

一橋大学大学院経済学研究科

学位請求論文

経営者支配の構造変化と株主配分の増加

柴田 努

目次

序章 課題と分析視角	1
第1節 問題の所在	1
第2節 先行研究と本論文の分析視角	3
2-1 先行研究	3
2-2 分析視角	10
第3節 本論文の構成	15
第1章 巨大株式会社の社会的規制の理論的根—バーリ&ミーンズ説の再検討—	17
はじめに	17
第1節 『近代株式会社と私有財産』の歴史的背景とバーリ・ミーンズの執筆動機	21
第2節 「経営者支配論」の論理構造	23
2-1 株式会社への経済力の集中と株式所有権の分散	23
2-2 所有と支配の分離	24
2-3 「法律的支配」から「事実的支配」へ	25
2-4 経営者支配の実証分析	26
第3節 経営者の「中立的テクノクラシー命題」の理論的根拠	28
3-1 「財産の伝統的論理」の破綻—株主主権論批判	28
3-2 経営者支配の正当性批判	31
3-3 バーリ&ミーンズのステークホルダー論	33

3-4 経営者の「中立的テクノクラシー」命題とその条件	34
むすび	36
第2章 機関投資家支配論の批判的検討	38
はじめに	38
第1節 非金融企業の配当・自社株買いの増加	39
第2節 機関投資家によるガバナンス活動	43
2-1 機関投資家の持株比率の増大	44
2-2 機関投資家のコーポレート・ガバナンス	46
2-3 公務員年金基金の株主アクティビズム	47
第3節 機関投資家による企業経営への関与の限界	49
3-1 機関投資家の株式所有比率	49
3-2 機関投資家による短期主義的運用	50
3-3 株主アクティビズムの限界	52
3-4 経営者報酬への規制力	54
3-5 経営者の更迭	55
むすび	57
第3章 アメリカにおける株主配分重視の企業経営への転換 .59	
はじめに	59
第1節 1980年代以降の規制緩和とM&Aブーム	62
第2節 M&Aブームと株主配分重視経営	66
第3節 ストック・オプションと株主配分重視経営	72

第4節 株主配分重視経営による国民経済への影響	76
4-1 貧困の増大	76
4-2 実質賃金の伸び率の停滞	78
4-3 失業の増大	79
4-4 雇用の質の低下	82
4-5 所得格差の拡大	83
むすび	85
第4章 日本における株主配分の増加と賃金抑制構造—M&A 法 制の規制緩和との関わりで—	87
はじめに	87
第1節 配当の増加と株式所有構造の変化	88
第2節 日米財界の経営戦略と企業法制の規制緩和	93
2-1 日本の財界の経営戦略	94
2-2 アメリカからの規制緩和圧力	95
2-3 M&A 法制の規制緩和	97
第3節 M&A 戦略と株主配分増加・賃金抑制構造	100
むすび	108
終章 結論	109
第1節 本論文の総括	109
第2節 本論文の意義と残された課題	111

参考文献	118
初出一覽	141

序章 課題と分析視角

第1節 問題の所在

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¹⁾。高度経済成長期以降に形成された各国の経済構造は、福祉国家やフォーディズム、日本型企业社会として捉えられてきたが、急激な所得格差や貧困の増大はこの構造が大きく変わったことを意味する²⁾。

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、企業の利益処分には占める配当や自社株買いの増加を挙げることが出来る³⁾。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（株主価値重視経営）⁴⁾によって、富と貧困の蓄積が促進されてい

¹⁾ Harvey(2005), IMF(2007), Cingano(2014), Piketty (2014), Hardoon(2015).

²⁾ この他に、国家独占資本主義やケインズ主義などの分析枠組みがある。それぞれの理論は、資本蓄積体制や労使関係、国家の経済・財政政策、再分配政策、社会政策、国内経済循環の特質など、重点は異なるが、資本の利潤追求の一定の制約の上に経済格差の縮小を見る点では同じである。なお、日本における転換は1990年代後半以降であり、欧米諸国と比べると遅れた。この要因については、Harvey (2005)に収録されている渡辺治「日本の新自由主義—ハーヴェイ『新自由主義』に寄せて」(289-329頁)が詳しい。

³⁾ 配当の増加（フランス）や株価の上昇（フランス、ドイツ、イギリス）は1980年代以降、多くの国で同様の傾向が見られる（Duménil and Lévy, 2005, Fig.2.8, 2.9, p.36）。

⁴⁾ 「株主価値重視経営」とは、一般的には「将来のキャッシュフローの割引現在価値」

るのである。例えば、Lazonick and O'Sullivan(2000)は、株主価値最大化の企業行動の特徴として、利益を確保してから再投資する (retain and reinvest) という従来の企業行動から賃金や企業設備を削減してでも、株主への分配を増やす (downsize and distribute) という変化を指摘している⁵⁾。

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できる。

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果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⁶⁾。

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

としての株主資本の市場価値を最大化するということを意味する。本論文では、「株主価値重視経営」という場合、株価を重視する経営という意味で用いる。そして、株価を上げるために企業は、株主配分を重視する（配当を増やし自社株買いを行なう）ということと、賃金抑制やリストラクチャリング（雇用・設備）を促進するという行動に出るのである。「株主価値」理論への批判的検討としては、高田(2003)、「株主価値」の理論的特徴や登場した歴史的背景については、Fox(2009)が詳しい。

⁵⁾ Lazonick and O'Sullivan(2000), p.18.

⁶⁾ Holmstrom and Kaplan(2003)はITバブルの崩壊や企業のスキャンダルによって、株主の富が経営者に移転したと論じている (Ibid., p.10)。

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。

以下では株主支配への転換を論じる先行研究レビューを行い、本論文の分析視角を明確にした上で、構成について述べる。

第2節 先行研究と本論文の分析視角

2-1 先行研究

コーポレート・ガバナンス（企業統治論：corporate governance）をめぐる議論は従来、コーポレート・コントロール（企業支配論：corporate control）として論争が行われてきた。焦点は「会社を支配しているのは誰か」という論点であり、ここから経営者支配論、所有者支配論、金融支配論などを軸に論争が行われてきた⁷⁾。そして、通説的な整理を行えば、Berle and Means(1932)以降、株式会社への経済力の集中と株式所有の分散から「所有と支配の分離」が現われることで経営者支配が確立したが、1970年代以降、株式の機関化（機関投資家への株式集中）が進み、株式は「分散」から再び「集中」に転換した。そして、その集中された株式の力をもとに株主が企業経営にたいして圧力を強めることで、「経営者資本主義」から株主支配による

⁷⁾ 「会社支配論争」において、Berle and Means 説を支持し発展させたのは、「経営者支配」論者のゴードン (R.A.Gordon)、ブランバーグ (P.I.Blumberg)、ハーマン (E.S.Herman) らであり、これに対して「所有者支配論」の立場からドン・ビヤレッホ (Don Villarejo)、チェバリア (J.M.Chevalier)、バーチ (P.H.Burch)、そしてスウィージー (P.M.Sweezy) も当初は「所有者支配論」を展開しこれを批判した。さらに、1950年代以降の金融機関への株式所有の集中から「金融支配論」を展開した、パーロ (V.Perlo)、フィッチ・オッペンハイマー (R.Fitch & M.Oppenheimer)、コッツ (D.M.Kotz) が論争に加わった (佐久間, 2003, p.155)。スウィージーは後に、独占資本分析をもとにした独自の経営者支配論を展開することになる (Baran and Sweezy, 1967; Sweezy and Magdoff, 1972)。「会社支配論争」を総論的に取扱ったものとしては、正木(1983)、貞松(1994)、村田(2006)を参照。また、坂本(2007)は既存の研究を「法パラダイム」と「組織パラダイム」に分類し、独自の「構造的支配一権力パラダイム」を提示している。

「株主資本主義」への転換が生じた。すなわち、株主価値最大化経営への転換は株主主権に基づくコーポレート・ガバナンスの結果であると論じるところに特徴がある。

株式所有構造の変化から企業支配の転換を指摘したものとしては、Drucker(1976)が有名である。1970年代時点での機関投資家（とくに年金基金）の株式所有割合の増大を明らかにした上で、企業の支配形態の変化とアメリカ社会の変質が進むという見えざる革命（Unseen Revolution）をDruckerは指摘した。機関投資家への株式所有が本格的には高まっていない時期の研究として、先駆的な意義がある。さらに、Drucker(1991)においては、Drucker(1976)以降15年を経て、目に見える形で企業の所有形態は転換していると述べ、株主の影響力の増大を論じている⁸⁾。

このような、機関投資家への株式集中によって企業の支配形態の転換を論じた研究として、第1節で触れたUseem(1996)やHawley and Williams(2000)が挙げられる。Useemは、経営者支配が前提とした株式の広範な分散は、機関投資家の持株比率が上昇することによって株式の「集中」に転換し、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。そして、機関投資家による企業への直接的な影響力が増大したことで、1990年代前半にアメリカ最大の公務員退職基金であるカルパース(CalPERS)などによって、GMやIBM、アメリカン・エクスプレス、ウェスティンハウスなどのCEOの更迭が行なわれた。このような状況を分析し、Useemは「投資家資本主義(Investor Capitalism)」の時代が到来し、「経営者の支配する世界は衰退していった」と述べたのである⁹⁾。1993年1月号の『フォーチュン』誌の表紙は、「CEO帝国は崩壊した—株主万歳」であった¹⁰⁾。このことから分かる通り、当時の社会的な雰囲気としても経営者から株主への権力移転がクローズアップされていたのである。

Hawley and Williams(2000)は、1970年代以降の個人株主の持株比率の減少と機関投資家への株式集中によって、経営者支配から機関投資家の支配への転換を「受託者資本主義(Fiduciary Capitalism)」として特徴づけた。この背景には、機関投資家は

⁸⁾ Drucker(1991), p.106.

⁹⁾ Useem(1996), pp.1-5. ただし、Useemの主張は、単純な所有者支配の復活論ではない。経営者支配の時代は終わったが、その後の投資家資本主義のルールのもとで経営者と機関投資家の共同支配のような主張もしている。しかし、企業業績が悪ければ、機関投資家は経営者を首にできる、という主張にあるとおり、企業支配論の観点からは所有者支配論として位置付けることができる(Useem, 1996, p.274)。また、このような株主支配の復活論の背景には、株式会社は株主の所有物であり、株主のために運営されるべきであるというFriedman(1962)やHayek(1967)の株主主権論を発展させた、エージェンシー理論の台頭がある(Jensen and Meckling, 1976)。

¹⁰⁾ Fox(2009), p.274, 訳 352 頁。

膨大な株式を短期的に運用することが困難なため、投資行動としてはインデックス運用が主体となり、そのため企業経営に直接的に働きかけるという構図があると指摘する¹¹⁾。経営者支配からの転換を機関投資家への株式集中を起点にした株主による企業支配力の増大を根拠に論じているのである。

両者の議論は対象とする現象への評価や力点の違いはあるが¹²⁾、機関投資家への株式所有とそれに伴う企業支配力の復活、すなわち株主支配論として展開された点は共通している。そして、いずれも 1980 年代以降、経営者支配は終わったと評価する。この構図は他の研究でも同様であり、例えば、アメリカのビジネス・スクールの歴史を描いた Khurana(2007)も、経営者資本主義の時代は 1970 年代から 1980 年代に終了し、その後は「投資家資本主義 (Investor Capitalism)」の時代に転換したと述べ、企業の目的は株主価値最大化になったと論じている¹³⁾。

以上の株主による企業支配の復権は、機関投資家による「株主アクティビズム」(shareholder activism)によって達成されたとするのが、機関投資家支配論(株主支配論)の共通の論じ方である。「株主アクティビズム」とは、1980 年代後半以降、機関投資家が株式所有を増大させ、その力をもとにコーポレート・ガバナンスへの関与を強め、企業経営者はこの動向に従わざるを得なくなったという議論である。機関投資家はその資産規模が大きくなりすぎたことで、従来のウォール・ストリート・ルール (Wall Street Rule)¹⁴⁾に従えなくなり、Exit (退出=株を売却する)ではなく Voice (発言)を選択し、企業経営者に影響力を行使するようになったことがその背景にある、と指摘されている¹⁵⁾。

このように、1990 年代以降、株主アクティビズムによって、支配形態の転換を説く研究は基本的に機関投資家による影響力を重視し、株主支配論として展開されたのである。

ポスト・ケインズ派とレギュレーション派、マルクス派も資本主義の構造的な変化と

¹¹⁾ Hawley and Williams(2000), p.7.

¹²⁾ 例えば、Useem(1996)と違い Hawley and Williams(2000)は、「受託者資本主義」では、受託機関が準公共的な立場から社会全体の利益を長期的な視点に立って追求するようになる、という展望を論じている。この点、横川(2012)、66 頁が詳しく論じている。

¹³⁾ 経営者支配は 1980 年代に急速に崩壊し、1990 年代初頭以降、機関投資家や金融機関が巨大企業の支配者となった (Khurana, 2007, pp.302-305)。ドーア(2008)もこの点を強調している (同上、57-58 頁)。

¹⁴⁾ ウォール・ストリート・ルールとは、経営が気に入らなければ、直接働きかけて企業を改善するのではなく、即座に株式を売るという行動様式のことである (Brancato, 1997, p.108)。

¹⁵⁾ Pinto(2006), p.13, 神野(2000), 5-6 頁。

して、やはり 1980 年代以降、機関投資家主導型経済への転換を重視する。

Minsky and Whalen(1996-1997)は、資本主義の発展段階を商業資本主義の時代、経営者資本主義の時代、マネーマネジャー資本主義の時代（Money-manager capitalism）と分け、マネーマネジャー資本主義の時代では、企業は銀行信託部門や保険会社、年金基金やミューチュアルファンドなどの金融機関によって所有されると主張する¹⁶⁾。そして、経営者は長らく株式市場の影響から自由であったが、今日ではトップ経営者はこれらのファンドの容赦ない株主からのプレッシャーが強まっている、として株主支配を論じる¹⁷⁾。

Whalen (2001)はより厳密に資本主義の発展段階を定義し、1933 年から 1982 年までを経営者資本主義の時代、1982 年から現在までをマネーマネジャー資本主義の時代とする¹⁸⁾。経営者資本主義の時代は、民間経済の支配者（master）は経営者だったが、1982 年以降、機関投資家が最大の株式所有者となり、マネーマネジャーに支配権が移行した。それによって、経営者は、短期利益や株価を重視せざるをえなくなったと主張するのである¹⁹⁾。

レギュレーション派は、Aglietta(1999)が資本主義の変化をフォーディズム型成長体制から資産形成型成長体制への転換と捉え、企業統治のあり方が機関株主への統治に変化したと主張し²⁰⁾、機関投資家の圧力を背景にして、株価を重視した経営を行なわれるようになったと論じた²¹⁾。すなわち、株主価値が資本主義の新しいノルム（norm）となることで²²⁾、「企業統治においても、経営者（と従業員）による内部統治よりも機関株主による統治が優位を占める」ようになり、「企業業績の評価基準は企業それ自体の成長から株式当たり利潤になり、企業経営の中間目標は自己金融（企業内部純余剰の最大化）から株主への配当」に変化する²³⁾。山田(2008)も、「株主—企業間の金融ノルム妥協、ないし金融による企業支配の制度こそ、言うところの「コーポレート・ガバナンス」（企業統治）である」とし、「近年においてコーポレート・ガバナンスの名で実質的に合意されているのは、すぐれて株主による企業統治である」と述べている²⁴⁾。

¹⁶⁾ Minsky and Whalen(1996-1997), p.158. ミンスキー理論の解釈として服部(2012), 横川(2012)を参照。

¹⁷⁾ Minsky and Whalen(1996-1997), p.159.

¹⁸⁾ Whalen (2001), Table1, p.811.

¹⁹⁾ Ibid., pp.813-814.

²⁰⁾ Aglietta(1999),pp.280-281. Aglietta 理論は、若森(2013), 133-136 頁を参考にした。

²¹⁾ Aglietta(2000), p.152.

²²⁾ Ibid., p.149.

²³⁾ 若森(2013), 135 頁。

²⁴⁾ 山田(2008), 97 頁。

金融主導型成長の理論を展開したレギュラシオン派の Boyer は、フォーディズムによる賃金労働者と経営者の階級妥協は、機関投資家の台頭や金融自由化によって、金融機関と経営者による株主価値を軸にした事実上の同盟へと変化したと主張する²⁵⁾。

株主の影響力増大による所有と支配の一致ないしは経営者との「同盟」は、「新自由主義」に対する本格的な批判を展開したマルクス派の Harvey(2005)も強調する。すなわち、新自由主義以降の階級権力の復活の要因の一つとして、ストック・オプションによる所有と支配の再結合が重要な役割をはたしていると Harvey は指摘する²⁶⁾。

フランス社会党政権首相官房副長官や大手国有金融機関 CEO を歴任したペイルルヴァッド(2007)も、1990年代以降の資本主義において経営者は株主に更迭されないために株主利益を重視した経営を強いられ、「株主君臨が絶対化」したと論じる²⁷⁾。

日本企業の分析においては、海外の研究動向を踏まえて、特に 2000 年代以降、株主支配が強まったという主張が多い。

ドーア(2006) は、決定的に重要な変化として、「経営者を長老として、従業員集団が資本所有者・資本管理者のサービスを適当に使う「日本的経営」から、資本所有者が、経営者という代理人を通じて、従業員を使う「株主所有物企業」への移行ともいえる」と述べ、「従業員主権」から「株主主権」への移行とも、「事業会社・金融業者相互依存体制」から、金融業者が事業会社を支配下におく関係への移行ともいえる」と評価する²⁸⁾。

また、森岡(2010)は投資家による企業経営への影響を次のように指摘する。「経済活

²⁵⁾ Boyer(2005), pp.18-21.

²⁶⁾ Harvey(2005), p.32, 訳 47 頁。マルクス派の議論の特徴は、「所有と支配の分離」論争において、Berle and Means の分離論の批判を展開した点にあった。例えば、北原(1984)は、「自己の株式所有に基礎をおかない経営者による企業支配の確立・増大」は「マルクス経済学の基本命題に根本的な疑問を投げかける」と主張する。「なぜなら『所有＝権力』関係の根本的変革に基づく社会主義体制への変更の必然性」といったマルクス経済学の諸命題は「生産手段（それゆえまた生活諸手段）からの労働者の分離と資本家によるその私的所有という関係こそが資本主義を基本的に特徴づけるものであるという把握を基礎においている」としている（同上，2-3 頁）。このような「マルクス経済学の基本命題」の捉え方の批判として、有井(1991)がある。しかし、1980年代以降は必ずしも支配論の議論は深まらず、現実としての経営者支配を受け入れる主張も見られるようになる。そして、経営者支配論をとるにせよ、株主支配論をとるにせよ、株式の機関化によって「所有と支配の一致」がより強固なものになったとして、株主資本主義論として論じられるようになるのである。経済理論学会第 56 回全国大会（九州大学）では、「株主資本主義の諸問題」という分科会が設置されたことから分かる通り、マルクス派の現代資本主義の認識は株主資本主義を重視する。

²⁷⁾ ペイルルヴァッド(2007), 55 頁。同じくフランスの経済学者である、コーエン(2009)も同様の主張を行っている。

²⁸⁾ ドーア(2006), 116 頁。

動のグローバル化と金融のボーダレス化にともない、高利回りを謳い文句に投資家から集めた資金を投機的に運用するヘッジファンドやアクティビスト・ファンドなどの投資ファンドが、投資先企業のガバナンスへの関与を強めるようになってきた²⁹⁾。株主アクティビズムによる企業支配の指摘である。

さらに、日本における批判的経営学の研究でも同様の主張が見られる。例えば、新自由主義経営倫理の重要な特徴としての「株主主導ガバナンス」(國島, 2009) や「経営者支配」を強めつつあった株式会社制度は、株主(とりわけ機関投資家)からの経営関与が強められ、株式投資の視点からのガバナンス改革が進められるようになった³⁰⁾という指摘、さらに、片岡(2008)は総論的に、「機関投資家の増大と経営者に対する圧力、株主中心的企業観の醸成、経営者を株主に奉仕させる手段としてのストック・オプションの普及、80年代におけるM&Aの盛行、企業を買収してリストラし別の投資家に転売して儲ける手法の普及(そのための劇的なリストラ、ダウンサイジング、アウトソーシング、グローバル化、自動化等々) —これらの動きは「株主価値」重視経営のイデオロギーの定着を、現実のビジネス界でも促進させた³¹⁾と論じる。

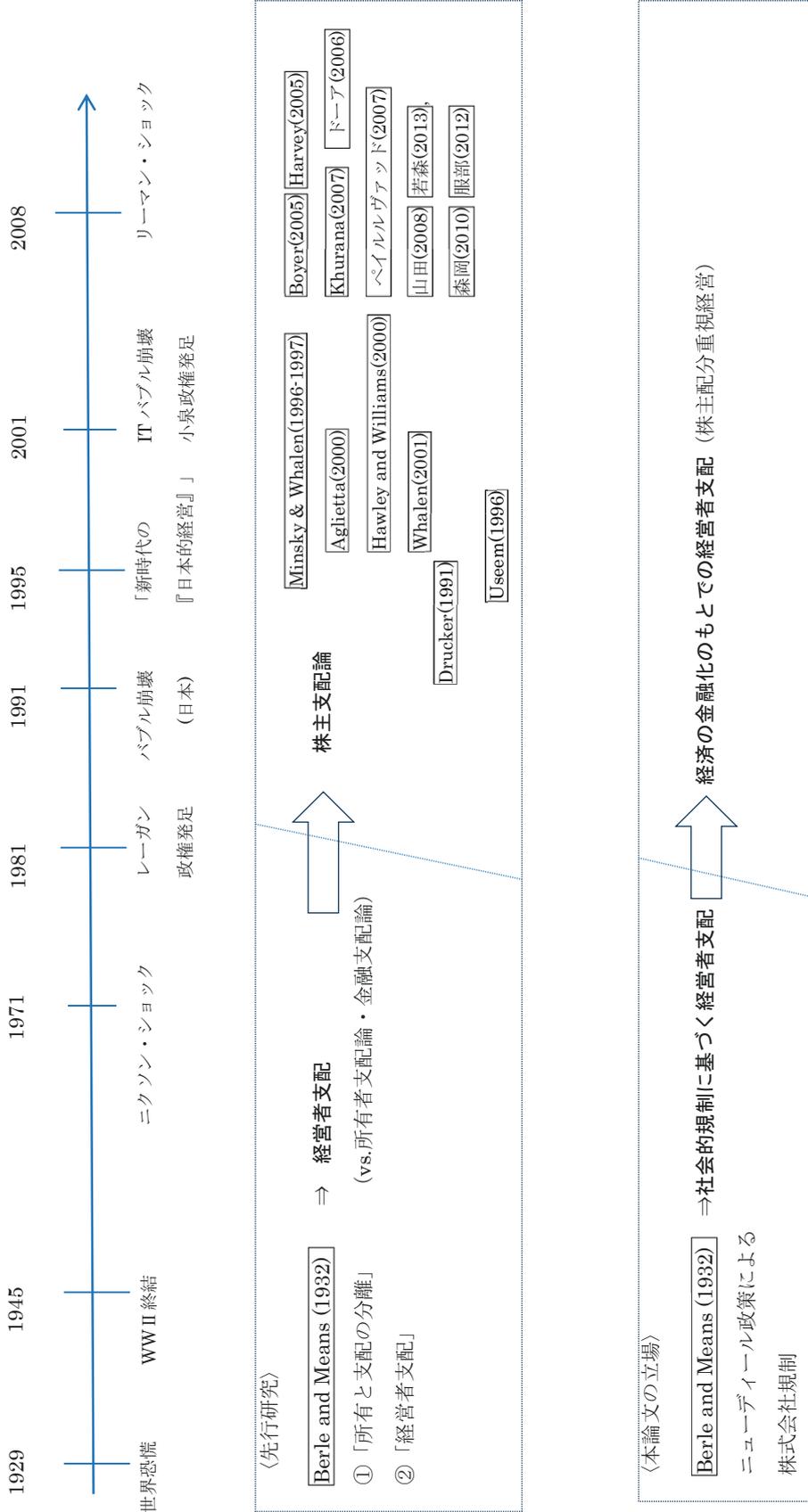
いずれの議論も、株式所有構造の変化と機関投資家による圧力の増大を背景にした企業行動の変化を軸に、株主支配による所有者支配の復活(株主の復権論)、株主と経営者の「金融ノルム妥協」、経営者と金融機関との「事実上の連合」、ストック・オプションによる「所有と支配の一致」、新自由主義レジームにおける「経営者資本主義から機関投資家資本主義」への転換として捉えているところに理論的特徴がある(図・序一1上段)。そして、このような株主の力によって企業行動が変化し、株主配分の増加をもたらしたと捉えるのである。

²⁹⁾ 森岡(2010), 147頁。

³⁰⁾ 中村(2009), 224頁。

³¹⁾ 片岡(2008), 8頁。

図・序-1 先行研究と本論文の立場



(出所) 筆者作成

しかし、第1節で述べた通り、現代資本主義における企業行動の変化を、経営者支配から株主支配への転換と捉えることは、現実の経済現象を分析する上で不十分な点がある。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点を先に指摘した。例えば、2010年に成立した金融規制改革法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, ドッド＝フランク・ウォールストリート改革及び消費者保護法）で導入された「Say on Pay」によって、経営者報酬に関する議案を株主総会で諮ることができるようになったが³²⁾、例え反対票が過半数を超えても法的な拘束力はない。さらに、「Say on Pay」導入後の投票結果をみても、株主アクティビズムが想定するようなパワーが機関投資家にあるとはいいがたい（詳しくは第2章で論じる）。

2-2 分析視角

以上のように、内部経営者の権力が強いにも関わらず、近年の株主配分の増加が生じている要因を解明するために、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、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、という点にあったことを明らかにする。

「所有と支配の分離」論争に照らせば、Herman(1981)によって1970年代までのアメリカにおける「経営者支配」は進んでいたことが解明されている。Berle and Meansは今後さらに進むであろう「経営者支配」を前提とした上で、株式会社は株主利益や経営者の自己利益追求のために行動するのではなく、「社会の様々な集団の多様な利害を平準化し」、「公共的政策の立場から所得の一部を割り当てる」³³⁾存在へと変わらなければならないという結論に達したのである。そして、そのためには単に経営者の良心に解決を委ねるのではなく、ニューディール政策を通じて、株式会社規制として実行されていった点が重要である。この点が従来論争において軽視されてきた側面で

³²⁾ これ以前のアメリカでは、取締役報酬は株主総会決議事項ではなかったため、機関投資家はこれを議決権等によってコントロールすることはできなかった。

³³⁾ Berle and Means(1932), pp.312-313, 訳 450 頁。

ある。すなわち、Berle and Means 説の根幹を株式会社の社会的規制と押さえることで、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」という形態をとり、これが各国の様相は異なりながらも、高度経済成長期の企業行動につながっていったのである。この枠組みが 1970 年代までの経済構造を形作ったのである（図・序—2「第 1 章」の箇所）。

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じた「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（図・序—2「第 2 章」の箇所）。

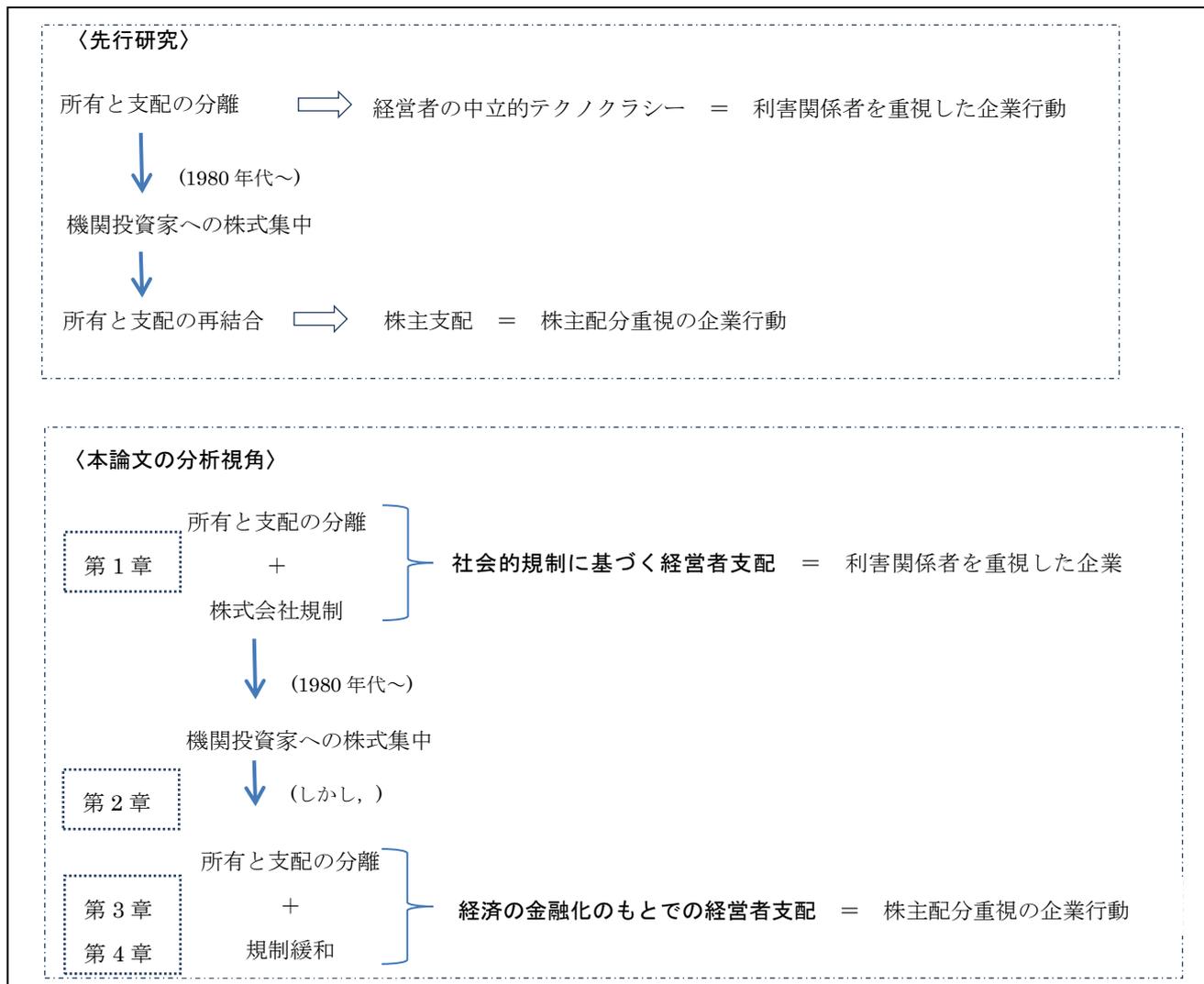
第三に、1980 年代以降のアメリカにおける株主配分を重視する企業行動への転換はなぜ生じたのか、という論点の解明である。この論点には、1970 年代のスタグフレーションを経て、経済の低成長と高インフレ、国際競争の激化を背景とした「蓄積危機」(Accumulation crisis) に直面し、この危機を打開するために行なわれた企業法制や金融市場に対する政府規制の撤廃³⁴⁾が大きく関連する。これ以降、経済規制の緩和によって経済の金融化 (financialization) が進み、M&A (Mergers and Acquisitions ; 企業の合併・買収) の増加と家計の資金を株式市場へと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利潤増大と企業の利益処分における株主配分の増加が生じたのである。

よって、機関投資家支配論が論じる、「機関投資家の持株比率増大⇒機関投資家による株主アクティビズムの活発化⇒企業経営における株主支配の確立⇒株主配分増大」という図式ではなく、「社会的規制に基づく経営者支配」=企業の利害関係者の力関係が社会的規制によって保たれていた時代から、「経済の金融化のもとでの経営者支配」=利害関係者（主に労働者）を犠牲にした上での株主配分の増加への転換と捉えることができる（図・序—2「第 3 章」の箇所）³⁵⁾。

³⁴⁾ Crotty(2005), p.77.

