

神戸市外国語大学 学術情報リポジトリ

Partial ownership and corporate governance

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2005-03-31 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 前山, 誠也, Maeyama, Seiya メールアドレス: 所属:
URL	https://kobe-cufs.repo.nii.ac.jp/records/1251

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 International License.



Partial Ownershipとコーポレートガバナンス

前山 誠也

1 はじめに

現代社会における企業の重大性は、企業の統治のデザインを独り企業の所有者だけの関心事であるとするを許さなくなってきた¹⁾。たしかに、伝統的な会社法の考えにしたがうなら、企業の所有者は、あくまでも株主であるだろう。しかし、一般的にいつて、誰かが何かの所有者であることは、必ずしも、かれの所有権が、他者との関係で、無制約であることを意味しないはずである。所有権の絶対性の主張は、ある面、近代という一時代の精神に無意識にも捉われていることを証しているだろう。ここにいうなら、「会社の所有者が株主であることを認めること」は、「会社の所有者である株主が会社をこの所有権からほしいままに出来ること」とは別のことがらであることになる。コーポレートガバナンスへの論及に、「会社は誰のものか」、「誰が会社を支配することが出来るか」の二つの問い掛けは、往々、不注意に、これが株主がかかえる同じ一つの権利問題として片付けられる嫌いがあったのではなかろうか。

企業は、いわば、海（市場）に浮かぶ島（組織）であるといわれることがある。社会における企業の統治が問題なら、企業をめぐるのデザインは島

1) コーポレートガバナンスへの関心は企業の効率性と公正性に関わっている。近年では、効率性の問題だけをとりあげても、株主の権利 (residual claim) を、株主のみに保証することが、必ずしも、株主にとってさえ、かれのパイの大きさを最大にしないかもしれないことが指摘されるようになってきた。わたしたちは以下、製品市場の歪みをとりあげるが、上の可能性はこのような歪みとは独立して生じているだろうことに注意しておく必要がある。伝統的なresidual claimのデザインは、経済理論の上からも、挑戦をうけているといつてよい。

の内に向けてだけでなく、島の外に向けても、検討されるべきことになるはずである。この小論で、わたしたちは、とりあえず、これを広義の企業の規制問題（コーポレートガバナンスと市場規制）と呼ぶことにしたい。ここで規制が一つなら、規制主体は一つ、法のデザインは、規制主体が理性的である限り、論理的には矛盾を免れていることになる。しかし、規制が二つ、いかえれば規制の主体が二つにあるなら、かれらの間には、それぞれが理性を働かしてさえ、論理の上からは、衝突の可能性が残ることになる。

たとえば、企業をめぐる、会社法と独禁法の規制をとりあげてみよう。株主利益を至上目的とした会社法の組織デザインは、これを無制約には許さない独禁法の市場デザインと整合するのだろうか。伝統的な所有権の思考からする、いわば狭義のコーポレートガバナンス論は、よく、これを解決することが出来るのだろうか²⁾。

コーポレートガバナンスへの関心の広がりや、近年、政策関係者の恰好の論議の的になっている。shareholder capitalismかstakeholder capitalismか。少なからぬ論者は、コーポレートガバナンスの主役がshareholderであるとするを狭きに失するようになってきた。かれらにしたがうなら、ここに登場すべきプレーヤー達が、株主、経営者をこえて、消費者、労働者に拡がることは不思議でない。

なるほど、ここでのコーポレートガバナンス論は所有者である株主の外に及んでいる。しかし、私見では、議論がこれにおわるなら、議論は、ある面、企業という島内の住人が株主だけでないことの確認、いわば、島内の全住人によるガバナンス（組織規制）の主張に向けられておわることになるのではないだろうか。ここでの再設計は、このような限りで、なお内に向けられた規制に止まっている。

企業を構成するプレーヤー達は市場のプレーヤー達でもある。コーポレートガバナンスをめぐる論述は企業と市場の二つの規制デザインを同時に問う必要がある

2) 米国においては、独禁法は連邦規制、会社法は州法の規制である。複数にある規制主体の形式的な衝突が避けがたいことになる。

る。企業のプレーヤーと市場のプレーヤーはどのようにかかわるのだろうか。
stakeholderの用語を借用して、二つの法の衝突を整理しておきたい。

会社法の条文に消費者、労働者の文字はみあたらないといわれることがある。わたしたちは、これにならって、独禁法の条文には、経営者の独自の人格を発見し得ないといってよいだろう。会社法と独禁法の二法間の衝突はそれぞれの法におけるstakeholderの欠落に由来するのかもしれない。現代企業のデザインが会社法、独禁法に、ともに、関わるべきとする場合、このようなかたちのプレーヤーの欠落は意識的に補われておかねばならないだろう。わたしたちのコーポレートガバナンスへの取組みは、shareholder capitalismの枠内においてさえ、株主、経営者をこえて、消費者（あるいは労働者）を登場人物に要することになる。以下、独禁法との関連で検討されているPartial Ownershipの考え方を参考にしながら、株主の所有権が、いわば、プレーヤー達の中に部分化されることの可能性を探ってみたい。

2 企業、市場、コース

企業と市場のガバナンスが問題である。わたしたちは、ここで、企業という島に着目するコースの取引費用の構想を、分析装置として、借用することにする³⁾。

わたしたちは企業内部のコーポレートガバナンス問題をエージェンシー問題として扱うことにしよう。ただし、わたしたちの関心に、プリンシパルとエージェントの関係は、典型的な株主と経営者の関係におわらないことに注意してほしい。なるほど、エージェントは経営者である。しかし、以下の分析に、プリンシパルは株主、消費者である。株主は経営者に資金を委託する

3) コースの取引費用の考え方は表面に伺われるほど簡単ではない。たとえば、かれの代表作としてみられている「企業の性質」と「社会的費用の問題」における取引費用は、見方によっては、対極的な位置にあるともいえよう。いわば、両者は契約の限界と契約の可能性を主張しているからである。これらの二つが、取引費用の水準の違いだけから、よく説明されているかは疑問である。むしろ、ここには、二人のコースがいるというべきではなかろうか。

一方、消費者は経営者に財の生産を委託しているとすればどうだろうか。

企業と市場の歪み（二つの機能不全）が問題である。ここで、企業と市場が理想のかたちにあるなら、shareholder capitalismにおいても、エージェントの二つの仕事は一致しているはずである。経営者は株主のために利潤の極大化をはかる。株主のための利潤の極大化は、市場をとおして、消費者に最適な財の供給を保証していることになる。企業と市場に、何らかの歪みがあればどうだろうか。これらの歪みは、常に消費者に不利益なのだろうか。たとえば、企業の内部に歪みがあって、マリスタイプの経営者が、自己の利己心から、株主の利潤目的に反して、売上高の最大化を求めたとしてみよう⁴⁾。市場に歪みがある場合、企業内部の歪みは、ときにここでの商品供給量を増大させて、株主利潤を犠牲にすることの反面で、消費者を益する可能性があることになる。

かかる経営者は善玉なのだろうか悪玉なのだろうか。経営者の悪意、善意は別にして、企業（株主）と市場（消費者）のゴールは衝突の可能性を隠していることに注意してほしい。わたしたちは、コーポレートガバナンスの難題を解く鍵として、コースの取引費用の分析を見直すことにしたい。マリスのジレンマは、コースの取引費用の思考から、新たなかたちに解読できないだろうか。

