株主との関係」商事法務 No.1358. (1994.6.25)
- * アンドレ・タンク「アメリカ会社法における経営者の義務」早稲田法学第64巻3号 (1989)
- * 伊藤眞「コーポレート・ガバナンスと民事訴訟」商事法務 No.1364.
- * 伊藤秀史「エージェンシー・コスト・アプローチについての一考察」商事法務 No.1401.
- * 今西宏次「株式会社の社会的責任とガバナンス」『現代株式会社と経営財務』文眞堂、1995年.
- * 岩井克人「企業経済論と会社統治機構」商事法務 No.1364.
- * 江頭憲治郎「コーポレート・ガバナンスを論ずる意義」商事法務 No.1364.
- * 小田切宏之「経済学から見たコーポレート・ガバナンス」ジュリスト No.1050.
- * 加護野忠男「経営学の視点から見た企業のガバナンス」ジュリスト No.1050. (1994.8. 1-15)
- * 川浜昇「株式会社の支配争奪と取締役の行動規制」民商法雑誌第95巻2・3・4号 (1986)
- * 神作裕之「コーポレート・ガバナンスと会社法の強行法規性」ジュリスト No.1050. (1994.8. 1-15)
- * 神田秀樹「資本市場からみた会社法」商事法務 No.1398.
- * 菊池敏夫「コーポレート・ガバナンスの検討」経営行動 Vol.9.No.3.
- * 小泉進・本間正明編『日本型市場システムの解明』有斐閣、(1993.11)
- * 近藤光男「株主代表訴訟の現状と今後の課題」インベストメント (1995.2)
- * 胥鵬「会社法とインセンティブ」商事法務 No.1401.
- * 同上「経営者インセンティブ」『日本の企業システム』伊藤秀史編、東京大学出版会、(1996.6)
- * 竹内昭夫・龍田節編『現代企業法講座3』東京大学出版会、(1985.6)
- * 龍田節「コーポレート・ガバナンスと会社法」商事法務 No.1364.
- * 仲野昭「コーポレート・ガバナンスについて」東京銀行月報第46巻3号 (1994.3)
- * 橋本基美「アメリカの委任状勧誘規則と株主行動」YRI 証券月報 (1995.3)
- * 浜田道代「企業金融と多数決の限界」商事法務 No.1398.
- * 濱村章「コーポレート・ファイナンスとエージェンシー理論」『コーポレート・ファイナンス論の最

前線』中央経済社，1995年。

- * ビーバス・ロングストレス「コーポレート・ガバナンス論に内在する危険性」商事法務 No.1361.
- * ポール・シェアード「日本の株式持合いと企業支配」フィナンシャル・レビュー（1993.6）
- * 正木久司「会社支配論から会社統治論へ」同志社商学第45巻第2・3号（1993.10）
- * 松村勝弘「新株発行をめぐる戦後商法規定変遷の問題点」立命館経営学第22巻6号（1984.3）
- * 松村勝弘「バブル崩壊とコーポレート・ガバナンス論議の意義」立命館経営学第32巻4・5号（1994.1）
- * 水越潔「経営財務制度の変遷」『戦後企業経営の変遷と課題』勁草書房，（1983.1）
- * 三輪芳朗「市場における競争の役割」ジュリスト No.1050.
- * 森本滋「コーポレート・ガバナンスと商法改正」『商法・経済法の諸問題』川又先生還暦記念（1994）
- * 森本滋「株主平等原則と株式会社員権論」商事法務 No.1401.
- * 吉本健一「株式会社の資金調達と会社支配」商事法務 No.1401.
- * 吉川満「米国のコーポレート・ガバナンス」商事法務 No.1299. 1304. 1308.
- * 吉森賢「アメリカ大企業における社外取締役の独立性と取締役会の無機能化」経営行動 Vol.6.No.3.
- * Gordon L.A., Pound J. “Information, Ownership Structure, and Shareholder Voting : Evidence from Shareholder – Sponsored Corporate governance Proposals” The Journal of Finance (1993. 6)
- * Karpoff J.M., Malatesta P.H., Walkling R.A. “Corporate governance and shareholder initiatives : Empirical evidence”, Journal of Financial Economics 42 (1996) 365–395.
- * Williamson O.E. “Corporate Finance and Corporate governance” The Journal of Finance (1988. 7)