³⁵⁾ 企業理論において、「利害関係者 (Stakeholder)」という場合、広義には従業員や株主、金融機関、消費者、地域社会、地方自治体、政府など企業を取り巻くあらゆる主体を含む概念であるが、本論文においては、より狭い意味で使用される。すなわち、企業支配論における主要な主体である経営者、労働者、株主のことである。「利害関係者を犠牲にした上での」という表現は、本論文では主に労働者への影響（賃金切り下げやリストラなど）を意味するものとして使用する。よって、「利害関係者を重視した経営」から「利害関係者を犠牲にした上での株主配分の増加」ということは、いわゆるステークホルダー重視から株主価値重視という単純な意味での転換ではない。この

図・序-2 本論文の分析視角



(出所) 筆者作成

ここまでで、本論文における「社会的規制に基づく経営者支配」と「経済の金融化のもとでの経営者支配」(株主配分重視経営)という分析枠組みについて、まとめてお

転換の背景には、新自由主義によって労働運動が切り崩されることで労使の力関係が変わったという政治経済学的な意味が含まれている。例えば、株主価値重視経営が進んだ1980年代以降、アメリカにおいて労働組合の組織率が急落していくという現象は、非常に重要な意味がある。1950年代には米国の民間労働者の3分の1以上が労働組合に組織されていたが、2006年には組織率は実に8パーセント未満にまで下落した(Reich, 2008, pp.80-81, 訳108-110頁)。資本と賃労働における力関係を決定的に変化させたという点で、「shareholder valueは新たな階級闘争の形態」(Fligstein・Shin, 2007, p.421)なのである。

く。まず、前者の「社会的規制」であるが、これはニューディール以降の金融・資本市場、労働政策による規制を指す。第1章で論じるが、特に1933年の「全国産業復興法」(National Industrial Recovery Act; NIRA)、1935年「全国労働関係法」(National Labor Relations Act; NLRA、通称ワグナー法)、1935年の「社会保障法」(Social Security Act)、1938年「公正労働基準法」(Fair Labor Standards Act)などによって団体交渉を軸とした労使関係の確立や最低賃金制度が実現した。このような労働規制や労働組合による規制力の強化は、最高所得階層の税率(1960年代前半までは90%)や自社株買いの規制、ストック・オプション規制などの経済規制とともに、巨大株式会社規制とした機能した。このように、金融・経済規制だけではなく、労使関係などの非市場的規制も含んだものとしてニューディール以降のアメリカ経済の構造を「社会的規制」と表している³⁶⁾。

次に、後者のレーガン政権以降に進んだ経済の金融化を背景とした規制緩和であるが、これは主にM&Aの増加につながる独占禁止法の緩和や企業の投資優遇政策、そして最高所得税税率の引き下げ(70%→28%)、法人税率の引き下げ、ストック・オプションの優遇税制、自社株買いの規制緩和などの税制・金融規制の緩和を指す。そして、M&Aは企業のリストラクチャリングを加速させることで、労働組合に組織されていた労働者を減少させ、労使の力関係を資本優位に転換する。このことから労働条件の引き下げや最低賃金の据え置き(実質賃金でみた場合の低下)などが生じ、ニューディール以降に形成された「社会的規制」からの転換が起きるのである。

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³⁷⁾。

³⁶⁾ 「組織労働者の力の増大は、経営者が裁量できる範囲を制限した。これは、工場での人員配置レベルでの対立、生産ラインのスピードでの対立、職の安定性の団体交渉での対立に現れている」(Glyn, 2007, p.55, 訳 69頁)。

³⁷⁾ 従来は、アメリカと日本における株式所有構造や企業行動の違いが指摘されてきたが、先行研究では新自由主義政策以降(アメリカは1980年代以降、日本は2000年代以降)、どちらも株主支配に基づく企業行動に変化したという共通点が指摘されている。しかし、本論文では、規制緩和とM&Aの増加という経済構造を背景として株主配分が増えているという点に「共通性」を見いだしている。株主の所有構造や企業ガバナンスの違いは依然として存在するが、ここに「共通性」を見いだすという観点から、日本とアメリカを分析対象とした。

「日本再興戦略」(改訂 2014)の策定に向けた議論を検討すると、コーポレート・ガバナンス強化の目的は次の二点に集約できる³⁸⁾。第一に、企業の「選択と集中」を促進させるために M&A を活発化させることと、第二に外国企業の対日直接投資を増加させることである³⁹⁾。コーポレート・ガバナンスの強化とは、日本企業の「選択と集中」を促進させることで収益力を上げ、国際競争に勝っていくための規律付けであり、そのことを通して成長資金が対内直接投資を含めてグローバルな規模で株式市場に流入してくる、という構図を生み出すための政策なのである⁴⁰⁾。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。そのなかで、アメリカ同様に正規労働者の労働条件の引き下げ、非正規労働者の増加といった労働者の犠牲の上に株主配分が増加したことが明らかとなる。

以上の分析をとおして、現代資本主義における資本蓄積構造の一端を明らかにすることができる。1970 年代以降(日本においては 1990 年代以降)の企業利潤の低下と経済の低迷を打開するために、規制緩和が行われ、特に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(これが M&A の増加をもたらす)ことで分配様式の変化が生じる。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、

³⁸⁾ 以下、柴田(2014b), 147-148 頁参照。

³⁹⁾ 前者の論点については、例えば三木谷浩史氏はコーポレート・ガバナンス強化の必要性を述べた上で、「国内企業は、企業買収に対する防衛策を指向。欧米型のガバナンス導入には後ろ向きになっている」(「第 1 回産業競争力会議議事要旨」2013 年 1 月 23 日, 5 頁)と発言し、新浪剛史氏は「買収なり合併がしやすいような法制度に抜本的に見直すことがまず必要ではないか」(「産業競争力会議テーマ別会合」2013 年 3 月 6 日, 3 頁)と述べている。さらに谷垣禎一法務大臣は「産業の新陳代謝の促進というテーマでコーポレート・ガバナンスの強化が取り上げられている」(「第 4 回産業競争力会議議事要旨」2013 年 3 月 15 日, 5 頁)とコーポレート・ガバナンスと企業再編の関連について言及している。

後者の論点では、在日米商工会議所 (ACCJ) が「コーポレート・ガバナンスに関して、個人的には対日直接投資を拡大する上でも、国内の M&A を促進する上でも最も重要な分野だと思っている」(「対日直接投資に関する有識者懇談会(第 1 回)議事要旨」2014 年 2 月 27 日, 7 頁)と述べているように、アメリカ企業から見れば日本への直接投資拡大が目的である(詳しくは内閣府, 2014 参照)

⁴⁰⁾ 「日本再興戦略」(改訂 2014)では、コーポレート・ガバナンスの強化によって、先に触れたように経営者のマインドを変革し、「グローバル水準の ROE の達成等を一つの目安に、グローバル競争に打ち勝つ攻めの経営判断を後押しする仕組みを強化していくことが重要」である。そして、「特に、数年ぶりの好決算を実現した企業については、内部留保を貯め込むのではなく、新規の設備投資や、大胆な事業再編、M&A などに積極的に活用していくことが期待される」(同書, 4 頁)と明記され、日本版スチュワードシップコードの策定や社外取締役を選任しない企業に説明責任を課す会社法改正などが政策としてあげられている。会社法改正案は 2014 年 6 月に成立し、社外取締役選任について、“Comply or Explain”(原則を実施するか、実施しない場合にはその理由を説明するか)を求めることとなった。

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⁴¹⁾。

第3節 本論文の構成

本論文は、以下の4章から構成される。

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、ということを示す。これによって、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を指摘する。そして、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るという本論文の課題に対して、その基本的枠組みを示す。

第2章では、まず1980年代以降のアメリカ企業の株主配分の増加を確認する。配当総額や配当性向、自社株買いの動向を整理し、その上で機関投資家の持株比率が1980年代以降急速に増大し、株式市場における機関化が進んだことを明らかにする。そして、機関投資家支配論が論じる、株主の影響力の増大、すなわち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検討し、機関投資家の企業支配力は非常に限定されたものであることを明らかにする。このことを通じて、本章で企業支配における「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る。

41) なお「株主支配」への転換は生じていないという本論文の結論について、次の点を補足しておく。後に詳しくみるように、企業支配論における支配概念は巨大企業の経営者を誰が選出しているか、ということであった。つまり、株主が経営者を実質的に選んでいるかということや、経営者を更迭できるかどうかということに争点があった。さらに、それが巨大企業の内どのくらいの割合で存在するか、という点が重要である。例えば、代表的な研究である Berle and Means(1932)は、トップ200社のうち経営者支配企業が会社数の44%を占めているという数字をもって、アメリカ資本主義における「経営者支配」を論じたのである。すなわち、個々の事例においては株主による企業支配は確かに存在する。日本の事例でも、投資ファンド、スティーブル・パートナーズによるアデランス社の企業支配、事業再生ファンドフェニックス・キャピタルによるカイジョー事件、社会問題にまで発展した西武ホールディングス(HD)とアメリカの投資会社サーベラス・キャピタル・マネジメントとの対立など、投資ファンド(株主)による企業支配の事例は存在する。つまり、「株主支配」への転換が生じていない、という結論は決して個々の事例においても株主による支配が存在しないということの意味しないのである。詳しくは、野中ほか(2013)参照。

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する。まず、企業の蓄積危機の打開を目的に行われた規制緩和によって、1980年代以降 M&A ブームが起きたことを確認する。そして、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るようになったことを明らかにする。

そして、以上の株主配分重視の企業行動によって、労働者と CEO の所得格差拡大や失業と貧困の増加の関連を分析し、本論文の課題である「経済の金融化のもとでの経営者支配」（株主配分重視経営）への転換を明らかにする。

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する。2000年代以降の株主配分の増加を確認した上で、賃金の抑制・停滞を指摘する。そして、その背景にある日米財界の要請による 1990年代後半以降の企業法制の規制緩和と M&A の増加を明らかにし、企業が株価を高めることが至上命題となった背景について分析する。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ということが明らかになる。

終章では、本論文の結論と残された課題について論じる。

第1章 巨大株式会社の社会的規制の理論的根拠

—バーリ&ミーンズ説の再検討—

はじめに

機関投資家支配論（株主支配論）を批判的に検討するためには、企業支配論における「経営者支配」とは何か、ということの解明が必要である。経営者支配を単なる株式の分散による「所有と支配の分離」から生じると捉えると、再び株式が「集中」に転じれば、「所有と支配が再結合」し、所有者である株主支配が再び成立する、という論理展開となる。

しかし、ここで問題となるのは機関投資家への株式集中によってはたして所有と支配が再び一致したのかという論点（第2章で論じる）とともに、前半の「株式分散」が進むことで「所有と支配が分離」し、それに伴って「経営者支配」が確立するという論理展開の評価である。企業支配論争におけるこのような通説的理解が、株主支配への転換論の論理に深く影響していると考えられる¹⁾。結論を先取りすれば、企業支配論においてこれまで重視されてこなかったのは、「経営者支配」における企業行動を制約する意味での規制の問題である。企業支配論とは所有と支配をめぐる実証分析の側面のほかに、巨大株式会社の社会的規制をどのように論理づけるか、という論点が重要であった。そして、ニューディール期以降に形成された規制が緩和されることで、1980年代から企業行動に変化が生じたのである。

ニューディールにおける株式会社規制の理論的基礎となったのは、F.D.ローズヴェルト政権のブレインであった、バーリ&ミーンズ（Berle and Means）²⁾である。バー

¹⁾ 例えば、Agliettaは経営者の権力は株式分散に伴う所有と支配の分離と共存していたと述べている（Aglietta, 2000, p.149）。山田(2008)の次の主張も、同じ構図である。「経済理論においても、株式所有の分散化、所有と経営の分離、経営者の企業支配といった文脈のなかで提唱されたかつての経営者支配論（Berle and Means 1932）に代わって、新しい所有者支配論（株主支配論）ともいべきプリンシパル・エージェント理論が隆盛となった。かつてケインズが「非活動的階級」と見たものが、いまや「依頼人」へと姿を変えて、経済の表舞台に登場してきたのである。それと同時に経済理論上、企業はもはや共同体でも権力関係でもなく、「約束の束」へと解消されることになった」（山田, 2008, 98-99頁）。

²⁾ Geisst(2012)は、ブレイントラスト（brain trust）とウォールストリートの関係について次のように書いている。「ローズベルトはコロンビア大学の学者であるレイモン

リ&ミーンズは、その主著『近代株式会社と私有財産』（1932年）³⁾において、当時の非金融上位200の巨大株式会社を分析し、経済力の集中と株式所有の広範な分散を基礎として「所有と支配が分離」している経営者支配企業が多数を占めていることを明らかにした。さらに、この実証分析を理論分析につなげ、「所有と支配が分離」するほど発展した現代株式会社においては、一方で株主主権論が前提とする私有財産概念は変質し、株主を第一義的に考える統治は正当性を失うと述べ、他方では「支配者」として強大な権力を行使している経営者も、同じ論理によって正当性を持たないと主張した。そして、株式会社は株主利益や経営者の自己利益追求のために行動するのではなく、「社会の様々な集団の多様な利害を平準化し」、「公共的政策の立場から所得の一部を割り当てる」⁴⁾存在へと変わらなければならないという結論に達したのである。

このようなバーリ&ミーンズの議論は、当時の大恐慌下のアメリカ社会の政治的経済的状況を背景として、私有財産の擁護と国家による企業規制の正当化、という二つの課題に対応して提起されたものであり、単に経営者の良心に解決を委ねるのではなく、ニューディール政策を通じて、株式会社規制として実行されていった点が重要で

ド・モーリーやレクスフォード・タグウェル、アドルフ・バールの3名を助言者としていた。ニューヨーク・タイムズは彼ら3名を「ブレントラスト」と名づけた。ウォールストリートは、ローズベルトの助言者として政府による規制を支持する傾向にある学者が選ばれたことに不快感を抱いていた。共和党は「ジェファソンの原則」を基本に自由競争や州の権限を重視していたが、ローズベルトのブレントラストは独創的なニューディール政策を唱え、ウォールストリートをアメリカ資本主義の礎石ではなく悪意を持った勢力と捉えていた。」(Geisst, 2012, p.211, 訳 272-274 頁)。このようなバーリ&ミーンズ理論は、コーポレート・ガバナンス論、企業の社会的責任論の源流とされている。例えば、Moore and Reberieux(2010)、角野(2003)、菊池・平田編(2000)を参照。また、Moore(1983)はバーリ&ミーンズの研究を産業組織論の分野での最も重要な研究であると述べている。Moore(1983), pp.235-236.

³⁾ Berle and Means(1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Revised Edition (1991), Transaction Publishers (北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』, 文雅堂書店, 1958年)。同書における共著者の分担箇所は示されていないが、第1編は経済学者ミーンズによる実証研究がベースになっており、第2編以後はバーリの法律上の研究がベースになっている、と言われている(岩城, 1989, 249頁, 注2)。本稿ではこの点には立ち入らずに、『近代株式会社と私有財産』を一つの主張として捉え、その著者として、「バーリ&ミーンズ」または、「バーリとミーンズ」などの表記を用いる。また、バーリのその後の著書による主張の変移も本章の対象外である。

⁴⁾ Berle and Means(1932), pp.312-313, 訳 450頁。なお、2014年に新訳として森果訳『近代株式会社と私有財産』(北海道大学出版会)が出版された。バーリ・ミーンズ理論への関心の高さがうかがえる。本文中の引用は北島訳の頁数を併記したが、引用した訳文は北島訳や森果訳のほか、川端(1990)や瀬川(1991)、正木久司氏の一連のバーリ研究の訳文を参照した。直接参照した訳文については併記した。また、引用文中の(…)は省略を表す。

ある⁵⁾。

しかし、冒頭で述べたとおり企業支配をめぐる論争は、上記のような「いかに株式会社を規制するか」という本質的な論点を看過して展開されてきた。バーリ&ミーンズをめぐる論争は、次の二点に集約される⁶⁾。第一の論点は、「経営者支配成立の論証」の問題であり、これは「誰が会社を支配しているか」という会社支配論の論点である。そして、第二の論点は、「経営者支配成立による資本主義の変貌」という論点である。これは、「所有と支配」が分離した場合、経営者は今までのように所有者のための利潤最大化という制約から解放され、「中立的テクノクラシー」として、企業の利害関係者に配慮した経営を行うようになるという論点であり、「所有と支配の分離」と「経営者の中立的テクノクラシー」命題との関連に議論が集中した。論争点は経営者支配成立によって、経営者が「中立的テクノクラシー」となるか否かであり⁷⁾、どちらの立

⁵⁾ ニューディール政策として念頭においているのは、次の金融・資本市場、労働政策である。すなわち、①緊急銀行法 (Emergency Banking Act, 1933年3月9日)、②証券法 (Securities Act, 1933年5月)、③1933年銀行法 (Banking Act of 1933 [Glass-Steagall Banking Act] 1933年6月)、証券取引法 (Securities Exchange Act, 1934年6月)、④1935年銀行法 (Banking Act of 1935, 1935年8月)、⑤公共事業持株会社法 (Public Utility Holding Company Act of 1935, 1935年8月)。⑥全国産業復興法 (National Industrial Recovery Act, NIRA)。例えば、「証券法」によって、「連邦政府は、はじめて、証券取引所に対して規制力をもつに至った。」楠井(2005), 88-89頁, 及び170頁(注19)。

⁶⁾ 村田(1972), i頁。海外におけるバーリ&ミーンズの議論をまとめたものとしては、フーバー研究所の主催のもと『近代株式会社と私有財産』の発刊50周年を記念して開催されたコンファレンスの議論が掲載されている *The journal of Law and Economics*, 1983, Vol26, issue2 が参考になる。

⁷⁾ 例えば、「組織の経済学」の代表的論者である Milgrom and Roberts(1992)はエージェンシー理論の立場から、バーリ&ミーンズ理論を「経営者のモラルハザード」に重点を置いて解説し、「所有と支配の分離」によって、経営者は株主利益に反する行動をとるようになる、という点を強調する (Milgrom and Roberts, 1992, p.181, 訳197頁)。また、「所有と支配の分離」論争においてバーリ&ミーンズの議論を発展させたと評価される Herman(1981)は、バーリ&ミーンズの「所有と支配の分離」の分析は高く評価しながら、「経営者の中立的テクノクラシー」論に対しては、「厳密な分析というよりはむしろイデオロギー的立場の表明にすぎない」(Herman, 1981, p.258)という評価を下している (Ibid., pp.257-264 を参照)。さらに、日本の代表的研究である藻利(1984)は、「経営官僚独善主義を排撃することからただちに経営自主体論(中立的テクノクラシーのこと-引用者)へ突進する彼らの論理はあまりにも単純であり、素朴であって、そこにはきわめて多くの論理的飛躍のあることが注意されなければならない。そしてもっとも大切なことは、支配者(この場合それは経営者にほかならない)が社会 (community) の要求に率直に承服し、社会的責務を自覚することとなる過程の分析が全然欠如しており、このような事態を成立させることとなったとする論拠がまったく見いだされないことである」と論じている (藻利, 1984, 102頁)。雲嶋(1963)もバーリ・ミーンズの主張を「たんに彼等の主観的価値判断にもとづくもの」(雲嶋,

場の論者もバーリ&ミーンズが「所有と支配の分離」によって経営者は中立的な分配行動をとるようになる、と理解している点では共通の特徴がある。このような前提に立つと、再び株式が集中されれば、「所有と支配」が一致し、経営者は所有者のために行動しなくてはならず、「経営者支配」は終焉を迎えるということになる。

しかし、以上のような把握はバーリ&ミーンズ理論そのものを正確に捉え切れていないのではないかと、というのが本章の問題意識である。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⁸⁾、ということをも主張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、という論点にあるのである。

よって、本章の課題は、バーリ&ミーンズ『近代株式会社と私有財産』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り、そのための規制と合わせて「経営者支配」を論じていたことを明らかにすることである。これによって、1930年代以降の企業経営のあり方は、単なる「所有と支配の分離」にもとづく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。

本章の構成は次のとおりである。まず第1節において、議論の前提ともなる『近代株式会社と私有財産』成立時の歴史的背景と彼らの執筆動機を見る。次に第2節において、「所有と支配の分離」論の論理構造を確認し、そして第3節で、バーリ&ミーン

1963, 262頁)とし、「彼等は、支配者が『社会全体の利益』のために企業を運営する必然性を論証することはできなかつたし、また資本主義企業が果たして彼等の主張する如く、単純に営利原則を放棄するものであるか否かについてはなお問題が存するであろう。」(雲嶋, 1963, 263-264頁)と主張する。しかし、後に見るようにバーリ・ミーンズは資本主義企業が「単純に営利原則を放棄するものである」などということは議論していない。

⁸⁾ 「バーリとミーンズによれば、このような『巨大株式会社の「支配」は純粹に中立的テクノクラシー (pure neutral technocracy) へと発展し、公共政策 (public policy) の立場に立って』, その機能を遂行するようになっていく」(強調は引用者。中村, 1985, 36頁)。ここではまさに「所有と支配の分離」によって、経営者は「中立的なテクノクラシー」に自動的にようになっていくという解釈が行なわれている。

ズが経営者に対して「中立的テクノクラシー」という性格規定を与える論拠を示す。むすびにおいてバーリ&ミーンズ理論の意義と残された課題について触れる。

第1節 『近代株式会社と私有財産』の歴史的背景とバーリ・ミーンズの執筆動機

バーリについての詳細な経歴⁹⁾はすでに多く語られているが本章の論点に関わって重要なのは次の点である。すなわち、『近代株式会社と私有財産』は大恐慌の衝撃の後、ニューディールを掲げてローズヴェルトが大統領選挙を闘っていた1932年に公刊されたことから考えて、大恐慌とニューディールを直接に反映している点に大きな特徴がある¹⁰⁾。バーリは、ローズヴェルトが大統領になる前から私的に組織していたニューディールの直接の立案者である顧問集団、ブレントラストの一員であった（「ミーンズも初めは農務省の、続いて国家資源委員会のスタッフとして活躍した」¹¹⁾）。バーリとミーンズによる執筆動機から、彼らの議論の全体像を確認しておこう。

「革命といっても、それがずっと進行するまで認識されないのが、多くの静かな革命の本性である。いわゆる『産業革命』がまさにそれであるが、われわれがいま経過しつつある株式会社革命（the corporate revolution）もそのひとつにほかならない。

わが国産業の富のおそらく3分の2が、個人による所有から、巨大なそして広く人々の資金を集めてなった株式会社による所有に移ったことは、財産所有者の生活、労働者の生活、財産保有の諸方策を、根底的に変えている。この過程の結果である所有の支配からの分離（The divorce of ownership from control）は、ほとんど必然的に、社会の経済組織の新しい形態を伴う。（…）

巨大株式会社を制度として受け入れ（なければならず）、それを人間社会の制度のひとつとして研究する以上、われわれはそれの財産への影響、労働者への影響、株式会社が生産し供給する財とサービスを消費・使用する個人への影響に、考察をめぐらす必要がある。これは終生をかけての仕事である。いま供する一冊は、

⁹⁾ 代表的なものとして、正木・角野(1989)。また当時の状況として、Bakan(2004), Ch.4, 『近代株式会社と私有財産』序文, シュレジンガー (1962), シュレジンガー (1963), 新川編(1973), が参考になる。

¹⁰⁾ Geisst(2012), Ch.7, 宮崎(1978), 41頁。

¹¹⁾ 川端(1990), 87頁。

主にそのうちから、株式会社が財産にたいして及ぼす関係に手をつけようとしたものである。

こうした諸問題を考察する場合、株式会社が最終的に国家とどういう関係を取り結ぶかという問題が、まだ残っている。株式会社は国家をやがて支配するのか、それとも国家によって規制されるのか。あるいは両者は相対的に関係を薄めつつ共存することになるのか。言いかえれば、社会の政治的な組織と社会の経済的な組織とは、どちらが優勢な形態となるか。この問いは、ずっと先まで未解決のまま残るであろう難しい問題である。」¹²⁾

以上の引用から彼らの問題意識として次の三点を挙げることができる。第一に、現在進行しつつある「株式会社革命」なるものは、かつての「産業革命」と同様に社会経済体制を巻き込んだ大きな変革であるということである。産業上の富の3分の2が個人所有の形態から株式会社という企業形態の所有に移行することで、もはや株式会社は私的企業がとる企業形態の一手段というよりは、人間の一つの「制度」¹³⁾として分析されるべきものとなったのである。第二に、その一つの「制度」となった巨大株式会社体制への移行は、「財産所有者や労働者の生活、そして財産保有の方法」に決定的な変化をもたらすということである。そしてその過程の結果から生じる「所有の支配からの分離」は必然的に、社会経済組織に新しい様式を持込むこととなる。そして、株式会社制度が与える様々な影響のなかで、『近代株式会社と私有財産』においては株式会社が財産に対して与える影響を解明する。第三に、巨大な規模に達した私的株式会社と国家とは今後どのような関係にあるのか、という問題提起である。

生産力発展の必然的現象としての近代株式会社の発展を、社会経済体制の変化の物質的基礎として論じるということは重要な点であるといえる。また、世界恐慌の情勢下において、私有財産の擁護と国家による会社統制の当否という差し迫った政治的、経済的論争点がニューディーラーとしての彼らの議論に色濃く反映することとなるということも見落としてはならない点である。以上を踏まえ、彼らの論理構造を見ていく。

¹²⁾ Berle and Means(1932), pp. liii-liv, 訳 4-5 頁, 森果訳, iii-iv 頁。

¹³⁾ 株式会社を一つの「制度」として捉えるという論理的方法はソースタイン・ヴェブレン (Thorestein Veblen) 以来の制度学派に固有のものである (宮崎, 1978, 52 頁)。「株式会社の勃興について、ある一人の説明者は、株式会社は『文明の主役』になったと観察した」(Berle and Means, 1932, p.4, 訳 2 頁) としてバーリとミーンズは冒頭でヴェブレンを挙げている。

第2節 「経営者支配論」の論理構造

2-1 株式会社への経済力の集中と株式所有権の分散

バーリとミーンズは、「株式会社制度には、富を絶えず大きくなっていく諸集合体へと引き寄せるのと同時に、支配をますます少数の人々の掌中に手渡すような求心力が存在する」¹⁴⁾として、株式会社の発展によって、経済力が大会社に集中しつつあることを多くの指標を用いて述べている。例えば、1929年時点での資産額から見た非金融上位200社を抽出すると、全会社中わずか0.07%にすぎないこの200社が、会社資産全体の富において占める割合では49.2%とほぼ半分を支配している。また国富に占める上位200社の富の割合は22.0%、事業用富¹⁵⁾に占める割合は38.0%と、その富の集中、経済力の集中は著しいものがある¹⁶⁾。「結論すれば、このようにして、要するに、9000万ドルまたはそれ以上の資産額を擁する大会社は、アメリカ全産業とはいかないまでも、最も重要な諸産業部門を支配するにいたった」のである¹⁷⁾。

そして、経済力の集中は同時に株式所有権の分散過程でもあった。「この経済力の集中にともなって、これから生じたものであり、かつこれを可能ならしめたものとして、株式所有権の分散がやってきた。(…)人々の憶測するように、株式分散の過程は、諸大会社に於いてこそ最も深く進んでいる」¹⁸⁾。例えば、最も大規模な鉄道会社であるペンシルベニア鉄道会社の最大株主の株式所有率は、全体の0.34%であり、同じく最大規模の公益事業である電話電信会社と、最大規模の産業会社である合衆国製鋼会社

¹⁴⁾ Ibid., p.18, 訳 22 頁。以下の「経営者支配の論理構造」については、川端(1990)、佐久間(2003)、貞松(1994)、瀬川(1991)、正木(1983)、正木・角野(1989)、宮崎(1978)を参照している。

¹⁵⁾ 彼らによれば、「少なくとも78%、つまり、アメリカにおける事業用富の殆ど大部分が、株式会社の富」である (Berle and Means, 1932, p.32, 訳 39 頁)。

¹⁶⁾ 正木(1983), 52 頁。

¹⁷⁾ Berle and Means(1932), p.44, 訳 54 頁。1898年から20世紀初頭にかけて、第1次M&Aブームと呼ばれる米国で大規模な企業合併運動が起こった。この所産として、鉄道・鉄鋼・化学・石油等基幹産業部門にビックビジネスがあいついで誕生し、自由競争の段階から独占の段階に移ったのである。そして、1920年代には、第2次M&Aブームが起こり電力・電話・石油・化学・自動車・非鉄金属等の産業部門が発展し、こうした中で1920年代後半には当時史上未曾有といわれた証券ブームが起こり、それを背景に大規模な合併ブームが展開した。バーリ&ミーンズの分析した時代は第1次M&Aブームを経て独占が形成され、さらに証券ブームを背景とした第2次M&Aブームの展開を見た時代であった。松井(1991), 75-82 頁。

¹⁸⁾ Berle and Means(1932), p.47, 訳 61 頁。

における最大株主の全体に占める株式所有率は、それぞれ 0.7%と 0.9%にすぎない。従って、「これらの会社では、全所有権について、その重要な割合を一人で所有する個人は存在しない」¹⁹⁾のである。さらに、バーリとミーンズは株主数などの数値が入手可能な他の多くの会社でも、最大株主の株式所有量はいずれも 3%にも満たないことを示している²⁰⁾。

また、最大株主の持株比率低下とともに見ておくべきデータは、株主数の増大である。すなわち、「全株式会社の株主の概算総数は、1900年の400万人から、1928年の約1800万人へと、まったく急速に増大してきている」。バーリとミーンズによればこれらの事実は、「株式の分散が継続的過程であること」²¹⁾を示し、先に見た経済力の集中とともに、「こうして、われわれは、産業単位の規模の増大と平行して、産業単位の所有権の分散がやってきた、と結論しなければならない」とするのである²²⁾。

2-2 所有と支配の分離

では、「経済力の集中」と「株式所有の分散」からどのようにして、支配に新たな展開が生じることになるのか。

まず経済力の集中により、「この大集合体では多数の労働者と、無数の個人に帰属する莫大な財産とが、株式会社機構を通じて、統一された支配と管理のもとでひとつの生産組織体に結合され」²³⁾ることになる。それゆえにこれは次のことを意味する。

「生産が盲目的な経済諸力によって統御される社会が、ひとにぎりの個人の終局的支配下で生産が行われるような社会にとってかえられつつある。巨大会社を支配する少数の人々の手中にある経済力は巨大な力である。その力は、大部分の人々を害することも、益することもでき、(…), ある社会には繁栄をもたらすこともできる。このような人々が支配する諸組織は、私的企業の領域をはるかに超えるものとなった。—即ち、これらの諸組織は、ほとんど社会的機関 (social institutions) となったのである」²⁴⁾。

そして、経済力の集中とともに生じた株式所有権の分散を経て、「財産の変革」が論じられる。「このこと (株式所有権の分散—引用者) は次に、富の性格に本質的な変化

¹⁹⁾ Ibid., p.47, 訳 61 頁。

²⁰⁾ Ibid., p.48, 訳 62-63 頁。

²¹⁾ Ibid., pp.53-54, 訳 68 頁。

²²⁾ Ibid., p.64, 訳 83 頁。

²³⁾ Ibid., p.4, 訳 3 頁。

²⁴⁾ Ibid., p.46, 訳 56 頁, 川端(1990), 88 頁訳文参照。。

—個人と彼の富との関係、および富の価値と財産それ自身の本質に関する変化—をもたらした」²⁵⁾。そして、株式会社制度では、「産業的富の所有者は、所有権の単なる象徴 (symbol) を手にするに過ぎず、一方、その力、つまり、過去には所有権の不可分な部分であった責任や実体は、その手に支配力を握った人々からなる別の集団に移行される」²⁶⁾のである。

これがバーリ&ミーンズの立論の土台である。株式会社制度の発展は、無数の個人の富を巨大な規模で集中し、さらにこの富に対する支配が統一された指揮のもとにおかれるようになったことを意味する。また、支配的大株主の減少や株主数の増大という株式所有権の分散によって、株主は「所有権の単なる象徴を手にする」存在になる。すなわち、株主の権利である「自益権」(利益請求権のこと)と「共益権」(会社の支配権のこと)のうち、株主は前者の権利は持っているが、所有権の不可分な機能であった支配は別の主体に分離することを意味するのである。

2-3 「法律的支配」から「事後的支配」へ

すでに見てきたように、経済力の集中は、同時にその組織に統一的な支配力をも集中することを意味し、また株式の広範な分散による支配的大株主の減少は、所有権の不可分の機能であった支配を別の主体に移しつつある。このような現象についてバーリとミーンズは分析を進め、次のように株式会社の「支配」を定義する。

「わずかな支配力しか持たない富の所有権、また、わずかな所有権しか持たない富の支配ということは、株式会社発展の論理的所産であるように思われる。

この機能の分離は、支配を、一方、所有権から分離し、他方、経営から分離した何物かとしてわれわれに知らしめる。(…)会社の諸活動に関する指揮は取締役会を通じて行われるので、實際上、支配は、取締役会を選出する法律的権利を動員する—つまり、直接にまたは法律的手段を通じて議決権の過半数を統御するか、あるいは取締役会の選出に影響を与える圧力を動かすか、によって、取締役会(または過半数の取締役)を選出する実際の権力 (actual power) を持った個人、または、集団の手中に存すると言い得る」²⁷⁾。

このように、支配は所有から分離してきたものであり、「以前には所有の単なる一機能とされていた」が、「今では別個の(…)分離可能な要素」となったものであり、こ

²⁵⁾ Berle and Means(1932), p.47, 訳 61 頁, 正木(1989), 250 頁訳文参照。

²⁶⁾ Berle and Means(1932), p.65, 訳 85-86 頁。

²⁷⁾ Ibid., p.66, 訳 88-89 頁。

の分離は株式会社制度により実現されてきたものである²⁸⁾。以上見たように、「支配」とは、会社の諸活動の指揮機関である「取締役会（または過半数の取締役）を選出する実権」を保有することであり、その支配力を行使する方法は、「取締役会を選出する法律権を動員するか、あるいは取締役会の選出に影響を与える圧力を動かす」こととして規定されるのである。

バーリ&ミーンズによれば、これまで支配は法律的にのみ規定されてきた。しかし株式会社制度が出現し、それが近代的機構として発展してくると、議決権の過半数確保という「法律的支配」(legal control)だけでは捉えきれない大会社の支配状況が現われる。すなわち、「典型的な大会社では、支配は法律上の地位に依存していない。こうした諸大会社での支配は事実上(factual)のそれであることが多く、所有権の大きさ、経営参加、または、企業の指揮に必要な外部環境によって確保された戦略的地位(strategic position)に基づいている」²⁹⁾のであるから、「法律的手段」に対して「事実的支配」(factual control)をも考慮する必要があるのである³⁰⁾。では次に、このような支配概念を基準とした、支配形態の分類とその実証結果を検討する。

2-4 経営者支配の実証分析

バーリ&ミーンズは、支配形態を「法律的支配」と「事実的支配」として大別し、それをさらに5つの支配形態に分類している³¹⁾。

まず、「法律的支配」として、(1) 私的所有支配(完全所有支配)―特定の個人または集団が、株式の80%あるいはそれ以上を所有している場合。(2) 過半数持株支配による支配―特定の個人または集団が過半数持株をし、支配に関する法律権、特に取締役を選出する権限を有する場合。(3) 法律的手段方法による支配―特定の個人または集団による過半数持株はないものの、ピラミッド型支配、無議決権株式の利用および議決権信託の組織化などの方法によって過半数持株支配となっている場合、の3つを挙げている。

次に、法律外のもので実際上の基礎に立つ「事実的支配」として、(4) 少数持株支配―特定の個人または集団が、50%未満、20%以上の株式所有であるが、取締役会の

²⁸⁾ Ibid., p.111, 訳 143 頁, 貞松(1994), 12 頁。

²⁹⁾ Berle and Means(1932), p.74, 訳 100 頁。

³⁰⁾ 以上, 貞松(1994), 12-13 頁参照。

³¹⁾ Berle and Means(1932), pp.66-111, 訳 88-145 頁。以下の5つの支配形態の分類は, 正木(1989), 53-54 頁, 貞松(1994), 13-15 頁を参照している。

選出の際、議決権の過半数を確保するために彼らの少数持株を基礎として一般株主から委任状を動員しえている場合。(5) 経営者支配—株式があまりにも広く分散しているので、会社の諸活動を支配するのに十分な株式数を持つ特定の個人または集団が存在せず、支配は委任状収集を通して実質的に取締役を選出しようする立場にある経営者の手中にある場合、の2つを挙げている。

以上の分類方法によって、彼らは1929年のアメリカ非金融200大会社に「所有と支配の分離」がどの程度見られるかの実証分析を行い、その結果は会社数の44%、会社の富の58%が「経営者支配」になっているというものであった³²⁾。

「これら諸会社の大部分では、支配を掌握している人々は、もはや、支配的所有者達ではない。いなむしろ、支配的所有者達などは存在しない。支配は、ほとんど所有権とは関係なしに維持されている」³³⁾。

以上において、バーリ&ミーンズが「経営者支配」をどのように立証してきたかを見てきた。株式会社への経済力の集中とそれに伴う株式所有権の分散から、資本の集中とともに支配の集中も生じることとなる。そして、このような機構は、株式会社が巨大化していくなかで、最大株主もその持株比率の低下によって企業に対する支配力を失うこととなる。すなわち、「取締役会（または過半数の取締役）を選出する実質的権限」が、「法律的」に規定されたものから、委任状、無議決権株式、議決権信託などの手段も通して、徐々に経営者の手による「事後的」なものに移っていく、ということがその論理展開であった。言いかえるならば、「所有と支配の分離」とは、法律的に株主に与えられていた諸権限が縮小化・形骸化していき、その分だけ逆に経営者の権限が拡大していくというものである³⁴⁾。

³²⁾ バーリ&ミーンズの「所有と支配の分離」にもとづく経営者支配の分析は、このように決して大多数の企業で見られた現象ではない。しかし、彼らはこの傾向が資本主義の発展の上で今後も続くと考えていたのであり、だからこそこの前半部分だけで「経営者支配」を論じるのは不十分である。後半の企業規制とセットである「経営者の中立的テクノクラシー」命題と合わせて「経営者支配」が検討されなければならない。なお、バーリ&ミーンズよりもより厳格な基準で「所有と支配の分離」を論じたHerman(1981)によれば、1974年時点で非金融の200大会社の82.5%が経営者支配(究極的支配)であった。

³³⁾ Berle and Means(1932), pp.110-111, 訳 142 頁。

³⁴⁾ 以上、瀬川(1991), 88 頁, 正木・角野(1989), 250 頁参照。

第3節 経営者の「中立的テクノクラシー命題」の理論的根拠

第2節で確認した経営者支配型株式会社の増加は、アメリカの社会・経済構造、とりわけ「財産所有者」に対してどのような影響をもたらすのか。所有者から経営者への「支配主体」の単なる移行という論理だけでは、経営者に対して彼らのいう「中立的テクノクラシー」という性格規定を与えることはできない³⁵⁾。なぜなら、取締役会に集中された支配の諸権限は、その支配者（経営者）の利害のために利用されるということを排除するものではないからである。つまり、「株式会社の運営において、支配集団は、たとえ自分たちが大量の株式を所有していても、会社のために利潤を作り出すよりも、会社を犠牲にして利潤を得た方が、より自らの懐を肥やすことができる」³⁶⁾とも言えるのである。このように、「所有と支配の分離」を基礎にして、さらなる論理展開が必要である。本節では、バーリ&ミーンズが経営者に対して「中立的テクノクラシー」という規定を与える根拠について検討する。

3-1 「財産の伝統的論理」の破綻—株主主権論批判

バーリ&ミーンズはまず、株式会社の利潤は誰に帰属するべきか、という問題の検討からはじめる。彼らのいう法律学の伝統的論理である「財産の伝統的論理」によれば、「株式会社はその所有者たち、すなわち、株主たちの利益のために運営されねばならず、また、配分される利潤はすべて彼らの手に渡るべきだとするのが伝統的」³⁷⁾である。しかし、「所有と支配の分離」によって、今では経営者が自分たちの懐へ利潤を流し込む力を持つ可能性が生じている。つまり、「今では、会社が専ら株主たちの利益のために運営されるということについては、もはや何らの確実性も存在しなくなった」³⁸⁾のである。とはいえ、「財産の伝統的論理」はこの新しい事態に対し、次のように説明する。すなわち、株式会社は単に個人の財産が他の個人によって運営されている一つの機構なのであり、経営者の諸権限は絶対的なものではなく、株主から「信託」されたものに過ぎない。よって、株式会社の経営者は代理人(agents)や受託者(trustees)などと同じ地位を占めるものとして捉えるべきであり、株式会社の利潤は、「法律に関

³⁵⁾ 瀬川(1991), 89頁。

³⁶⁾ Berle and Means(1932), p.114, 訳 150-151頁。

³⁷⁾ Ibid., p.293, 訳 423頁。

³⁸⁾ Ibid.