コースは、「社会的費用の問題」で、「取引費用がない場合、私人間の取引は、政府の規制を要せずして、自ずから、社会的効率性を実現させる」とした（コースの定理）。コースの定理のポイントは、取引費用の大きさ、いいかえれば取引費用の水準であった。市場は強度の独占状態、取引費用はゼロであるとしてみよう。ここでの独占企業は個々の消費者に応じた個々の価格

4) マリスの経営者は、企業の株式評価率と成長率の二変数に着目する。小論、本文の説明は、このままでは不正確である。マリスの経営者は、takeoverなどの危険を避けるべく、一定水準の株式評価を制約条件としつつ、成長率の最大化を指向することになるというべきであろう。ともあれ、ここでは、株主の選好（株式評価の最大化）と経営者の選好が衝突していることに注意すれば足りる。この小論では、成長率への指向を売上の成長率と捉え、以下の議論を進めることにする。

づけ、差別価格が可能であることになる。経営者が株主の忠実なエージェントならどうだろうか。経営者と消費者の個別の価格交渉は、企業に最大の利益と最大の売上げを実現させるはずである。なるほど、消費者余剰は生産者余剰にすべて移転、消費者にとっては、公正性に欠けるといえることはない。反面、株主利潤の最大化は同時に、社会的余剰の最大化、社会的な効率性を確保させている。かかる経営者は株主には公正でもあることになる。

市場が複占ならどうだろう。取引費用があまねくゼロであるとしてみよう。取引は二つの局面で生じることになる。すべての経営者が株主の最大利潤に忠実なら、交渉は、経営者と経営者の結託のあと、結託された経営者グループと個々の消費者の間に生じることになる。

マリスのジレンマが解消されることにおいては、独占と寡占は同じである。

上の取引が成立するなら、企業は市場に何社あっても変わりはないことになる。論理の上だけからするなら、市場の構造は無差別、企業と市場のガバナンスの間に、この限りでの衝突はなさそうである。いささか、奇妙なこの事態は、取引費用の想定に懸かっているはずである。取引費用の水準は市場の構造と無関連なのだろうか。企業と消費者の間での取引、経営者と経営者の取引など、ここでは、取引費用の水準が、市場の機能不全の鍵であることを確認しておくことに止めたい。

取引費用についていうなら、わたしたちはこれを企業の内部にも検討しておく必要があるだろう。先の仮定、経営者の株主への忠実性は、エージェントコストのかたちで、企業内部の組織費用と関わるからである。ここで、取引費用を別の観点から扱ったコースのもう一つの代表作をとりあげておこう（「企業の性質」）。

コースにしたがうとき、企業は、市場における取引費用のゆえに、市場から境界を画されるかたちで、登場することになっている。市場取引の内部へのとりこみは、これに伴う組織の調整費用を要することはもちろんである。広く組織費用を取引費用と捉えるなら、企業の内外に、取引費用の差異があることがここでのポイントであろう。企業と市場のガバナンスにかえてみよう。

コーポレートガバナンスの基本的な問題はエージェンシーコストを出発点にしている。ここで、企業は市場における取引費用を節約することから生じていたことに注意したい。いいかえるなら、ガバナンス問題を内部にかかえる企業は、この組織費用の難題にもかかわらず、市場での取引費用を節約していることになる。企業と市場の性質上、市場の取引費用は、論理上、ゼロとは想定しえないはずである。市場の取引費用をゼロとすることで成立したマリスのジレンマの解消は、少なくとも、先のかたちでは、素朴には樂觀できないだろう。ここでは、取引費用の大きさが、企業の内外に非対称であること、企業の境界がはたしてどこに線引きできるか（企業のstakeholderとは誰だろうか）が重要な意味を有するであろうことを確認しておくにとどめよう。

組織費用の水準はコーポレートガバナンスの設計の巧拙に懸かることになる。同様、市場における取引費用の水準は、市場の規制のありかたに依存しているはずである。たとえば、先の経営者の結託、あるいは消費者への差別価格の可能性は市場の法規制と無縁ではなからう。市場における強い法規制は、ある面、市場の取引費用を高めることにも注意しておこう。次節では、この関連から、市場の規制と企業の規制が問われることになる。

3 市場の規制と企業の規制

現代の企業は、企業の内側にも、外側にも、法律規制のデザインに無縁のところではありえない。規制を代表する法としては、具体的には会社法、独禁法であろうが、内外、二方向に働くこれらの規制は、勿論、同時的に機能しているに違いない。いささか不思議なことに、私見では、これらの二つのデザインは、必ずしも、従来、コーポレートガバナンスの議論に、統一的には分析されて来なかったようである。以下では、これらを架橋していると思われる一つの論争を紹介しておく。

市場規制に関連して、競争法の分野では、企業の株式保有のいかんが、従来から、研究者の関心を集めるところであった。企業が他社の株式を保有する場合、企業は、保有する株式を通して、他社の経営に何らかの干渉を及ぼすことができることになる。ここで、二つの企業が同一の市場に活動するならば、このような保有は市場の競争を制限、阻害する可能性があるとしてきた。

株式保有企業の被保有企業への干渉は直接、間接、種々のルートをとるだろう。もっとも素朴にいうなら、株式保有が過半数に至るなら、企業は議決権の行使から、被保有企業を直接にも支配するところとなるはずである。このような場合、株式保有に原因する競争制限効果は、実質上、企業合併に等しいといってよい。競争法上、企業の株式保有が規制当局の関心をひくことは、むしろ、当然に予想されるところであろう。しかし、企業による株式の保有は、必ずしも、このような他社の直接の支配を目的にしていなくてもよい。たとえば、企業は、支配の意図と無関係に、自社の余剰資金の運用から、他社の株式の保有をすることもありそうである（＝通常の意味での投資）。他社からの配当が、受動的に期待されているだけなら、株式の保有は、このような限りで、競争法上の危惧を招く理由はないともいえよう。以下、企業による株式の保有を「支配を目的とする保有」、「支配を目的としない保有」⁵⁾と二分しておくことにする。「支配を目的とする保有」が競争法の上

5) 支配を目的としない株式の保有については、二つを区分しておきたい。はじめに、純粋に余剰資金の運用だけを目的とする投資がある。投資はいわば、受け身、財務的な配当が期待されるだけである。この種の投資が、これ以上に、何らの目的も有しないことはいうまでもないだろう。投資活動は生産活動を左右していない。

配当を目的とする投資が、ときに単なる財務的な決定をこえて、会社の生産面に及ぶ可能性がある。

もちろん、法的にいうなら、支配とは他社の意思決定、たとえば他社の生産を、何らかの圧力の下に、左右することであろう。ここで、圧力とは、他社がこれを拒めないことを意味するでしょう。圧力を伴わない投資で、その効果が生産面にまで及ぶ場合があるなら、この種の投資は、支配を目的としない保有ではあるが、はじめに述べた財務目的だけからの投資に、概念上、区別されるべきだろう。O'Brien and Salopの支配を目的としない事例はこの種の保有の可能性に着目したことになる。

