

博士学位請求論文要旨

経営者支配の構造変化と株主配分の増加

柴田 努

1. 課題と分析視角

1980年代以降、先進資本主義諸国において企業利潤の増大と富裕層への富の集中が進む一方で、所得格差と貧困が急速に拡大している。変化の要因として、経済のグローバル化や新自由主義、経済の金融化などの分析枠組みで研究が進められ、多くの論点が提起されている。特に企業のグローバル展開による国内経済の衰退、グローバル企業の雇用戦略の転換と労働法制の規制緩和による不安定雇用の増大、失業率の高止まりと失業の長期化、社会保障費の抑制・削減による貧困の拡大、金融部門の収益の拡大と実体経済の停滞、株主価値重視経営と分配格差をめぐって論争が続いている。

このような現代資本主義における構造的な変化を解明するアプローチとして、企業行動の変化に焦点をあてる分析がある。様々に指摘されている変化のうち、企業行動に焦点をあてると、アメリカでは1980年代以降、日本では2000年代以降、企業の利益処分にあつめる配当や自社株買いの増加を挙げることが出来る。この観点から見ると、企業の雇用戦略の転換や投資行動の変化は、株主配分（配当＋自社株買い）を重視した企業行動によってもたらされたと捉えることができる。すなわち、株主配分を重視する企業行動によって、富と貧困の蓄積が促進されているのである。

企業が株主配分を重視する経営に転換した要因として、機関投資家による株式所有の増大と企業経営への積極的関与にその要因を求める研究が多く存在する。例えば、Useem(1996)は、個人株主の持株比率が低下する一方で、機関投資家の持株比率が上昇し、その集中された株式の力を利用して投資家が企業経営に対して影響力を強めるようになったと論じた。すなわち、Berle & Means(1932)以降、アメリカ企業は経営者の裁量権の拡大から経営者支配資本主義として捉えられてきたが、1980年代以降、経営者は株主価値最大化を機関投資家から要求されるようになり、経営者支配から株主支配による資本主義への転換が生じたという議論である。この議論によれば、株主の企業支配の結果として、企業が株主を重視した利益処分を行うようになったと捉えることが出来る。

しかし、株主配分増加の要因を、経営者支配から株主支配への転換に求める

ことはたして妥当であろうか。なぜなら、株主の力が強いといわれるアメリカにおいても、経営者の巨額報酬や退職金が問題となり、株主はこれをコントロールできていない。IT バブル崩壊とサブプライム・バブル崩壊によって、株主は株価の急激な下落という損失を蒙ったにもかかわらず、トップ経営者の報酬はバブル崩壊後も高額を維持し批判が高まったということは記憶に新しい。

ではなぜ、株主の力が強まっていないにも関わらず、株主配分の増加が生じたのか。経営者支配の基本的な構図が変わっていないと仮定したとしても、1980 年代以降のアメリカ企業が（日本では 2000 年代以降）配当や自社株買いを増大させることで株主を重視する企業経営を行なうようになったということもまた事実であり、問題はこの二つをどのように理解すればよいかという点にある。

以上の問題意識から、本論文の課題は、機関投資家への株式集中後も企業の支配構造としていまだに経営者支配が続いていることを明らかにしたうえで、アメリカと日本における株主配分増加の要因を経済の金融化を背景とした規制緩和との関連で分析することである。結論を先取りすれば、近年の株主配分増加は、企業支配論の観点からは「経営者支配から株主支配への転換」ではなく、「社会的規制に基づく経営者支配」から「経済の金融化のもとでの経営者支配」（株主配分重視経営）への転換として捉えることでその特徴を明らかにすることができる。

以上の課題を明らかにするために、本論文は以下の分析視角を設定する。

第一に、「経営者支配」から「株主支配」への支配主体転換論の検討のためには、企業支配論における「所有と支配の分離」論の再検討が必要である。論争オリジナルの Berle and Means(1932)説の詳細な検討を通して、従来論争において軽視されてきた株式会社規制の側面を明らかにし、これ以降、単なる経営者支配ではなく、「社会的規制に基づく経営者支配」として捉えなおす。

第二に、1980 年代以降の「株主支配論」は、株主アクティビズムを通した「機関投資家支配論」であることを明らかにし、その上で株主アクティビズムの限界を企業支配論の視角から検討する。すなわち、株主提案や議決権行使、経営者報酬の規制、経営者の更迭という企業支配論が重視してきた権力概念に照らして、機関投資家に企業への直接的支配力がないことを明らかにする。