する限りは、全体としての証券所有者に属するものである」³⁹⁾。

この記述や後に見るバーリによる経営者による私的利益追求の問題点、そしてバーリ・ドッド論争での主張などからバーリは株主主権論を支持する議論を行なったという研究がある⁴⁰⁾。しかし、バーリ&ミーンズは経営者を単に「代理人」や「受託者」として捉えることで、株式会社は株主のものであるとする「財産の伝統的論理」に対して、はたしてこれで「正当化できる (justified) であろうか」と疑問を提起する。なぜなら、かつて所有者が持っていた二つの特性、すなわち、「第一に、利潤追求企業体に前もって集積された富の危険を冒すことと、第二に、その企業の究極的経営と責任とを担うこと」⁴¹⁾のうち、前者は株主に残ったものの、後者は経営者に属するようになったからである。「株主は資本の提供者となり、純粹にして、単純な資本リスクの負担者となった」のであり、「一方、経営に対する究極的な責任と権威は取締役及び支配者である経営者によってなされている」のである。つまり、「所有権についての伝統的特質が株主に付随し、他の特質が会社支配に付随している」⁴²⁾。このように、株主の財産はかつての財産から変質したのであり、「財産の伝統的論理」を適用して経営者を単に株主の「代理人」や「受託者」として捉えるだけでは不十分なのである⁴³⁾。ここにバーリ&ミーンズが提起した問題がある。「財産の伝統的論理」を適用できないがゆえに、バーリ&ミーンズは株式会社が所有者の私的利益のみを追求することは正当化できない、と論じるのである。

このように「財産の伝統的論理」をそのまま適用できない事態を受けて、バーリ&ミーンズはすでに述べてきた経済力の集中や「所有と支配の分離」などの論理展開を踏まえ、「私有財産」や「富」という伝統的概念の再構成を行ない、近代株式会社を分析する際の新しい論理を示す⁴⁴⁾。

³⁹⁾ 以上、Ibid., pp.293-297, 訳 424-429 頁。

⁴⁰⁾ 例えば先に触れた Milgrom and Roberts(1992)や Fisch(2006), Stout(2002), 日本の論者では小佐野(2001)などがある。論争の紹介は大塚(2011)参照。

⁴¹⁾ Berle and Means(1932), p.297, 訳 429 頁。

⁴²⁾ Ibid.

⁴³⁾ バーリ&ミーンズはさらに利潤は誰に帰属するか、という問題を経済学における「利潤の伝統的論理」に照らして考察し、「もし利潤が所有者及び支配者に分配されねばならないとすれば、資本に対する公正な報酬だけが『所有者』に対して分配され、他方、残余は最も効果的な究極的経営に対する誘因として支配者に分配されなければならない。」(Ibid., p.302, 訳 435 頁)と結論する。このように、「利潤の伝統的論理」からは「財産の伝統的論理」と同様に利潤は誰に帰属するかということを説明することはできない。

⁴⁴⁾ ただし、バーリ&ミーンズが「破綻した」とした「伝統的論理」は、古典派の労働価値論とは別のものであることは注意すべきである。この点、宮崎氏によってすでに

バーリ&ミーンズはまず「私有財産」を取り上げ、この論理はアダム・スミス以来、所有権と支配が結合されたものであるという想定がなされてきたと論じる。しかし、「所有と支配が分離」した近代株式会社において、「私有財産」は株主と経営者の間での会社資産に対するそれぞれの所有・支配関係に対応して、「消極的財産」と「積極的財産」として次のように定義される。

「消極的財産 (passive property) —特に、株式と社債—は、その所有者に企業についてある利害関係をもたせるが、実際には企業についての支配はあたえず、また何の責任も含んでいない。積極的財産 (active property) —設備、暖簾、組織などの現実の企業を作り上げているもの—は、諸個人によって支配され、こうした諸個人は、大抵の場合、企業のほんの少しの所有権しかもたない」⁴⁵⁾。

消極的財産及び積極的財産が同一の個人あるいは集団に属するとき、「我々は過去の経済学者によって考えられていたような私有財産をもっている」といえるが、今日においてこれは「分離」している。よって、「近代株式会社を取扱う場合に、われわれは旧式の私有財産を取扱っているのではないということは明らかである。近代経済についてわれわれが述べるときには、これが準公的会社 (the quasi-public corporation) を取扱う限りにおいて、財産についての二形態、つまり、その大部分が別個の掌中にある積極的、消極的の二財産形態でなされねばならないのである」⁴⁶⁾。

同じように「富」という概念も変化し、分割されてきた。アダム・スミスにとっては、「富」は物的単位である有形財—小麦、建物、土地、建物、船舶、商品など—からなっていたが、近代株式会社に関しては、2つの根本的に異なる型が存在している。「消極的財産の所有者、即ち株主にとっては、富は有形材—工場、鉄道の駅、機械—からなるのではなく、市場価値を有する一塊の期待からなっている。これは、これを所有していれば、所有者に所得をもたらし、これを市場で売却すれば、ある別の形態をもった富を得る権利を与えてくれる」。また、「積極的財産の所有者—「支配者」—にとっての富は、その大部分が有形財の組織関係や機能している労働者組織の存在、そして機能している一連の消費者の存在によって価値が構成されている大企業を意味する」。つまり、「一方の消極的富は—流動的で、非人格的で、何らの責任をも伴わず、

指摘されている。「アダム・スミスの『伝統的論理』として理解されている内容は、実はマーシャルなどによって通俗化されたものであり、いわばその科学的真髄とも言うべき労働価値説を、創意価値説とでも言うべきものに置きかえていることに注意する必要がある」宮崎(1978), 51頁, 注(7)。

⁴⁵⁾ Berle and Means(1932), p.304, 訳 439頁。

⁴⁶⁾ Ibid., p.305, 訳 439-440頁。

市場で評価された価値によって、常に人の手から手へと譲渡される。他方の積極的富は—その証券所有者、労働者、消費者に有機体としての生命を依存するものであり、特にその主要動起たる『支配者』に依存する大規模な機能組織である」⁴⁷⁾。

以上のように、「所有と支配が分離」した近代株式会社において、私有財産は次のように分割されている。すなわち、「消極的財産」は、所有権が本来持っていた二つの機能のなかの一つである「企業に利害関係をもつ機能」を内容としたものであり、これは株主が所有している。他方、「積極的財産」は現実に機能している「株式会社企業」そのものであり、これは経営者が「支配」しているのである。株式会社における擬制資本と現実資本とへの「資本所有の二重化」と呼ばれているものがバーリ & ミーンズにおいては「消極的財産」と「積極的財産」として捉えられているのである。

3-2 経営者支配の正当性批判

バーリ & ミーンズは以上のように私有財産を株主が所有する「消極的財産」と経営者が支配する「積極的財産」として再構成した上で、株式会社は誰の利益のために運営されるべきかという問題を次のように論じる。

「一方において、消極的財産の所有者たちは、積極的財産に対する支配と責任を放棄することによって、株式会社が彼らの利益のためだけに運営されるべきであるという権利を放棄したのである。すなわち、厳格な財産権の理論 (the doctrine of strict property rights) に含意されているものが許す限りで、消極的財産の所有者たちは、社会 (community) がこうした所有者たちの利益を守らねばならないという義務からわれわれを解放したのである。同時に、企業権力の拡大という手段によって、支配集団は、株式会社が消極的財産の所有者の便益のためだけに運営されねばならないという伝統の関門を支配者集団自身の利益のために突破した。しかしながら、消極的財産の所有者のためだけの利益とすることを取り除くことは、必然的に、新たな権力がその支配集団の利益のために使用されるべきであるという二者択一的要求の基礎となるものではない。後者は、これらの権力がそのように用いられるべきであるとする前提の納得されるような弁護を (…) 提示してはいないのである。また、どんな伝統もこの前提を支持してはいない。」⁴⁸⁾。

⁴⁷⁾ 以上, Ibid., pp.305-306, 訳 440-441 頁。バーリ & ミーンズはこの他に、「私企業」、「個人の創意」、「利潤動機」、「競争」という諸概念を取り上げそれぞれ検討している。

⁴⁸⁾ Ibid., pp.311-312, 訳 448-449 頁, 瀬川(1991), 89 頁参照。

第一に、「厳格な財産権の理論」に照らせば、消極的財産の所有者（株主）のために株式会社は運営されるべきだという主張は正当性を失った、とバーリ&ミーンズは論じる。言い換えれば株式会社は株主のものである、という根拠は崩れたのである。ここにバーリ&ミーンズの独自性がある。なぜなら、「厳格な財産権の理論」を適用するということは、彼らの分析の基礎には株主主権論があるのであり、株主主権論から出発しながら「所有と支配の分離」段階では株主は「消極的財産」の所有者となるという分析を行い、株式会社は株主のものであるということを最終的に否定するというのがバーリ&ミーンズの論理展開である⁴⁹⁾。

第二に、バーリ&ミーンズはここで積極的財産の支配者（経営者）のために株式会社が運営されるべきであるということを正当化する理論も未だ存在していない、と論じている。株式会社は株主の利益のために運営されるべきであるという論理を否定することから、ただちに支配者（経営者）の利益のために運営されるべきであるという論理を引き出すことはできない。また現実にもそのような状況は創りだされていないばかりか理論的にも支持されない、というのが彼らの主張である。先に確認したように、バーリ&ミーンズは私有財産の擁護という目的のために、「厳密な財産権の理論」を分析の前提としていた。この理論に照らせば、「ほんの少しの所有権しかもたない」経営者が、労働者や消費者、証券所有者など、企業をとりまくあらゆる組織関係によって価値が規定されている積極的財産（現実資本）を支配することは正当化されないのである。バーリ&ミーンズは所有に関する「どんな伝統もこの前提を支持してはいない」として、経営者支配の正当性を否定するのである。

以上のように、近代株式会社は、消極的財産の所有者と積極的財産の支配者のどちらの利益のために運営されるべきかという問題は、どちらも正当化できないという結論に達することとなる。

⁴⁹⁾ 「究極的な意味で法律をつくりだす世論が、法人企業を利潤獲得機能と同様に社会奉仕機能（social service）をもつ経済制度と見なす方向に進んでいる」（Dodd, 1932, p.1148）と主張するハーバード大学のドッド（E.M.Dodd）との論争で、バーリはドッドの議論を株主主権論の立場から批判した。これは企業の公共性を基礎にステークホルダー論をとるドッドに対して、経営者は株主利益以外を重視する行動をすべきではない、としてバーリが批判をしたという構図になっているが、株式会社論における両者の結論は変わらないことに注意が必要である。ドッドは始めから企業は「社会」のものであるという議論をするのに対して、バーリは株主主権論から議論を積み上げ、最終的に「社会」のものであるという結論を出すという違いがあるのである。詳しくは、Bratton and Wachter(2008), Bratton and Wachter(2010), 正木・角野(1989)第II部第4章を参照。また、最近の文献としては佐藤(2009)がある。

3-3 バリー&ミーンズのステークホルダー論

このような状態のもとで、バリー&ミーンズはアメリカ社会の「あり得そうな発展について」考察し評価するとして上で、「消極的財産の所有者の権利を強化するか、支配にたずさわる人々の手に無制限の一連の諸権力を与えておくかということの、どちらをとるかは、異なる諸結果に対する純粋に現実的な評価によって決着がつけられる」と述べ、それぞれの場合について検討する。そして、前者を選べば私有財産の原理は守られるが、「アメリカ産業の大きな部分は、もっぱら非活動的、非責任的な証券所有者の利益のために受託者たちによって運営される」ことになり、他方、後者を選択すれば経営者に絶対自由を与えることになり、会社略奪の可能性を伴う会社寡頭政治（corporate oligarchy）を招来する危険性があるとする⁵⁰⁾。しかし、「正当化」されないこの2つの選択以外に、第3の可能性も存在することを注意しなければならないとして、バリー&ミーンズは以下のように述べる。

「支配集団は、むしろ所有者、または支配者のいずれよりもはるかに広い集団の権利に対して道を開いたものである。彼らは、近代株式会社は所有者または支配者だけでなく、全社会に対して役務を提供すべきものであると要求する位置にこの社会をおいたのである」⁵¹⁾。

「所有と支配が分離」した近代株式会社においては、株式会社は株主のためでも経営者のためでもなく、さらに広い集団、つまり全社会に対して開かれたものとなった、とバリー&ミーンズは論理を展開する。この「第3の可能性」が導きだされる論理は必ずしも明確には述べられていないが、今まで検討してきた彼らの議論から次のような論理を読み取ることができる。すなわち、経営者は「厳密な財産権の理論」に照らせば正当性をもたないにも関わらず積極的財産により構成されている現実の株式会社を支配している。そして、その積極的財産は、労働者や消費者、証券所有者など、企業をとりまくあらゆる社会関係によって価値が規定されているものであった。つまり、経営者はバリー&ミーンズの表現を借りれば、あらゆる社会関係によって価値が規定されている積極的財産の「上に跨がっている（astride）」存在なのである。よって、支配者である経営者は、自らの支配を存続しようとする限り、その立脚する株式会社の社会関係に制約されざるを得ないのであり、このことを通じてのみ経営者の支配は

⁵⁰⁾ 以上、Berle and Means(1932), pp. 310-311, 訳 447-448 頁。バリー&ミーンズはこの2つの選択肢のうち「前者のほうがまだ害悪は少ないように見える」と述べているように、「経営者独裁」のほうを危険視していたことが分かる。

⁵¹⁾ Ibid., p.312, 訳 449 頁。

社会にとって正当性を持つものとなるのである⁵²⁾。

3-4 経営者の「中立的テクノクラシー」命題とその条件

バーリ&ミーンズは「新しい概念がつけられるべきであり、また、新しい経済関係が創造されねばならない」として⁵³⁾、「この第三の選択が会社活動の全く新しい概念を提供する。所有権の主張も、また、支配のそれも、社会の最高の利益には対立することは出来ない」と述べ、結論へと向かう。そして、この「第三の選択」が有効になるためには、次のような条件が必要であると論じる。

「社会義務の確信的な制度が作り出された時、そして、これが一般的に承認された時には、今日の消極的財産は、社会の大きな利害関係のために道を譲らねばならないであろう。例えば、会社の指導者たちが、公正な賃金、従業員の保全、その公衆への合理的な役務、及び、事業の安定化などを包含した計画を樹立した時には、これらのすべてが消極的財産の所有者から利潤の一部分を振り向けることになり、また、社会が一般に、このような計画を論理的、人道的な産業問題の解決策として承認するならば、消極的財産の所有者の利害はこれに道を譲らねばならないのである」⁵⁴⁾。

以上を踏まえ、次の結論を下すことになる。

「もし株式会社制度が存続すべきものとすれば、大会社の『支配』は、社会（community）の様々な集団の多様な利害を平準化しながら、その各々に、私的貪欲よりもむしろ公共的政策の立場から所得の一部分を割り当てる、純粹に中立

⁵²⁾ 瀬川(1991), 91 頁。以上解釈は、瀬川(1991)参照。しかし後に見るように、瀬川氏もバーリ&ミーンズの理論をニューディール政策における株式会社規制の論理との関連で論じていないため、社会関係によって価値が規定されている株式会社という理論的分析（＝ステークホルダー論）と経営者の中立的テクノクラシー命題との関連が明らかではない。ここが明らかにされないと、バーリ・ミーンズの議論は「規範的な色彩を持っている」（同上, 90 頁）という評価になってしまう。

⁵³⁾ Berle and Means(1932), p.308, 訳 444 頁。この背景には、次のような現実があったことも注意すべきである。「全世界にわたり、様々な程度の強度をもって見られるのは、経済組織内での権力は、別の分野に存在した権力に適用されたと同じような、公共の利益の吟味に従うべきであると主張することについての固執である。この最も極端な様相は共産主義運動に現われている。それは純粹な形において、すべての財産についての諸権限及び諸特権は、共同の利益のためにのみ用いられるべきであるという固執である。(…) 経済組織の力が増大し、その権力が少数者の掌中に集中されるに比例して、力の所有者の地位は段々と目につくようになり、責任をもつ力に対しての要求は益々直接的なものとなってくるのである」（Ibid., p.310, 訳 446-447 頁）。

⁵⁴⁾ Ibid., p.312, 449-450 頁。

的テクノクラシー (purely neutral technocracy) に発達すべき (should) である」⁵⁵⁾。

これが有名なバーリ&ミーンズの結論である。しかし、これには先に引用した条件がついていたことに注意すべきである。すなわち、すでに見たようにバーリ&ミーンズは経営者による株式会社の私物化の危険性を十分に認識していたのであるから、この結論を無条件で主張することはしなかった。経営者による中立的な分配行動の実現には、「社会義務の確信的な制度が作り出された時、そして、これが一般的に承認された時」という条件を付けていたのである。

バーリは当時、株式会社は「社会」のものであると主張したドッドに対して、「それは理論であって実際ではない」として批判した。バーリによれば、いま株主の権利を弱めてしまえば、経営者が絶対者となってしまう恐れがあり、それを避けるためにも明確で道理に適った責任ある計画が提示されるまでは会社は株主のものである、ということ堅持する必要があるとしたのである⁵⁶⁾。しかし、『近代株式会社と私有財産』では、会社は株主のものであるという結論から一歩進み、経営者の絶対化を抑える「社会義務の確信的な制度が作り出された時」には、株主の権利もまた「社会」の利益のために道を譲らなければならないとしたのである。この結論は、経営者が、「公正な賃金、従業員の保全、その公衆への合理的な役務、及び、事業の安定化などを包含した計画を樹立し」、「社会が一般に、このような計画を論理的、人道的な産業問題の解決策として承認」するような「社会義務の確信的な制度が作り出された時」、すなわち株式会社の社会的規制によって、経営者の行動が「中立的テクノクラシー」となるような「条件」が整ったならば、株主の権利はさらに大きな利害関係のために道を譲らなければならない、ということの意味しているのである⁵⁷⁾。

以上のように、バーリ&ミーンズにより展開された経営者の「中立的テクノクラシー」命題は、株式会社は株主のもでも経営者のもでもなく、社会のものであるという論理の帰結として導きだされた結論であった。そして、彼らの理論は、経営者による中立的な分配行動を実現するための条件を整備するために、政府による企業規制

⁵⁵⁾ Ibid., pp.312-313, 訳 450 頁。

⁵⁶⁾ Berle(1932), p.1367.

⁵⁷⁾ この点、執筆者の一人であるミーンズは後に、「バーリとミーンズは、ドッド教授にも受け入れられるような、二重のアプローチを提案した。それは、ドッド教授の立場を究極の目的として認めることに大いに役立ったものであるが、『説得力のある社会義務体系が作りあげられ、一般に認められる』までつぎのような厳密な規定を維持すること—経営者を株主のための受託者として扱うこと—を主張」したのであると述べている。ミーンズ(1962), 294 頁。

を正当化する理論的根拠とされ、数々の連邦政府による規制に結実したのである。

1933年の「全国産業復興法」(National Industrial Recovery Act; NIRA)では労働者の団結権と団体交渉権が認められ労働条件の最低基準が設定された。同法は1935年に連邦最高裁によって違憲判決が出されたが、その後さらに労働組合の権利を強化するために、1935年「全国労働関係法」(National Labor Relations Act; NLRA, 通称ワグナー法)が制定され、団結権と団体交渉権、そして団体行動権を明確に規定し、さらに経営者の反組合的行動を「不当労働行為」(unfair labor practices)として規定した。これによって、1970年代末まで続く、団体交渉を軸とした「対抗・交渉型の労使関係」が確立したのである。そして、1935年の「社会保障法」(Social Security Act)、1938年「公正労働基準法」(Fair Labor Standards Act)が制定された。これら一連の立法・政策は、資本主義の規制を通して大恐慌からの回復を目指したニューディール政策として、その後のアメリカの社会・経済構造を規定していったのである⁵⁸⁾。

むすび

バーリ&ミーンズは、株式会社への経済力の集中と株式所有権の分散から「所有と支配の分離」を明らかにし、法律学の伝統的論理からこの新しい現象をさらに分析することで、今や準公的会社ともいえる巨大株式会社についての社会的規制の根拠を理論的に明らかにした。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

⁵⁸⁾ 以上、田中(2013), 8-9頁, 労働政策研究・研修機構(2006), 168-169頁, 参照。またニューディール期についての労使関係については萩原(1977), Dubofsky(1994), 福祉国家論における位置づけは岡本(2009)を参照した。さらにニューディール税制では、個人所得税の累進性強化, 相続税とそれを補完する贈与税の導入, 法人税の累進税率導入, 法人間受取配当に対する課税という画期的な政策が行われた(諸富, 2008a, 12-14頁)。

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。

バーリが草稿を書いたといわれている、コモンウェルスクラブでの有名な選挙演説（1932年9月23日）⁵⁹で、ローズヴェルトは次のように聴衆に訴えかけた。

「最近、合衆国の経済力の集中について行なわれた注意深い研究でも、われわれの経済生活がアメリカの産業の三分の二を支配している約 600 の大会社により牛耳られており、残りの三分の一をめぐり 1000 万の小企業がひしめきあっていることが明らかにされた。(…) 私の考えでは、ビジネスに関する政府の役割は経済面における権利の宣言をうちだし、公正な経済秩序を築くのを支援することにある。

(…) すべての人は生きる権利を有しており、このことは不自由のない生活を送る権利を意味している。そしてわれわれの政府は国民がすべて自ら働いて必要なものを十分に手に入れられるようにする義務を負っている。(…) 投機家、相場師、さらには金融業者の活動を制限しなければならないとすれば、われわれは個人主義を損なうどころか、むしろ反対にそれを守るために、そうした制限を必要なものとして受け入れなければならないと考えるのである。」⁶⁰

ローズヴェルトはこの演説で、経済力の集中と、過剰生産の危険が現実化した合衆国にとっては、「巨大な企業家や資本家の活動をなんでも容認してきた時代は去った」として自由放任主義を批判し、労働者、農民、一般大衆の経済状態を改善させるためには連邦政府の積極的な規制が必要であり、これをなくしては自由主義的な経済体制自体が存続しえないということをバーリ&ミーンズの研究をもとに主張したのである。

次章では、第 1 章での分析を踏まえて 1980 年代以降の株主配分の増加とその要因として議論されてきた機関投資家支配論を検討する。

⁵⁹ 正木(1987), 168 頁。

⁶⁰ Roosevelt (1938), pp.750-754. 新川編(1973), 61-64 頁。

第2章 機関投資家支配論の批判的検討

はじめに

Berle and Means(1932)が指摘した、株式分散による支配株主の消滅と経営者支配の確立は、1970年代以降の機関投資家への株式集中によってその構造を大きく変える。そして1980年代以降、機関投資家への株式の集中と株主による議決権行使、株主提案の活発化、M&Aの増大を背景に、「株主価値」という概念が生み出されることで¹⁾、「株主価値」の最大化こそが唯一の企業目的であるという株主主権論²⁾を基礎にした企業行動が支配的となった。株主価値最大化の企業行動の特徴は、売り上げを伸ばすことで利益をあげ、さらにそれを再投資するという従来の企業行動ではなく、賃金や企業設備を削減してでも、株主配分（配当+自社株買い）を増やすというところにある³⁾。

ではなぜ、1980年代以降、アメリカの企業行動は変化したのであろうか。この変化の要因をめぐる主流の見解としては、序章で論じた Useem(1996)などに代表される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ある。機関投資家の持株比率が上昇することによって、経営者支配が前提とした株式の分散は、再び「集中」に転換し、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いう議論である。すなわち、機関投資家支配論は、Berle and Means (1932)が明らかにした株式分散にもとづく「経営者支配」資本主義は、1980年代以降、企業支配力を取り戻した株主（機関投資家）によって、

¹⁾ Lowenstein(2004), Kennedy(2000).

²⁾ 本論文におけるいわゆる「株主主権論」とは、次のようなフリードマンやハイエクの議論のことである。「法人企業の役員が株主のためにできるかぎりの利益をあげること以外に社会的責任を引き受けることほど、われわれの自由社会の基盤そのものを徹底的に掘り崩すおそれのある風潮はほとんどない。これは根本的な破壊活動の教義である。」(Friedman, 1962, p.133, 訳 151頁。)
「経営者は株主より委任された信託者にすぎず、会社の活動がより高い価値に奉仕するように使われるべきかどうかの決定は、個々の株主の決議に委ねるという方が、会社の無軌奔放にして政治的に危険な権力の獲得を抑えるもっとも重要な防護手段である」(Hayek, 1967, p.301, 訳 91頁)。

³⁾ Lazonick and O'Sullivan(2000), p.18. 資本所有者（株主）に富が集中し、労働者との格差拡大が多く、多くの国々で進行しているという問題については、Tomkins(2006), IMF(2007)を参照。

「株主支配」に転換したと論じるのである。そして、この転換は、機関投資家への株式集中と株主主権に基づくコーポレート・ガバナンスの結果であると論じるところに特徴がある。

しかし、経営者の支配が後退し株主が企業経営に関して強大な権限を握っているという理解ではすでに序章で述べたとおり現実を捉える上で不十分な点が存在する。経営者報酬の急激な増加や巨額の退職金など、株主価値重視の企業経営へ転換したとされる 1980 年代以降も、依然として経営者優位の企業体制は変わっていないと思われる。

ではなぜ、経営者優位の構造を残したまま、株主配分を重視する企業行動に転換したのであろうか。よって、本章の課題は、この問題を解明するために機関投資家支配論を批判的に検討し、株式の機関化以降も「経営者支配」が続いていることを明らかにすることである。そして、経営者支配が続きながら、株主配分重視の企業行動になぜ転換したのかという論点は第 3 章で明らかにする。

以下、第 1 節では、1980 年代以降の非金融企業における配当・自社株買いの増加を確認し、アメリカ企業の株主配分の増加を指摘する。そして第 2 節では、機関投資家のプレゼンスの増大と企業経営への関与を検討し、第 3 節で株主アクティビズムの限界を指摘し、機関投資家による直接的な企業経営への影響は限定的であることを明らかにする。

第 1 節 非金融企業の配当・自社株買いの増加

まず、本節で 1980 年代以降の企業行動の変化を確認する。企業が株主へ利益を還元するペイアウト（Payout）政策は、現金配当と自社株買い（stock repurchase）⁴⁾の二つの方法によって行なわれる。以下、アメリカにおける配当と自社株買いの推移を確認する。

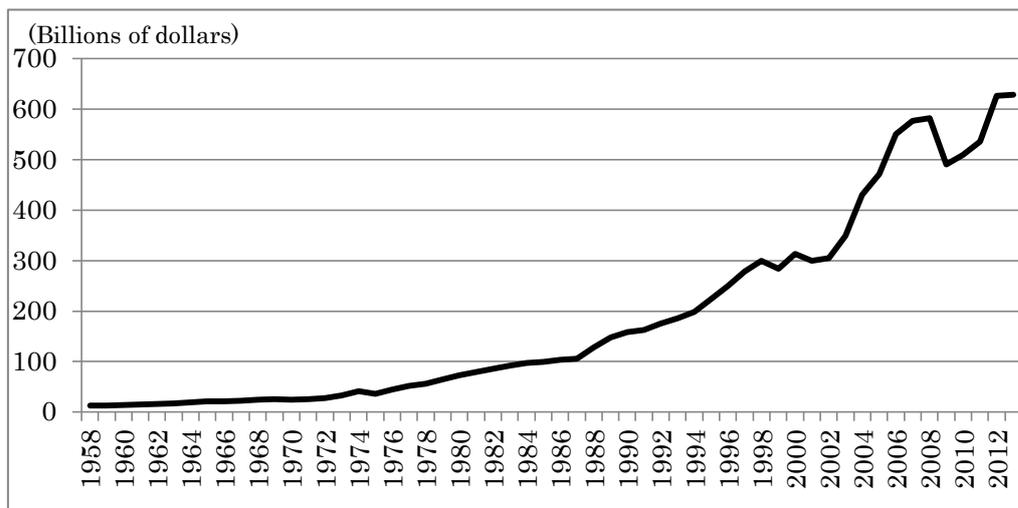
アメリカの非金融企業の株主への配当支払総額は、1980 年代以降増加傾向にある。1960 年代の配当は年平均約 173 億ドルであり、70 年代では配当総額は徐々に増加しはじめ、年平均は 405 億ドルとなった。しかし 1980 年代に入ると増加のスピードが

⁴⁾ 企業が自社株を市場から買い戻すと、1 株当たり利益の上昇や市場での需給改善から株価上昇の効果が期待される。

急速に増し、80年代の年平均は1,012億ドルに達し、さらに90年代は年平均2,216億ドル、2000年代は年平均4369億ドルとなった。1975年の361億ドルと比較すると、1985年は994億ドルで約2.8倍、1995年は2,234億ドルで約6.2倍、2005年は4,711億ドルで約13倍、2013年には6288億ドルとなり、約17.5倍となっている(図2-1)⁵⁾。

⁵⁾ 「以上のような配当の増加に対して、Fama and French(2001)は1978年に66.5%であった配当企業数の割合が、1987年には30.3%に下落し、さらに1999年には20.8%に減少したことを報告している(Ibid., Fig.2, pp.6-8)。しかし、この配当企業数の減少によって配当額そのものが減っているわけではない。DeAngelo et al. (2004)はFama and French(2001)の指摘に対して、1978年から2000年までの間に、名目ベースでみた配当は313億ドルから1016億ドルへ703億ドルの増加(+224.6%)、実質ベースでは313億ドルから384億ドルへ71億ドルの増加(+22.7%)であったと報告している(Ibid., p.431, Table2)。この背景には、同期間に少額配当企業が配当をやめる一方で巨額配当企業が配当額を増加させていたことという事実がある。1億ドル以上の配当を行う企業数は1978年から2000年の間に42社から76社に増加したが(34社増加)、1億ドル未満の配当企業数は2134社から854社へと1280社の大幅な減少であった(500万ドル以下の配当企業数でみると1581社から512社へ1069社減少)。配当額(実質)でみると1億ドル以上配当を行う企業の合計は169億8200万ドル(1978年)から295億58200万ドル(2000年)へ126億ドル増加、配当1億ドル未満企業の合計は143億6000万ドル(1978年)から88億7800万ドル(2000年)へ54億8200万ドルの減少であったが、合計でみると71億1800万ドルの増加である(Ibid., p.434, Table4)。このように、巨額配当企業は配当額を増やしているのであり、配当支払い額トップ25社の配当総額に占める割合は1978年の38.0%から54.9%へ増加している(Ibid., pp.444-445, Table9)。以上のように、本稿におけるアメリカ政府統計でみた場合と同様に配当額の増加が確認できる。

図 2-1 非金融企業の配当支払いの推移



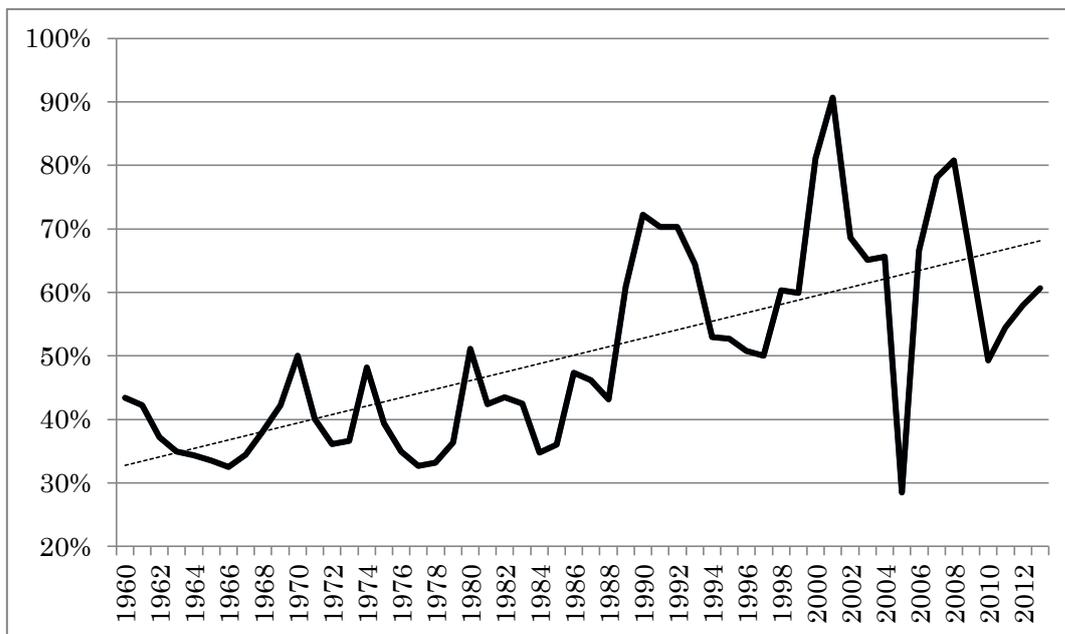
(注) Dividends paid (Nonfinancial)

(出所) Bureau of Economic Analysis National Economic Accounts Table 7.10 より作成。

配当支払い総額だけでなく、純利益に占める配当の比率（配当性向）も増加傾向にある。図 2-2 は、非金融企業の配当性向の推移である。1960 年から 5 年単位で区切って配当性向の平均値を見ると、38.43%（1960-1964 年）、36.19%（1965-1969 年）、42.2%（1970-1974）、35.31%（1975-1979 年）、42.84%（1980-1984 年）、46.73%（1985-1989 年）、66.04%（1990-1994 年）、54.75%（1995-1999 年）、74.23%（2000-2004 年）、63.80%（2005-2009 年）となっており、配当総額だけでなく、配当性向も 1980 年代以降の増加が確認できる。

配当とともに株主への利益還元手段である自社株買いの推移を粗付加価値との比率で表わしたものが図 2-3 である。自社株買いは、1980 年代半ば以降急増し、1991 年に一時的に減少した後上昇し、1970 年以前と比較すると高い数値を記録している。アメリカ企業は新株発行による資金調達よりも、いまや過去に発行した自社の株式を市場から買い戻す額のほうが高いのである。

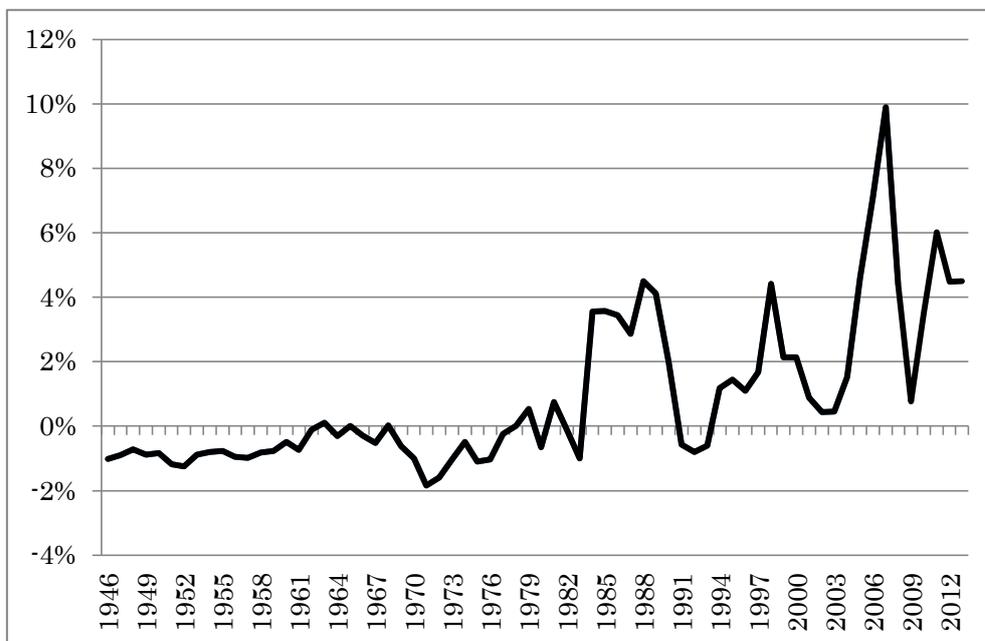
図 2-2 非金融企業の配当性向の推移



(注) 配当性向 = $\text{Net dividends} / \text{Profits after tax with IVA and CCAdj}$

(出所) Bureau of Economic Analysis National Economic Accounts Table 1.14 より作成。

図 2-3 非金融企業における粗付加価値に占める自社株買いの推移



(注) 自社株買いの増加を示すために、 $-(\text{net new equity issues} / \text{Gross value added of nonfinancial corporate business})$ とした。

(出所) Bureau of Economic Analysis National Economic Accounts Table 1.14 and Flow of Funds Accounts of the United States Table F.102 より作成。

配当は株主への直接的な利益還元手段であり、自社株買いは市場での需給関係の改善や自己資本利益率 (ROE ; Return On Equity) などの財務指標を改善させることで、株価上昇を通じた株主への利益還元が期待される⁶⁾。

よって、以上のような配当・自社株買いの増加は、アメリカ企業が株主への利益還元を強めていることを示している。このことは株主と経営者の力関係の変化を表わし、「経営者から株主への権力移転」という議論を呼び起こすこととなった。そして、このような株主による企業支配の復権は、機関投資家による「株主アクティビズム」(shareholder activism) によって達成されたとするのが、機関投資家支配論 (株主支配論) の主張である。次節では、機関投資家による企業経営への直接的影響を意味する「株主アクティビズム」の検討を行なう。

第2節 機関投資家によるガバナンス活動

「株主アクティビズム」とは、1980年代後半以降、機関投資家が株式所有を増大させ、その力をもとにコーポレート・ガバナンスへの関与を強め、企業経営者はこの動向に従わざるを得なくなったという議論である。機関投資家支配論のポイントは、す

⁶⁾ 自社株買いの効果としてはこの他に、一株あたり利益の改善や株主や債権者よりも情報優位にある経営者が、「自社の株が割安である」という情報を株式市場に伝達するというシグナリング効果などがある。配当に関しても、株主への直接的な利益還元手段という側面の他に、株価上昇を通じた株主利益につながる可能性もある。配当と株価に関しては、資本市場が完全ではない要因 (税金や取引コスト、情報の非対称性、不完備契約など) を踏まえて、シグナリング仮説やフリーキャッシュフロー仮説など様々な理論が提起されており研究によって異なる結果がでている (Allen and Michaely, 2003, 石川, 2007 参照)。しかし、増配後に株価の上昇を指摘する研究も多く (Pettit, 1972, Michaely et al, 1995, 日本企業を分析した石川, 2007 など)、この背景には、Lintner(1956)や Brav, et al.(2005)で明らかにされた、経営者は配当を維持し減配を嫌う傾向にあるという事実が指摘できる。以上の分析は、経営者が株式市場で評価されるために、自社の業績に関するシグナリング効果を求めて配当政策を行うということを示している (日本企業の分析では、芦田・花枝, 2007 を参照)。本論文では経営者は配当を株式市場における評価を高めることを目的としているという点を重視する (もちろん経営者の思惑とは異なり、配当が株価上昇につながらないこともある)。

で述べたように次の二点である。第一は、機関投資家への株式集中であり、これによって企業の所有者として株主が復活したという点である。株式分散による経営者支配は、これによって否定されると機関投資家支配論は論じる。そして、第二のポイントは、機関投資家は支配株主としての地位をもとに、企業に対して圧力をかけ、これに従わせるという点である。この背景には、序章で指摘したように、機関投資家はその資産規模が大きくなりすぎたことで、従来のウォール・ストリート・ルールを放棄し、Exit（退出＝株を売却する）ではなく Voice（発言）を選択するようになったと言われている。

Useem(1996)は、このような機関投資家による企業への直接的な影響力の増大から、1990年代前半にアメリカ最大の公務員退職基金であるカルパース（CalPERS）などによって、GMやIBM、アメリカン・エクスプレス、ウェスティンハウスなどのCEOの更迭が行なわれ、「投資家資本主義（Investor Capitalism）」の時代が到来し、「経営者の支配する世界は衰退していった」と述べたのである⁷⁾。

以下、代表的な機関投資家支配論の論理構成である、機関投資家⁸⁾の持株比率の増大とその株式所有の力を通じた企業経営への直接的支配力について検討する。

2-1 機関投資家の持株比率の増大

図 2-4 は、機関投資家の持株比率と年金基金による持株比率の推移を表わしたものである。機関投資家合計の持株比率は、1970年代に20%に達した後伸び続け、1982年に30%を越え、2007年には48.7%を記録している。アメリカ企業の株式の約半分は機関投資家によって所有されているのである。機関投資家の持株比率のうち、年金基金のみで見ると1985年の28%まで急速に上昇し、その後減少しつつも20%を越えて推移している。

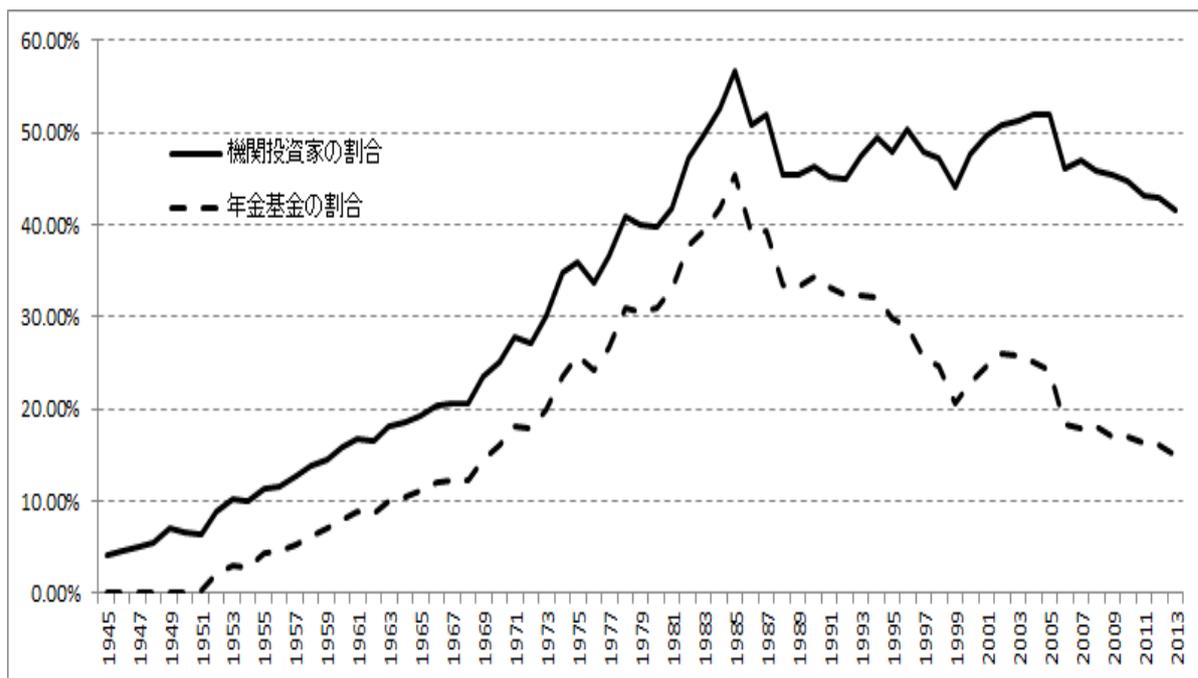
1965年の株式所有比率は、個人投資家が84%、機関投資家は16%であったのに対して、1990年には個人投資家は54%に減少し、機関投資家は46%まで上昇した。その後2000年代まで44%から52%の範囲で推移している。すなわち、アメリカ企業の株式の約半数は機関所有になっているのである。さらに、トップ1000社の持株比率

⁷⁾ Useem(1996), pp1-5.