から憂慮されることはもちろんであろう⁶⁾。しかし、「支配を目的としない保有」については、はたしてどうであろうか。わたしたちの関心は、「支配を目的としない保有」をめぐるなされた競争法研究者の論争を手掛かりに、ここに垣間見える広義のコーポレートガバナンスのジレンマをとりだすこと、問題の所在をコースの取引費用の枠組みに繋げることである。

株式保有のブーメラン効果が問題である。

企業が同一市場にある他社の株式を「支配を目的としない」かたちで保有することは、市場に、競争制限効果を及ぼさないのだろうか。“O'Brien and Salop”と“Dubrow”の論争が参考になる⁷⁾。コーポレートガバナンスを問う小論に必要な限りで紹介しておこう。

“O'Brien and Salop”は、支配を目的としない株式の保有 (unilateral partial ownership) が競争制限効果を可能としていることを、「教科書的な経済理論」によりながら分析的に論証し、関係者に警鐘をならした。“Dubrow”は、かれらの警鐘をとりあげ、企業をとりまく現実の状況は、“O'Brien and Salop”の警

6) 「支配を目的とする、目的としない」は保有比率の大きさから判断する以外、その客観的な判定は困難である。規制のデザインからするなら、あるベンチマークを設定し、これにしたがって、支配があると「みなす」、あるいはこれがあることを「推定する」ほかないことになる(みなすか、推定するかは反証を許すか否かにかかる)。ここで、支配のベンチマークに、保有株式の大きさが議論されることは当然であろう。なるほど支配は、少なくとも、ある大きさの議決権の保有(y)を要するとされることになるのかもしれない。しかし、保有からの支配は必ずしも、公式の議決権の行使のルートを通じるとは限らないことに注意しよう。たとえば、非公式の共謀など、二社の一体としての企みは、隠されたかたちでもなされているかもしれない。ここでは、議決権の支配に同じくする競争制限効果が、yに及ばないxの保有で可能とされているおそれがある。一方、xだけの保有を「支配目的からの保有」の文言を以て規制することは、文字通りには、困難であるのではないだろうか。「支配を目的としない保有」が競争制限効果をもつとする主張者は、実のところ、かれらの論理構成の下に、ベンチマークy以下のxでなされる隠された支配を規制しようとしているのではなかろうか。

7) Daniel P.O'Brien and Steven C.Salop, "Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control", 67 Antitrust L.J. (2000)

Jon B.Dubrow, "Challenging the Economic Incentive Analysis of Competitive Effects in Acquisitions of Passive Minority Equity Interests", 69 Antitrust L.J.(2001)

Daniel P.O'Brien and Steven C.Salop, "The Competitive Effects of Passive Minority Equity Interests: Reply", 69 Antitrust L.J.(2001)

なお、この論争については、林による要を得た紹介がある。林秀弥、「株式保有の競争制限効果と競争法(2)」(神戸外大論叢、54-6、2003年)

鐘を経験上、疑問としていることを、幾つかの具体的な問題点を示すかたちで、反論している。論争は、“O'Brien and Salop”のReply（再反論）を得ることになって、必ずしも、両者の溝は埋まっていない。かれらの提起した論争は多くの興味深い論点を含むが、わたしたちに関連するところだけをとりだしておきたい。

ライバル関係にある二社（A,B）を考えよう。両者の個別需要曲線は右下がり、限界費用曲線は水平とする。ただしB社の限界費用曲線はA社より低い水準にあるとしてみよう。両社が相手会社の株式を保有しないところから出発してみる。

経済学という限界原理（ $MR=MC$ ）にしたがって、両社の経営者は利潤極大点に生産量を設定しているとしよう。一社（A社）が生産量を一方的に削減すればどうだろうか。A社は、自社の製品価格の上昇を享受する一方、顧客の一部を失うことになるはずである。限界原理に達する戦略は、この限りで、A社の利益を減少させることになる。A社は生産を削減させるはずがなからう。

ここで、A社がB社の株式（X %）を保有していたとすればどうだろうか。ただし保有は支配を目的としない保有である。A社は、結託などから、B社の生産決定に意識的に干渉するところではない。

A社の一方的な生産削減は自社の利益を減少させるだろうか。たしかに、A社は、顧客を失うことから、自社の営業利益を減少させている。しかし、このとき、B社はA社の顧客を一部、奪っているのではなからうか。B社の利益は増加しているはずである。A社は、B社への株式保有から、B社の利益増分にX %参加することになる。A社の一方的な生産の削減は、総額として、A社の利益を増大させる可能性があることになるだろう⁸⁾。A社にとって、

- 8) A社の生産の削減はゼロにまで至るわけではない。A社の生産は、限界利益（ $P-MC$ ）がB社に等しくなる水準まで、削減されて、とどまることになる。限界費用が水平なら、生産の削減がもたらすA製品の価格上昇は、徐々に、出発点にあった両社の限界利益の差を埋めていこう。なお、 $(P-MC)/P$ はラーナーの独占度の指標であるが、かりに、O'Brien and Salopの例のように、株式の取得に先立って、両社の価格が同じなら、保有される企業の独占度は相対的には高かったということになるであろう。保有企業の減産、被保有企業の増産は二社の独占度の指標を均すということになっている。株式保有は支配を目的としないとはいえ、保有企業の独占度は上昇することに注意されたい。

ライバル社の株式保有は、支配の行使とは無関係に有利である。

消費者の側からこれを眺めてみよう。

A社による生産削減、価格の上昇から、A社の顧客の幾分かはB社に移転することになっている。ところで、このような顧客たちは、かれらがB社を望んでいたなら、本来、当初からB社の顧客でありえたはずである。かれらの需要ののりかえは余儀なくされたのりかえである。消費者の観点からするなら、A社の株式保有は全体としての消費者余剰を減少させていることになる。ここにみるなら、積極的な支配を目的としない株式の保有も、好ましくない競争制限の効果をもつ可能性があることになるだろう。

支配を目的とした株式の保有は、少なくとも、それが実効性を有するためには、ある水準以上の株式保有（素朴に考えて、これを一律 y %とする）を要するはずである。一社が他社に支配されるなら、もちろん競争制限効果は明白である。市場の規制者は、 y %を支配のベンチマークとして、株式保有を制限すれば足りよう。ここで支配を目的としない株式保有への警鐘は、生産削減の競争制限の効果が、 y %に満たない x %の低い水準で生じることの指摘にある。このような効果を認めることは、会社による他社株式の保有規制が、持ち株比率において、厳格化されることに等しい。“O'Brien and Salop”の警鐘は、概ね、このような骨子であったといってよい。“Dubrow”は、現実の企業状況の観察から、これに論争を挑むことになる。

論争の詳細について、逐一の説明は必要ないであろう。あるいは、両者のいずれに競争法上の説得力があるかどうかについては、わたしたちは、判断できる立場にない。これらの論争は、純粹に論理や観察のレベルだけでおわるはずはなく、必ずや、競争法をめぐる政策的な立場の主張に関わるからである。わたしたちは、ここでは、むしろ、論争を通してあきらかになってきた一つの動向に注意を払っておきたい。すなわち、市場規制にかかわる競争法の良否は、企業が抱える内部の統治構造の状況と離れては、決し得ないことの再確認である。