第三に、1980 年代以降のアメリカにおける株主配分を重視する企業行動への転換はなぜ生じたのか、という論点の解明である。この論点には、1970 年代のスタグフレーションを経て、経済の低成長と高インフレ、国際競争の激化を背景とした「蓄積危機」（Accumulation crisis）に直面し、この危機を打開するために行なわれた企業法制や金融市場に対する政府規制の撤廃が大きく関連する。これ以降、経済規制の緩和によって経済の金融化（financialization）が進

み、M&A (Mergers and Acquisitions ; 企業の合併・買収) の増加と家計の資金を株式市場へと参入させていく経済構造がつくりだされたのである。そして、このような経済構造の変化によって、特に労働者を犠牲にした上での株主配分の増加の関連を検討する。

そして、第四の分析視角は、2000 年代以降の日本経済における株主配分増加の要因である。日本においても、バブル崩壊後の不良債権処理を通じた株式持ち合いの解消とその株式を外国の機関投資家が買うことで株式所有構造が変化し、いわゆる「物言う株主」の圧力によって日本企業の企業行動の変化が生じたと捉えられている。しかし、日本における株主配分増加もアメリカと同様に、低成長期以降の資本の利潤拡大に関連した規制緩和による影響が強かったのである。この分析視角から 1990 年代後半以降の企業法制の規制緩和と株主配分の増加を検討する。

2. 要約

第 1 章では、バーリ & ミーンズ (Berle and Means) 『近代株式会社と私有財産』(1932 年) を詳細に検討し、彼らの理論の本質は、巨大株式会社の社会的規制をいかに正当化するかという点にあった、ということを明らかにした。

従来バーリ & ミーンズ理論に対して、彼らがいうように「所有と支配が分離」しても経営者は中立的な行動をとらない、という批判や、「所有と支配の分離」によって経営者が中立的な分配行動をとると論じるのは論理的飛躍である、という批判が多くあった。しかし、バーリ & ミーンズの分析をその論理展開に即して検討してみれば、彼らの結論は単に「所有と支配が分離」している資本主義においては、経営者は中立的な立場から行動する存在になる、ということを目指したわけではなかった。彼らの株式会社論の主眼は、株式会社が株主のために運営されるべきか、経営者の自己利益のために運営されるべきか、という問題を実証的かつ理論的に分析した上で、そのどちらでもなく株式会社は社会のために運営されるべきであり、そのためにはしかるべき規制が必要であるという論理にあったのである。本章の分析から、バーリ & ミーンズ理論の意義は次の三点にまとめることができる。

第一に、「所有と支配の分離」を実証的に明らかにした上で、「厳密な所有権の理論に照らして」それを検討し、経営者の「中立的テクノクラシー」という結論を導き出すという論理は、当時のアメリカ社会の政治的経済的状況を反映して、私有財産の原理を守りながら国家による企業規制を正当化するという課題に応えたものであった。第二に、バーリ & ミーンズの理論は当時主流であった株主主権論を基礎に分析を行ないながら、最終的にはそれを否定するという、いわば「二段階アプローチ」をとったという意味で画期的な研究であった。第

三に、バーリ&ミーンズは「所有と支配が分離」した経営者支配型株式会社では、経営者は自動的に「中立的テクノクラシー」になる、と述べたわけではなかった。株式会社への規制が前提条件だったのである。バーリ&ミーンズのこの命題への批判の多くはこの点を看過していたのであり、「中立的テクノクラシー」命題は株式会社規制とセットでその是非を論じなければならないのである。

以上の分析によって、1930年代以降の企業経営のあり方は、単なる経営者支配ではなく、「社会的規制に基づく経営者支配」という経済構造に規定されることとなる。1980年代以降はニューディールによって確立された規制が撤廃されることで、経営者支配の構図は変わらずに企業行動の変化が生じたのである。

第2章では、機関投資家支配論の批判的検討を行い、株主アクティビズムの影響は限定的であるということを明らかにした。

まず、1980年代以降のアメリカ企業の株主配分の増加と機関投資家の持株比率の急速な増大を確認し、株式市場における機関化が進んだことを明らかにした。ここから Useem(1996)などに代表される、個人株主の広範な分散に基礎を置く経営者支配に対して、株式市場の機関化は株主の結束を取り戻し、経営者に株主価値重視の企業経営を強いる構造を生み出したという議論が生じることとなる。

株主配分増加は機関投資家への株式集中の結果生じたと見る議論は、主に機関投資家による株主提案や議決権行使、経営者との非公開の交渉を通じた企業への直接的影響を重視する。しかし、このような株主アクティビズム論は以下のような限界を持つ。