⁸⁾ 機関投資家とは、「個人投資家以外で証券投資をおこなっている団体を指し、これらの投資家が機関投資家と呼ばれている。その範疇には銀行信託部、保険会社、投資信託、年金基金、財団、大学基金などが属するが、必ずしも厳密な定義があるわけではない」と言われている（三和, 1999, 11頁）。本稿では、機関投資家として主に保険会社、投資信託、年金基金を念頭に置き、分析を進めることとする。

の推移を見ると、1990年以降、個人投資家と機関投資家の持株比率は逆転し、1994年の時点で個人投資家は45%を下回っているのに対して、機関投資家は57%に達した⁹⁾。トップ1000社の機関投資家持株比率はその後も伸び続け、2000年に61.4%、2005年には67.9%、2009年73%となり、機関所有の比率は全体平均よりも高くなっている¹⁰⁾。

図 2-4 機関投資家の株式所有比率の推移



(注) 機関投資家の持株比率 = (U.S.-chartered depository institutions; corporate equities; asset + property-casualty insurance companies + life insurance companies + private pension funds + state and local government employee retirement funds + federal government retirement funds + mutual funds corporate + closed-end funds) / all sectors corporate equities asset.

年金基金の持株比率 = (private pension funds + state and local government employee retirement funds + federal government retirement funds) / all sectors corporate equities asset.

(出所) Flow of Funds Accounts of the United States 各年版より作成。

⁹⁾ Useem(1996), pp.25-26.

¹⁰⁾ Burr (2008), Tonello and Rabimov(2010), p.27.

以上のように、機関投資家の持株比率は 1980 年代以降急速に増大し、株式市場における機関化が進んでいったことが確認できる。ここから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。よって、次に機関投資家による企業への直接的影響力を検討する。

2-2 機関投資家のコーポレート・ガバナンス

株主によるコーポレート・ガバナンスという概念は、企業支配論の観点からは次の二つの意味をもったものとして理解されてきた。すなわち、従来は市場を通じて企業支配権の移動が行なわれることによって企業をチェックするという“Market for Corporate Control”が一般的であったが¹¹⁾、1980年代後半以降は、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指すものとして使われるようになったということである。株主アクティビズム論は後者の議論であり、問題はこの影響がどこまであるのかという点にある。

株主アクティビズムの影響を見るためには、機関投資家の運用目的や投資スタイルの多様性に注意する必要がある。そこで一つの指標になるのが、インデックス運用（パッシブ運用の一種）との関連で株主アクティビズムを評価することである。インデックス運用とは、Standard & Poor's 500 (S&P 500) などの代表的な株価指数を基準としてポートフォリオを作成して投資を行なう手法である。インデックス運用の特徴は、ポートフォリオの銘柄の入れ替え頻度が低く、「バイ・アンド・ホールド」戦略をとるところにある。よって、アクティブ運用のように経営に不満がある場合に直ちに売却するという戦略をとらないため、「結果的に投資家は投資先企業にとって安定株主としての役割を果たすこと」になり、投資先企業の経営を効率化し運用リターンの増大を実現させるために、企業ガバナンスに介入する戦略をとるのである¹²⁾。例えば、Davis and Steil(2001)は、インデックス戦略 (indexing strategies) の発展によって収益の低迷している企業の経営を改善するための直接的コントロールがとられるようになっ

¹¹⁾ 三和(2002), 111 頁。Manne(1965)は、企業経営の効率性と株価に相関があるという想定の下、会社支配権市場 (Market for Corporate Control) の存在が支配力を持たない個人株主の保護や経済厚生観点からも望ましいと述べている。

¹²⁾ 以上の記述は、O'Barr & Conley(1992), pp.48-49, 高田(1999), 256 頁, 三和(2002), 120 頁を参照。

てきたと述べ、その意義について論じている¹³⁾。

株主アクティビズムが注目されるようになった、1990年代前半のインデックス運用の比率を各機関投資家別に見ると、企業年金が35.9%、公務員年金が51.7%でありミューチュアル・ファンドや保険会社はほぼゼロとなっている¹⁴⁾。多くの公務員公的年金や私的年金の一部では運用資金の50%以上をインデックス運用にあてており、New York State & Local や California Employees など運用指数が100%のファンドもある¹⁵⁾。また、それぞれの売買回転率を見ると、公務員年金のインデックス運用の売買回転率は8.1%であるのに対して、企業年金は27.4%であり、公務員年金は銘柄の入れ替えを行う回数が低いことが分かる。株式運用の50%から100%をインデックス運用している公務員年金は、その他の機関投資家よりも、銘柄の入れ替え回数が低く、長期保有していることが分かる¹⁶⁾。

このように、株式を長期的に保有し企業ガバナンスへの関与を行なうとされる機関投資家は、主に公務員年金を指すものと考えられる。すなわち、直接的に企業経営へ影響を及ぼす株主アクティビズムとは、公務員年金に限定され他の機関投資家はウォール・ストリート・ルールによる短期的な売買を繰り返しているのであり、従来からの行動様式からの変化は見られない。よって、次項では公務員年金による株主アクティビズムの主な手法である株主提案や議決権の行使、リレーションシップ・インベストメントについて見ていく。

2-3 公務員年金基金の株主アクティビズム

アメリカでは発行済株式総数の1%以上を1年以上保有している場合、株主は企業に対して委任状に株主提案の掲載を求めることができる（SEC規則14A-8）。1960年代から1970年代にかけては、ベトナム反戦や人種差別等の社会的課題を取り上げた

¹³⁾ Dvis and Steil(2001), p.312. 他にも「インデックス運用部分においては、基本的に一部の構成銘柄のみを売却することはできず、保有銘柄の入れ替えも少ない。(…)株式売却が困難ならば、面倒でも経営の監視を強めて会社を良く」(染宮, 1998, 132-133頁)する誘因が強まるという指摘など、インデックス運用と企業ガバナンスの関連については多くの研究がある。ただし、これは株式を長期保有することから企業に働きかける可能性が高いという論理と、インデックス運用比率が高い公務員年金基金において株主アクティビズムが最も目立って行なわれているという経験的事実から導き出されていることに注意が必要である。

¹⁴⁾ 三和(1999), 100頁, 図表VI-8。データは1993年のもの。

¹⁵⁾ O'Barr & Conley(1992), pp.49-53.

¹⁶⁾ 三和(1999), 101頁, 染宮(1998), 133頁, 藤井・鈴木(2004), 85頁。

株主提案が主な内容であったが、1980年代以降はコーポレート・ガバナンス関連の議案が株主提案として提出されるようになる。この背景には、1974年のERISA法¹⁷⁾による年金基金の受託者責任の明確化と1988年に労働省が出した「エイボン・レター」がある。「エイボン・レター」とは「エイボン社の年金基金に対してレターを発出し、これをすべての年金基金に伝えるために一般公開」したもので、「この中で労働省は、企業年金による議決権の行使は年金資産の運用に伴う受託者責任の一部であることを明記した」¹⁸⁾のである。

Wahal(1996)によれば、1980年代前半に年金基金が提出した株主提案は主にM&Aブームを反映した防衛策の是非などM&A対策に異議を唱えるために株主提案が利用され始めたのに対して、エイボン・レター後は、M&A関連とともにコーポレート・ガバナンス関連の株主提案が増えた。株主提案の支持率は平均で30%以上あり、機関投資家の株主提案にかなりの支持が集まっていたことが分かる¹⁹⁾。

機関投資家によって提出された株主提案は、経営者が防衛策として用いたポイズン・ピルやゴールデン・パラシュートなどのM&Aに関わる要求から、1990年代以降は経営者の監視を目的としたより一般的な要求へと拡大した。機関投資家は「株主諮問委員会」の設置や、「独立取締役」選任に関する株主提案を行なうことで、経営者に対する監視を強めていったのである²⁰⁾。

機関投資家による経営への関与の手段は、議決権の行使によっても行われる。ERISA等の法体系において受託者責任の一部として議決権の行使が義務づけられたことから、年金基金の運用者は委任状を白紙で送り返すわけにはいなくなった。議決権の行使とは、株主総会において、取締役の選任や基本定款の変更、重要なM&Aの承認、コーポレート・ガバナンスに関する株主提案なども含まれるため、「大手の機関投資家は、議決権行使に関する内部ガイドラインを持っているか、専門の議決権行使アドバイザーを雇うのが一般的」となっている²¹⁾。

さらに、機関投資家は「リレーションシップ・インベストメント」と呼ばれる、経営への関与を行う。「大量の株式を保有し、株主としての発言権を確保した上で、長期

17) 従業員退職所得保障法 (Employee Retirement Income Security Act of 1974)。

ERISA法については、野村(2000)が詳しい。

18) 藤井・鈴木(2004), 87-91頁。

19) Wahal(1996), p.11, 三和(1999), 145-149. 取締役構成 (Board Composition) や取締役とCEOの分離 (Separate Chairman and CEO) など、機関投資家が提出したコーポレート・ガバナンス関連の株主提案は199件であり、32.5%の得票率であった。

20) 佐久間(2003), 192頁。

21) 染宮(1998), 136頁。

的利益の観点から、経営者や取締役会とのコミュニケーションを通じて経営の状況を恒常的に監視する投資家活動」を意味している²²⁾。

以上まとめると、機関投資家のコーポレート・ガバナンスとは、インデックス運用比率の高い公務員年金の株主行動主義のことを指し、その具体的な中身は株主提案、議決権の行使、「リレーションシップ・インベストメント」と呼ばれる経営者との対話が主要な内容をなすのである。

第3節 機関投資家による企業経営への関与の限界

以上見てきた機関投資家による株主アクティビズムの成果については、1990年代後半以降の研究を見ると必ずしも一致した評価がない。機関投資家の影響力に関する研究を調査した Karpoff(2001)は、株価や企業の収益性について株主アクティビズムによる効果はほとんどなかったという結論に達し²³⁾、Black(1998)も全体として株主アクティビズムの効果についての説得力ある証拠はないと結論づけている²⁴⁾。よって、以下では機関投資家による企業支配の根拠として捉えられてきた機関投資家の持株比率の問題と株主アクティビズムの限界を指摘する。

3-1 機関投資家の株式所有比率

まず機関投資家支配論において重視されてきた機関投資家の所有比率の問題である。第2節で述べたように、1980年代以降、機関投資家の持株比率は上昇し、アメリカ企業の約半数が機関所有になったと指摘された。さらに、非金融上位200社の最新の株式所有状況を調査すると、機関投資家の所有比率は約77.35%と高い数値を示している²⁵⁾。ここから結束した株主によるパワーを根拠に機関投資家による企業支配が論

²²⁾ 同上、139-140頁。リレーションシップ・インベストメントについて詳しくは、Monks(1997)、三和(1999)、第10章を参照。

²³⁾ Karpoff(2001), pp.25-27.

²⁴⁾ Black(1998), pp.463-464.

²⁵⁾ 上位200社は2015年のFortune 500のデータ(売上高)をもとに、金融業を除外した200社を抽出した。また、個別企業の株式所有比率は、NASDAQの「U.S. Stock Quotes, Charts, and Research」から、個別企業ごとのOwnership SummaryとInstitutional Holdingsのデータを調べた。データは2015年9月30日時点のものである。なお、Safeway(67位)とDIRECTV(72位)、Kraft Foods Group(131位)、TRW Automotive Holdings(141位)の4社は2015年にM&Aによって他社と合併

じられるのである。

しかし、機関投資家合計でみた場合には確かに所有比率は高いが、個々の機関投資家でみるとそれほど高いわけではない。例えば、個別企業における最大機関投資家の所有比率について同じ非金融上位 200 社平均でみると約 8.36%である。より細かいデータでは、最大機関投資家の持株比率が 25%を超える企業はわずか 1 社であり、20%以上 25%未満も 1 社、15%以上 20%未満は 7 社、10%以上 15%未満は 26 社、5%以上 10%未満は 149 社、5%未満は 9 社であった。約 8 割は最大所有の機関投資家でさえ 10%以下となっている。上位 10 社でみると、Wal-Mart Stores, Inc.の機関投資家全体でみた場合の所有比率は 30.62%であるが、筆頭株主である VANGUARD GROUP INC の所有比率は全体の 3.10%である。以下機関投資家全体の持株比率と筆頭株主の持株比率の数値を順にみていくと、Exxon Mobil は 49.73%と 6.16%、Chevron Corporation は 61.58%と 6.11%、Apple は 58.45%と 5.94%、General Motors Company は 75.67%と 5.31%、Phillips66 は 72.35%と 11.53%、General Electric Company は 56.57%と 5.69%、Ford Motor Company は 58.82%と 5.64%、CVS Health Corporation は 84.30%と 6.13%、McKesson Corporation は 85.08%と 7.42%である。

以上のように、全体としてアメリカ企業の機関所有の比率が高いとはいえ、個別企業でみると平均 8%という水準であり、支配所有者としての地位を確立しているわけではない。もちろん、5%を超える株式所有は企業に対する無視できない影響力を有していると解釈することもできる。よって、次項では機関投資家による直接的な支配力の行使である株主アクティビズムの検討を行う。

3-2 機関投資家による短期主義的運用

まず、大多数の機関投資家は今でも株式の短期的売買を繰り返す投資主体であり、長期保有による企業ガバナンスへの関心が低い点が挙げられる。表 2-1 は、機関投資家によるアクティビズムが活発であったといわれている 1990 年代前半の運用内訳である。ここから明らかなように、インデックス運用比率が高い公務員年金基金と企業年金基金は、機関投資家全体に占める割合は極めて低い。この両者は、銀行信託部門とマネー・マネージャーに資金運用のかなりの部分を委託しているため、全体に占め

したことによりデータが得られなかったのを除外した。US Foods, Inc. (98 位) と Land O'Lakes (167 位) は非公開会社のためデータを得られなかったのをこの 2 社も除外した。また、Publix Super Markets Inc. (77 位) は AVIANCE CAPITAL PARTNERS, LLC が 100%株式を保有しているため、除外した。

る割合を見ると公務員年金は7.4%、企業年金は2.7%とわずかである。さらに、株主アクティビズム論が重視する公務員年金基金のインデックス運用比率は、機関投資家全体の運用に占める比率を計算すると4.9%に過ぎない。Brancato(1997)が投資手法はアクティブで、コーポレート・ガバナンスに関しては消極的な投資家として分類した銀行信託部門は27.1%、ミューチュアル・ファンドは16.6%を占めている。さらに、極めて投機的であり議決権行使などにも関心のない投資家として分類されるマネー・マネージャーは39.5%と最も高い比率である²⁶⁾。

2000年代以降は、機関投資家全体の株式所有比率は50%前後で推移していくが、年金基金全体の比率は、2001年の24.7%から2006年18.2%、2010年17%と相対的に下がっていく(前掲図2-4)。Pensions & Investmentsの10大年金基金のパッシブ運用比率の調査(2013年)によれば、Teacher Retirement System of Texasは16.5%、State Teachers' Retirement System of Ohioは約34.6%、Teachers' Retirement System of Georgia50%、State of Wisconsin Investment Board約56%と低い値を示すファンドがある。年金基金全体の所有比率の低下とともにインデックス運用の割合はいっそう低くなっているのである²⁷⁾。

NYSEの年間株式回転率(株式売買高/株式時価総額)を見ると、1960年から1970年代後半まで平均20%であったが、1983年から1987年に70%以上に増加し、2002年には100%を超えた。そして、2005年には150%に達し、2008年には280%まで増加した²⁸⁾。アメリカの株式市場全体で見ても1990年代後半以降株式の短期主義的運用は加速しているのである。

以上のように、株主アクティビズムの基礎とされる公務員年金のインデックス運用比率は全体から見ると極わずかであり、さらに近年は低下傾向にある。大半の機関投資家は企業経営の内容を考慮せず、短期的な利ざや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なっているのである。

²⁶⁾ Brancato(1997), Fig.1-2, p.13. 渡部(2005), 171-173頁。

²⁷⁾ "Passive equity portfolios of 10 large pension funds", Pensions & Investments Research Center, March 25, 2013.

²⁸⁾ Crotty(2005), Fig.4.4, p.92. Bogle(2012), p.2. また、2000年代以降のミューチュアル・ファンドの動向について詳しく検討したBogle(2012)は、ミューチュアル・ファンドは極めて短期的に株式を運用しているため、企業ガバナンスに熱心ではないと指摘している(Bogle, 2012, pp.67-68)。

表 2-1 機関投資家のタイプ別インデックス運用（1995年9月30日現在）

機関投資家のタイプ	インデックス運用株式 (100万ドル)	全運用株式 (100万ドル)	インデックス 運用比率 (%)
企業年金基金	11,074	83,840 (2.7%)	13.2
公務員年金基金	156,489	234,385 (7.4%)	66.8
ミューチュアル・ファンド	Negligible	523,341 (16.6%)	Negligible
マネー・マネージャー	12,336	1,246,412 (39.5%)	1.0
保険会社	8,956	212,722 (6.7%)	4.2
銀行	281,394	855,619 (27.1%)	32.9
全機関投資家	470,249	3,156,319 (100%)	14.9

(出所) Brancato(1997), Table1-4, p.28 より作成。

3-3 株主アクティビズムの限界

株主アクティビズムの限界として、以下の三点を挙げる事ができる。

第一に、株主アクティビズムの重要な基礎であった株主提案は企業支配に関して、大きな影響力をもたない。たとえば、株主提案はたとえ大多数の票数を獲得したとしても、経営陣には必ずしもそれを履行する義務はなく、勧告にすぎない。株主提案について定めた規則 14a-8 は、「会社決定は経営者によってなされるべきである」という立場と「会社運営事項に関し株主の審議を求めること」とのバランスをとったものであるが、株主提案が取締役や役員を拘束するものではない以上、経営者の支配を前提としたものであるといえる。よって、株主提案は勧告的性質のものにすぎず²⁹⁾、それがいくら票数を集めようとその提案をどの程度まで経営に取り入れるかは経営者の裁量に委ねられることとなる。

第二に、機関投資家による株主アクティビズムが激しく展開されたといわれる 1986年から 1994年の期間中に 975の組織が株主提案を提出したが、このうち機関投資家はわずか 13組織であった³⁰⁾。大半は個人株主などである。さらに、1973年から 2004年の間に 8600の株主提案が出されたが、過半数の支持を得たものは 10%にも満たな

²⁹⁾ 三和(1999), 138頁。「株主提案は、取締役や経営者に対して株主の決断を拘束するものではない」(Ryan, 1988, p.111)。

³⁰⁾ Black(1998), p.460. 個人投資家や労働組合の株主提案が多数を占めている。

い³¹⁾。「機関投資家資本主義」の根拠であった株主提案は、極めて少数の機関投資家のみの行動を指すものである³²⁾。

第三に、ヘッジファンド・アクティビズムの限界である。2000年代以降、年金基金による伝統的な株主アクティビズムに代わり、ヘッジファンド・アクティビズムが隆盛したことをもってファンドの影響力の増大を主張する研究も存在する³³⁾。伝統的な機関投資家アクティビズムからの転換の背景には、ヘッジファンドに大量の資金が流入し、アクティビズムをとるヘッジファンドが増えてきたことが指摘されている。1990年代以降、ヘッジファンド数の増加やヘッジファンドの運用資金残高の増加は著しいものがある³⁴⁾。このようなヘッジファンドへの大量の資金集中は、ヘッジファンド間の競争を激化させ、運用収益の低迷を脱するためにアクティビズムを重要な投資戦略の一環として位置づけてきたのである³⁵⁾。

しかし、ヘッジファンド全体からみると、アクティビズム戦略をとるヘッジファンドの割合が低い点を指摘できる。例えば、2007年のアクティビズム戦略をとるヘッジファンドの運用資産は500億ドルであったが、同年のヘッジファンド全体の運用資産（1兆8684億ドル）と比較すると2.7%程度であり、アクティビズムをとるファンドは極めて少数である。その後、金融危機によりアクティビズムファンドの運用資産は減少するが、2010年以降再び増加し、2013年は1000億ドルとなっている。しかし、2013年のヘッジファンド全体の運用資産残高は2兆6300億ドルであり、全体から見れば3.8%の水準である³⁶⁾。確かにヘッジファンド全体への資金流入は急激に増加して

³¹⁾ Gillan and Starks(2007), p66. さらに過半数の支持を得たものの半数は2000年以降のものである。

³²⁾ Choi and Fisch(2008)は、CalPERSなど一部の大手公務員年金基金はアクティビズムに積極的であるが、大半の小規模な公務員年金基金はアクティビズムに対して積極的ではないと結論付けている。また、1987年から1994年と2004年から2005年の2つの期間の株主提案の提出主体を見ると、公的年金基金の比率が相対的に低下している（Gillan and Starks, 2007, Fig.3, p.63）。

³³⁾ ヘッジファンド・アクティビズムについては、Brav et al. (2008), Klein and Zur(2009), Kahan and Rock (2007), Greenwooda and Schor(2009), Bratton(2010), 岩谷(2007), 新井(2009), 三和(2009)を参照。

³⁴⁾ 1990年代以降の、ヘッジファンドの運用資金残高やファンド数の推移は、Tonello and Rabimov(2010), pp.49-50 が詳しい分析を行っている。例えば、1990年の運用資産残高は389億ドルであったが、2000年には4905億ドルに増加し、金融危機前の2007年には1兆8684億ドルに達している。

³⁵⁾ 三和(2009), 29頁。

³⁶⁾ Kahan and Rock (2007), p.1046, “Dealing With Activist Hedge Funds,” Posted by Martin Lipton, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, on Thursday November 21, 2013.

いるが、それがそのままアクティビズムの増大につながっているわけではなく、多くのヘッジファンドは短期的運用をしているのである。

さらにヘッジファンド・アクティビズムの限界として、運用資産額の制約からターゲット企業は小型株企業が主流を占めている点も挙げられる。これは上記の運用資産額の小ささと関連するが、ヘッジファンド・アクティビズムが標的とするのは時価総額が小さく、資本金も少ない企業が中心であり、巨大企業はターゲットになりにくい³⁷⁾。企業支配論争において分析対象となるのは、Berle & Means(1932)が行ったようにトップ 200 社などの巨大企業の支配分析である。よって、企業支配力という観点から見ると、ヘッジファンド・アクティビズムの影響力は低く、企業支配が株主に転換したと見ることはできない。

3-4 経営者報酬への規制力

さらに重要な点として機関投資家の株主行動による経営者報酬への規制力の低さである。従来アメリカでは、取締役報酬は株主総会決議事項ではなかったため、機関投資家はこれを議決権等によってコントロールすることはできなかった。例えば、2008年に金融危機の影響でS&P500は37.6%下落したが、同じ年に大企業500社の幹部の年間総報酬はわずか0.08%しか減少せず、4分の3のCEOは金融危機後の業績悪化に関わらず基本給が上昇し、基本給が引き下げられたCEOは3%であった³⁸⁾。これは2000年代前半のITバブル崩壊後と同じ状況であり、株主が損失を受ける局面でも経営者の報酬は依然高いことから、アメリカでは常に経営者の報酬をいかに規制するかという議論が続いているのである。

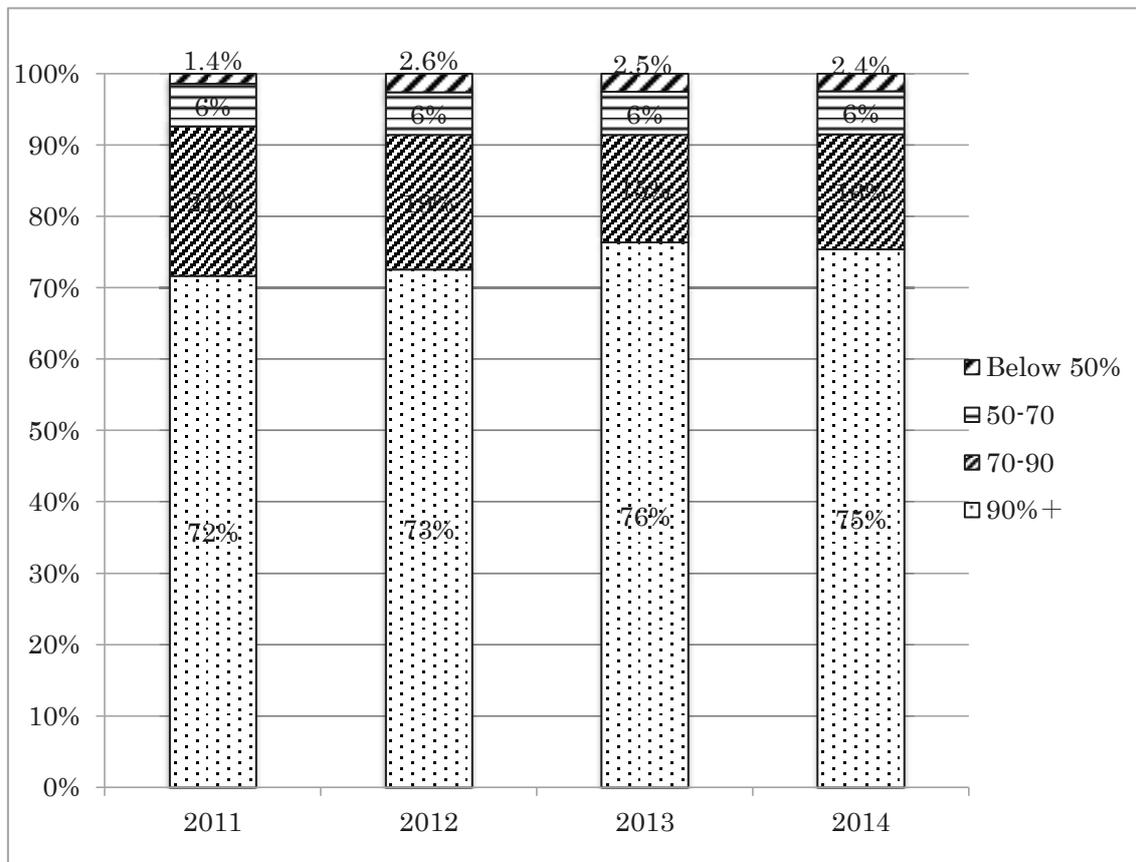
2010年に成立した金融規制改革法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, ドッド＝フランク・ウォールストリート改革及び消費者保護法）で導入された「Say on Pay」によって、経営者報酬に関する議案を株主総会で諮ることができるようになったが、例え反対票が過半数を超えても法的な拘束力はない。さらに、「Say on Pay」導入後の投票結果をみると、経営者報酬に対する議案は7割以上の企業で90%以上の賛成を得ており、賛成率70%以上でみると93%（2011年）、92%（2012年）、91%（2013年）、91%（2014年）の企業で賛成を得ている。賛成率50%を下回った企業数は、1.4%（2011年）、2.6%（2012年）、2.5%（2013

³⁷⁾ Brav et al. (2008), Bratton(2010), 新井(2009), 岩谷(2007), 三和(2009)。

³⁸⁾ Steverman(2009)。

年), 2.4% (2014年) とわずかである (図 2-4)。経営者報酬の規制に関しても, 株主アクティビズムが想定するようなパワーが機関投資家にあるとはいいがたい。

図 2-4 SAY ON PAY 投票結果



(出所) Semler Brossy (2014)より作成。

3-5 経営者の更迭

企業支配論の重要な論争点は, 経営者を誰が選んでいるのかという点にあった。すなわち, 仮に株主に経営者を更迭できるほどの権力があるとすれば, 企業の支配者は株主であるということができる。株主への権力転換という場合, 株主にこのような権力があるかどうか重要なメルクマールとなる。

しかし, すでに他の項目で見てきたように, この点においても株主は決定的な力を持っていない。第一に, CEOの解雇の発生率の低さである。例えば, 1,000社以上の会社を対象にした研究によれば, 株主アクティビズムが活発であったといわれる1993年から1999年の間に, 業績の悪さのために辞めさせられたCEOの数は全体の1%程

度であった³⁹⁾。

第二に、取締役が実質的に CEO の経営監視機能を果たしていないことである。株主が直接的に経営介入を行うことは難しいため、通説的な理解では株主は取締役を通して経営者をコントロールすることでエージェンシー・コストを減らすと考えられている。すなわち、「取締役が株主の利益のために活動することを怠れば、株主には、別の取締役候補者に投票し、あるいは株式を敵対的企業買収者に売却して、取締役を入れ替えることになると広く信じられている」⁴⁰⁾のである。これが多くの研究が理論的前提に置く取締役と経営者の「対等取引」(arm's-length bargaining) という想定である⁴¹⁾。

しかし、対等取引という理論的想定とは異なり、取締役選出において CEO は決定的な影響を指名手続きに及ぼしてきた。一点目として、CEO は取締役会の指名委員会の委員を務めているケースが多いので、取締役にとっては、CEO と対立しないほうが、候補者名簿に掲載される可能性がより高くなるという事情が挙げられる⁴²⁾。二点目は、CEO は会社資産に対してかなりの支配権を持ち、取締役の利益に対して直接的または間接的に影響を及ぼすほどのパワーを持つので、独立取締役を含めた取締役には、CEO と親しくなろうとする経済的インセンティブ(慈善のための寄付や取締役報酬など)が存在するという事情である⁴³⁾。例えば、巨額の粉飾決算によって経営破綻したエンロン社は社外取締役が関わる団体や運動に多額の寄付を行っていた⁴⁴⁾。三点目は、兼任取締役(interlocking directors)の存在である。A社のCEOがB社の取締役会メンバーであり、同時にB社のCEOがA社の取締役会メンバーであるというケース

³⁹⁾ Subramanian et al. (2002), Table1, p.36。さらに、公開会社の CEO の退職は、子会社の CEO 退職ほど業績に反応していない (Bebchuk and Fried, 2004, p.42, 訳 46 頁)。

⁴⁰⁾ Bebchuk and Fried(2004), p.17, 訳 19 頁。

⁴¹⁾ Core et al. (2003), Murphy(1999)。CEO と取締役の「対等契約」ないしは「対等取引」に関する批判的研究として、Bebchuk and Fried(2004)が詳しい。しかし、同書では「われわれはその報酬がそのインセンティブ効果を通じて現実の株主のためになるものである限りは、現在の水準の報酬、あるいはより高額な水準の報酬でさえも受け入れるであろう」(Bebchuk and Fried, 2004, p.8, 訳 9 頁)とあるとおり、CEO の高額報酬批判という文脈ではなく、あくまで株主主権論に基づく批判である点に注意する必要がある。

⁴²⁾ さらに、指名委員会の委員に関わらず、CEO は指名手続きに影響力を持っている。Montgomery and Kaufman(2003), Bebchuk and Fried(2004), pp.25-26, 訳 28 頁参照。

⁴³⁾ Ibid., pp.27-28, 訳 29-30 頁。

⁴⁴⁾ 橋本(2002), 2 頁。

を調べると、公開会社の 12 社に 1 社はこれにあたるという研究もある⁴⁵⁾。このような「取締役の持合い」が形成されることで、社外取締役が CEO に異議を唱えることは、自社の取締役運営にも影響を及ぼすため、あえて CEO と対立してまで自分の意見を言うことは抑制されることとなる⁴⁶⁾。

以上の要因から、候補者名簿に掲載された取締役はほぼ確実に再任される。1996 年から 2002 年の 7 年間にわたる調査では、「取締役の候補者について選挙による争いが起きることは事実上なかった」⁴⁷⁾。CEO が候補者名簿に載せる取締役選出において大きな影響力を有し、そして提案された名簿通りに取締役が決まるのである。Berle and Means が企業支配の概念を「取締役を選出する実質的権限」にあるしたことは第 1 章で見た。株主は経営者を解雇できるような力はなく、さらに取締役も実質的に内部経営者が選出しているのである。この点からも株主支配への転換を見ることは出来ない。

むすび

以上のように、株主アクティビズムが根拠とす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⁴⁸⁾、さらに一部の大手機関投資家のみが行なう株主提案も企業への直接的な影響力足りえず、経営者の報酬に対しても規制力を発揮できていない。機関投資家は短期的な株式運用者であり、経営者を更迭できるパワーがあるわけでもないし、その動機も低い。

Pension & Investment 紙の編集長のマイケル・クラウス氏は、日本貿易振興会の「米国の企業統治研究会」のインタビュー調査に対して、「機関投資家が CEO などトップ経営陣を交替させるほどの影響力をもっているということはまったくないとは言

⁴⁵⁾ Hallock(1998), pp.57-59. さらに、取締役兼任制と権力のネットワークを分析し、「金融ヘゲモニー論」を提起した Mintz and Schwartz(1985)は、金融機関を含めた兼任取締役の分析を行なっている。

⁴⁶⁾ 武井(1998c)はこのことを、「多くの企業の場合、社外取締役は経営陣を監視する「番犬 (watchdog)」というよりは、まだ経営陣の「飼い犬 (lapdog)」でしかない、ということが指摘されている」(同上, 17 頁)と述べている。

⁴⁷⁾ Bebchuk(2003), pp45-46, Bebchuk and Fried(2004), p.25, 訳 28 頁。

⁴⁸⁾ 長期的視点から企業への関わりを持つとされる、リレーションシップ・インベストメントも「アメリカ全体の株式投資のなかではわずかな割合のままである」(Blair, 1995, p.183)。

い切れないが、そのような例は極めて稀である。機関投資家は十分な議決権を持っていないので、企業経営者の提案を覆せるほどに他の株主からいつも賛同を得たり、企業経営者がいつもやりたいと望むことを実際に阻止することや CEO を解雇することは非常に困難である」と述べている⁴⁹⁾。機関投資家はあくまで株式運用者であり、株主アクティビズム論が主張するような個別企業に対する支配力の発揮や、経営の舵取りは志向していないのである⁵⁰⁾。

このように企業支配における「経営者支配」は、機関投資家への株式集中後も依然として続いているのである。しかし、本章第 1 節で確認したように、1980 年代以降、アメリカ企業の行動が株主配分を重視するようになったのもまた事実である。よって、次章で経営者支配の構造が変化し、本論文で重視する「経済の金融化のもとでの経営者支配」（株主配分重視経営）という転換として捉える点に検討を進める。

⁴⁹⁾ 三和(2005), 165-166 頁。

⁵⁰⁾ 染宮(1998), 140 頁。この点に関わって、カルパースのクリスト会長次のように述べている。「我々は経営戦略や業務そのものに関与するつもりはない。個々の企業の経営そのものに立ち入るにはコストがかかりすぎる。だからこそ、ガバナンス構造を問題にするのだ。」(同上, 166 頁, 注 6)。

第3章 アメリカにおける株主配分重視の企業経営への転換

はじめに

第2章では、機関投資家の多くは短期的売買を繰り返す投資主体であり、企業経営に直接的に働きかける株主アクティビズムの影響は限定的であることを明らかにした。ではなぜアメリカ企業は1980年代以降、配当・自社株買いを増加させ、株主配分を重視する企業行動をとるようになったのか。本章の課題は、経営者支配が続いているアメリカ企業において、株主配分を重視した経営に転換した要因を規制緩和との関連で分析し、労働者を犠牲にした上での利益配分を行う経済構造、すなわち「経済の金融化のもとでの経営者支配」（株主配分重視経営）の構造を明らかにすることである。

アメリカの社会・経済構造を長期にわたって規定してきた「ニューディール体制」¹⁾は、1981年のレーガン政権の発足以降、産業、環境、労働、社会保障・公的サービスなど、あらゆる分野からの連邦政府による規制の縮小というかたちで大きな転換を迫られることとなる。レーガン政権以降の急激なアメリカ社会の構造変化の中で、特に注目すべきことは、株式会社の企業行動をめぐる変化である。1980年代に企業組織の合理化、国際競争力の強化を短期的に実現するために、第4次M&Aブームが起こり、なかでもLBO（Leveraged Buyout）が急増した。そして、「株主価値最大化」経営が企業経営の最も重要な目標であると捉えられ、第2章で確認したように株主配分が増加した。

このような1980年代以降の株主配分を重視した経営は、1930年代以後形成されてきた「顧客・従業員・株主・社会等のバランスある利益のための経営」という流れからの転換²⁾を意味しているのであり、ニューディール期に形成された企業理論とそれを基礎にした株式会社規制からの転換を意味するのである。

1980年代以降、非金融企業が株主配分を重視した利益処分へと変化したのは、企業

¹⁾ 「ローズヴェルト政権が財政・労働・福祉などの幅広いニューディール政策を実施し、初めて『大きな政府』（big government）の方向性のもとで社会政策や制度改革に取り組んだため、リベラルな政策理念や多元的システムが国民意識のなかに定着するようになり、第二次世界大戦後のアメリカ社会に活力と柔軟性を与えてきた」河内(2005), 17頁。

²⁾ 片岡(2004), 8頁, Holmstrom and Kaplan(2003), p.5.