ちなみに、かれらに争われた現実はincomplete information / management's incentive / inability to capture benefitのいかんであった。ここでとりあげられている情報の不完全性、経営者の誘因問題、投資の危険と不確実性は、たしかにコーポレートガバナンスが直面している重い現実である。

くわえて、わたしたちは、この現実について、以下を強調しておこう。コーポレートガバナンスの現実は、企業の規制者にとって、所与の現実ではないことである。市場の規制者がとりあげるコーポレートガバナンスの現実は、あくまで、会社法の規制にデザインされた上での現実である。ある一つの法規制（競争法）のありかたは、もう一つの別の法規制（会社法）に解きがたく繋がれていることになる。ここでは、わたしたちのコーポレートガバナンスへの関心から、“Dubrow”が顕在化させた論点のうち、とりわけ経営者の誘因の問題を、必要な限りで、分析しておこう。

経営者の報酬構造の設計は、コーポレートガバナンスにおけるエージェンシー問題の分析の焦点である。経営者は株主の利益のために活動すべく誘われるだろうか。“O'Brien and Salop”への“Dubrow”の最大の批判は、ここにおかれているとあってよい。

問題のポイントは簡単である。企業がライバル社株式を保有しているとして、この企業の経営者は、株主の利益のために、自社の生産を、あえて、削減するだろうか。Dubrowにしたがうとき、生産削減からの損失と配当利益の利得による補填の関係は、会社（＝株主）と経営者の間に利害を一致させていない。たとえば、現実には、経営者の評価や報酬は、多分に、自社の営業利益の大小に基づくはずではなかろうか。生産量の削減が経営者に不利益をもたらすなら、削減は進められるはずがない。

エージェンシー問題の所在は明らかであろう。“Dubrow”は経営者の不利益から、これを重大とし、“O'Brien and Salop”は、エージェンシー問題が仮にあるとして、この難題はたとえばstock optionなど利益参加型報酬のデザインから解消できると楽観していることになる。

ここには奇妙な捻れがあるのではないだろうか。コーポレートガバナンスが「楽観視」される時、支配を目的としない株式の保有は、市場の競争を制限するとして、「悲観視」されることになるからである（O'Brien and Salop）。逆にコーポレートガバナンスが「悲観的」なら、この種の株式の保有は「楽観視」されてよいことになる。先に危惧された生産削減、市場の競争制限は生じないからである。ここでの捻れは、わたしたちが先にみたマリスタタイプの経営者のジレンマを思わせるといってよいだろう。ただし、総利潤を最大化する生産量からのズレの方向は逆である。

経営者報酬の構造が経営者の誘因問題を解消するか否かについては、早急な判断を控えよう。実際、最近年では、ストックオプションの評価については、賛否が分かれるところであるからである⁹⁾。以下、両者のこの点での争いは、ひとまずおき、やや、角度をかえるかたちで、もっぱら株主だけの観点から、株式の保有の危惧について、分析を深めておこう。

生産削減が現実的、ライバル株式の保有が有利であるとして、話を進めよう。しかし、ここで、何故に、「自社」が保有することになるのだろうか。たとえば自社が株式を保有するほか、「自社の株主」がライバル株を直接に保有することも可能ではないだろうか。ここでライバル社からの配当だけが問題なら、競争法の規制をうけやすい会社による保有を迂回して、この配当は個人所有から直接に得られるはずだからである。競争法における規制のありかたの詳細は別にして、コーポレートガバナンスの法デザインにも関連すると思われるので、検討しておこう¹⁰⁾。

9) stock optionの果たす役割については、種々の議論があるが、最近時のアメリカの現状に、これの付与が、かえって、株主を害するかたちに、経営者を誘因づけてしまったとする少なからぬ主張がある。以下が興味深い。

Frank Partnoy, "Infectious Greed" Henry Holt and Company, 2003.

10) 会社による株式の保有が、株式を保有する会社の株主に競争法上、承認しがたい不公正な利益を与えてみよう。会社による保有が禁じられても、株主による保有が許されるなら、競争法の規制は空洞化されてしまうことになる。規制法のデザインが、この点で、どのようなものであるのか、筆者は詳らかでない。この小論での論述は、このような個人保有が競争法上、緩やかであると仮定した場合に生じると思われる個人保有の問題点を、会社法、証券諸法とのつながりで推論している。

削減利益が自社に期待されるとき、かかる利益は最終的には自社株主に属すべきものである。ここで、削減利益が生じることの情報は内部情報であることに注意してほしい。削減利益の獲得は削減の実行に懸かっている。削減情報は外部者が入手しえない情報であるからである。自社株主が事前にライバル株を買うなら、削減利益は、自社（株主全体）に還流することなく、直接、この購入株主だけが手にすることになる。もちろん、ここでは、自社株が同時に、値を下げることになっているはずである。幾つかの問題が生じそうである。

経営者が将来の生産削減を自社株主（とりわけ大株主）に、ひそかに、開示したとしてみよう。自社株主は、ライバル社の株式を購入、自社株式を売却することになる。他社株式の購入については微妙な問題ではあろうが、少なくとも、ここには自社株式の取引をめぐって、インサイダー取引が発生していることになる。逆にいうなら、証券諸法のインサイダー取引の規制は、支配を目的としない株式保有の競争制限の抜け道を塞いでいるともいえるだろう。

あるいは、別の問題があるかもしれない。自社がライバル株を保有しないなら、生産削減は、自社にとっては、自損行為であることになる。たしかに、会社の所有者である株主にとって、一つの会社に生じた損失は、これの代償に得られる別社の配当利得に補填されていることになる。しかし、株主以外の会社の関係者に、このような損失は補填されないままの損失であろう。コーポレートガバナンスのデザインを所有者をこえる広義のかたちに捉えるなら、ここには、いわゆるfiduciary obligationについて難題が残されることになる。

コーポレートガバナンスの設計と市場の設計は両立するのだろうか。わたしたちは、支配が目的とされない場合でさえ、他社の株式保有は、ここに、競争の制限効果の種を隠していることをみてきた。市場規制者がこれを認めるなら、ライバル社の株式の保有は、支配には、なお及ばないわずかな保有において、すでに規制の対象となるだろう（O'Brien and Salop）。しかし、ここに競争の制限効果がないとしても、ジレンマは終わったわけではない。た

例えば、問題を逆にして、競争制限効果が認められないなら、会社への規制は厳格性を要しないことになるのであろうか。先にみたように、ここに競争制限効果が認められないことは、まさしく経営者が株主のために利益を最大化していないことを意味するからである (Dubrow)。会社は会社法の観点に、エージェンシー問題を未解決にしていることになる。会社規制にかかわる難題が伺われよう¹¹⁾。

4 partial ownershipとコース

支配を目的としない株式の保有は、コーポレートガバナンスの検討に、理論の上でも、きわめて、興味深い問題ではないだろうか。支配を目的としないとは、株主の権利のうち、議決権 (支配権) が利用されず、収益権だけが享受されていることにほかならない。批判を招くことを承知でいえば、この