第一にその根拠となるインデックス運用比率は機関投資家全体からみれば極わずかであり、多くの機関投資家は短期的な利益を求めて売り抜けるというウォール・ストリート・ルールに基づいた投資を行っているのである。第二に、一部の大手機関投資家のみが行なう株主提案はその賛成率の低さから企業への直接的な影響力を持っているとはいえない。第三に、2000年代以降増加したヘッジファンドアクティビズムに関しても、ヘッジファンド全体の運用資産残高に占める割合の低さやターゲット企業の規模の小ささなどから株主支配への転換という根拠と見ることはできない。第四に、機関投資家は経営者の報酬に対しても規制力を発揮できていない。従来アメリカ企業においては、取締役報酬は株主総会決議事項ではなかった。2010年以降は Say on Pay が導入されたが、その投票結果の分析からも株主アクティビズムによって経営者報酬を規制するパワーがあるとはいえない。第五に、企業支配論争における「支配」概念で最も重要視されていた「誰が経営者を選んでいるか」という点からも、経営者の更迭件数の低さの分析から機関投資家にその権力があるということとはできない。

以上から、機関投資家は短期的な株式運用者であり、株主アクティビズムが想定するようなパワーを持っているわけではないし、その動機も低いのである。よって、企業支配における「経営者支配」は、理論的にも現実的にも依然として続いていることが明らかとなった。

第3章では、いまだ経営者の裁量が大きいアメリカにおいて、株主配分を重視した経営に転換した要因を経済の金融化を背景とした規制緩和との関連で明らかにした。

1970年代のアメリカはインフレと失業率の悪化というスタグフレーションに陥っていた。レーガン政権はアメリカ経済停滞の原因を生産性の伸び悩みにあると指摘し、大規模な企業再編による不採算部門の切り離しと主要業務への集中を行うことで、アメリカ経済の再建を行う。そして、企業の蓄積危機の打開を目的に、反トラスト規制の緩和や投資促進税制などの政策を行うことで、企業の「選択と集中」を活発化させ、1980年代以降のM&Aブームを生み出していく。そして、1980年代の敵対的買収の増加や1990年代以降の企業主体の「戦略的M&A」の増加によって、以下の要因により企業は株主配分を重視する経営戦略に転換する。

第一に、企業資産と比較して株価が割安とされる企業は敵対的買収のターゲットとなるため、企業は株価を重視した行動をするようになる。第二に、1990年代以降特に顕著になる株式交換を用いたM&Aの増加である。株式交換によるM&Aでは、現金ではなく株式時価総額が重要な役割を果たすため、買収防衛としてだけでなく、積極的な攻めのM&Aのためにも株価を上げていく必要性が高まる。第三に、1980年代以降のM&Aブームは、投資銀行と機関投資家を主軸とする金融システムによって促進された点である。投資銀行の収益に占めるM&A仲介業務の重要性が増していくなかで、取引金額をいかに高めるか、ということが追求されるのである。

このようなM&Aの増加によって、企業は株価重視の経営に転換し、労働者の解雇、工場の閉鎖、供給業者へのコスト圧力の転嫁などを行ない、株主以外のステークホルダーを犠牲にして株主配分を増やす企業行動をとったのである。さらに、規制緩和によって拡大したストック・オプションは、経営者の権力を背景にして株主配分重視経営をさらに推し進めているのである。

以上の規制緩和を背景にした株主配分重視の企業行動は、ニューディール以降続いていた団体交渉を軸にした労使関係を変容させ、経営者優位の構造を作り出す。そしてこのことによって、労働者とCEOの所得格差の拡大や失業と貧困が増加した。このように、「社会的規制に基づく経営者支配」の時代から、「経済の金融化のもとでの経営者支配」(株主配分重視経営)への転換が生じたのである。

第 4 章では、日本企業が株主配分を増加した要因を分析するために、1990 年代後半から行われた M&A 法制の規制緩和の目的とその結果に着目することで、株主配分の急激な増加と賃金抑制の構造を明らかにした。

まず、法人企業統計をもとに資本金 10 億円以上企業が 2002 年以降、経常利益と配当金、自社株買いを増やしている一方で、賃金は抑制されているということを明らかにした。そして次に、日本の財界とアメリカの要求のもとに進められた企業法制の規制緩和を分析した。日本の財界は、長期不況の克服とグローバル競争を勝ち抜くために、資本の集中とリストラ（選択と集中）を自由に行うための規制緩和を要求し、他方、アメリカは対日直接投資増加のために、国境を越えた株式交換による M&A の自由化を要求した。これらの規制緩和要求は、純粋持株会社の解禁（1997 年）、株式交換・移転制度（1999 年）・会社分割制度（2001 年）の導入、「合併等対価の柔軟化」を含んだ新会社法（2007 年 5 月）により実現した。