の蓄積危機の打開を目的に進められた規制緩和によって、経済の金融化（financialization）が進んだことと大きく関連している。経済の金融化とは、第一に、金融機関の収益性の増大と経済に占める金融部門の重要性の増大を意味し、第二に、非金融企業における金融的投資にもとづく所得の増大と企業利潤から金融市場への支払いが増大している現象を指す³⁾。

例えば、Orhangazi(2008)によれば、非金融企業の総利益に対する金融企業の総利益を見ると、1980年代までは10%から20%前後で推移してきたが、1990年代初頭に30%に達し、2000年代初頭には70%を超える水準となっている。また、金融化の現象として、国民所得に占める金融部門（金融・保険・不動産）の所得の割合の増加、ニューヨーク証券取引所での株式の一日当り売買量の急増、非金融企業の総資産と有形資産に占めるそれぞれの金融資産の割合の増加、非金融企業の粗付加価値に占める利子・配当収入の増加、などが挙げられる⁴⁾。これらの変化はいずれも1980年代を境にして生じていることから、第2章第1節で確認した株主配分の増大も、経済の金融化をめぐる一現象であると捉えることができる。

以上の金融の重要性の高まりは、アメリカ経済の構造的な変化とそれに対応した規制緩和と不可分な関係にある。1970年代のアメリカ経済は、ブレトン・ウッズ体制の崩壊と2度のオイル・ショックとともに戦後資本主義の「黄金時代」が終焉し、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）に直面した。例えばCrotty(2005)によれば、1970年代以降の企業行動の変化として、次の二点が指摘されている。第一に、非金融企業における利潤率の低下である。1950年代と1960年代には高い利潤率が維持され、最大で約11%を記録した。しかし、1970年代に入ると下落し、1980年代初頭には4%～5%の水準となった⁵⁾。第二に、投資の抑制である。非金融企業の実質純固定資本投資年率変化をみると、利潤率の急激な低下にも関わらず1980年代前半は一定の水準を保っているが、1960年代の伸び率と比較すると1990年代前半まで緩やかに低下している⁶⁾。

この危機を打開するために企業法制や金融市場に対する政府規制の撤廃を求める

³⁾ Orhangazi(2008), p.11. 金融化のより広い定義を行った Epstein(2005)はあらゆる経済活動が金融的動機を重視していると述べている。日本における金融化論の研究として、高田(2015)、小倉(2013)がある。

⁴⁾ Orhangazi(2008), pp.11-19.

⁵⁾ 利潤率は正味資産に対する税引き前利潤として定義される。Crotty(2005), Fig.4-1, p.83.

⁶⁾ Ibid., Fig.4-2, p.84. 資本蓄積に関しては、Crotty and Goldstein(1993)も参照。

強力な運動が巻き起こり⁷⁾、「先物取引所を始めとする新しい金融取引のための制度の整備，金融証券化やデリバティブ取引の普及に適応するための時価会計導入を始めとする企業会計制度の改革，年金制度を資本市場に連結するための税制改革や格付け制度強化，グラス＝スティーガル法撤廃に至る銀行業務自由化」⁸⁾が行なわれたのである。

これらの規制緩和によって，企業と家計の金融市場へのアクセスの機会が拡張されると同時に，企業と家計の経済行動が金融市場に依存する傾向を生み出していくこととなる。例えば，家計が所有する株式総額は1990年に1兆8070億ドルであったが，1999年には8兆90億ドルへと443パーセントへと急激な増加を示した⁹⁾。このような株式市場への資金流入の仲介役を担っていたのが機関投資家である。そして，株式市場に流れ込んだ大量の資金は，第2章で指摘したとおり極めて短期的に運用されている。ニューヨーク証券取引所の年間株式回転率は，1960年から1970年代末まで平均約20%であったが，1983年から1987年には70%以上まで上昇し，1990年代の急上昇をへて，2002年上半期には100%を超えている¹⁰⁾。合理的な株主にとっては保有する企業のパフォーマンスに一年以上の展望を超える関心がないのである。

このように，企業の蓄積危機打開を目的に進められた様々な規制緩和は，株式市場に大量の資金を流入させると同時に，それが短期的に運用されるという経済構造を生じさせることとなる。これによって企業は株式市場からの影響を強く受け，株価を重視する経営を迫られることとなるが，その重要な契機は1980年代以降のM&Aブームに求めることができる。

以下，第1節で1980年代以降のM&Aブームが生じたことを確認し，第2節でM&Aの増加によって企業が株主配分を重視する企業行動をとるようになったことを明らかにする。さらに第3節で規制緩和によって拡大したストック・オプションが，経営者の権力を背景にして株主配分重視経営を推し進めていることを述べる。そして第4節で，以上の株主配分重視の企業行動によって，失業と貧困の増加をもたらしていることを明らかにする。

⁷⁾ Crotty(2005), p.77.

⁸⁾ 高田(2008), 144頁。

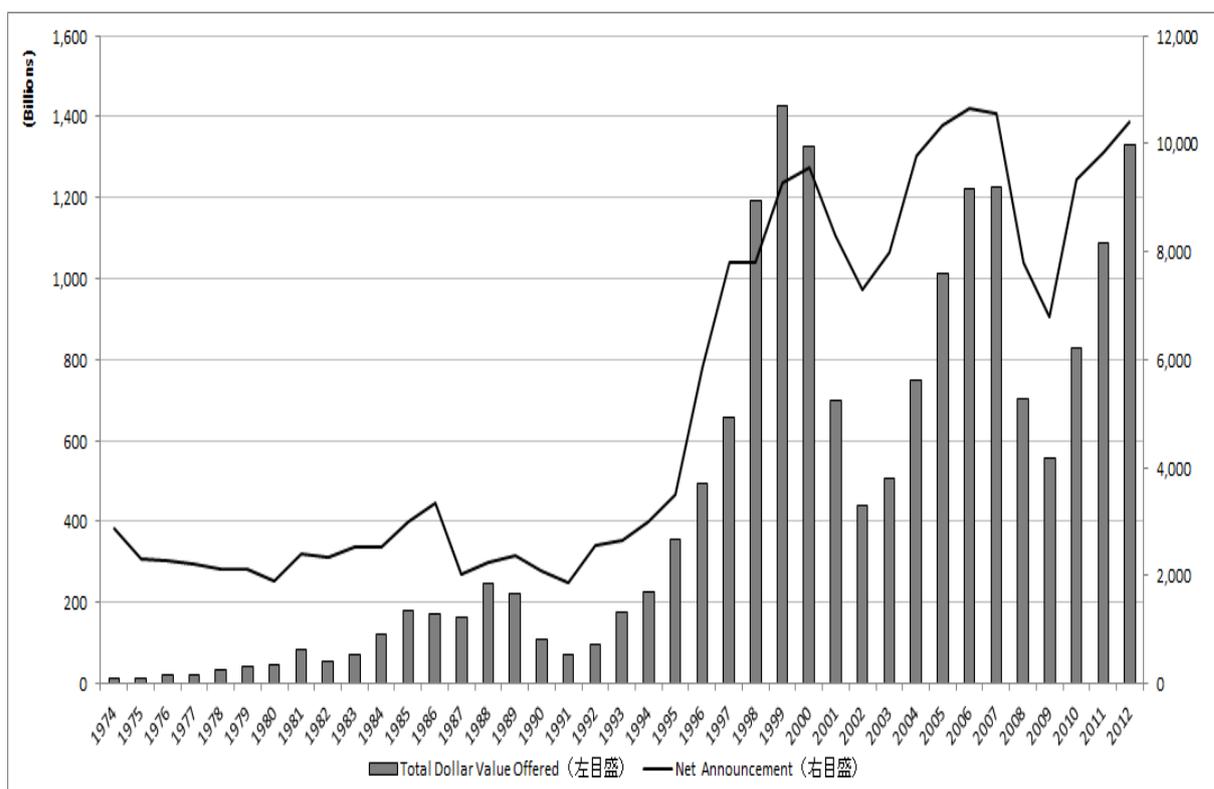
⁹⁾ U.S. Census Bureau(2000), No. 827, p.523. なお金融危機後に急落する直前の2007年には，家計が保有する株式総額は9兆4650億ドルまで増加した(U.S. Census Bureau, 2011, Table 1200, p.746)。

¹⁰⁾ Crotty(2005), p.92.

第1節 1980年代以降の規制緩和とM&Aブーム

経済の金融化を背景とした規制緩和は、1980年代以降のM&Aブームを生み出した。図3-1は1970年代後半以降のM&A件数と取引金額の推移である。1980年代以降、M&A件数と取引金額は何度かの落ち込みを示しながらも全体として増加している。1972年から1979年におけるM&Aの取引金額は年平均約221億ドル程度であったが、1981年には約826億ドル、1984年には1,222億ドルとなり、1980年代を通した年平均額は1,360億ドルまで上昇した。1984年から1989年における新たな生産的資産への純投資（非住宅純固定投資）の年平均額が840億ドルであったことと比べるとその規模の大きさは際立っている¹¹⁾。生産的投資よりも金融的投資も含むM&Aの額が上回っているのである。

図3-1 アメリカにおけるM&A件数および取引金額の推移



(出所) *Mergerstat Review* 各年版のデータより作成。

¹¹⁾ Crotty and Goldstein(1993), p.255, 訳 280 頁。

この変化は、1981年に発足したレーガン政権の各産業の規制緩和による競争の激化と反トラスト規制の緩和、法人税の諸優遇措置（投資減税等）による企業の余剰資金の増大¹²⁾などによって、推進されたものであった。

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¹³⁾。このような状況を打開するために、1970年代にビジネス界は一つの階級として行動するようになり、個々の企業の利益追求よりも、労働法制の改革を阻止し、企業に有利な税制や規制立法、反トラスト法の制定といった資本にとっての共通の利益を推進することが主要課題となった¹⁴⁾。1972年には、最高経営者たちの集まりである強力なロビー団体としての「ビジネス・ラウンドテーブル（BRT; the Business Roundtable）が設立され、1978年には加盟企業の収益はアメリカのGNPのおよそ二分の一を占めるという巨大な規模になった。この経済力を背景に、1978年には年間9億ドル近くの資金が政治的問題に費やされた¹⁵⁾。

「金で買える最高の政府」を得るためには、強力な「政治活動委員会（PACs; political action committees）」を形成することも一つの重要なステップであった¹⁶⁾。1974年には89であったPACsの数は、1978年には784、1982年の終わりには1467に増加した。資金面でみると企業と事業者団体によるPACsは1972年の800万ドルから1978年3900万ドル、1982年には8490万ドルへと急増した¹⁷⁾。このような、1970年代以降の巨額な政治資金の形成を評して、Blyth(2002)は「ビジネス界が一つの階級として金を使う」ようになったと述べている¹⁸⁾。

そして、かつては労働組合と協調していた企業でさえも対立的な姿勢を示した一つの兆候として、1978年労働法改革法案の決定的な敗北が挙げられる。組合側としては今回の法案はささやかな改革案（組合組織化と承認選挙の規制緩和）であり、小規模企業の反対があると予測していた程度だったが、先に述べた「ビジネス・ラウンドテーブル」を中心に大企業も激しいロビー活動を展開し、いかなる妥協も拒否した¹⁹⁾。Vogel(2003)はこの過程を詳しく分析し、「ビジネス・ラウンドテーブル」が反対を決

¹²⁾ 小倉(2007), 19頁。

¹³⁾ Bowles et al. (1983).

¹⁴⁾ Edsall(1984), pp.128-129, Harvey(2005), p.48, 訳 71頁。

¹⁵⁾ Blyth(2002), pp.153-154.

¹⁶⁾ Havey(2005), p.48, 訳 72頁。

¹⁷⁾ Edsall(1984), p.131.

¹⁸⁾ Blyth(2002), p.155.

¹⁹⁾ Gordon(1996), p.210, 訳 288頁。

めたことは特に重要な歴史的出来事であったと述べている²⁰⁾。

そして、1981年に成立し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、影響力を強めたビジネス界の積極的支援のもとに、その改革に取り組む²¹⁾。レーガン政権は、非効率的な政府規制と高い限界税率が生産性の向上と長期的な成長に必要となる労働、技術革新、投資のインセンティブを失わせ、産業の非効率性や国際競争力低下をもたらしていると分析し、経済再建の四つの柱として①歳出削減、②個人所得税減税と企業減税、③連邦政府規制の緩和、④マネーサプライの抑制を打ち出した²²⁾。

経済再建のために、労働・貯蓄・投資意欲の回復させる必要があり、レーガン政権は第1期「ERTA」(Economic Recovery Tax Act of 1981: 1981年経済再建税法)を行った²³⁾。特に企業減税に焦点をあてると、ACRS (accelerated cost recovery system: 加速減価償却制度) と ICT (investment tax credit: 投資税額控除) が挙げられる。いずれも資産の償却期間を加速化させ、節税効果による内部留保増大を目指す企業優遇税制であるが、これらは全米商工会議所や全米製造業者協会などの財界からの要求をもとに実現したものである²⁴⁾。

しかし、「ACRS と ICT 等の投資促進税制は、企業の内部留保と頒価償却引当金などのキャッシュ・フローを増加」させたが、設備投資の促進をもたらさずに金融取引に使われ、「これが M&A の隆盛を招いた一因」となった²⁵⁾。さらに、レーガン政権の規制緩和には、特定産業ごとのものと全産業に影響をもたらすもの(独占禁止法適用緩和)があるが、これらの企業再編に関わる規制緩和が上記の投資促進税制と合わさり、M&A の増加をもたらしたのである²⁶⁾。すなわち、アメリカ経済を再建するため

²⁰⁾ Vogel (2003), pp.154-155.

²¹⁾ アメリカ企業の生産性の低下については、Jacobs(1991)、夏目(1990)参照。

²²⁾ 以上、White House(1981)、1980年代のレーガノミクスを詳細に分析した曾根・篠塚(1989)参照。

²³⁾ 以下の記述は中井(1994)、東(1991)、渋谷(1992)を参考にしている。

²⁴⁾ 渋谷(1992)、70-71頁。減税法案についての議会公聴会で、リーガン財務長官は、「過去20年間における限界税率の上昇の影響は中間および高所得階層に集中していた」とし、個人所得税の最高税率の引き下げ(70%→50%)キャピタル・ゲインの実効最高税率の引き下げ(28%→20%)を訴えた。渋谷(1992)、67頁。

²⁵⁾ 中井(1994)、171頁、鶴田(1991)、34頁。

²⁶⁾ 「W・T・グリム社によると81年から84年間のM&A取引の45%以上」は、レーガン政権による規制緩和の行われた産業(石油とガスのみで26%)であった。また、「反トラスト規制の変化も全産業にわたり企業統合を進める主要な役割を果たし」、「企業(特にコングロマリット)は末梢的な事業部門を収縮させる一方で主要業務に集中するようになった。この事業部門分割の動きが過去3年のM&A活動の大部分を

に、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、非金融企業は利潤率の回復と国際競争力の強化をはかったのである。これは日本においても 1990 年代後半以降、日本経済の停滞を脱するために、企業結合法制の規制緩和が進められていったことと同じ構図であるといえる（この点は第 4 章で明らかにする）。企業の生産性上昇のために、M&A を自由化することで「選択と集中」を促進させ、それが同時に金融的投資偏重を生み出す構造を作っていく。ここに、低成長期以降の新自由主義政策の共通点を見いだすことができる。

1990 年代に入ると、乗っ取り屋による敵対的買収は減少し、マネーゲーム的な M&A から企業主体の戦略的 M&A が主流となった²⁷⁾。その手法は、不要な部門を切り離す事業売却が単なる事業分割をとるのではなく、スピン・オフ（会社分割）など株式市場で評価される手法を用いてリストラクチャリングを進めたところに特徴がある。松古(1998a)は、「事業を切り離す」手法を、①グループ内におけるリストラ、②株式市場を利用したリストラ、③第三者を利用したリストラ、④清算に分類し、1990 年代は特に②に分類される「子会社上場」（カーブアウト）や「会社分割」（スピンオフ）の件数が増大していると指摘している。そして、このようなアセット・リストラクチャリングは、「株式市場からみた企業評価」を意識して行われ、株価の上昇を目的に行われたのである²⁸⁾。

そして、1990 年代後半以降は、1980 年代の M&A ブームをはるかに上回るペースで規模が拡大し、1999 年には M&A は 9,278 件、取引金額は実に 1 兆 4,250 億ドルに達した。規制緩和業種である情報・通信業、メディア産業などが主体となり大規模な M&A が生じ²⁹⁾、第 5 次 M&A ブームは、取引金額と件数が過去に類をみない規模で増大し、企業行動に大きな影響を与えることとなる。

説明している」（Altman・Nammacher, 2003, pp.169-170, 訳 149 頁）。

²⁷⁾ 1980 年代と 1990 年代の M&A の違いについては、Andrade et al. (2001), Holmstrom, and Kaplan(2001), 1990 年代の M&A 分析は松古(1997)を参照。敵対的買収の減少は、Andrade et al. (2001), pp. 105-107, Holmstrom, and Kaplan(2001), pp. 126-127, 参照。

²⁸⁾ この点詳しくは松古(1998c)を参照。

²⁹⁾ 規制緩和産業による M&A については Andrade et al. (2001), pp.108-109 参照。1990 年代は全体の M&A に占める規制緩和産業の M&A は 1980 年代と比較しても高まっている。

第2節 M&A ブームと株主配分重視経営

以上のようにアメリカにおける M&A は 1980 年代以降増大し、90 年代以降は件数、金額ともに他の時期の M&A ブームでは考えられないような規模で拡大していった。このことは以下の要因により、株主配分を重視する企業行動へと転換させることとなる。

第一に、M&A の増加によって、市場での企業支配権の争奪戦が激しさを増したことから、企業は株主価値を重視した経営を行なうようになる。「株主価値」の主要な指標は、株式市場における株価 (share price) である³⁰⁾。1980 年代には巨大企業の半数以上が買収の対象となったといわれており³¹⁾、企業資産と比較して株価が割安と評価される企業は買収のターゲットとなる。例えば、1984 年の The New York Times は、Fortune500 に載るような Gulf Oil や Getty Oil などの大企業が十分な株価を維持できなかったことで買収された事例を挙げ、敵対的買収の増加によって企業は株価を重視しなければならなくなったと述べている。買収の脅威から守るために、経営者は株価を短期的に上げる必要を迫られることとなり、高株価を維持するための行動をとるようになるのであり、この意味で 1980 年代以降株価は今までと違った視点から重要視されるようになったのである³²⁾。このように、1980 年代以降 M&A 戦略が最高経営責任者の主要な関心事となり、常に株価を意識した経営が行われることとなる³³⁾。

第二に、株価の重要性は株式交換を用いた M&A の増加によって飛躍的に高まる。すでに述べたように、1980 年代に隆盛を極めた敵対的買収は 1990 年代に入ると減少するが、株式交換を用いた M&A は増加した。1990 年代は企業主体の戦略的 M&A が主流となるが、M&A の約 71% が株式を用いて行われ、すべて株式交換で行われたものは 57.8% であった。1980 年代は株式を用いたものは 45.6% でありすべて株式交換で行われたものは 32.9% であった³⁴⁾。このように株式交換による M&A が主流となるなかで、企業は株価を上げることが攻めの M&A をするにせよ買収防止にせよ必要となる。例えば、「世紀の合併」と言われた America Online (AOL) によるタイムワーナーの買収 (2000 年) は、全額株式交換で行われたが、当時この M&A をウォール・ス

³⁰⁾ Fligstein(2002), p.148.

³¹⁾ Mitchell and Mulherin(1996), p.199.

³²⁾ Wayne(1984), Lowenstein(2004), ch.1.

³³⁾ 松井・奥村(1987), 53 頁。

³⁴⁾ Andrade et al. (2001), pp.105-106. なお全て現金による買収は、1980 年代の 45.3% から 1990 年代は 27.4% と減少している。

トリート・ジャーナルは「ビールも買えない年頃の少年といってもいい会社が、アンシャンレジーム（旧体制）の代名詞のような、一世紀もかかって大きくなった会社を事実上買収してしまった」と評した³⁵⁾。1999年時点で、タイムワーナーは売上規模が270億ドルで社員数は7万人であったのにたいして、AOLは売上規模が50億ドルで社員数は1万5000人と、圧倒的に規模が小さかった。企業規模から見れば、タイムワーナーがAOLを買収するということが自然に見える。しかし、売上高ではタイムワーナーの5分の1しかなかったAOLの株式時価総額はタイムワーナーの900億ドルに対してその約二倍の1750億ドルであった³⁶⁾。AOLは1990年代に膨れあがった自社の高株価を利用して、伝統ある巨大企業を買収に成功したのである。このように、1990年代以降の株式交換を用いた戦略的M&Aの急速な増加は、企業に買収防衛としてだけでなく、積極的な攻めのM&Aのためにも常に株価を維持ないし上昇させる経済構造を生み出すこととなるのである。

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³⁷⁾。アメリカにおけるM&Aブームは20世紀初頭の独占形成期など何度かの大きな波を経験しているが、1980年代以降のM&Aの特徴は、「産業側の要因だけでなく、金融機関と金融市場との役割が積極的な要因として作用した」点でそれ以前と異なる³⁸⁾。特に1980年代の第4次M&Aブームは、取引件数の増大と当時最大規模であったKKR社によるRJRナビスコ社の買収³⁹⁾のような取引金額の大きさとともに、LBO（Leveraged Buyout）件数の高まりにその特徴がある。LBOの増加は、「買収・合併に当ってその買収資金を金融機関等からの借入や債券の発行によって調達し、それによって少ない自己資金で大型の企業合併・買収を行なうケースが増えた」⁴⁰⁾ことを意味する。非金融企業の負債比率は1980年以降急激に上昇し、金融機関の積極的介入によってM&Aが増加したのである。

上記のLBO関連の資金調達で重要な役割を果たしたのが、ジャンク・ボンドと機

³⁵⁾ Munk(2004), p.187, 訳 220 頁。

³⁶⁾ Ibid., p.144, 訳 161 頁。

³⁷⁾ 「ウォールストリートはこのブームを歓迎していた。ゴールドマン・サックスは、1984年の株価上昇がM&Aを歓迎したものだ」と分析している。投資家たちは買収されそうな企業の株を買った。金融機関はM&Aのコンサルティングで利益を上げた。金融緩和が続いた5年間で、企業合併の数と平均購入価格は3倍になった。1987年、年間の企業買収の総額は3000億ドルに達しようとしていた。(…) M&Aブームの主役は投資銀行だった」(Geisst, 2012, p.333, 訳 417 頁)。

³⁸⁾ 中本(1990), 54 頁。

³⁹⁾ 詳しくは松井(1991)を参照。

⁴⁰⁾ 中本(1990), 61 頁。

関投資家であった。公開普通社債発行残高に占めるジャンク・ボンドの発行残高は、1970年には6%だったが、1984年には11.6%、1988年には21.1%に上昇した。これらのジャンク・ボンドへの投資は、そのほとんどが高利回りの投資を狙った機関投資家であった⁴¹⁾。情報処理技術の進展や富裕層への減税、1975年の売買手数料の完全自由化（例えば1970年には機関投資家のトレーディングで一株26セントであったものが、1989年には5セントになった）、機関投資家のポートフォリオ構成に対する規制緩和などによって、機関投資家が所有する株式は増加し（第2章図2-4）、その増加した資産を背景にして機関投資家はM&Aに積極的に関わっていったのである。

このように、M&Aにおいて巨大なリスク資産を資本市場へ流入しているのは機関投資家であったが、その仲介役を担っているのが投資銀行である。1970年代半ば以降の株式手数料自由化以前は、投資銀行にとって、主に機関投資家を対象とした証券売買仲介業務による手数料収入が重要な収入源であった。しかし自由化以降、投資銀行は自己勘定取引やM&A仲介業務、資産運用業務などに力を入れていく。三和(2005)によれば、M&A仲介業務の報酬計算は、「Lehman5-4-3-2-1形式と呼ばれる方式が用いられ、取引金額の100万ドルまでには5%、100万ドル超200万ドルまでには4%+ α 、200万ドル超300万ドルまでには3%+ α 、300万ドル超400万ドルまでには2%+ α 、400万ドルを超える取引には1%+ α の報酬を得るというもの」であり、ここから莫大な報酬を得ている。このようにM&Aの取引金額が大きければそれだけ手数料収入が大きくなるので、「投資銀行にとって重要なことはいかに高く売買を成立させるかということ」であり、「そのために「商品」である株式会社の価値、すなわち株価を極大化する必要がある」。1980年代以降の株主配分重視経営への転換の背景には、このような「投資銀行主導の金融仲介構造と株式会社を「商品化」して収益を上げていく投資銀行の収益構造の変化があった」のである⁴²⁾。

以上の要因によってM&Aの増加は株価を重視した企業行動を生み出していく。そして、1980年代以降、企業は株価を上げるためにROEに代表される資本効率を意識した経営⁴³⁾や株主配分の増加を労働者の犠牲の上に行うようになる。配当は株価維持

⁴¹⁾ 同上、68-69頁。

⁴²⁾ 以上、三和(2005)、156-159頁参照。投資銀行とM&Aの関係では、例えば、先ほど挙げたAOLとタイムワナーの事例では、投資銀行と経営者は組んでデュー・デリジェンスを行う。両社につく投資銀行家達はこの合併が論理的に正しい決定であることをあらゆる資料やデータを作成することで証明し、これを経営者が株主に説明する。そして、投資銀行は莫大な報酬（6000万ドル）を得たのである（Munk, 2004, pp.163-166, 訳184-188頁）。

⁴³⁾ アメリカでは1980年代以降、投資家の要求とM&Aの増加を背景とした自社の株

のために1980年代以降上昇したが、一度上げた配当は引き下げる選択を取りにくい⁴⁴⁾。よって、株価を上げるための株主配分は企業がより機動的に行うことができる自社株買いの増加として現れる。

自社株買いは1982年にニューディールからの転換を象徴する大きな規制緩和が行われた⁴⁵⁾。これに伴い、株価引き上げの手段としての自社株買いは1980年代以降増大していく。1984年から1990年に、企業は自社株買いを平均920億ドル行い、その規模は税引き後利潤の79%に等しい額であった。これは「主として当時の合併及びLBO式企業買収活動の帰結であって、そこには企業が敵対的買収への防衛策として実施した買い戻し分も含まれていた」。さらに、1994年から2000年にかけては、企業は自己株式を年平均1210億ドル買戻した。この買い戻し額は企業の税引き後利潤の40%にのぼり、新たな資本設備への支出額のほぼ16%に相当した。この時期の買い戻

価を上げる必要性から経営者はROEを高めるようになった(Crotty, 2005, p.93)。ROEとPBR(Price Book-value Ratio; 株価純資産倍率)には相関がみられ、ROEの上昇とともに株価の評価を表すPBRも上昇するため、アメリカでは投資指標として定着している(栗野ほか, 2015, 2頁, 図表2)。日本でも近年ROEの重要性が高まり、2014年には経済産業省から「持続的成長への競争力とインセンティブ〜企業と投資家の望ましい関係構築」プロジェクトの最終報告書(「伊藤レポート」)が公表された。同報告書では、「グローバルに通用する有力な指標」として、「多くの投資家は企業を評価する際の最も重要な指標の一つとしてROEを捉えている」という認識の下、最低限8%を上回るROEを達成することを提起している。宮川(2015)では黒字企業に限った分析ではあるが、2014年3月末日のデータから「ROEが高い企業のPBRは高い、つまり株価は相対的に高く評価されている」と述べている。このように、ROEを重視する企業行動においては、「少ない元手で高い収益を達成する」と同時に、得た利益は内部留保ではなく可能な限り株主に配分することが求められる(石川, 2007, 29頁)。

⁴⁴⁾ 1980年代の「相対的な高金利に対して株価を維持しようとする経営目的との相乗作用によって」配当が高まったが、その後金利が低下傾向を示しても株価維持の観点から配当性向を引き下げず、高い配当性向が定着した。磯谷(1997), 9頁参照。

⁴⁵⁾ Lazonick(2014)は、自社株買いの規制緩和について、「1982年にSECが証券取引法規則10b-18を定めて以来、企業は公開市場での自社株買いを実質的に規制なく行える」ようになり、「取締役会は特定の期間内でも、あるいは期間を限定しなくても、一定額までの自社株を買い戻す許可を上級幹部に与えることが可能」になったと述べ、「規則10b-18は、公開市場での自社株買いによる株価操作を合法化したのである」と論じる。1934年制定の証券取引法には、投機による不正行為を防ぐ目的でSECがさまざまな規制を行えるように幅広い権限を付与していた。しかし、レーガン政権時代の「1981年から1987年までSEC委員長を務めたジャン・シャドはE.F.ハットンの副会長だった人物であり、SEC50年の歴史で初めてウォール街のインサイダーがSECのトップに就いたのである。シャドは、証券市場の規制緩和によって貯蓄がより効率的に経済投資に流れるようになると信じており、規制緩和によって単発的な不正行為や株価操作を見逃すことになるかもしれないが、だからといってそれを理由に煩雑な情報開示を企業に要求することはできないと考えた」。このような自社株買いの規制緩和は、ニューディール以降の大きな転換である(Lazonick, 2014, p.7, 訳99頁)。

しは、もっぱら「株価引き上げの手段として利用された」のである⁴⁶⁾。自社株買いは、株式市場の需給効果による株価上昇や一株あたり利益率の上昇、ROE⁴⁷⁾の引き上げに伴う株価上昇効果などをもたらす。すでに指摘したように、M&A が経営者にとって経営戦略の要に位置付けられることによって、株価引き上げを目的とした自社株買いも重要な経営戦略の一つとなるのである。

このような M&A の増加による株価重視経営のもと、企業は労働者の解雇、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る。すなわち、1980 年代以降の株主配分重視経営とは、雇用や賃金を犠牲にした上で企業利潤を増大させることで、配当・自社株買いを増加させたのである⁴⁸⁾。Fligstein・Shin(2007)は、1984 年から 2000 年までのアメリカ企業の M&A とレイオフの関係についての分析を行ない、企業はコスト削減による短期的な収益改善のために、M&A やコンピュータ投資を積極的に行なうことでレイオフを増大させ、特に労働組合に組織されている労働者の数を減少させたと結論付けている⁴⁹⁾。序章で指摘したように、株主配分重視経営が進んだ 1980 年代以降、労働組合の組織率が急落していくという現象は、現代資本主義におけるこの問題を考えるうえで非常に重要な意味がある。1950 年代には米国の民間労働者の 3 分の 1 以上が労働組合に組織されていたが、1980 年代、1990 年代をとおして組織率は低下し、2006 年の組織率は実に 8 パーセント未満にまで下落した。この背景には、レーガン大統領が 1981 年 8 月 5 日にストライキ中の全国の航空管制官を解雇し、職場復帰を禁じた時、企業や CEO がこれを契機にいっせいに反組合活動に突き進んだことが指摘されている⁵⁰⁾。資本と賃労働における力関係を決定的に変化させたという点で、

46) 以上、Pollin(2005), p.62, 訳 71-72 頁参照。自社株買いは買収防止の観点からは株価引き上げだけではなく浮動株減少などによる防止効果もある。

47) ROE を上げるために企業は負債による資金調達も積極的に行う。なぜなら負債による資金調達は、増資による株価下落や一株あたり利益の低下、既存株主の持株比率の低下などの影響を受けないからである (Fligstein, 2002, p.151)。「唯一の防衛策は、買収者をまねて借金をすることだった」(Lowenstein, 2004, p.11, 訳 22 頁)。

48) 「ブームとスランプの極端な作用を別としても、株主価値は、費用を減少させ利潤を増大させる活動によって即座に大きくなる」(Glyn, 2007, p.64, 訳 81 頁)。また、雇用の減少については、Ibid., pp.64-65, 訳 81-82 頁参照。

49) M&A によるリストラクチャリングは収益性を基準にした資本投資を促し、1980 年代には国内のよりコストの低い地域への工場移転が行われ、そして 1990 年代は企業のグローバル展開が進んでいく。1990 年代前半の調査では、組合結成をするならば工場を閉鎖して移転すると威嚇した企業は、製造業で 65%に達した (Bronfenbrenner, 1996, Table 4, p.39)。

50) 労組組織率および以上の記述は、Reich(2008), pp.80-86, 訳 108-116 頁参照。な

Fligstein・Shin が論じるように、「shareholder value は新たな階級闘争の形態」⁵¹⁾なのである。

経営者は、レイオフや不採算部門のコスト削減策を発表すると、株価が上昇するということを経験的に認識している⁵²⁾。よって、M&A の活発化は先に見たように、企業に株価を重視させることで金融市場への分配を増大させる圧力を生み出すのであるが、それを実現させるための手法として企業が積極的にリストラクチャリングを行なう経済構造をつくりだすのである⁵³⁾。株価上昇の圧力のもとで、企業はレイオフなどの労働者を犠牲にしたコスト削減を行なうことで資本市場から要求される短期的な利潤の増大を実現するとともに、株価の上昇を達成しているのである⁵⁴⁾。そして、これは同時にニューディール以降上昇を続けた、労働組合組織率の低下をもたらした、1970年代までの「対抗・交渉型の労使関係」の変容を意味するのである。このような経済構造の転換を Bowles et al. (1983)は資本と労働の暗黙の合意が 1970 年代前半までに内部分解し、1980 年代に入るとビジネス優位が強化され、失業率の上昇と実質賃金の鋭い低下が生じたと論じたのである⁵⁵⁾。さらに、レーガン政権によって最低賃金は、1980 年以降低下していく⁵⁶⁾。これは、1960 年代後半よりも低い水準であり、富裕層の最高税率低下と合わせて所得格差の拡大につながっていく⁵⁷⁾。この点詳しくは第 4

お Reich はカーター政権時からの組織率低下をより重視して論じている。

⁵¹⁾ Fligstein・Shin(2007), p.421.