11) 株式の保有は、はたして、経営者をして、生産削減の方向に向かわせるのだろうか。Dubrowの反論は、競争法のありかたへの関心とは別に、コーポレートガバナンスだけの問題としても、興味深い論点を提起していると思われる。若干、補足しておきたい。

私見では、O'Brien and Salopの推論の前提は、経営者が (株式保有の) 事前にも、事後にも、かわることなく企業利潤の最大化をはかるだろうということにある。ここには、コーポレートガバナンスへの危惧はない。生産は、たしかに削減されるであろう。

一方、Dubrowは、経営者が、保有後、自己を害する生産削減には向かわないだろうことを強調する。いわば、Dubrowは株主のコーポレートガバナンスの有効性に不信をいただいていることにほかならない。しかし、問題は、O'Brien and Salopとは別の意味で、微妙ではなかろうか。なぜなら、ここで株主のガバナンスが機能していないなら、経営者は事前にも、株主のための利益最大化をはかっていなかったとすべきだからである。経営者は、マリス型の成長を指向していたかもしれないし、あるいは、怠惰でshirkingに耽っていたかもしれない。ガバナンスが不首尾なら、生産が削減されるか否かは、この限りで断じ得ない (経営者がshirkingタイプなら、会社が株式を保有したあと、かれは喜んで、怠惰を楽しめる削減に向かうはずである)。削減の有無は単に、コーポレートガバナンスの良否に懸かるだけでなく、これが不首尾なら経営者のタイプにも懸かっていることになる。

くわえて、ここでの生産は、自社のガバナンスの状況にもまして、他社のガバナンスの状況にも懸かっていることに注意したい。たとえば、自社の削減に、他社の経営者が増産で応えなければ、どうだろうか (Shirkingタイプ)。自社の削減は、他社からの配当を得ず、自社を損なうだけであるかもしれない。もちろん、コーポレートガバナンスが両社に万全なら、論理に問題はないであろう。O'Brien and Salopは暗黙的にもこのような状況を想定していたのではないだろうか。

ような意味においては、ここでの株主の権利は部分的であるようにもみえなくはなからう (partial ownership)。わたしたちは、ここで、コースの観点から、支配を目的としない株式保有の権利の基礎づけを試みたい。

最初に、生産削減の意味するところを、コースの枠組みに位置づけておきたい。コースの「社会的費用の問題」を思い出してほしい。ある主体の活動は、ときに、他の主体に外部不経済（社会的費用）を及ぼしていることがある。なるほど通常、外部不経済は、多くの関係者を巻き込む公害などに、典型的にイメージされてきたとってよいだろう。しかし、コースの基本的なモデルに、外部不経済は、その出発点に、二者の間での近隣関係として把握されているところであった。コースにいう外部不経済は、論理的には、常識をこえるところまで、問題の裾野を広くしていることに注意しよう。わたしたちはO'Brien and Salopの競争法への関心を、コースの外部不経済の問題として、捉えてみたい。

限界費用曲線の水準を異にした先の二つのライバル社のかかえている状況を考えてみよう。二社の生産決定は限界原理にしたがっている。私見では、高い費用水準にあるA社の利潤最大化（生産活動）は、他社に、外部不経済を引き起こすことになるのではないだろうか¹²⁾。一社の生産、販売は、他社の生産、販売を奪うからである。ここで、一社の生産の削減は、他社の側に、販売の増加を可能とさせるだろう。仮定された費用水準の違いから、他社は、これに伴って、高い限界利益を享受できることになる。もちろん、生産量の決定は、両社それぞれの権利である。しかしながら、両社は、生産にかかわる権利について、取引することで、他社への外部不経済を解消する可能性を開いているのではなからうか。いわば、O'Brien and Salopの問題は、公害排出権の売買に通じるコースの外部不経済の問題に同型である。

ちなみに、一般的にいうなら、コースの外部不経済は三つのルートから解

12) ここでいう外部不経済は、通常イメージされているものではないことに注意されたい。ここでは、あくまで、他社への不経済がとりあげられている。

決できるものとされてきた。政府による規制（ピグー的解決）、バーゲニングによる解決（コース的解決）¹³⁾、組織統合による外部不経済の内部化である。ここで、内部化の方法とは、二つの主体の意思決定が一つの支配の下におかれることに等しい¹⁴⁾。

O'Brien and Salopの問題を外部不経済の一つとして眺めてみよう。

資本主義下の経済では、この不経済のピグー的解決は基本的にそぐわないだろう。コース的解決あるいは組織化による解決が残されたことになる。コース的解決なら生産水準についての売買取引、組織化による解決なら企業を一つの支配下におく合併ということになるのではなかろうか。ともあれ、いずれのかたちの解決も、消費者の側からは、新たな別種の外部不経済を顕在化させる怖れを隠している¹⁵⁾ ときに、競争法のデザインは、これらを無条件には許してこなかったことになる。

O'Brien and Salopは、ライバル社の中の「支配を目的にしない」株式保有を問題にしていた。ここで、これら株式保有のコース的な意味合いを整理しておきたい。

保有が100%のかたちに生じることは（full ownership）、実質上の合併（上でいう組織化による解決）、「支配を目的にする」ことに等しい。「支配を目的にしない」保有なら、これは、性質上、partial ownershipであることになる。わたしたちは、O'Brien and Salopが着目したpartial ownershipの含むところを、所有権の観点から、改めて再検討してみたい。

ここで、partial ownershipというpartialの意味を分析しておこう。partial ownershipが通常、意味しているところは別にして、辞書的な用法にいうなら、このpartialには、二つの異なった次元があるようである。一つの次元、いわば、量の次元に、partialとは100%に満たない株式の保有ということであろう。

13) いわゆるコースの定理が働いている世界である。

14) ここでの解決は、意思決定が一つの主体の下におかれるという意味では、コースの「企業の性質」にいう内部化に親しいが、他社への外部不経済はコースの企業にいう自社の不経済の節約と区別されるべきであろう。

15) 仮に合併から、全体としての生産が削減されるなら、消費者の不利益（新たな外部不経済）が生じることになる。

たとえば、ある会社の普通株を5%もつなら、これはpartial ownershipである。わたしたちは、もう一つの次元、いわば、質の部面に、注意したい。

株式の所有は、所有権の常として、株主に多くの権利を同時に与えている。ここでは、配当参加権、議決権をとりあげたい（以下では、この小論での便宜上、収益権、支配権と呼ぶことにする）。わたしたちが、これらの株式の権利のうち、たとえば、収益権だけを保有するとすればどうだろうか。質の部面にいうなら、このようなかたちでの株式保有は、partial ownershipであることになるのではなかろうか。

O'Brien and Salopは「支配を目的にしない」かたちでのPartial ownershipの競争制限効果を論じていた。ここで、「支配を目的にしない」とは、株主の権利に、収益権だけが享受され、支配権の行使がないことに等しいことになる。かれらにおけるpartialのポイントは、持ち株の数量的な比率にもまして、このような質にかかわる権利の部分的な保有であったのではなかろうか。わたしたちは、以下、このような意味でのpartial ownershipの権利構成を分析してみたい。