上記の規制緩和によって、日本における M&A 件数は 1997 年以降増加し、特に国内企業同士の M&A と外国企業による日本企業の M&A が急激に増加した。株式交換による M&A が自由化されたもとでは、企業は株価を高めることが至上命題となる。企業は株価を上げるため ROE を重視し、配当・自社株買いの増加、ストック・オプションの導入、人件費の抑制を強めている。

よって、1990 年代後半からの M&A 法制の規制緩和は、企業再編や株主配分の手法を簡易化・多様化させることで、企業経営が株価重視に向かう構造を一貫して強めるとともに、株主への利益還元手段の整備と株式所有構造の変化、そして資本市場からの圧力を要因として、株主配分の増加と賃金の抑制を構造的に要請することとなったのである。

3. 結論と残された課題

以上の分析から、新自由主義以降の企業行動が明らかとなる。従来捉えられていた新自由主義概念では、株主権力の復活によって経営者は株主価値重視を強いられ、労働者の犠牲の上に株主配分を増加させる、という図式であった。しかし本論文の分析を踏まえれば、新自由主義時代の企業行動は、企業価値を株価によって表現し、選択と集中を容易にする(規制緩和)ことで分配様式の変化が生じたという点に重要な特徴がある。そして、経営者の権力は弱まらずに強化されるかたちで企業利潤の増大、経営者報酬の増大、株主配分の増加が労働者の犠牲の上に達成されるのである。もちろん、アメリカと日本においては株主の法的権利や企業経営の歴史的相違がある。しかし、近年の株主配分増加は「経営者支配から株主支配」への転換として把握するのではなく、本論文の「社会的規制に基づく経営者支配」から「経済の金融化のもとでの経営者支配」

（株主配分重視経営）への転換として捉えることで、株主配分の増加だけでなく、内部留保や手元資金、そして経営者報酬の増加が同時に生じているという現代資本主義における資本蓄積の構造の一端を把握することができるのである。

本論文は、企業支配論の支配概念を踏まえた上で、通説的な経営者支配論を社会的規制という側面から捉え直し、1980年代以降も経営者支配が新しい形態をとり続けていることを明らかにした。すなわち、ニューディール以降の社会的規制という「制約」のもとで展開されてきた経営者支配の形態は、1980年代以降は経済の金融化の広がりの中で従来の「制約」から解放され、経営者の裁量はより拡大された形で、株主配分重視の企業行動をとるようになったのである。本論文は、このように経営者支配は構造的に変化しながらも、依然続けていることを明らかにした点で、Herman(1981)以降に途切れた経営者支配研究にたいして、経済の金融化時代の経営者支配論を提示したところに独自の意義がある。

さらに金融化論にたいしては、次のような意義をもつ。金融化論の論争点として、株主価値重視経営が広がっていったのは、この戦略が非金融企業の内部経営者主導で行われたものか、外部の金融部門によって強制されたものかという問題が提起されており、結論が出ていない。

以上の論争に対しては、本論文で明らかにしてきた経済の金融化時代の経営者支配構造を踏まえれば、金融化と株主配分の増加の関係は、株主支配論や一部の金融化論が主張するように、経済の金融化→機関投資家による株式集中→機関投資家による支配（企業経営への直接的関与）→配当・自社株買いの増加というよりは、企業の利潤回復のための規制緩和→経済の金融化の促進→M&Aの活発化とストック・オプションの普及→株価引き上げの重要性の増大→経営者による経営戦略としての配当・自社株買いの増加、という経路をたどっているのである。この観点から考えれば、株主価値重視経営とは、株主を重視する経営ではなく、経営者が「株主価値重視」を利用して賃金の引き下げなどを行い、株主配分の増大や株価重視の企業経営を行うものであると理解することができる。すなわち、現代資本主義の企業行動を「経済の金融化のもとの経営者支配」（株主配分重視経営）と捉えることで、従来議論されてきた経済の金融化を株主支配と同一視する枠組みではなく、金融化と経営者支配を矛盾しないものとして説明できるという点を明らかにしたことが、本論文の貢献である。

以上の結論を踏まえて、プライベート・エクイティ・ファンドの分析を加えた企業支配論の拡張、コーポレート・ガバナンス論における経営者権限のコントロールの具体的な方策、株主配分重視経営が資本蓄積に与える影響について明らかにすることが今後の課題である。