⁵²⁾ Kennedy(2000), ch.10. 例えば、1990 年代に大規模なリストラクチャリングを行った IBM は、1993 年 8 月時点で 40 ドル台に低迷していた株価を上げるために、7 万 5000 人もの労働者を削減し、1994 年には業績が黒字に転換し、株価は急上昇した（「日本経済新聞」夕刊 1996 年 8 月 27 日）。

⁵³⁾ 高田(2009)は次のように述べている。「M&A が活発化している状況のもとでは、株価が下落すれば、企業は買収の標的にされやすくなり、買収を掛けられた場合に攻撃を撃退する力が弱ってしまう。M&A 市場では、高い株価だけが、経営者に買収攻撃に対抗する力と、経営者の地位に留まる大義名分を与え、逆に、他企業の買収に乗り出したときにも、株主の賛同を集めることができる。このために、企業の M&A が活発化している現代の企業界では、経営者はいやでも応でも株価を引き上げる必要に迫られ、リストラ、自社株買い、その他株価の上昇につながると思われることであらばどんなことでもするようになる」（同上、46 頁）。

⁵⁴⁾ Fligstein・Shin (2007), p.404.

⁵⁵⁾ Bowles et al. (1983), Fig.5.2, p.120, 訳 123 頁。また、1980 年代以降のアメリカ経済におけるダウンサイジングの詳細な分析を行った Gordon(1996)は次のように述べている。「1970 年代以降の経営者の攻勢は、労使関係とそれに影響する政治環境に 3 つの重要な制度変化をもたらした。すなわち、最低賃金の実質価値の低下、労働組合の規模と力の浸食、「使い捨て」雇用の出現である」（Gordon, 1996, p.9, 訳 xxviii 頁）。

⁵⁶⁾ Piketty(2014), Fig.9.1, p.309, 訳 322 頁。

⁵⁷⁾ Phillips (1991)は、当時の状況を次のように述べている。「アメリカの有権者は 1986

節で述べる。

第3節 ストック・オプションと株主配分重視経営

以上のように、M&Aの増加は企業に対して資本市場を通じた株価上昇のプレッシャーを与えるのであるが、経営者はこの圧力にただ従って行動しているわけではない。なぜなら、第2章で明らかにしたように、アメリカ企業における内部経営者の権限の大きさを考慮すれば、単にM&Aの増加による資本市場の圧力からのみ企業行動の変化を論じるだけでは不十分である。ストック・オプションによる経営者の自己利益の追求という要因も同時にみることによって、株主配分重視の企業経営への転換はより正確に理解することができる。

ストック・オプションは、株価上昇に対する金銭的インセンティブを経営者に与えることによって、株主と経営者との利害を一致させる目的で導入されたものであるが、1980年代以降、より自由度が高い制度となるよう規制緩和が行なわれた⁵⁸⁾。ストック・オプションの規制緩和は、経済構造が金融的収益に依存していくなかで行なわれたものであり、M&Aブームを引き起こした要因と同じ背景を持つ。そして、この規制緩和以降、CEO報酬の急激な上昇が生じることとなる。例えば、1980年から1995年の間に、企業の利潤は145%増加し、労働者の賃金は70%に減少しているのに対して、CEOの給与および賞与は499%増加した⁵⁹⁾。図3-2はMishel et al. (2012)のデー

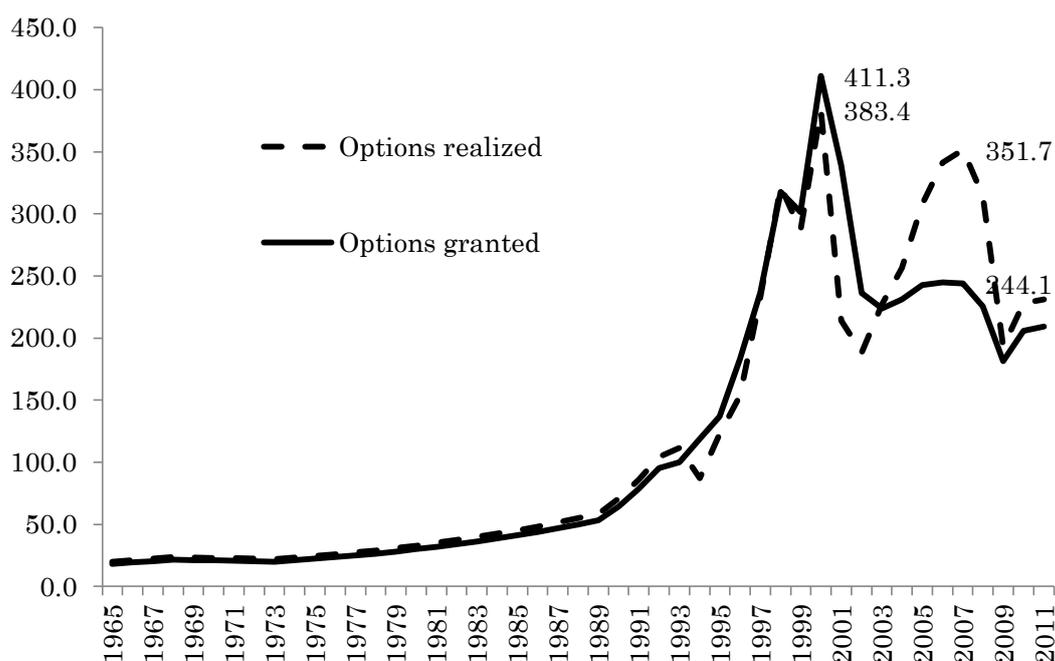
年の税制に一度も賛成したことがなく、税制の簡素化と多くの税の優遇減免措置を廃止して、かわりに所得税の最高税率を28%まで引き下げるという主張に与しなかった」。また、全体的な評価は、「1988年のABCニュース/ワシントン・ポストの調査によれば、31%から55%が「改革」で税制は悪くなったと答えている」。さらに公正性の観点からは、「USAトゥデーの世論調査では、55%が新税制は不公平だと考えていた」。1986年の税制改革で恩恵を被ったのは「USAトゥデーの世論調査では、60%が1986年の税制改革で金持が得をしたと感じ、78%は特権階級が優遇されたと考えていた。1989年9月25日の『ニューヨーク・タイムズ』は「国民が1986年の改革を認めたことは一度もなかったようだ」と記している」(Phillips, 1991, p.247, 訳303頁)。このように、レーガン改革が経済的な不平等を促進させるものであったという点は、多くのアメリカ国民に共有されていた。

⁵⁸⁾ Boyer(2005), p.12. 1981年に制限ストック・オプションの税制優遇措置の復活と最高所得税率の引き下げが行なわれた。特に最高所得税率の引き下げによって、経営者が受け取ることができるストック・オプションの上限が事実上撤廃された。Fox(2009), p.276, 訳354-355頁。

⁵⁹⁾ Lazonick and O'Sullivan(2000), p.25. もちろんストック・オプションの増加がこ

タをもとに作成した CEO 報酬の平均賃金に対する倍率の推移である。CEO と一般労働者の平均賃金の差は、1970 年代には 20 倍台で推移したが、1989 年に 58.5 倍、2000 年には 383.4 倍となり、金融危機後に減少したが 2011 年には 231 倍と高い水準にある⁶⁰⁾。

図 3-2 CEO 報酬の平均賃金に対する倍率



(注) CEO報酬は、売上高上位350社のCEOのサラリーとボーナス、制限株式、ストック・オプション、長期インセンティブ報酬を含んだもの。options grantedはオプション付与時の評価、options realizedはオプション行使額。

(出所) Mishel et al. (2012), Fig. 4AH , p.291.

さらに、Piketty and Saez(2003)を 2005 年まで拡張した研究によれば、CEO 報酬トップ 10 と労働者の平均賃金（年収）との格差が広がっている。1970 年にその格差は、49.2 倍だったが、1980 年に 187.8 倍に拡大し、1990 年 335.7 倍、1995 年 559.6

の値に反映している。Hall and Liebman(1998).

⁶⁰⁾ Mishel et al. (2012), p.289.オプション行使額

倍, 2000年 2173.9倍, 2005年 1536.3倍と90年代に入り極度に格差が開いている。CEO報酬100位までの平均と比較しても, 1970年 38.5倍, 1980年 101倍, 1990年 222.3倍, 1995年 343.4倍, 2000年 1039.4倍, 2005年 768.1倍となっている⁶¹⁾。

また, Mandel (2002)によれば, ストック・オプションの利益は1997年の300億ドルから2000年には1,150億ドルとなり, 283.3%の増加であった。これは同じ期間の企業の営業利益の増加分1,300億ドルのうち850億ドルがストック・オプション利益とし企業から流出したことを意味し, 企業利潤からの経営者報酬の比率が極めて高いことが確認できる⁶²⁾。

このような急激なCEO報酬の増大は, ストック・オプションが株主と経営者の利益を一致させるものというよりは, 経営者の自己利益追求の手段として利用されていることを示している。さらに, 「経営者は自らの報酬体系を変更するために, 機関投資家の要求を利用した」⁶³⁾というBoyerの分析は, 企業支配論の観点からも重要な点を指摘している。すなわち, 株主の要求により, 報酬体系が変更されたのではなく, 経営者自らストック・オプションを導入したのであり, 経営者支配の構造がここに反映されている。経営者は自らの報酬を高めるために, 積極的に株価を高めるための企業行動をとるようになったのである⁶⁴⁾。

先に指摘したように, 2000年代には株主が不利益を被りながらも経営者は自己の報酬を増大させていたという事実は, ストック・オプションが株主の利害と経営者の利害を一致させる機能を完全には果たしていないということの意味する。ストック・オプション制度の本質は, 単なる株主利益の追求ではなく, 経営者が自己利益追求のために株主配分重視の企業経営を行なうという点に最大の特徴があるのである⁶⁵⁾。よっ

⁶¹⁾ Piketty and Saez. (2003), Tables and Figures Updated to 2011 in Excel format, January 2013, Table B4: CEO Pay versus Average annual wage, 1970 to 2005.

⁶²⁾ Mandel (2002), p.112.

⁶³⁾ Boyer(2005), p.20.

⁶⁴⁾ 例えば, Holmstrom and Kaplan(2003)は, すでに巨額の株式を得ている経営者がさらに自社株購入権を得ているという事実から, 経営者がより強い株主動機を必要としていたと見ることは難しく, 彼は自身の権力を用いて過大な報酬を得ていると主張している (Holmstrom and Kaplan, 2003, p.13)。

⁶⁵⁾ Lazonick(2013)は株主配分の一要素である自社株買いが株主価値を高めるための手段であり, CEOは自社株買いによって株価を操作し, 自己の報酬を増大させていたと論じている。また, 先に述べた「世紀の合併」により誕生したAOLタイムワナーは, 13億ドルの巨額の自社株買いを行う一方で, 経営陣は株を売り抜けていた。「2001年2月から5月の間に, スティーブ・ケースは200万株のAOLタイムワナー株を1億ドルで売却していた。ケースは経営からは距離を置いていたが, 株を売り抜けるタイミングは外さなかったようだ。一方, ピットマンは2001年春, 自分が持

て、1980年代以降、企業は株主価値最大化を株主から強制されたというよりは、経営者が企業利益と自己の報酬を最大化させるために「企業は株主価値を最大化しなければならない」というイデオロギーを採用したのである⁶⁶⁾。

以上のように、経済の金融化による M&A の活発化とストック・オプションの拡大は、企業のコーポレート・ガバナンスを株主配分重視の経営へと変化させた。例えば General Electric(GE)は 1980 年代以降、株主価値重視を追求し続け、ジャック・ウェルチが CEO に就任した 1981 年には 140 億ドルにも満たなかった株価時価総額は、2001 年にウェルチが引退した時には時価総額約 4000 億ドルに膨らんでいた。しかし、ウェルチ時代に行なわれたことは GE の労働者の 4 人に 1 人にあたる 12 万人にも及ぶレイオフと研究開発費 (R&D) の削減であり、唯一継続的に行なった投資は 300 億ドルにもものぼる自社株の買戻しであった⁶⁷⁾。

以上要するに、1980 年代以降の株主配分重視経営とは、M&A 増加による資本市場からのプレッシャーと企業経営者のストック・オプションによる自己利益追求によって、企業が短期的な株価上昇のためなら労働者の解雇や事業部門の売却などを積極的に行ないながら、自社の長期的成長⁶⁸⁾よりも金融的支払を増大させるというところに

つ AOL タイムワナー株のほぼ全量に当たる 150 万株を 7300 万ドルで処分した。ディック・パーソンズも 4 月と 5 月に 70 万株を 3500 万ドルで売却した。少なくともさらに 10 人前後の AOL タイムワナーの役員や取締役がその春、自社株を手放している。主のところではマイク・ケリー (1900 万ドル)、デビッド・コルバーン (900 万ドル)、メイヨ・スタンツ (2280 万ドル)、ケニーレーラー (1050 万ドル)、ジョージ・ブランデンブルグ (2800 万ドル)、ジム・バークスデール (1000 万ドル)、テッド・ターナー (1 億 5200 万ドル) などである。この他にもたくさんいたはずだが、はっきりしたことはわからない。証券取引委員会は事業部門レベルでのインサイダー取引については報告を義務づけていないからだ。」(Munk, 2004, p.229, 288-289 頁)。これらの経営陣の行動は、合併の失敗とそれに伴う問題が表面化する前に、株を売り抜けようとしたものであり、その後の合併の失敗によって 2000 億ドルもの株主資本が失われた。

⁶⁶⁾ Lazonick (2013), p.492.

⁶⁷⁾ Kennedy(2000), pp.50-66, 訳 81-103 頁, Reich(2008), pp.77-78, 訳 103-104 頁。

⁶⁸⁾ M&A の増加とストック・オプションの普及は、短期的な株価上昇を企業に要請するため、自社株買いなど株主配分に振り向けられる資金が上昇する。これは労働者にたいするリストラや賃金低下だけではなく、研究開発や設備投資などの企業の成長にとって必要な長期投資の削減ももたらす (Lazonick, 2014)。この点について、Pisano and Shih (2009)は、有力企業が、株式市場で評価されるために短期的利益を追求し、その手段としてアウトソーシングの促進や長期的な研究開発投資を削減することは、アメリカ企業の競争力の源泉である「産業コモンズ (the industrial commons)」を崩壊させ、アメリカ経済を衰退させていると論じている。そして、打開策として、経営慣行とコーポレート・ガバナンス体制を全面的に見直さなければならないとし、株主配分重視経営からの転換を主張している。

特徴があるのである。

第4節 株主配分重視経営による国民経済への影響

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は、経営者支配から株主支配への支配主体の転換にその要因があるのではなく、経営者支配の構造が変化しないと捉える必要がある。すでに見てきたようにアメリカ経済の停滞を脱出するための規制緩和によって、M&Aが増加し、経営者の権力は維持したまま企業行動が変化したのである。この構図が「経済の金融化のもとでの経営者支配」(株主配分重視経営)として把握できる1980年代以降のアメリカ経済の姿である。

このような経済構造の下、Berle and Means(1932)が目指した「社会的規制に基づく経営者支配」による経済格差縮小の時代から、所得格差の拡大と貧困、失業の増大へと社会構造が転換したのである。もちろん経済構造は有機的な連関があるため、一つの要因で全てを説明することは出来ない⁶⁹⁾。本節では、前節までで明らかにしてきた株主配分重視経営という角度から「経済の金融化のもとでの経営者支配」時代のアメリカ経済の構造を分析する⁷⁰⁾。

4-1 貧困の増大

アメリカでは1980年代以降M&Aと株主配分の増加のもと、リストラクチャリングが進められ、安定した高賃金の職が減少した⁷¹⁾。そして、1990年代、2000年代以降も労働条件の低下は進み、貧困率の上昇が生じている(図3-3)。1970年代に入るまでは、経済の拡大とともに貧困率は減少しているが、その後は好景気でも減少せず、一定の範囲で推移し、2000年代に入ってから増加傾向にある。2010年の貧困率

⁶⁹⁾ アメリカにおける失業や所得格差拡大の要因として、序章で述べた様々な分析角度から検証が行われている。特にグローバリゼーションや新自由主義、経済の金融化による研究が多く成果を出している。

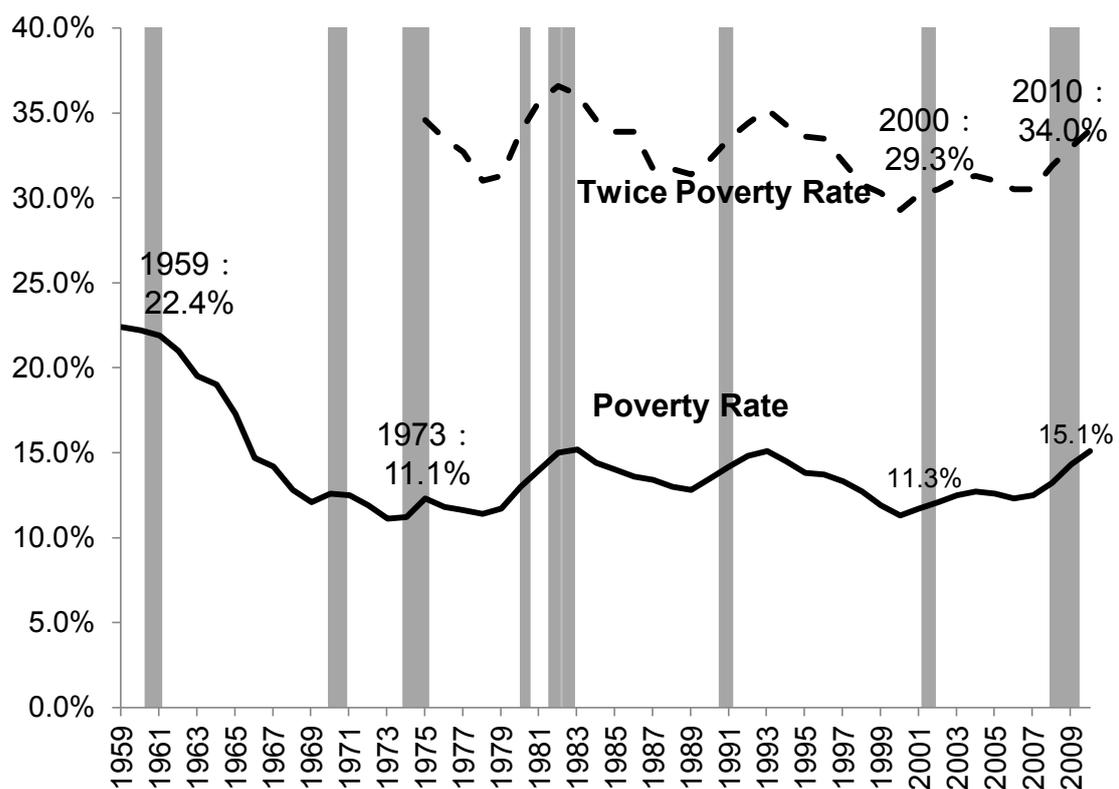
⁷⁰⁾ 1970年代後半以降のアメリカ経済の構造変化を企業行動の変化から分析する研究として、Lazonick and O'Sullivan(2000)が代表的な研究である。また、Lazonickは自社株買い批判の角度から多数の分析を行なっている(Lazonick, 2013, 2014など)。さらにグローバリゼーションと金融化を踏まえた研究として、柴田(2013a)がある。

⁷¹⁾ 例えば、1969年に売上高上位50の巨大企業は640万人を雇用し、労働力人口に占める割合は7.5%であった。しかし、1991年には同じ数値を比較すると520万人、4.2%に減少した。Lazonick and O'Sullivan(2000), pp. 19-22.

は 15.1%で 4600 万人以上（統計が始まった 1959 年以来過去最高）が貧困ライン以下で生活している。貧困ラインの 2 倍の基準以下で暮らす人々の割合（Twice-poverty rate）は、2010 年で 33.9%と 3 分の 1 以上のアメリカ人がここに入る⁷²⁾。

さらに、新たな算出方法に基づいて貧困層を調査した Short (2012)によれば、2011 年の貧困レベル以下で暮らす人々は 4965 万 5000 人、貧困率は 16.1%といずれも政府の公式統計を上回っている。

図 3-3 貧困率の推移, 1959-2010



(注) シャドー部分は景気後退期。

(出所) Mishel et al. (2012), Fig.7A. p.422.

Supplemental Nutrition Assistance Program (SNAP ; フードスタンプ)受給者数も 2000 年代に入ってから増加傾向にある。2000 年に 1719 万人だった受給者は、2007 年に 2631 万人に増加し、さらに経済危機の後急増し 2012 年には 4660 万人となった。

⁷²⁾ 2010 年の貧困ラインは、4 人家族の世帯で年間 2 万 2314 ドル、65 歳以下の単身世帯で 1 万 1344 ドルである (Mishel et al., 2012, pp.421-422)。

2012年8月以降は月平均で4700万人を超える水準で推移している⁷³⁾。全米市長会議(USCM)が2012年12月に発表した報告書によると、ボストン、シカゴ、ロサンゼルス、サンフランシスコなど調査対象の25都市のうち21の都市で前年からフードスタンプ申請者が増加し、60%の都市でホームレスが増加した。フードスタンプ申請者の51%は家族をもち37%は就業者である⁷⁴⁾。失業率は下がってきているが、貧困率は依然高い状況にある。

先に確認したとおり、景気拡大期にもかかわらず、1970年代後半以降、貧困が減少しなくなった。1959年から1973年までの1人当たりGDP成長と貧困率の関係がその後も続くと仮定してシミュレーションすると、1985年には貧困率はゼロになる⁷⁵⁾。しかしこの関係は1970年代後半以降断ち切られ、近年では貧困率の上昇が生じている。この背景には、経済の拡大がトップ経営者や株主配分を通じて富裕層への富の集中として現れ、雇用や賃金につながっていないというアメリカ経済の構造がある。

4-2 実質賃金の伸び率の停滞

実質時間賃金の百分位の推移をみると、第10百分位(賃金分布の下位10%)の労働者の賃金は1979年から2011年までに4.3%減少し、第20百分位から第50百分位までは1.3~5.7%の増加であった。これに対して、第80百分位の同じ時期の伸び率は18.6%、第90百分位29.6%、第95百分位37.1%と高い伸び率を示している⁷⁶⁾。

男性労働者のデータを見ると、1979年から2011年までに下位60%の労働者の実質賃金は平均すると10%程度減少しているが、上位の10%は20~30%増加している⁷⁷⁾。すなわち、1970年代後半以降、ミドルクラスの実質賃金が抑えられる一方で上位10%の賃金の伸び率が高く、格差が拡大していることが確認できる⁷⁸⁾。

⁷³⁾ Supplemental Nutrition Assistance Program Participation and Costs(Data as of April 5, 2013).

⁷⁴⁾ The U.S. Conference of Mayors(2012).

⁷⁵⁾ Mishel et al. (2012), pp.437-438.

⁷⁶⁾ Mishel et al. (2012), Table4.4, p.186.

⁷⁷⁾ Ibid., Table4.5, p.189.

⁷⁸⁾ 株主価値重視経営に対する批判的研究であるLzonic(2014)やMishel et al. (2012)において、生産性の伸び率と賃金の伸び率の乖離が指摘されている(Mishel et al., 2012, Fig.4U, p.236)。しかし、この主張に対しては、Feldstein(2008)やPessoa and Reenen (2013)が労働生産性と賃金の乖離が起きていないと主張している(例えば、Pessoa and Reenen, 2013は、NIPAとCPSのデータを用いて、Employees Mean Hourly CompensationとEmployees Median Hourly Compensationの差、実質賃金算出に関してのGDP DeflatorとCPIの差から分析を行なっている)。また、日本経済の分析では川口(2015)がある。以上から、生産性上昇と実質賃金が乖離しているの

4-3 失業の増大

次に、失業率の動向を見ていく。失業率は景気循環に合わせて増減するが、1960年代後半の3%台から徐々に上昇傾向を示し、1970年代に8%を超え、1980年代には10%近くまで上昇した。1990年代から2000年代前半までは、4%から7%の間を推移したが、2008年の金融危機後急上昇し、2009年9.3%、2010年9.6%、2011年8.9%、2012年8.1%となっている⁷⁹⁾。この背景にはすでに指摘したM&A増加による株価を評価基準としたリストラクチャリングの促進がある。1980年代の投資に対する優遇税制は、「資本が組合組織率の高い北東部や中西部から、組合組織率が低く労働規制の緩い南部や西部に移動することを効果的に後押し」し、さらに1990年代以降は、より高い収益場を求めて企業のグローバル展開を加速させた⁸⁰⁾。Lazonik(2013)は1980年代を「合理化」、1990年代を「市場化」、2000年代以降を「グローバル化」と整理し、この30年間で工場閉鎖によって労働組合に所属していたブルーカラー労働者や事務職の雇用が失われ、さらにオフショア化によって国内雇用も減少したと述べている。

さらに、上記の失業率に非自発的パートタイマー (involuntary part timers; フルタイムの職がなかったため、パートタイムで働いている労働者) と労働予備軍 (marginally attached workers; 過去一年間職探しをしているが、調査期間に職探しを諦めてしなかったもの) を加えた失業率 (U-6) の推移を確認する。非自発的パー

かという問題は論争が続いており、本稿ではこれ以上立ち入らない。

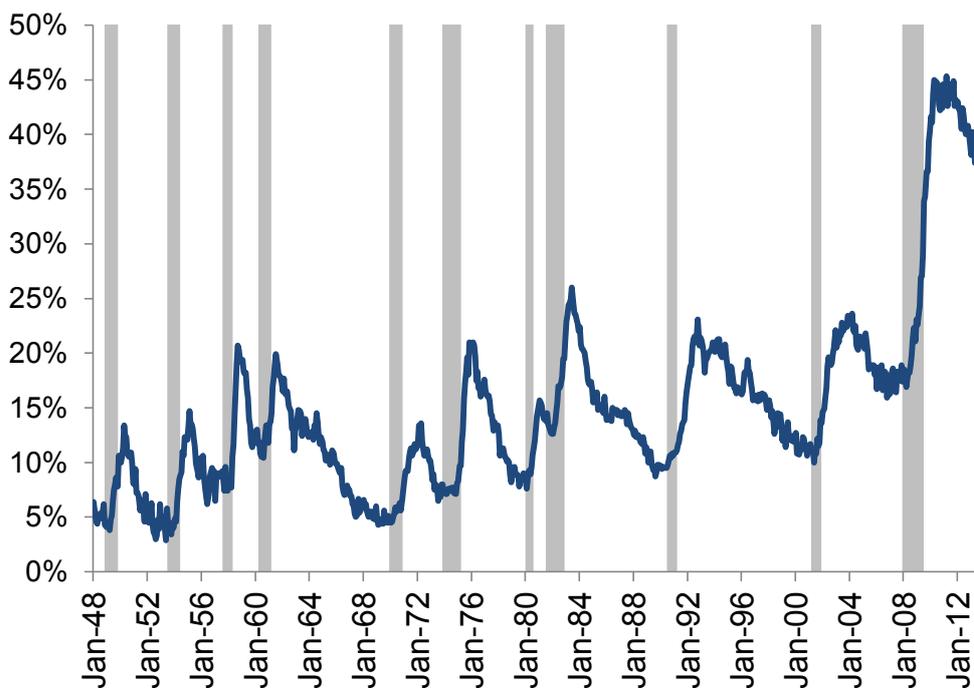
⁷⁹⁾ Council of Economic Advisers(2013), TABLE B-42. Civilian unemployment rate, 1966-2012, p.374. しかし、公式の失業率統計が失業の実態を反映しているわけではない。例えば労働参加率の推移をみると、金融危機前は66%前後だったがその後減少し、2012年と2013年では63%台でありこれは30年ぶりの低水準となっている(U.S. Bureau of Labor Statistics, Labor Force Participation Rate, Series Id: LNS11300000)。労働参加率とは、16歳以上の人口に占める働く意思のある人の割合であり、これが下がるということは求職活動そのものをあきらめ、失業者としてカウントされなくなる人が増えることを意味している。すなわち、失業率は下がるのである。

⁸⁰⁾ Harvey(2005), pp.25-26, 訳40頁。アメリカの多国籍企業の雇用者数は1989年に2480万人であり、そのうち国内の親会社の雇用者数は1960万人、海外子会社の雇用者数は520万人であった。これが1999年には、雇用者総数3190万人、親会社2400万人、海外子会社790万人となり、2010年には雇用者総数3400万人、親会社2300万人、海外子会社1100万人と海外子会社の雇用者数の伸びが高い。海外子会社の雇用シェアをみると、1989年には21%だったが、1999年には24.8%、2010年には32.3%となり、海外雇用の比重が増加している (Anderson, 2012, Table1)。

トタイマーは 2000 年の 320 万人から 2007 年に 440 万人、2010 年 890 万人、2011 年 860 万人、2012 年 810 万人と急上昇している。フルタイムの職がなくやむなく短時間の労働を強いられている労働者が近年増加しているのである。公式の失業者数と上記二つの定義の労働者数を加えた不完全就業総数（Total underemployment）は、2000 年 1010 万人、2007 年 1290 万人、2010 年 2620 万人、2011 年 2490 万人、2012 年 2300 万人とこの 12 年で 2 倍以上の水準となり、失業率はそれぞれ、7.0%、8.3%、16.7%、15.9%、14.7%となり、公式の失業率の 2 倍近い値を示している⁸¹⁾。

失業者数の増大だけでなく、失業の長期化が生じている。図 3-4 は失業者のうち、失業期間が 6 ヶ月以上の長期失業者（long-term unemployment）の割合を示したものである。2000 年には平均で 11.4%だったが、2007 年平均は 17.5%と上昇し、金融危機後に急上昇し 2011 年 3 月には 45.5%を記録している⁸²⁾。2000 年から 2007 年の景気循環を経て長期失業者は増加しており、今回の景気後退によって失業率の上昇だけでなく、その長期化が生じているのである。

図 3-4 長期失業者（6 ヶ月以上）の推移, 1948-2013



(注) シャドー部分は景気後退期。

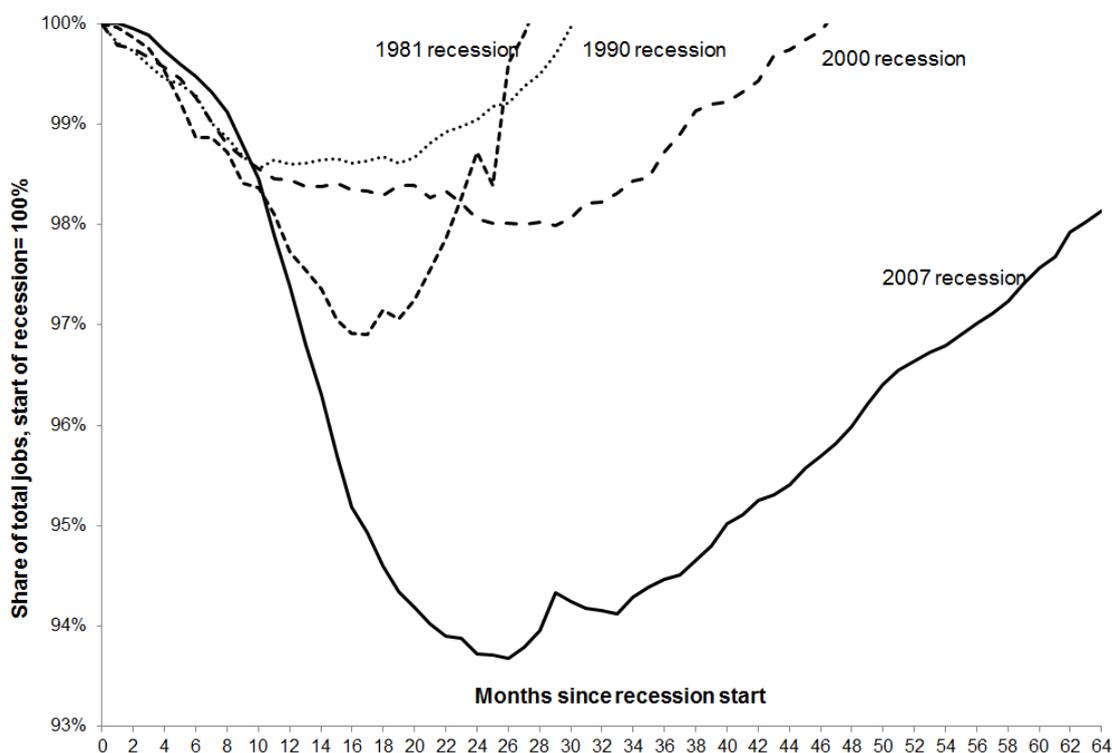
⁸¹⁾ The State of Working America, CHART DETAIL, A more comprehensive measure of slack in the labor market, Updated April 5, 2013.

⁸²⁾ Mishel et al. (2012), pp.351-352.

(出所) Mishel et al. (2012), Fig.50, p.352.

図 3-5 は景気後退に入ってから非農業部門の雇用の伸び率である。1981年-1982年と1990年-1991年の景気後退期は2年から3年の間に、そして2001年の景気後退期には4年で景気後退開始期の水準に雇用が回復している。しかし、今回は5年を経ても2007年の景気後退開始の雇用数より2013年3月時点で280万人、2.1%低い水準である⁸³⁾。

図 3-5 過去4回の不況開始時からの雇用の変化率



(注) 不況開始時の雇用量を100%とした。

(出所) Mishel et al. (2012), Fig.5S, p.358, のデータを拡張した

[<http://stateofworkingamerica.org/charts/job-loss-in-prior-recessions/>]より作成。

⁸³⁾ Center on Budget and Policy Priorities, Chart Book: The Legacy of the Great Recession, Job Losses Were Unprecedented, Updated April 9, 2013.

4-4 雇用の質の低下

以上を踏まえて雇用の質が低下している点にアメリカ経済の深刻な実態が現われている。株主配分重視経営のもと、国内のリストラクチュアリングと雇用の海外流出によって、比較的高賃金職であった製造業雇用が失われ、アメリカ国内には低賃金労働の割合が増加した⁸⁴⁾。失業と半失業の増大は、労働市場での資本・経営優位の構造を作り出し、さらなる労働条件の悪化として作用する。

Schmitt and Jones (2012)は、この30年間で雇用主負担の健康保険や年金がなく、賃金も低い(時給18.5ドルか年収3万7000ドル以下)、バッドジョブ(Bad Job)が増えていることを明らかにした。年収3万7000ドル以下の労働者は、1979年の59.4%から2010年52.8%と減少しているが、雇用主負担の健康保険を持たない労働者は1979年の30.2%から2010年46.2%に、雇用主負担の年金を持たない労働者も1979年の48.3%から2010年の54.5%へとそれぞれ増加している。実質賃金の推移だけを見ると低賃金労働が減少しているように見えるが、バッドジョブの三つの定義に当てはまる労働者は、1979年の17.7%から2010年の24.4%へと増加しているのである。ここで注意すべきは、バッドジョブの増加は2007年以降の景気後退によって急増したわけではないということである。2007年にはすでにその割合は22.1%に達していた。アメリカではこの30年間で景気循環を通じて雇用の質が低下してきたのである。すなわち、失業率の増大として現れる雇用の減少だけでなく、例え雇用があったとしても、低賃金で健康保険や年金などがない仕事が増えているのである⁸⁵⁾。

雇用の質の低下は、今回の景気回復期にもはっきりと確認できる。National Employment Law Project(2012)によれば、2007年からの景気後退で失われた雇用のうち、低賃金労働(時給7.69から13.83ドル)の雇用は21%、中程度の賃金水準の雇用(時給13.84から21.13ドル)は60%、高賃金の雇用(21.14から54.55ドル)は19%それぞれ減少した。しかし、2009年からの景気回復期以降の雇用の増加は、低賃金の雇用が58%、高賃金の雇用が20%を占めているのに対して、中程度の賃金水

⁸⁴⁾ 例えば、Bureau of Labor Statistics の Employment Situation の各年のデータを見ると、1995年1月の民間部門平均1時間当たり賃金は11.29ドルだが、製造業では12.23ドルと平均を上回っている。同様に2000年1月では民間部門平均13.50ドル、製造業14.17ドル、2005年1月民間部門平均15.88ドル、製造業16.38ドル、2010年1月民間部門平均22.45ドル、製造業23.19ドルといずれも製造業部門は平均を上回っている。サービス業の平均賃金は、同期間で10.86ドル、13.14ドル、14.84ドル、22.09ドルといずれも民間部門平均と製造業平均を下回っている。

⁸⁵⁾ Schmitt and Jones (2012).