いま、交渉のプレーヤーから、消費者を除くことにする。二社の間での外部不経済だけを問題とするかぎり、partial ownershipは一種の外部不経済を解決するルートを拡げたことになるのではないだろうか。貨幣のやりとりを通しての露骨な生産権の売買（コース的解決）なら、これは競争を制限するとして、競争法に規制をうけるだろう。他方、支配権を目的とするfull ownershipを通しての内部化の解決も、合併規制と同種の規制をうけそうである。partial ownershipの意味あいが規制者にどのように判断されるかは別にして、かかる方法に依る二社の調整は、少なくとも論理上、競争規制に対する抗弁となるのではなかろうか。ここには、直接的な貨幣のやりとりはない（=explicitな競争制限の共謀はない）。あるいは、支配を目的とする保有も生じていないからである。

わたしたちは規制当局との関連で、企業にとってのpartial ownershipの利便

性を論じてみた。以下、競争法への関わりは別におくとして、純粹に、コースの枠組みに即したかたちでのこの方策の意義を整理しておきたい。

私見では、partial ownershipを通しての外部不経済の解消は、いわば、コース的解決と組織化による解決の中間形態にあるようである。たしかに、ここには、直接の交渉（貨幣のやりとり）を介してのコースの取引はみられない。しかし、ここでの生産量の調整は、なお別のかたちにおいては、対価を生じさせていない訳ではないだろう。生産の一部を自発的に断念する削減企業は、これの見返りに、株式の保有からくる配当で、事後、一種の対価をうけとるからである。

一方、この場合の保有は、支配を目的としていない。わたしたちが、これを組織化、支配を通しての外部不経済の解消とすることには無理があろう。しかし、いやしくも、どのような株式保有も、これが普通株である以上、支配権を潜在させていないとはいえないことも確かである。わたしたちは、とりあえず、これを中間形態における解決と位置付けておこう。もっとも、支配を目的としないことの特徴を文字通りにうけとるなら、O'Brien and Salopの両社に、partial ownershipはコース的な解決に、むしろ、近いところにおかれているといえよう。

Partial ownershipがコース的解決に類するとするなら、その利便性はどこにあるのだろうか。コースの解決が抱えていた難題を思い出したい。

自社とライバル社がある。自社の供給はライバル社に損失を与えている。公害排出権の取引に同じく、生産権の取引が開かれることになる。生産を削減させる権利の購入を取引するとしてみよう。難題が待ち構えているはずである。

取引費用は取引を阻止しないだろうか（法の罨）？。取引は妥結するだろうか（機会主義の罨）？。取引に必要な資金があるだろうか（流動性の罨）？。partial ownershipの利便性はこれらの罨を巧みにすりぬけている。

(1) 法と取引費用

生産削減の取引は公害の排出権の取引にもまして、困難な問題を抱えているのである。素朴に考えるなら、生産権のやりとりでは、直接のcashのやりとりが、両社にとって、取引費用を小さくして、簡単なはずである。しかし、このようなcashのやりとりは、競争制限的な意図を証拠づけていることになる。競争法がこれを妨げているとしてみよう。法による禁止とは、取引に、禁止的な取引費用を課していることに等しい。直接のcashのやりとりなら、両社の間に、取引は進まない。両社の外部不経済は解決できないことになる。株式のpartial ownershipならどうだろう。一社の生産の削減は、ライバル社からの配当増で償われることになる。いわば、生産権の売買が間接的なルートに入手されたことになっているのではないだろうか。一社の生産の削減は、他社の同意を待たない。ここには、少なくとも、explicitな共謀はないことになる。

ともあれ、削減取引をめぐっては、cash決済とpartial ownershipは、基本的には、その効果において同じである。ただし、両者は構造上、取引の費用において、無視し得ない違いをみせているかもしれない。partial ownershipの規制が、cash売買に比して、緩やかなら、ここには二つの法規制の間に歪みの可能性がある。法は取引コストに差を生じさせることを通して、企業の行動を変化させるからである。

(2) 機会主義の解消

コース的な取引は、いわば、市場に律されることのない双方独占の状況にあることが注意されてきた。このような状況に、取引は、機会主義から、ときに阻止される可能性があるだろう。生産削減の例で考えてみよう。A社の生産削減とB社のcashの支払いが約束されたとしてみよう。両社に、事後の違約があればどうだろうか。「削減のあと、支払いがない」あるいは「支払いのあと削減がない」かもしれない。ことの性質上、違約は法に保護されないのではなかろうか。外部不経済の解消は、両社の約束のcredibilityを確保するデザインを必要とすることになる。

ここで、partial ownershipを考えてみよう。A社は、自社が削減しないなら、

配当の増加を得ないことになる。あるいは、B社はA社の削減から得られた利益をA社に環流させないで済ませることは出来ないはずである。たとえば、B社は、A社に対して、利益の配当を差別的に控えることは出来ないことに注意してほしい。

機会主義については、別のかたちにも問題が残されていることを指摘しておこう。双方独占における一つの問題は、これが市場に律せられないところから、契約条件が一意的に定まりがたいことにある。削減権の直接の売買なら、その対価は決しにくいことになる。ここで、対価をpartial ownershipを通せばどうだろうか。削減利益の実現はライバル株の保有を要している。ライバル株の保有は、市場での株式の購入を待つことはいうまでもない。ここで、購入が安値でなされるなら、いわば、削減権の交渉は、有利に運ばれたことになるだろう。しかし、ここでの状況は双方独占にはない。他社株式の購入価格の決定は両者に離れて株式市場に定まっているからである。機会主義からくる交渉の破綻は、この限りで、partial ownershipを通すとき、回避されているといえよう。

(3) 流動性の不足問題

交渉に要する資金問題は、外部不経済を解決する取引を阻止するかもしれない¹⁶⁾。たとえば、上の例で、B社は、事前には、削減権の購入をファイナンス出来ない可能性がある。資金に不足があるなら、削減権の直接売買による解決は阻止されることになるだろう。partial ownershipではどうだろうか。ここでの支払いは事後の配当、あるいは株価の値上がりによるcapital gainにおきかえられている。生産量の削減に、事前のcash支払いを要しないことに注意してほしい。わたしたちが、コースの取引に難題としてきた流動性の問題は、この限りで、解決されていることになる。

16) コースの定理と流動性の難題については、拙論を参照頂ければ幸いである。前山誠也、「コースの定理と流動性問題」(神戸外大論叢49巻7号、1998年)

5 partial ownership ——— 競争法と会社法

支配を目的としない株式の保有は、競争制限効果をもたらすのだろうか。わたしたちは競争法に危惧されるこのような関心は、会社のコーポレートガバナンスの良否、したがって、会社法のデザインにも無関係ではないとしてきた。コーポレートガバナンスを広く、たとえば消費者を含むかたちに、株主をこえて捉えるとき、社会全体からみた一般的な法のありかたは大きな意味をもつことになる。現今の法の体系は、企業の規制を全体としてみた場合、整合的だろうか。

市場と企業の規制については、たとえば、論理的には次のような主張がありえないではない。競争的な製品市場はコーポレートガバナンスを不要にする。競争市場の規律は、必ずや、最大利潤を求める以外の企業行動を許さないからである。あるいは怠惰な経営者はコーポレートガバナンスを待つまでもなく、自ずから、製品市場に駆逐されている。製品市場が競争的ななら、株主の利益は消費者の利益に調和するであろう。