準の雇用は 22%しか増加していない。すなわち、大量に失われた中程度の雇用の多くが、低賃金雇用に置き換えられたのである⁸⁶⁾。これは 2001 年第 1 四半期からの 2012 年第 1 四半期までのより長期的な傾向としても確認できる。2001 年からの伸び率をみると、2012 年には低賃金労働の雇用が 8.7%、高賃金労働の雇用が 6.6%と上昇しているが、中程度の雇用は 7.3%も減少している。2000 年代を通して中程度の雇用が失われ、賃金の二極化が進んでいるのである⁸⁷⁾。

4-5 所得格差の拡大

貧困の増大とともに所得格差の拡大も生じている。すなわち、アメリカでは貧困層が増大する一方で、富裕層の所得が増加しているのである。

所得格差の拡大は様々な統計から知ることができる。まず、世帯所得についての分配の不平等を表すジニ係数を確認する。1967 年のジニ係数は 0.397 であったが、70 年代に 0.4 を超え、1993 年以降 0.45 以上を推移している。2011 年には 0.477 であり、60 年代・70 年代と比較すると約 2 割の上昇である⁸⁸⁾。

図 3-6 は 1979 年を基準とした所得グループごとの伸び率の推移である。1979 年から 2007 年でトップ 1%の所得は 240.5%増加する一方で、下位 20%と 40~60%の伸び率は 10.8%と 19.2%となっている⁸⁹⁾。

⁸⁶⁾ National Employment Law Project(2012), Fig.1, p.2.

⁸⁷⁾ Ibid., Fig.2, p.3.

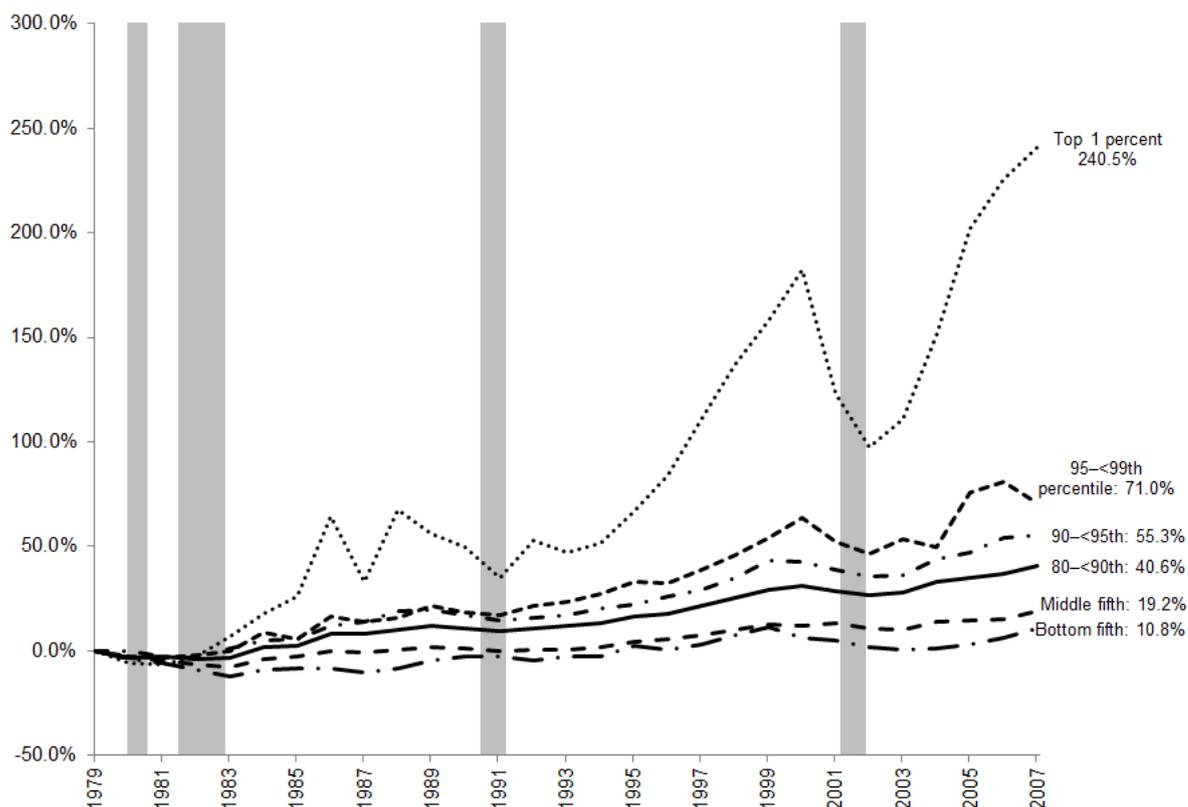
⁸⁸⁾ U.S. Census Bureau, Historical Income Tables: Income Inequality, Table H-4 (Gini Ratios for Households, by Race and Hispanic Origin of Householder: 1967 to 2011).

(<http://www.census.gov/hhes/www/income/data/historical/inequality/>)

⁸⁹⁾ 議会予算局 (CBO) も同様の調査を行っている

(<http://www.cbo.gov/publication/42537>)。また、所得格差の立ち上がった研究として平野(2011a,2011b)がある。

図 3-6 実質年間世帯所得(所得グループ別)の変化率, 1979-2007

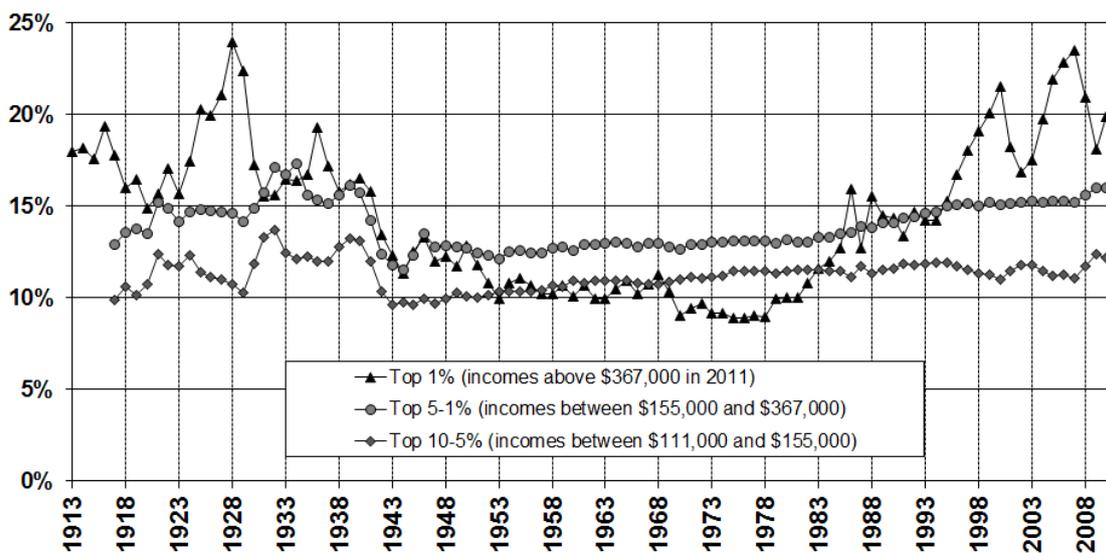


(注) 包括的所得 (comprehensive income)。シャドー部分は景気後退期。

(出所) Mishel et al. (2012), Fig.2M, p.80.

以上の所得格差の拡大は、上位 1%への所得集中として現れる。図 3-7 はアメリカの所得階層上位 10 位を三つのグループに分解して、全所得に占める割合を示したものである。上位 1 位%の所得シェアは、1928 年の 24%からその後減少し、1950 年代には 10%をわずかに超えるあたりで推移し、1970 年には 9%まで低下した。しかし 1980 年代以降上昇に転じ、1986 年に 16%、1999 年に 20%、2007 年では 23.5%と急上昇している。上位 1%を除く上位 10%所得は 1980 年代以降緩やかに上昇しているが、上位 1%のような急激な上昇を示していない。すなわち、アメリカにおける所得格差の拡大は、1980 年代以降、極端に上位集中を示しているのである。

図 3-7 所得階層上位 10 分位・3 グループ別の全所得に占める割合, 1913-2011



(出所) Piketty and Saez, 2003 updated to 2011. Series based on pre-tax cash market income including realized capital gains and excluding government transfers.

従来このような 1980 年代以降のアメリカ資本主義の変化は、序章で検討した先行研究を中心に、株主支配による弊害として捉えられてきた。しかし、本論文で明らかにしてきたとおり、この変化の要因は「経済の金融化のもとでの経営者支配」(株主配分重視経営)を一要因としてもたらされているのであり、ストック・オプションによる CEO 報酬の急騰が背景にあるのである。

むすび

1980 年代以降のコーポレート・ガバナンスをめぐる問題は、経営者から株主への支配主体の転換という権力構図で把握することの不十分さを明らかにした。本章の結論は以下のとおりである。

第一に、株主配分重視経営は、企業の蓄積危機打開を目的に進められた規制緩和を背景とした M&A の増加とストック・オプションを通じた経営者の自己利益追求によって生じたものである。金融市場が重要な役割をはたす M&A が増加することによっ

て、企業は株価を重視する経営を行なうようになり、配当や自社株買いの増大、ROE重視の企業行動をとるようになった。そして、このような株主価値重視の企業行動への変化は、企業経営の強力な権限を握っている経営者の自己利益追求によって促進されたのである。

第二に、1980年代以降、株主配分重視経営の影響によってアメリカ国内の失業率は上昇し、低賃金雇用の増大と貧困層の拡大が生じた。第4節で詳しく述べたように、これらの変化は2007年の金融危機後に新たに生じたわけではなく、1990年代2000年代を通して、次第に労働条件の悪化が進んでいったのである。そして、労働者を犠牲にして増大した利潤は、株主配分に振り向けられ、雇用の拡大や労働条件の改善につながっていない。ここに、現代アメリカ経済の根本的な問題がある。

以上の経済構造は、経営者支配を持続させたまま、株主配分を増加させていくというものであり、資本主義はこの意味で1980年代を境に変化した。しかし、その構造変化は、「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」の経済構造から「経済の金融化のもとでの経営者支配」（株主配分重視経営）として規定される経済構造への転換である。1980年代以降、経営者は従来の社会的規制から解き放たれ、高株価を維持することで大きな自由を手に入れた。M&Aとストック・オプションの拡大が生じているもとで展開される現代の経営者支配は、以前のものとは異なる経済の金融化時代の新しい経営者支配であるといえる。

第4章 日本における株主配分の増加と賃金抑制構造 —M&A 法制の規制緩和との関わりで—

はじめに

2000年代以降、日本企業もアメリカ企業同様に株主配分を増加させた。特に戦後最長の景気拡大局面（2002年1月－2008年2月）において、上場企業の経常利益が6期連続の増益（2008年3月期連結決算）を記録し¹⁾、株主配分は過去最高の規模に達する²⁾一方で、賃金は減少を続け、貧困と格差が社会問題化するという新しい現象が生じた。2007年8月に発表された各政府報告書においても、企業収益の拡大が賃金への配分につながっていない、という認識が示されており³⁾、景気拡大期における分配格差という問題は、従来の日本経済の構造が大きく変わったことを意味する⁴⁾。

本章は、以上のような日本経済の新しい現象を分析するために、1990年代後半から進められてきた企業法制の規制緩和、特にM&A（Mergers and Acquisitions；企業の合併・買収）関連法制の規制緩和に着目することで、株主配分の急激な増加と賃金抑制の構造を明らかにすることを課題とする。結論を先取りすれば、この変化は企業法制の規制緩和によって企業が株主価値（Shareholder Value）重視の経営⁵⁾を構造的に要求されることから生じたものであり、賃金を低く抑えながら配当・自社株買いを増加させるという企業行動に特徴があるのである。

従来の日本における格差・貧困化の論争においては、労働法制の規制緩和を通じた雇用形態の大幅な変容という分析視角から説明が進められてきた。しかし、企業法制の規制緩和による賃金の影響を論じるものはほとんど見られない。格差・貧困化の分析は、労働法制の規制緩和と企業法制の規制緩和の両面から分析を行うことで、より

1) 日本経済新聞社による最終集計、「日本経済新聞」2008年5月31日付。なお2009年3月期は、7期ぶりの減益となった。

2) 2007年度の上場企業の株主配分は約12兆円（前年度比14%増）と過去最高を記録し、実に「純利益（約25兆2000億円）の5割」（「日本経済新聞」2008年5月26日付）にせまるほどの規模であった。

3) 「今までの景気回復期に比べて企業収益が賃金への配分につながっておらず、経常利益が伸びているにもかかわらず賃金は減少を続けてきた」厚生労働省(2007), 46頁。「企業収益が回復する中であっても、それに見合った賃金の増加はみられない」内閣府(2007), 第1-1-40図, 46-47頁。

4) 柴田・新井・森原(2015), 第3章。

5) 「株主重視の経営」と、「株価重視」ないしは「株主価値重視の経営」は意味が異なる。この点については、小栗(2007)から示唆を得た。

総合的に問題の本質が明らかになるのである。

以下、第1節において、法人企業統計をもとに2002年以降、資本金10億円以上企業（以下大企業）の経常利益と配当金、自社株買いが増加しているのに対して、賃金は上がっていないことを確認する。そして、第2節において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的規制緩和を分析し、第3節においてM&Aの増加を要因とした株主配分の増加と賃金抑制構造を明らかにすることで、今日の格差・貧困化をもたらしている一要因に株主価値最大化を追求する企業行動があることを明らかにする。

第1節 配当の増加と株式所有構造の変化

第2章でアメリカ企業は1980年代以降、株主配分（配当＋自社株買い）を増加させてきたことを確認した。日本企業が株主配分を強めていくのは、2000年代に入ってからである。図4-1は1991年以降の、経常利益と配当総額、従業員給与の伸び率を示したものである。1990年代ではいずれの伸び率もほとんど変化は見られないが、2000年代に入り大きく変わる。経常利益は1991年に比べると2006年に2倍を超え、その後2008年の金融危機を経て減少するが、2012年には1.6倍の規模になっている。企業の経常利益の伸び率よりもさらに高い値を示しているのが配当総額である。1991年比で2006年には約4倍、2012年3.5倍となっている。その一方で、従業員給与はほぼ変化がみられない。このように、日本企業は2000年代以降、利益配分として株主への配当を重視していることが分かる。

2001年以降の変化を金額ベースでみると、経常利益は15兆3337億円（2001年）から25兆9705億円（2012年）で10兆6368億円の増加、配当は3兆961億円（2001年）から10兆5987億円（2012年）で7兆5026億円の増加、賃金総額は41兆6689億円（2001年）から40兆4862億円（2012年）へ1兆1827億円の減少となっている。

図4-2は、日本企業の配当性向の推移を折れ線グラフで示すとともに、その基礎となった当期純利益と配当金の総額を示したものである。まず、純利益の変動よりも配当総額の変動は小さいことが確認できる。これは、企業が配当水準をなるべく維持しているということであり、増配はその後の水準を維持できるという確信のもとで行われるということを示している（第2章で分析したアメリカ企業も同様の行動を行って

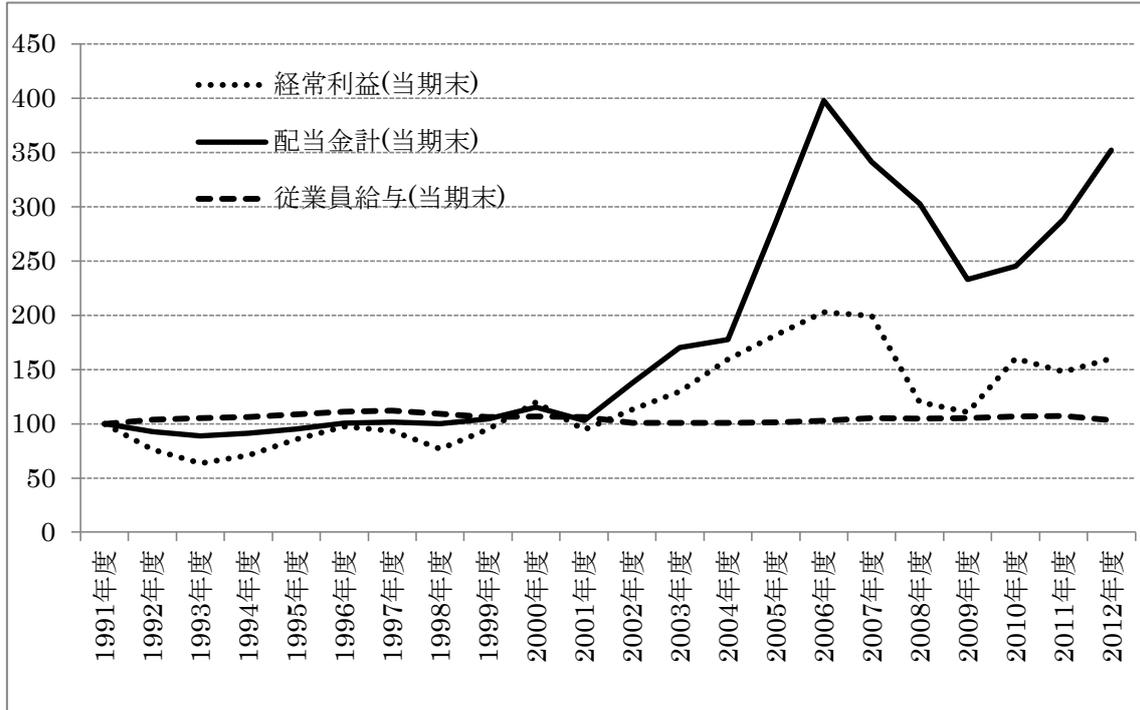
いた)⁶⁾。1998年度、1999年度、2001年度、2008年度は当期純利益が大幅に減少しているにもかかわらず、配当水準を維持している。次に配当性向が100%を超える上記の3つの年度(1998、1999、2008年度)とマイナスの年度(2001年度)を除いた上で、アメリカ企業と同様に5年平均の配当性向をみると1980年代前半は39.31%、1980年代後半37.64%、1990年代前半57.89%、1990年代後半62.06%、2000年代前半76.21%、2000年代後半67.62%、2010年代前半62.33%と配当性向の値は上昇している。以上のように、日本企業は1990年代後半以降、利益に占める配当の割合も上昇させている。

さらに、株主配分のもう一方の構成要素である自社株買いも増加している。上場企業の自社株買いは、2002年度に2兆9000億円、2003年度2兆7000億円、2004年度3兆6000億円であったのに対して、2005年度は5兆1000億円、2006年度には6兆3700億円の規模に達した。その後、金融危機によって減少したが、2010年度は1兆3000億円、2011年度は1兆6000億円、2012年度1兆6000億円、2013年度は1兆9000億円と再び増加傾向にある。配当と合わせた株主配分総額は2013年度に5年ぶりに10兆円を超えた額となっている⁷⁾。わが国において自社株買いは配当と肩を並べる株主への利益還元手段となっているのであり、企業の利潤が高まると株主配分が増加するという構造になっている。

⁶⁾ 以上、石川(2007)、26-27頁。

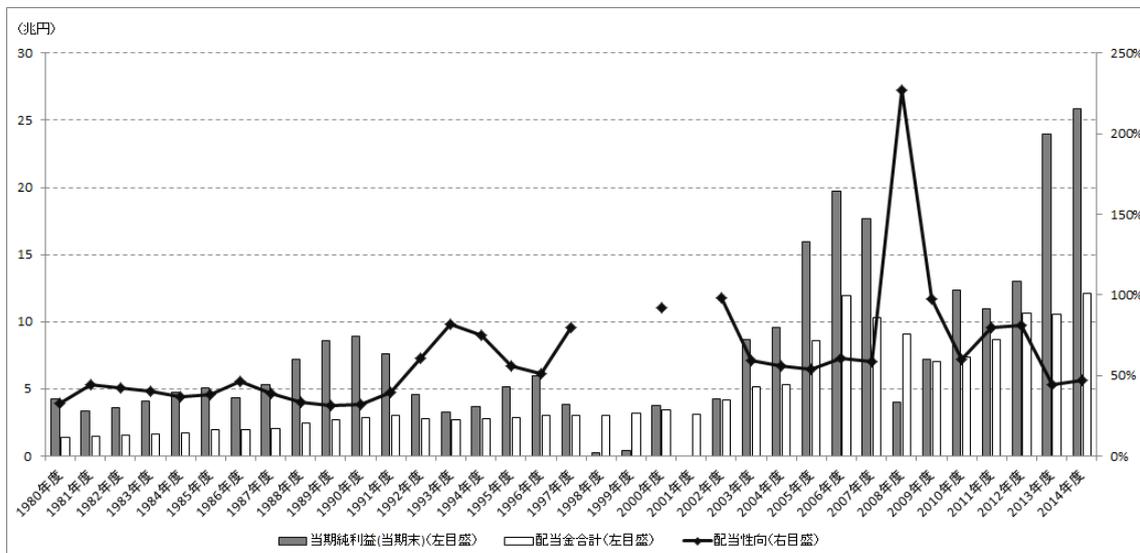
⁷⁾ データの出所は、2002年度～2005年度は石川(2007)、24頁、2006年度は「日本経済新聞」2007年3月19日「株主配分、最高の13兆円」、2010年度は生命保険協会(2012)、図表51、17頁、2011年度は生命保険協会(2013)、図表64、20頁、2012年度は生命保険協会(2014)、図表62、23頁、2013年度は「日本経済新聞」2014年4月23日「借りてでも買う自社株」。

図 4-1 大企業における経常利益・配当金・従業員給与の推移(1991-2012)



(注) 全産業ベース (除く金融保険業)。大企業=資本金 10 億円以上。1991 年=100。
 (出所) 「法人企業統計」(財務省) より作成。

図 4-2 当期純利益, 配当金, 配当性向の推移 (1980-2014 年)



(注) 全産業(除く金融保険業), 資本金 10 億円以上企業。1998 年度の配当性向 1395% と 1999 年度は 761% は極めて高い値であったため, データから除外した。これは当期純利益が 1997 年度の 3 兆 8326 億 8500 万円から 1998 年度に 2154 億 3200 万円へと

大幅に減少したにもかかわらず、配当金総額が 1997 年度の 3 兆 493 億 8500 万円から 1998 年度の 3 兆 47 億 8900 万円へと減少幅が小さかったことによるものである（1999 年度も同様）。また、2001 年度は当期純利益がマイナスであったため配当性向もマイナスであり、グラフには表示していない。

（出所）「法人企業統計」（財務省）より作成。

以上のような株主配分の増加は、企業経営にたいして株主の力が強まったことよって生じたとする議論が日本でも行われた（序章第 2 節参照）。この議論は、株主権力の復活＝機関投資家の持株比率上昇による、企業への直接的な支配力の増大という図式で説明される。

図 4-3 は日本の投資部門別株式保有比率の推移である。1990 年代後半以降、金融機関と事業法人の持株比率（株式持合い）の低下とともに、外国の機関投資家を意味する外国人持株比率は増加を続けている。1991 年度の株式所有比率は金融機関（投信、年金を除く）が 38.4%、事業会社が 29%であったのにたいして外国法人等の所有比率は 6%だった。しかし、2012 年度には金融機関と事業法人がそれぞれ 21%と 21.7%に低下する一方、外国法人等は 28%となっている。外国人持株比率 28%は過去最高水準である。また、投資信託と年金信託も 1991 年度 4.4%から 2012 年度 7%へと増加している。

さらに日本の主要大企業の大株主の構成も大きく変化している。藤田(2014)は、2000 年と 2013 年の日本経団連の会長・副会長企業（役員企業）の大株主（上位 10 位）の変化の分析から以下の点を指摘している。第一に、日本トラスティ・サービス信託銀行と日本マスタートラスト信託銀行という 2 大信託銀行が 2013 年の役員企業 16 社全社で大株主トップ 3 になっているという点である。第二に、2 大信託銀行と外国資本両者で大株主が持つ株の 55.1%を占めるようになった。株式持ち合いの下で大きな持株比率を有していた金融機関は大株主トップ 10 のなかで 3～4 行であり、2 大信託銀行と外国資本の合計を上回る企業は一社もない⁸⁾。2 大信託銀行は、信託財産の管理だけでなく、預託した機関投資家などの指示によって「議決権の行使」を行い企業にプレッシャーをかけるのである⁹⁾。

このように日本においては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¹⁰⁾、いわゆる

⁸⁾ 藤田(2014)、表 1、表 2 参照、139－143 頁。

⁹⁾ 同上、148 頁。

¹⁰⁾ 外資のファンドが本格的に日本への投資を始めたのは、1990 年代後半の不良債権購入である。1998 年度の合計購入額は簿価ベースで約 8 兆円であり、例えば 2013 年

「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のである。

日本企業の支配構造をめぐることは、従来論争が行われてきたが、1990年代以降の企業行動の変化をどう捉えるか、という点では結論が出ていない。日本における企業支配論争は「日本的経営」の評価と密接に関わる。株式相互持ち合いによる経営者支配を説く研究を軸に、株式持ち合いによる企業同士の相互支配としての法人資本主義論（奥村，2005）、株式持ち合いはヒトとしての会社の主体性を確保し、日本資本主義における法人実在説を実証していたという議論（Iwai, 2002）、会社それ自体による実質的所有（北原，1984）など多くの議論が行われてきた¹¹⁾。

しかしこのような枠組みで進められた論争は、株式相互持ち合いが崩壊したことで（図 4-3）、日本における経営者支配も変化したという展開を見せる。日本経済の停滞は株主を軽視した企業経営にあるとして、株主主権の立場から改革を唱える神田（2006）や株主主権論を批判し従業員主権を論じる伊丹（2000）、ステークホルダー型経営を評価する広田（2012）、「ポスト産業資本主義」（“post-industrial” capitalism）では資本の提供者としての株主の力は弱まっているとして、株主主権を強化する法人名目説的潮流を批判している Iwai（2002）など、株主主権とその改革動向が主要な論争点となっている。

以上のように、日本企業の動向も先ほどの信託銀行の「議決権行使」に見られるように、株主の影響力がどのような形で強化されたのかということを中心に議論されている。しかし、第 2 章で明らかにしたように、株主の力が強いと捉えられているアメリカにおいても、経営者支配の構造が続いており、日本への影響もこの点から評価する必要がある。すなわち、本章第 3 節で論じるが、日本企業に投資している機関投資家も一部を除き株主提案や議決権行使などで影響力を発揮しておらず、投資も短期志向が強い。2014 年 6 月に閣議決定された「日本再興戦略」（改訂 2014）では、コーポレート・ガバナンスの強化によって、経営者のマインドを変革し、「グローバル水準の ROE の達成等を一つの目安に、グローバル競争に打ち勝つ攻めの経営判断を後押しする仕組みを強化していくことが重要」（同書，4 頁）であると述べ、日本版スチュワードシップコードの策定や社外取締役を選任しない企業に説明責任を課す会社法改正な

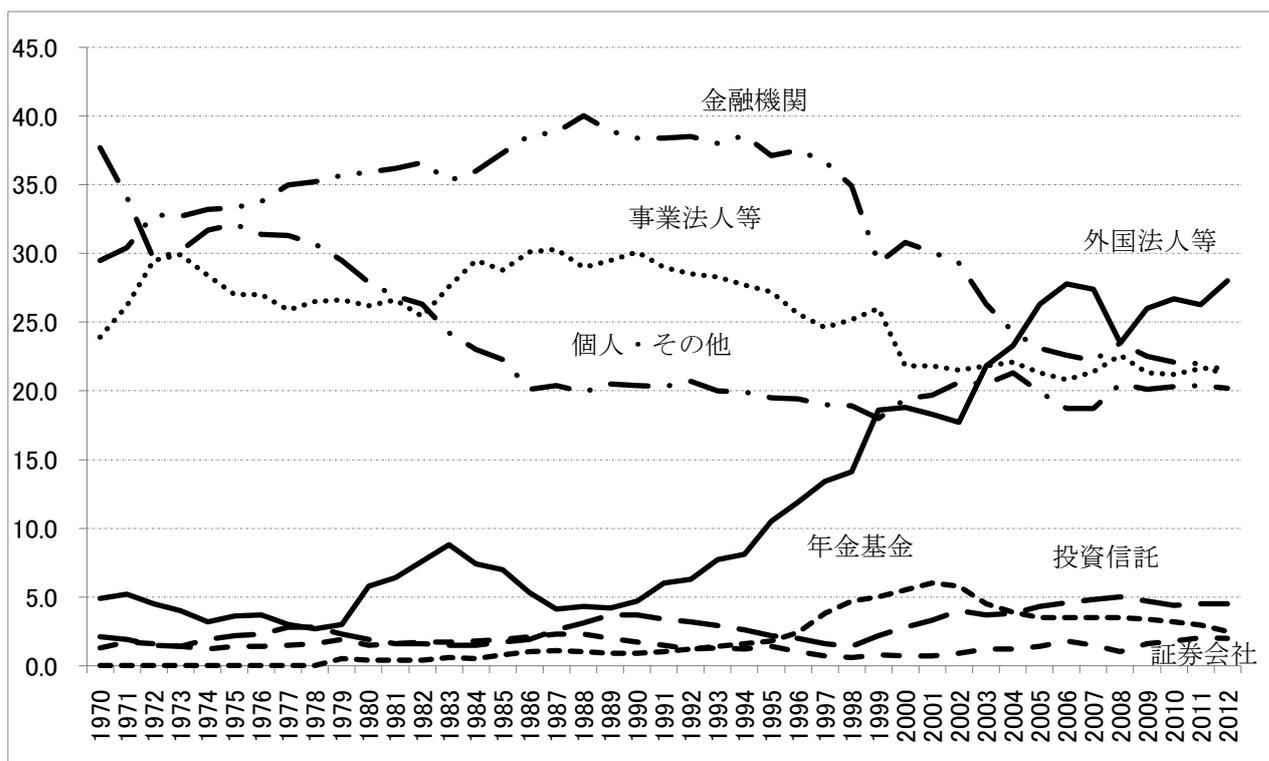
に西武ホールディングスに TOB をかけた投資ファンドのサーベラスは約 1 兆 4000 億円分の不良債権を購入した（日経金融新聞 1999 年 3 月 23 日）。サーベラスはその後も日本への投資を拡大し、クエール会長（当時）は「日本政府も直接投資の受け入れに前向きになっており（…）一段と投資を増やしたい」（日本経済新聞 2004 年 7 月 1 日）とし、小泉政権下の規制緩和によって投資機会が拡大していることを語っていた。柴田（2013b）

¹¹⁾ 日本における企業支配論争のサーベイとして、村田（2006）がある。

どが政策としてあげられている。これは依然として企業の支配者が経営者だからこそ、株主の側からの規律付けの強化が問題とされているのであり、「コーポレート・ガバナンスの強化」として、繰り返し出される政策である。

次節では、本論文が重視する分析枠組みである、「規制緩和」の観点から、日本における株主配分増加の要因を論じていく。

図 4-3 投資部門別株式保有比率の推移（1970-2012）



（出所）東京証券取引所「株式分布状況調査」より作成。

第 2 節 日米財界の経営戦略と企業法制の規制緩和

第 1 節で確認した、急激な株主配分の増加と賃金の抑制は、1990 年代後半以降の企業法制の規制緩和による日本経済への影響にその要因を求めることができる。2006 年の新会社法に至る規制緩和の過程は、その立案に関わった相澤哲（元法務省大臣官房参事官）が述べているように、日本の財界とアメリカ政府の影響を無視することはできない¹²⁾。以下本節では、企業法制の規制緩和を日米財界の経営戦略との関わりで

¹²⁾ 相澤は会社法立案に至る過程で「組織再編の効率性・迅速性を高めるとともに、組

見ていく。

2-1 日本の財界の経営戦略

バブル崩壊後の長期不況とグローバル競争の激化は、日本の大企業に供給面の構造改革を要請した。例えば、今井敬・経団連副会長・行政改革推進委員長・新日本製鐵社長（当時）は「規制緩和を梃子に六大改革の実現を」¹³⁾の中で、「経営者の目から見て、高コスト構造を是正しなければ、グローバル・コンペティションに勝ち残れないということを痛感したわけです」¹⁴⁾と述べ、グローバル競争を勝ち抜くためには規制緩和が不可欠であることを述べている¹⁵⁾。

経団連の規制緩和要求は多岐に渡るが、本稿の課題と関わる企業法制について見ると、1996年10月に発表された『『規制の撤廃・緩和等に関する要望』について』では、すでに「自己株式取得・保有に関する規制の緩和」、「純粋持株会社の解禁」が挙がっており、以後、各規制緩和要求が実現するまで毎年要望が出されるという構図が生まれた。経団連は、グローバル競争の激化に対して企業組織の「選択と集中」を容易にすることに活路を見出し¹⁶⁾、そのための日本政府に対する規制緩和要求を強め、

織再編の促進を通じて、M&A市場を育成し、市場における淘汰を通じて、わが国経済を活性化させるとの観点から、国内外からの強い実務上の要望が示されていた」（傍点引用者）と述べ、日本経済団体連合会（以下「日本経団連」）の提言や、アメリカ政府からの要望書である「日米規制改革および競争政策イニシアティブに基づく日本政府への米国政府の年次改革要望書」などを挙げている。相澤(2007a), 6-7頁。

¹³⁾ 経済団体連合会編(1997a)「規制改革を梃子に六大改革の実現を」『月刊 keidanren』1997年6月号。

¹⁴⁾ 同上, 13頁。

¹⁵⁾ 以下は内田公三・経団連事務総長（当時）の発言。「この背景（独占禁止法改正案が衆議院を通過したこと-引用者）には、企業を取り巻く経済社会における二つの大きな環境変化があると思います。その第1がグローバル・コンペティションであり、第2は規制緩和の流れだと思えます。」（「持株会社の解禁と企業組織のあり方」）。経済団体連合会編(1997b), 12頁。

¹⁶⁾ 「世界的な大競争時代の到来のなかで、日本企業が将来にわたり国内にその基盤を維持しつつ国際競争力を保持していくためには、規制緩和をはじめとする経済構造改革を大胆に推進するとともに、経済・社会の変化や産業の高度化に対応して、企業組織を柔軟に改編させていかなければならない」経済団体連合会「企業結合規制の抜本の見直しに関する提言」（1997年1月）。「わが国企業が経営の効率性を追求し、国際競争力を維持・強化していくためには、経済環境や構造変化に迅速に対応し、企業再編を柔軟に改編させていくことが必要である。こうした観点から、昨年12月、改正独占禁止法が施行され、純粋持株会社が解禁されたことは、経済界として歓迎している」経済団体連合会「『親子会社法制等に関する問題点』に対するコメント」（1998年9月）。「バブルも崩壊し低成長の時代に入った現在、わが国企業は抜本的な構造改革を迫られており、フルセット型の企業ではなく、事業の『選択と集中』が求められている。そこでこうしたニーズに応えるため、企業組織再編のため、合併、株式交換・

ほぼすべての要求を通していったのである¹⁷⁾。

企業組織の「選択と集中」の目的をさらに立ち入って見ておこう。「総理の主宰により、産業の競争力強化を目指し、官民を挙げて経済の供給面の問題への取組を図るため、自由な意見交換を行う」(「第1回産業競争力会議議事録要旨」1999年3月29日)ことを目的として、1999年に「第一回産業競争力会議」が開催された。同会議において、故小渕恵三総理(当時)の「我が国経済を自律的な成長軌道に乗せるためには、需要面での対応のみならず、供給面の体質強化に取り組むべきときが来た」(同上)という挨拶に続いて、今井経団連会長・新日鐵会長(当時)は、「これからはサプライサイドの強化であるという認識を有しており、(中略)過剰設備、過剰雇用、過剰借入れといった供給構造の改革が必要。しかし、過剰設備を整理するためには、商法の改正、税制の手当、遊休地の活用・流動化、雇用の確保、労働移動が重要。また、高コスト構造の是正が必要」(同上)であると述べている。この「三つの過剰」の処理が、「供給構造の改革」に必要なのであり、そのための規制緩和を「官民を挙げて」取り組んでいくことを同会議で確認したのである¹⁸⁾。商法改正を通じた「選択と集中」の促進は、この「三つの過剰」の処理のための一つの方法であり、これは後に見るM&A関連法制の規制緩和によって実現していくこととなる。