主張の是非は別として、上にも明らかなように、コーポレートガバナンスの要、不要が製品市場の状況にかかることは、従来から、意識になかったわけではないだろう。しかしこれとは逆に、製品市場が不完全な場合、コーポレートガバナンスの良否は、株主、消費者に、どのように作用するのだろうか。わたしたちの小論は、いわば、製品市場を不完全としたところでの法デザインの整合性の検討であったことになるだろう。

議論を出発させるために上の不要論を補足しておく。確かに、競争的な市場は怠惰な経営者を鞭打つことになる。しかし、競争的な市場は、不正直な経営者については、これを規律しえないのではなかろうか。あるいは、ここで市場淘汰が働くにせよ、これらの経営者の淘汰は冗費であるに違いない。経営者の無用な淘汰が、あらかじめ、避けられるなら、冗費の節約は望まし

いはずである。製品市場が強度に競争的なら、冗費を避けるためのコーポレートガバナンスの厳格性は強度であることが要求されよう。

わたしたちは、完全な競争市場（製品市場）、株主のための完全なコーポレートガバナンスを議論のベンチマークとすることにする。製品市場が不完全なら、コーポレートガバナンスは、なお、株主のためのデザインとして、完全性を無条件に望まれるのだろうか。わたしたちは製品市場が不完全な世界でのガバナンスを扱いたい。

製品市場が競争性を欠くとしてみる。株主のコーポレートガバナンスが万全なら、市場の歪みにかかわらず、生産は利潤の最大点に定まるはずである。市場の歪みから、生産は過小に終わるかもしれない。消費者は消費者余剰を失うことになる。あるいは、これがコーポレートガバナンスの弱点をかかえるなら、怠惰でない経営者は、効率的な生産計画にしたがいつつ、生産を株主利益の最大化水準をこえて、拡張するかもしれない。株主は生産者余剰を失って、消費者の余剰が増加する。しかし、製品市場に競争性が欠けるこれらのケースに、コーポレートガバナンスは、消費者の目から、不要ということになるのだろうか。

上での推論に、経営者は不正直であるが、怠惰ではない。しかし、コーポレートガバナンスが弱いなら、かれは怠惰に耽る怖れがある。ここでは、この企業の費用曲線は上方にシフトするはずである。弱いガバナンスから生じる効果は不完全な市場に一様でないことになろう。企業は淘汰されて社会的冗費が生じるか、株主の利益を損ないつつ消費者を益するかは、先験的には決し得ないことになる。

製品市場が競争的でない場合、株主と経営者の間だけのエージェンシー問題の解決は、社会的なコーポレートガバナンスの最適デザインを入手させる保証はなかった。コーポレートガバナンスが株主の財産権を漏れなく保護するなら、不完全な市場は消費者に不利益を課すからである。一方、弱いガバナンスから、経営者の恣意性が、ほしいままに露呈する場合、株主の不利益

はもちろんのこととして、消費者にとっても、ときに好ましからぬ結果を招くかもしれない。経営者の恣意性は正負、両方向に働いているからである。ここにはパラドキシカルなジレンマが待ち構えている。

広義の社会的ガバナンスのデザインは望ましいかたちを得ないのだろうか。わたしたちは、問題への鍵を、財産権、ここでは株式の再検討のなかに求めよう。partialな財産権の可能性を探ってみよう。

私見では上述、不首尾のポイントは、何らかの権利が、全面的に、あるプレーヤーに与えられること、あるいは、あるプレーヤーが、全面的に、ある権利から排除されていることにあるように思われる。オーソドックスなデザインは株主に収益参加権と支配権を100%、全面的に委ねていた (residual claims)。

消費者は、かれらの利害(消費)にかかわる会社の決定に、参加を排除されている。たしかに、どの商品をどれだけ買うかの自由は消費者のものである。しかし、消費者が望む製品は、望んでいるだけ市場に生産されているだろうか。生産量の決定は、消費者の支配の外にある(株主のための生産者主権)。生産量の決定において、財産権の絶対性を主張することは、株主以外のプレーヤーを、収益参加権、支配権から排除することに等しい。広義のコーポレートガバナンスに、利害関係者の企業への参加は幅広くある必要がある。

stakeholder capitalismの主張者は、residual claimsの請求権者が、ひとり、株主に限られないことを強調してきた。ただし、ここでは、かれらの権利は、もっぱら、収益参加のレベルで、検討されてきたといえよう。あるいは、Blair, Stoutをとってみよう。ここには、取締役会が、ひとり、株主のためだけに機能する強い取締役会であることを非効率とする思考がある¹⁷⁾。わたし

17) たとえば従業員のfirm-specificな人的投資を考えてみよう。会社のresidual claimを株主だけに保護しようとする正統派のコーポレートガバナンスの模索は、従業員の努力をよく引き出す上で、誘因上、問題を残すことになる。Blair, Stoutは、このような意識の下に、正統派の取締役会の設計思考を批判している。
Blair, M., and Stout, L., "A Team Production Theory of Corporate Law", 85 Virginia Law Review, (1999.)

たちは、この小論に、partial ownershipの語をkey wordとして用いてきた。上記、stakeholder論者たちの主張は、株主が有する会社への財産権が部分的、partialであるべきことにおいて共通している。しかしながら、総じて、ここでは、権利が部分的であることの意が、量的な問題として、扱われているのに止まるのではなからうか。stakeholderたちも、収益のresidual claimsに一部、参加する権利があるという次第であらう¹⁸⁾。

わたしたちは、ここで、所有権が質的に分割されうる財産権として、扱われることの可能性を強調したい。このとき、これらのpartialな権利の配分デザインは広義のガバナンス問題を解決する道を開いているのではないだろうか。コースの交渉は多くの部分的な権利保有者の交渉に委ねられることになる。以下、述べられるように、ここでは、たとえば、利益(residual)への参加権が、ひとりに株主だけに独占されてさえ、これが即、事態を袋小路に追い込むものではないだろう。

誤解を怖れずにいえば、株主資本主義(shareholder capitalism)において、株主は利益を最大限入手できれば満足であるはずである。最大限の利益が入手できるなら、これがどのようなかたちで実現されるかについて、株主はかまわないのではなからうか。消費者についてはどうだろう。かれの基本的な関心は消費にあるはずである。望むだけの商品が満足できるかたちに得られるなら、ここに生じる株主利益は、消費者にとっては、二義的であるはずである。経営者についてはどうだろうか。かれの職責と権利は、会社を經營することにある。株主と消費者を満足させることができるなら、かれは好きなかたちで、裁量を働かせてよいはずである。わたしたちは、ある種、このような常識の上に、関係者への権利の配分のデザインを考えたい。

先に、わたしたちは、O'Brien and Salopの「支配を目的としない株式保有」の生産削減効果をみた。ここでは、至上原理は株主の収益参加権にある。最

18) ただし、stakeholder capitalismの先行者であるとするべきライン型ガバナンス、ドイツの共同決定に目を向けるなら、ここでは、むしろ、収益権にまして、支配権が労使の双方にshareされようとしていたといえるかもしれない。

大収益が得られるなら、株主は支配権を喜んで犠牲にすることを厭わない。あるいは、O'Brien and Salopに、株主は王様であるから、経営者は生産削減（仕事の削減）を意に沿わずとも甘受させられることになる（マリス型経営者と対比してほしい）。先にもみたように、消費者は、生産の削減から、この会社製品の旧来の安い価格での購入を断念させられることになっていた。

「支配を目的としない株式保有」があるなら、逆に、「収益を目的としない支配」の権利がある。あるいはこの権利は、関係者のいずれにも便益をもつ可能性があるのではないだろうか。なるほど議決権（支配権）のない株式は可能だが（たとえば、優先株）、収益権のない株式がありうるかは問題が残らないではない。ここでは、問題を、収益を目的としない支配の権利として扱い、これを、収益を目的としない株式の保有と呼ぶことは避けることにする。わたしたちのデザインは以下の通りである。

不完全競争の下に、企業の製品生産量（ Q ）は、限界原理から、消費者が望む水準（ R ）を下回っている。 R まで生産することは株主の利益を害するからである。ここで、 Q 水準の株主利益を保証して、 R 水準の生産を入手させるガバナンスを考えることはできないだろうか。

財産権の再設計を考えてみる。

株主のためのガバナンスの伝統では、支配権は全面的に株主のものであった。partialな支配権のデザインと取引が鍵であることになる。部分的な支配権の設計下、コースの定理が働く余地がある。取引される権利は条件付きの権利である。「価格 $p(Q)$ で、製品が Q だけ売れたなら、消費者は、このあと製品を R まで生産することができる」。ちなみに、権利移転後の製品については、この価格は $p(R)$ である（ $p(R) < p(Q)$ ）。

取引が成立するなら、株主は、少なくとも、権利の売却価格を、収益として入手することができる。株主の有する支配権はpartialなかたちで取引されたことになる。ここで、生産は増加されるはずであろう。この交渉に、経営者は失うところはない。株主、消費者は便益を得るところとなっている。

予想される反論を考えておく。

- (1) 消費者は合理的である。消費者は買い控え (waiting) の行動に出ないだろうか。消費者がフリーライダーを決め込むなら、製品は、かれに、安値で購入できるかもしれないからである。しかし、安値での製品の入手は、あくまで、条件つきであることに注意してほしい。論理的にいうなら、ここで、フリーライダーとなる消費者は、交渉前、 $p(Q)$ を払うつもりでいた人たちである。かれらが、一人でも買い控えるなら、上の条件は満足できないことになるだろう。消費者が合理的なら、フリーライダーは生じないことになる。

- (2) 消費者と株主は上の交渉の席につくことができるだろうか。生産に関する決定権 (支配権) は究極のところ、株主にある。消費者たちは、増産のため、部分的な支配権を、株主から購入することになっている。消費者たちの誰がこれの対価を支払うのだろうか。フリーライダーの難題は、消費者グループの組織化に関わる対価の分担や徴収を不可能とするという次第である。しかし、わたしたちは、このような部分的な支配権のやりとりは、ある面、株主の側から、無料でも、譲渡される可能性があるとしておきたい。株主はこの種の条件付き生産権の譲渡に失うところがないからである。あるいは、消費者は、ここでの権利の入手に、あらかじめ、 Q の購入を要していることに注意したい。株主の側からするなら、むしろ、このような部分的な生産権の譲渡は、生産量 Q までの製品の販売を促進させるメリットが期待できるであろう。ここでの交渉は、この限りにおいて、問題はないはずであろう。

ただし、O'Brien and Salopとの関連では、むしろ、以下を問題としたい。市場が不完全である場合、支配を目的としない他社株式の保有は、ときに、これに並行して、自社の生産の削減を株主に誘因づけていた。もちろん、減

産の方向と増産の方向は相容れない。株主は、生産水準の変更において、消費者を選ぶか他社を選ぶかの選択を迫られることになる。ここで生産削減からの利益が株主に大きいなら、わたしたちのデザインは、社会的な望ましさにも拘らず、株主主権のコーポレートガバナンスに実現を得ないことになる。わたしたちは、競争法の規制のあり方は、このような意味で、広義のコーポレートガバナンスの設計に無視できないとしたい。たとえば支配を目的としない株式保有の規制が競争法に厳格なら、株主は削減の戦略を断念しなければならないことになるからである。株主の交渉は広義のガバナンスを満足させる方向に道を開かれることになる。

6 むすびにかえて

小論における財産権のデザインは概ね、上のかたちに尽きている。しかし、上記のシナリオに、経営者は固有のかたちでは登場していない。むしろ、正確には、次のように主張すべきかもしれない。以下では、簡単にこれを補足することで、結びとしたい。

経営者は、株主と消費者の単なる調整者なのだろうか。増産にせよ、減産にせよ、経営者は忠実なエージェントとして、株主と消費者の要請に受動的に応じる保証はないのではなかろうか。ここで経営者の誘因を考えるなら、わたしたちの権利デザインは、むしろ、以下のようになると思われる。

「価格 $p(Q)$ で、製品が Q まで売れたなら、消費者は、このあと製品を R まで生産することができる。増産による収益参加権は経営者に帰属する」。

読者の向きには、このデザインに、消費者の支配は無用であるとされるかもしれない。たとえば、ここで、「価格 $p(Q)$ で、製品が Q だけ売れたあと、経営者は製品を増産することができる。増産による収益参加権は経営者に帰属する」とする株主と経営者だけのガバナンスのデザインでは駄目なのだろうか。ここでのデザインに得られる増産は、消費者のために、上と同じ効果

をもたらししていないだろうか。簡単に触れるように止めよう。

たしかに、株主と経営者にとりくまれる第二のデザインは、生産を増加させ（Sとしよう）、消費者を改善させている。しかし、ここで、製品市場は不完全であったことに注意されたい。増産の決定権と収益への参加権が経営者にあわせて得られるなら、経営者は、かれの利益の最大化をはかるはずである。先の株主と同じ限界原理（ $MR=MC$ ）が働き、製品はSだけ生産されよう。消費者に得られるSはRに及ばないことになる。

わたしたちは株主の全面的な権利を修正して、「条件付増産権」というべき権利を考えてみた。ここでデザインされた権利は、partialな支配と呼べるものである。くわえて、ここでpartialとは、所有権の権利の束が、性格に応じて、部分、部分に分割されているということでもあった。株主の基本権が保護されたあと、事後、増産に生じる収益参加権は経営者に、増産の決定権（支配権）は消費者に配分されることが効率的である。広く、コーポレートガバナンスの設計は、ある面、分割された財産権の権利配分の問題であるといつてよい。ここでの解決が基本的には政府を要しないとすれば、コースの洞察は、予想外のところにまで、遠く及んでいたといえるのではなかろうか¹⁹⁾。

19) もちろん、広義のガバナンスの関心からすれば、ここでの生産の削減は、消費者にとって憂慮される以前に、労働者にとって放置できない問題であろう。生産の削減は、直接に生産のための人員の削減と不可分にあるからである。自社の削減は他社の増産に補充されて、労働者の雇用問題は解消されていることになるのだろうか。この小論には扱えなかったが、支配を目的としない株式保有は、このような意味でも、なおガバナンス上の問題を含んでいる。財産権の部分化と再設計は、これらを含めて、検討される必要がある。