2-2 アメリカからの規制緩和圧力

次に、もう一方の「国外からの強力な要望」(相澤)であるアメリカの要求を見ていく。アメリカは対日貿易赤字の原因に、日本の特異な「構造的障壁」があるとして、その構造を変えるべく1993年に日米包括経済協定を開始した。そして、これ以降、アメリカの規制緩和要求は年次改革要望書という形をとり、継続的に日本政府に提出

株式移転制度、分割の各法制が急がれている」安西(2000)、19頁。玉村(2001)参照。

¹⁷⁾ 安西邦夫・経団連経済法規委員会共同委員長(当時)は、2000年までの法改正については「経団連要望をすべて盛り込む形で要綱案が取りまとめられた」と述べ、また「親子会社法制等に関する問題点に関するコメント」については、「99年2月、わずか一年あまりという法制審議会として異例の早さで答申がとりまとめられ、その内容においても、経団連の意見はほぼ取り入れられたものとなった」(傍点引用者)と述べている。安西(2000)、19—20頁。

¹⁸⁾ 議事録は「要旨」しか公開されていないが、興味深いのは出席した甘利明労働大臣(当時)の以下の発言から、労働法制や企業法制の規制緩和について、かなり踏み込んだリストラを前提とした議論が展開されていたと思われることである。「リストラ、人員削減案を発表すると株価が上がるということについて、良識ある経営者から不満の声が出ており、雇用を守るということは社会的善であることがもっと社会的に評価されて良いのではないか」(「第1回産業競争力会議議事録要旨」)。「競争力を高める際に、安易な手法として人員削減に走らないでもらいたい」(「第2回産業競争力会議議事録要旨」1999年4月28日)。

されることとなる。ここで注意すべきは、アメリカ政府の要求は「単に市場開放措置にとどまらず、日本の様々な制度についての米国の変更要求」¹⁹⁾となっている点である。

一つの画期をなすのは、アメリカの外交問題評議会（the Council on Foreign Relations）内のタスクフォースがまとめ、2000年10月24日に発表された、「新政権のための対日経済指針」（Future Directions for U.S. Economic Policy Toward Japan）である。同報告書は、「日本の経済システムに伝統的に見られる特徴の多くは、まさにアメリカ企業が日本市場の構造的参入障壁とみなしてきた側面と一致する」と述べ、アメリカ企業参入のための規制緩和の重要性を説き、「経済規制の緩和、コーポレート・ガバナンスの仕組みの見直し、企業のリストラの推進、透明性とアカウントビリティの改善、競争政策とその実施」を掲げ、会計、監査基準、税制、M&A、反トラスト・競争促進政策、ストック・オプションの自由化を要求している。『2003年日米投資イニシアティブ報告書』でははっきりと書かれているが、アメリカが要求する対日直接投資とは、外国企業による日本企業のM&Aとほぼ同じ意味を持ち、特に国境を越えた株式交換によるM&Aの自由化のための企業法制的規制緩和が目的であった。

また、上記の「対日経済指針」で注目すべきは、日本の「構造的な変化と改革は確かに本物だが、改革のペースはひどく遅く」、反対派の力によって「改革が後退する危険が十分ある」としながらも、「日本経済の再生と長期的な経済活性化に向けて、政府が追加措置をとるように圧力をかける人々や機関」があり、このような「日本国内の改革支持勢力が力を得ていくにつれて、彼らは、日本市場を開放することを目的に海外の企業が行って来たこれまでの『外圧』にとって代わる役目を果たすようになるだろう」と述べていることである。これは日本の財界の要求が、「外圧」と同じ効果を持つことを述べているのであり、規制緩和分野における日米財界の経営戦略の基本的な一致を見るものである²⁰⁾。

そして、小泉政権発足後の2001年6月30日の日米首脳会談において、「成長のための日米経済パートナーシップ（US-Japan Economic Partnership for Growth）」が

¹⁹⁾ 萩原(2006), 102頁。

²⁰⁾ 大門(2007)は、1998年5月の経団連・第60回総会における総会決議で「経済活性化のために構造改革の実現」(①規制緩和による高コスト構造の是正②直間比率の見直し、累進税率の緩和および法人実効税率の引き下げなど)を掲げたこと、さらに、1999年の第61回経団連総会での今井敬会長が「需要喚起策は限界に近づきつつある」と述べ構造改革路線への政策転換を求めたことなどを挙げ、日本が一方的にアメリカの要求を飲まされてきたわけではなく、「日本の財界自身もアメリカ式の新自由主義路線に傾斜してくるなかで、アメリカと日本の財界の共同要求として積極的に受入れた」と論じている。同書、31—38頁。

発表され、このもとに日米次官級経済対話、官民会議、規制改革及び競争政策イニシアティブ、投資イニシアティブ、財務金融対話、貿易フォーラムなどが設置され、懸念されていた「改革のペース」は一気に早まることとなる。アメリカの要求は、対日直接投資のための規制緩和であり、日本も「対日直接投資を5年後に倍増させる」という目標を打ち出しこれに応えることとなる²¹⁾。

2-3 M&A 法制の規制緩和

日本企業の「選択と集中」を促進させることと対日直接投資の増加を目的として、1990年代後半から企業法制の規制緩和（表4-1）が押し進められた。これらの規制緩和による日本経済への影響を見る場合、特にM&A法制の規制緩和を重視する必要がある。M&Aに関連する各種法制は大きく簡易合併制度や簡易な営業譲渡制度の導入などの「制度の改正」と株式交換制度や会社分割制度の導入などの「制度の新設」に大別することが出来る²²⁾が、以下では後者の「制度の新設」を軸に分析を進める。

表4-1 新会社法に至るM&A関連法制の規制緩和

	商法	その他法律	会計・税務関係
1997年	合併手続きの簡素化 ストック・オプション	純粋特株会社解禁	合併手続きの簡素化 ストック・オプション
1999年	株式交換・移転制度	合併審査基準の緩和 産業活力再生特別措置法	
2000年	簡易な営業全部譲渡制度	民事再生法	金融商品時価会計，新連結会計基準
2001年	会社分割制度，金庫株解禁		企業組織再編税制
2002年	種類株式制度，新株予約権制度		
2003年	自己株式取得規制緩和	会社更生法全面改正 産業活力再生法改正	上場株式等の配当課税・譲渡益課税の 減税
2006年	新会社法		
2007年	合併等対価の柔軟化		

（出所）筆者作成

²¹⁾ 浜野(2005)。

²²⁾ 布井(2004a)，28頁。なお，M&A法制の規制緩和には，商法関連だけでなく会計制度の規制緩和も重要な意味を持っているが，本稿では扱わない。詳しくは，服部(2004)，坂田(2008)参照。

まず何よりも重視すべきは、1997年に行なわれた独占禁止法第9条の改正による純粋持株会社の解禁である²³⁾。純粋持株会社とは「株式を所有することにより、他の会社の事業活動を支配することを主たる事業とする会社」のことであり、戦前の三井、三菱、住友など、日本経済を支配した「財閥」は持株会社を通じた他社株式の所有によって成り立っていたため、戦後のいわゆる「原始独占禁止法」（1947年）により原則的に禁止された。その後独占禁止法の持株会社規制は、相次ぐ部分改正（1949年、1953年）や法解釈により実質骨抜きにされていくが²⁴⁾、「純粋持株会社」設立については一貫して禁止されてきた。しかし、1997年の独禁法改正により第9条1項は、「持株会社はこれを設立してはならない」から、「事業支配力が過度に集中することとなる持株会社は、これを設立してはならない」となり、以後持株会社を通じた合併に道が拓かれ、「選択と集中」が促進されることとなる²⁵⁾。

このように純粋持株会社の解禁により既存の会社を純粋持株会社に再編成することが可能となったが、商法にはその手段が定められていなかった²⁶⁾。そのために相ついで導入されたのが、株式交換・移転制度（1999年）および会社分割制度（2001年）である。株式交換・移転制度は、親会社と子会社の株式を強制的に交換させることで、完全親子会社関係を創設するものであり、これにより公開買付の手段を用いずに、少数株主を強制的に排除することが可能となったため、企業結合の手法として活用された。さらに、株式を対価として他社を100%支配できるという点で、「事業会社において時価総額や株主価値に対する再認識を促した」²⁷⁾という特筆すべき特徴を持っている。また、会社分割制度も株式を交付するM&A（Mergers, Acquisitions and Divestitures；合併・買収・会社分割）の手法として注目された。このような国内企業同士の株式を対価とする企業再編手法により、企業は現金ではなく株式を対価とするM&Aが行なえるようになったため、株価の時価総額が重要性を増し、経営者に高株価経営を要請する構造が生じることとなる。

²³⁾ 以下の論述は、下谷(1996)、蟻川・宮島(2007)、服部(2004)などを参考にした。

²⁴⁾ 上記「主たる事業とする会社」という文言において、事業持株会社については禁止されていないとする解釈から事業持株会社自体は合法的に存在するようになった。詳しくは下谷(1996)、26-29頁参照。

²⁵⁾ 経済団体連合会「純粋持株会社の解禁についての考え方」（1995年12月）では、純粋持株会社に関して、「リストラクチャリング（事業の再構築）を進め」「人材をはじめとする経営資源の最適配分」のための効率的な組織形態である、と述べるなど、経団連は当初からあからさまにリストラのための持ち株会社の解禁を要求していた。

²⁶⁾ 「持株会社形態に移行するには、（完全）親子会社関係を形成する必要があるが、従来の商法では実務上の障害が生じるため、新たな制度が模索された」松古(2003a)、21頁。

²⁷⁾ 同上。

上記の一連の規制緩和は、「およそ考えることのできる範囲にわたって、全ての事項において自由化を促進」したと評価される「会社法の現代化」において集大成されることとなる²⁸⁾。新会社法（2006年5月施行）において特に大きな意味を持つのが「合併等対価の柔軟化」である。これは吸収合併等が行われる場合、消滅会社の株主に交付される財産は原則として存続会社等の株式に限られていたのに対して、その財産の種類についての制限・撤廃を図り、金銭その他の財産の交付をも認めることを意味するものである。吸収合併の対価として存続会社の親会社株式を交付する、いわゆる「三角合併」はこの合併等対価の柔軟化により可能となる一類型である。これにより国内企業同士しか認められていなかった、株式交換を通じた M&A が外国企業にも解禁され、「外資の脅威」などと喧伝されたことは記憶に新しい。しかし、重要なことは「合併等対価の柔軟化」によって、M&A の選択肢が従来よりも大幅に増え、今後 M&A 件数が国内外の資本を巻き込んでさらに増加に繋がる可能性が高いということである。

従来の研究では、企業が M&A を行なう動機として、(1) 新規投資の代替、(2) 規模の経済の追求、(3) 統合効果（シナジー効果）、(4) 収益性の低い部門のリストラとコア事業への経営資源の集中（「選択と集中」）、などが指摘されてきた²⁹⁾。本節で見えてきた日本における M&A は、上記に照らせば、企業の「選択と集中」、すなわち資本のリストラと集中を促進させることで大企業の収益性を回復させると同時に、グローバル競争に勝ち抜くための「成長」を手っ取り早く行うためのものであったと言える³⁰⁾。日本の財界は「選択と集中」の促進のために、企業結合法制の規制緩和を通じた M&A の自由化にその活路を見出し、アメリカは外資による株式交換を実現することで対日直接投資を増大させようとしたのである。そして同時に、M&A の自由化は「資金調達方法・株主への利益還元手段の多様化」³¹⁾を制度的に伴うものであり、株主価値重視の企業行動へと駆り立てる構造を特徴として持っている。この点次節以降で見ていく。

²⁸⁾ 中東(2007), 28 頁。

²⁹⁾ この他に、UNCTAD(2000)は、多角化（リスク分散）、金融的動機、経営者の個人的動機、などの要因を挙げている。Ibid., pp.140-144.

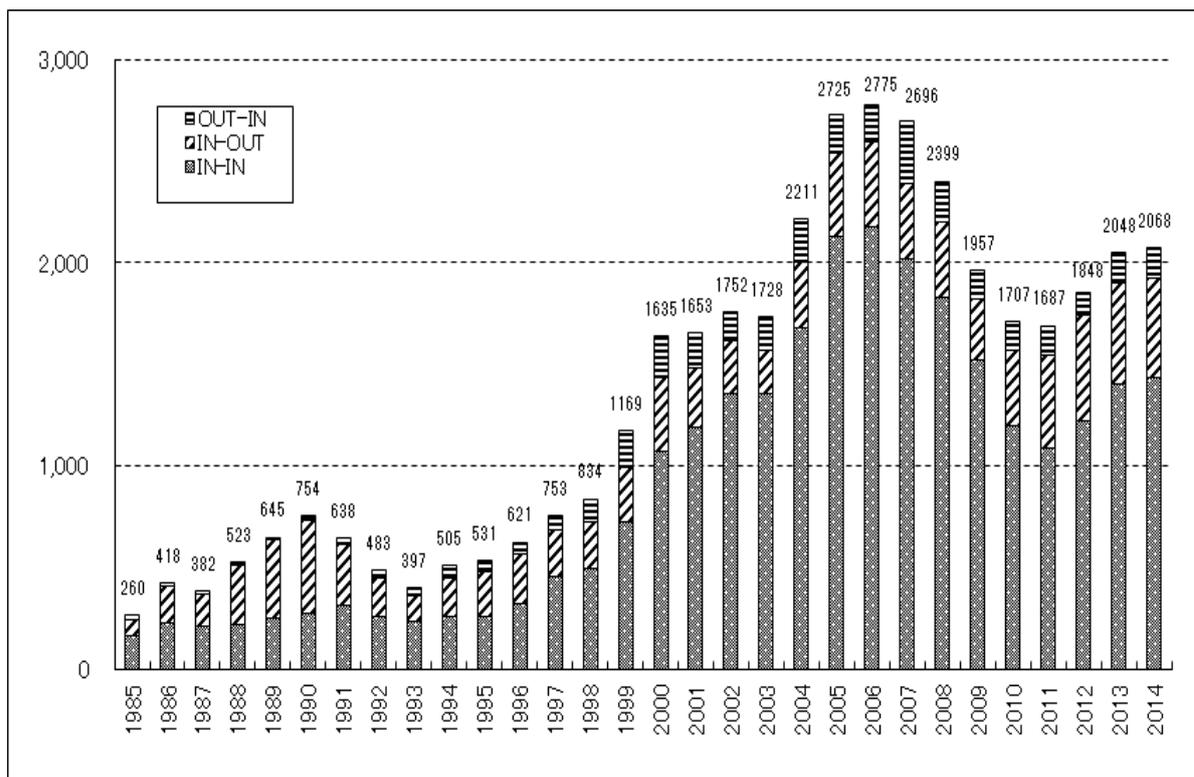
³⁰⁾ 柳井正・ファーストリテイリング会長兼社長「自社での出店だけで地道に成長を続けて売上高を1兆円に引き上げるのも可能だと思うが、時間がかかりすぎる」「日本経済新聞」2008年4月19日付。

³¹⁾ 日本経済団体連合会(2003)。

第3節 M&A 戦略と株主配分増加・賃金抑制構造

企業法制の規制緩和の直接の結果として、日本における M&A 件数の増加が挙げられる。日本企業の M&A 件数を見ると、1990 年代半ばまで年平均 500 件程度で推移した後、1997 年以降上昇し、2006 年には過去最高の 2,775 件となりここ 10 年間で 5 倍強の水準になっている（図 4-4）。その後、世界的な経済危機を背景に減少するが、2012 年以降再び増加に転じている。企業利潤の回復とともに、M&A 件数が増加するという経済構造になっている。M&A の形態を見ると、1990 年代後半から IN-IN（国内企業同士の M&A）の取引件数が急速に増加している。1980 年代後半には平均 211 件だった IN-IN の件数は 2001 年—2006 年には平均 1,647 件と約 7.8 倍に増加した。グローバル競争の激化を背景とした業界内再編がこの数字に反映されている。また OUT-IN（外国企業による日本企業の M&A）が 1998 年以降増加していることも新しい状況である。このように日本の財界の「選択と集中」とアメリカによる対日直接投資の増加という規制緩和の目的にかなった形で M&A の増加が見て取れる。

図 4-4 M&A 件数の推移



（注）M&A 件数にグループ内 M&A は含まない。2014 年は 1 月から 11 月までのデ

一タ。

(出所) レコフ事務所(2014)のデータをもとに作成。

以上のような M&A の増加は、資本市場からの圧力を背景として企業に株価を重視した経営を要請することとなる。例えば、株式会社の支配権市場である M&A が最も直接的に現れる TOB(Take Over Bid)の件数を見ると、証券取引法が改正された 1991 年以降、年間数件程度で推移した後、M&A の全体的な増加と同じく 1997 年から増加傾向が見られ、2006 年は 65 件(総額 3 兆 3381 億 5300 万円)と件数、金額ともに過去最高を記録した³²⁾。TOB の局面では、「会社は誰のものかというのは関係のない話で、発行済株式は誰のものかというのが問題である。会社は誰のものかということでは一応神学論争になり得るが、発行済株式は誰のものかという答えは明らかである」³³⁾ということになる。第 2 節で確認した株式交換による M&A が可能となり、株式の時価総額をもとに買収が行われるようになると、すべての上場企業にとって株価の重要性は高まる。買収の危機意識から買収防衛策の導入や株式持ち合いの復活も見られるが、最も効果のある「防衛策」は株価を上げることである。M&A の増加は、買収する側の企業もされる側の企業も揃って株価を高めるような企業行動をとるところに特徴があるのである。以下、株価重視の企業行動が株主配分の増加と賃金の抑制にどのように関わるかを見ていく。

第一に、企業は株価を上げるために ROA (Return On Asset : 総資産利益率) や ROE (Return On Equity ; 自己資本当期純利益率) に代表される資本効率の上昇を要求される。前田・吉田(1999)によれば、日本企業が資本効率の上昇を意識するようになったのは、1990 年代後半からであり、その要因として、①メインバンクの役割低下に伴う資本市場の依存度の上昇、②以前ほど企業の成長が期待できない中で投資家が収益性を重視するようになったこと、③外国人投資家がコーポレート・ガバナンスの点で影響力を強めるようになったこと、の 3 点を挙げている。2000 年以降は特に株式の投資尺度である ROE の重要性が高まっている。ROE とは、自己資本に対して、いかに効率よく当期純利益を生み出したかという指標であり³⁴⁾、株主が投資した資本で企業がどれだけ利潤を生み出しているかが明らかとなるため、ROE の高い企業は投資を呼び込むことができる。例えば、生命保険協会(2007a)によれば、投資家が「企業

³²⁾ レコフ事務所(2007), 20 頁。

³³⁾ 服部(2007), 46 頁。

³⁴⁾ $ROE = \frac{\text{当期純利益}}{\text{自己資本 (期首・期末)}} = \frac{\text{純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}}$
自己資本当期純利益率 = 売上高当期純利益 × 総資産回転率 × 財務レバレッジ。

に経営目標として公表を要望したい指標」として、「ROE」が 82.2%と最も多く、次の「利益率・利益の伸び率」の 40%を大きく上回っている。また、企業向けアンケート調査では、ROE の目標値を公表している企業数は 48.6%であり、目標値の水準を 10%超とする企業は 36.6%と近年の調査の中で最も多くなっている³⁵⁾。このように、上場企業にとって ROE を高めることが構造的に求められているのであり、これは後で見ると ROE 操作のための自社株買いの増加と賃金抑制につながる³⁶⁾。

第二に、株価を重視する企業行動は、配当と自社株買いの規制緩和によって、株価を高める手法としての株主配分の増加となって現われる。配当規制の緩和は配当財源の拡大と配当回数・実施の自由化として M&A 法制の規制緩和と同時に進められた。2001 年の「商法改正」において、本来は資本準備金である資本金減少差益（減資差益）が、その他資本剰余金に変更され配当財源となり、さらに「新会社法」では「当期純利益（純損失）」に基づく配当から「繰越利益剰余金」に基づく配当へと規制緩和が行なわれた。また、「新会社法」では配当の回数制限の撤廃や総会決議要件の緩和（一定の要件を満たせば取締役会決議により可能）等の規制緩和も行なわれた³⁷⁾。これらの配当規制の緩和が意味することは、株主への分配可能額の増大であり、それをもとにした配当をいつでも機動的に行なうことが可能となっているということに大きな特徴がある。株主配分のもう一つの構成要素である自社株買いは、従来、債権者保護の立場から原則禁止されてきた。しかし、2001 年の「商法改正」により金庫株が解禁され、自社株買いは原則禁止から原則自由へと方向転換し、目的を定めずに市場から自社株を買い入れ、保有することが認められた。2003 年には、株主総会での定款変更により、一定の財源の範囲内で取締役会の決定で自社株買いを機動的に行なえるようになったのであり、これらの規制緩和は自社株買い増加の要因となっている。配当と自社株買いは、株価に重要な影響を及ぼす。例えば、NTT が 2009 年 3 月期の「年配当を前期比 2000 円増の 11000 円（株式分割考慮前）、自社株買いの上限を 2000 億円に設定」したことにより、「株主還元を拡大する強い意志がくみ取れる（増野大作・野村證券）」として NTT 株がストップ高になった³⁸⁾。株主配分の増加姿勢は株式市場で好意的に評価されるのである。

³⁵⁾ 生命保険協会(2007a), 1 頁, 生命保険協会(2007b), 2 頁。

³⁶⁾ 例えば、企業年金連合会は、ROE が「三年連続で 8%を割り込んだ企業には株主総会で取締役再任に反対票を投じる構えを打ち出し、企業側に経営改革を迫っている」。「日本経済新聞」2008 年 5 月 15 日付。

³⁷⁾ 田中(2005), 杉山(2008), 孔(2008)。

³⁸⁾ 「日本経済新聞」2008 年 5 月 18 日付。また、トヨタは発行済株式の 4.5%にあたる自社株 1 億 6200 万株を消却すると発表した。これは株価下落を受けて「これまでの還元策をさらに推し進め、従来よりも踏み込んだ株主還元を行う」（鈴木武専務）ことで株価上昇につなげる狙いがある（「日本経済新聞」2008 年 2 月 6 日付）。

第三に、株価上昇を目的とした配当・自社株買い増加の企業行動は、経営者に対する株価上昇の動機付けとしてのストック・オプションの導入によって補強される³⁹⁾。ストック・オプションは、1997年に議員立法により1カ月足らずで制度化された。当時、商法学者250名がこのような急速な商法改正に対して抗議の声明を出すなど、社会的な問題となる中で解禁されたわけであるが、その後一貫して規制緩和が押し進められた。2001年の「商法改正」では、新株引受権とストック・オプションなどを総称して「新株予約権」とし、ストック・オプションの権利の付与条件（発行済株式総数の10分の1から制限なしへ）、権利の行使期間（10年間から制限なしへ）、などの規制緩和が行なわれた。これらの規制緩和により、ストック・オプション導入企業は1997年の解禁後の544社から、2000年には1188社、2011年度1434社と増加傾向にある（経済産業省「企業活動基本調査」）。経団連が、「商法改正への提言」（2000年10月）において、「ストック・オプション制度は取締役や従業員の利益と株主の利益を一致させ、株主重視の経営、業績向上へのインセンティブとして有効な制度である」として自由化を求めていることから分かります。ストック・オプション制度の大きな特徴は、買収手法として利用される側面とともに、経営者が自己の報酬を増大させるために株価を上昇させるという「インセンティブ効果」があるとされる点にあるのである。

第四に、株価を上げるために株主配分を増加させる企業行動は、人件費の削減によって可能となっている。すなわち、人件費を削減した上で利益を確保し、それを原資に配当や自社株買いを増加させるという企業行動がそれである⁴⁰⁾。日本の大企業の2002年以降の利益の源泉は、主に海外売上高の増大と人件費の削減であったことが指摘されてきた⁴¹⁾。以下では、人件費の削減と株主配分との関係に絞って、分析を進める。

2003年度の『企業行動に関するアンケート調査』（内閣府）によれば、「営業利益を伸ばすために最も効果があった施策」として、43.6%の企業が「固定費用の削減」と回答し、「費用削減のために採用した施策のうち最も効果があった施策」としては、「人件費の削減」が47.9%と最も多い。2001年から2006年の大企業の付加価値構成比率

³⁹⁾ 株価を高める方法として、小栗(2007)は、本稿で挙げた、自己株式取得の容認、配当方法の緩和、ストック・オプションの交付、の他に、金融商品・デリバティブの多用、SPC・SPC（特別目的事業体、特別目的会社）の悪用、を挙げている。

⁴⁰⁾ もちろん理論的には、賃金が減れば株主配分が増えるというような関係は直接的にはない。本稿で問題としていることは、賃金を削減し、利潤を確保した上でその利益処分としての株主配分が増えている要因は何かという点にある。このことは同時に、株主配分を増やさざるを得ない以上、利潤を確保する必要があり、そのために賃金を削減するという逆の関係を含んでいるのである。

⁴¹⁾ 小栗(2008)。

42)の変化を見ると、2001年度と比較して2006年度の営業純益（営業利益－支払利息割引料）は13.9%ポイント上がっているが、人件費は10.7%ポイント減少している。さらに、同期間の売上高は、512.5兆円から598兆円と1.16倍の伸び率であるのに対して、営業純益は12.3兆円から26.6兆円の2.17倍に伸びている。これらのことから、企業の営業純益の増加は、人件費の削減によるものが大きいことが確認できる⁴³⁾。

第2節で規制緩和の目的が大規模なリストラを前提とした「選択と集中」にあったことを確認した。企業の人件費削減はM&A増加がもたらすもう一つの帰結であるといえるが、このような大幅な削減は正社員のリストラと賃金の切下げのみではなく、正規雇用から非正規雇用への切り替えを条件として可能であったことは広く指摘されてきた⁴⁴⁾。2001年度の営業純益に占める配当の割合は25%であったが、2006年度の割合は、営業純益が先に見たように2倍以上になっているにも関わらず、45%まで上がっている。このように、大企業は2001年度から2006年度にかけて人件費を削減し、利益を確保した上で、配当を増加させてきたのである。

以上のような賃金抑制の企業行動は先に挙げたROEの上昇要因となっている。ROEを上げるための方法としては、分母の自己資本を下げるか、人件費を削減し分子

42) 付加価値＝役員給与＋人件費＋支払利息等＋動産・不動産貸借料＋租税公課＋営業純益。

43) 「2008年3月期の売上高営業利益率が過去最高の9%近くになった資生堂。前田新造社長は「次の三ヶ月は成長率よりも人件費の伸びを抑えて、営業利益率10%を目指す」と宣言した。」「前期に経常最高益となった三越伊勢丹ホールディングス（旧伊勢丹）。二年間で利益を27億円上積みした同社の同じ期間の人件費圧縮額は28億円。（略）削った人件費の分だけ増益を達成した計算だ。」『日本経済新聞』2008年6月5日付。また、2002年から2007年の戦後最長の景気拡大局面においても賃金の低下傾向がみられる。「法人企業統計」において2002年1月を谷とする景気回復局面における賃金の推移を見ると、大企業の従業員給与は約0.8倍と下がっている。大企業の一人当たり役員報酬（役員給与＋役員賞与／期中平均役員数）は2001年の1,424万円から2005年は2,810万円に増加しているのにたいして、一人当たり従業員給与（従業員給与／期中平均従業員数）は大企業で500万円前後、全企業規模平均では350万前後で推移している。このように従業員給与は総額で増えていないばかりか、一人当たりの額でも増えていないことが分かる（財務省「法人企業統計調査」各年度版）。なお、2006年度以降は会社法施行（2006年5月）に伴い役員賞与が統計上把握できなくなったため（利益処分から費用へと変更になった）、役員報酬のデータは2005年までしか分からない。詳しくは柴田(2009)参照。

44) 「労働力調査」の企業規模別のデータをみると大企業ほど非正規雇用を増加させていることが分かる。従業員規模1～29人の小規模企業の2002年から2012年までの非正規雇用数の増加は1.02倍であり、100～499人では1.35倍であったのにたいして、従業員1000人以上の大企業では、同期間で非正規雇用を1.77倍増加させている（「労働力調査・詳細集計・年次」雇用形態、従業者規模別役員を除く雇用者数）。グローバル企業は、非正規雇用を人件費の抑制と景気変動に応じた雇用の調整手段として活用しているのである。

の当期純利益を上げることが企業の自己決定として行うことができる。ROE の値は 1995 年から 2002 年まで平均して 3%程度であったが、2003 年には 6.7%、2004 年 7.9%、2005 年 8.9%、2006 年 8.1%と上昇している⁴⁵⁾。これはすでに見てきた自社株買いの増加⁴⁶⁾と賃金削減による要因が大きい。例えば、企業が自社株買いを行なった場合、取得した自社株の扱いをどうするかで、資産説（換金性のある会社財産）と資本減少説（自己株式の取得を株式の実質的償還とみて資本の控除）とで議論があったが、現行の会計基準（「自己株式に関する会計基準」）、および会社計算規則 108 条 2 項は、いずれも、自己株式を貸借対照表の株主資本の部から控除項目（資本減少説）として扱うこととなった⁴⁷⁾。このため金庫株として保有するとしても株主資本の部から控除されるため自社株買いを行なえば ROE は上昇することになる⁴⁸⁾。企業は人件費の削減により利益を増やすことで、ROE の分子を増加させ、さらに得た利益を配当や自社株買いとして株主配分に振り向けることで、分母の自己資本を減らし、ROE を高めてきたのである。

第五に、株式所有構造の変化も株主配分の増加と賃金抑制に影響を与えている。第 1 節で確認したように、1990 年代後半以降、金融機関と事業法人の持株比率（株式持合い）の低下とともに、外国人持株比率が増加を続け、2006 年度には日本企業の発行済み株式の外国人持株比率は 28%に達し、ついにカテゴリー別株主のシェアではトップとなった。これは日本企業の発行した全株式の 4 分の 1 以上が外国人保有となり、外国の機関投資家の株式投資を呼び込むために、利益を配当に優先的にまわす経営へとシフトする影響を与える。例えば、日本銀行(2007)は企業のグローバル化に伴う賃金の抑制圧力を調べるため、外国人持株比率と賃金の関係を分析し、外国人持株比率が高い企業ほど、労働生産性の伸びからみた妥当な賃金からの下方乖離（実質賃金

⁴⁵⁾ 生命保険協会(2007c), 図表 26, 13 頁。

⁴⁶⁾ トヨタは「資本効率の改善」(渡辺社長)を意識し、自社株買いに 4 年で 1 兆円以上つぎ込み、ROE は二期連続で上昇している(『日本経済新聞』2008 年 1 月 9 日付)。また、「電通は今期の年配当を前期比 500 円増の 4000 円にすると発表。自社株買いと合わせた総配分性向は最大で 200%弱に達せする見通し」である。同社は「連結の自己資本利益率 (ROE) を前期の 6.5%から、中期的に 8%に引き上げる目標を掲げている」「日本経済新聞」2008 年 5 月 13 日付。このように、自社株買いの増加は、ROE を上げるための手法なのである。

⁴⁷⁾ 孔(2008), 121 頁。

⁴⁸⁾ 「したがって、会社が自己株式数減算後の発行済株式総数(分母)の減少に伴って、(分子の純利益を一定とした場合)計算上、自己資本純利益率 (ROE) が上昇する。また、自己株式数減算後の発行済株式総数(分母)の低下により、(分子の純利益を一定とした場合)1 株当たり純利益 (EPS) 等の 1 株当たりの業績尺度が機械的に上昇する。」石川(2007), 326 頁。

アップ) が大きいということを示した⁴⁹⁾。これと同様の手法を用いて、2001年度から2006年度までの賃金の伸び率と配当の伸び率の比と外国人持株比率との関係を分析したものが図4-5である。外国人持株比率が20%を超えるあたりから、傾向として賃金の伸び率に比べて、配当の伸び率が高いことが見て取れる⁵⁰⁾。特に、外国人持株比率が高い輸送用機械(自動車・同付属製品製造業)や電気機械など、輸出比率の高いグローバル企業を見ると、この間賃金の伸びがほぼ見られない(輸送用機械は1.1倍、電気機械では1倍)のに対して、配当総額は増加している(輸送用機械は7.1倍、電気機械では4倍)ことが分かる。

第2章で論じたように、機関投資家は個別企業に圧力をかける動機も低く、また、そのような力も持っていない。日本でも近年株主提案は増加傾向にあるとはいえ、企業数で見ると30社前後で推移しており、賛成率も高くない⁵¹⁾。さらに、議案別議決権行使状況をみても合計414議案の会社提案がすべて可決された。役員退職慰労金、買収防衛策、社外監査役議案以外はいずれも90%を超える賛成率である⁵²⁾。

さらに、外国人投資家の売買代金シェアは約6割であることから、いわゆる「短期的所有者」が多いことが分かる。内閣府(2013)は、「東京証券取引所における平均株式保有期間は、1992年には5年を超えていたが、その後短期化してきており、近年では1年に満たない」と述べ、「東京証券取引所の時価総額に対する売買代金の比率でみた平均株式保有期間は2004年以降0.67~0.99年であったが、海外投資家の平均株式保有期間は0.18年~0.45年と市場全体を下回り、売買金額に占めるシェアは2003年の33%から2012年には54%まで上昇した。一方、個人投資家の平均株式保有期間は0.35~0.77年と市場全体を下回り、売買シェアは2割程度で横ばいにな

49) 日本銀行(2007)、図表26、48頁参照。

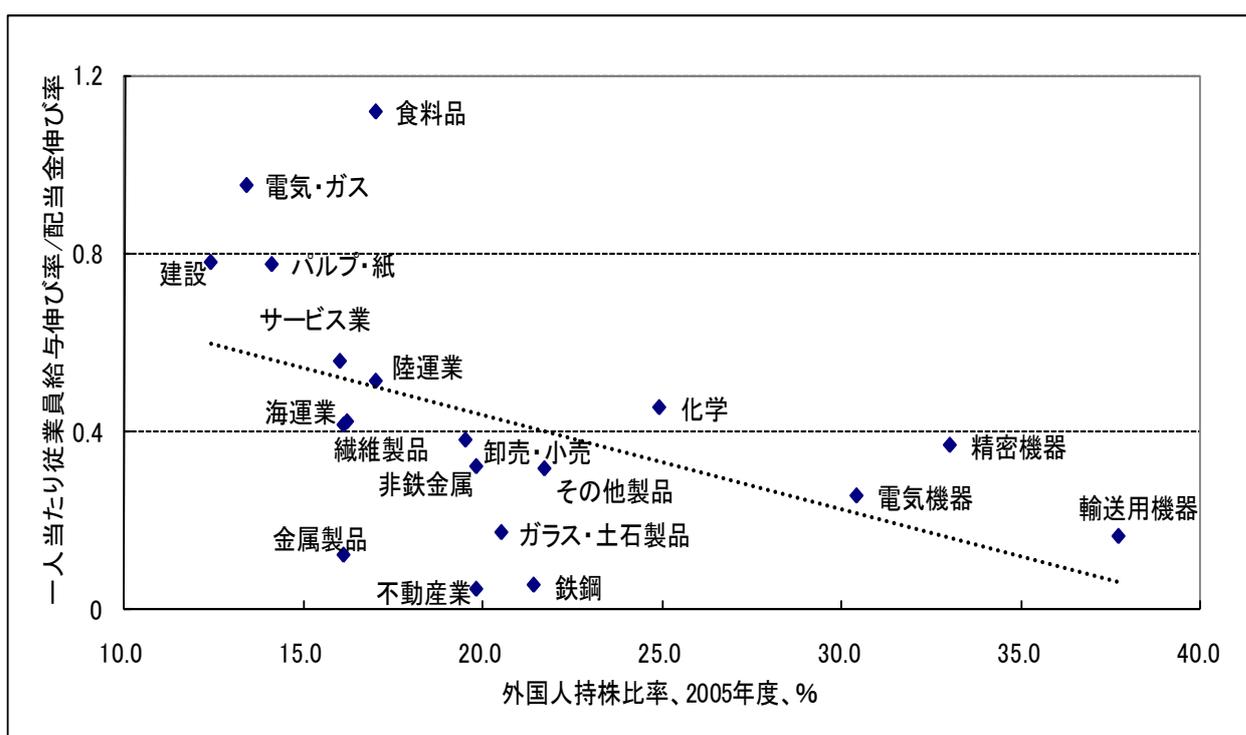
50) 2001年度から2006年度を比較すると全ての企業の当期純利益は増加しているので、配当は純利益の増加によるのか配当性向(配当総額/当期純利益)の上昇によるのかということについて若干補足する。配当を増やしている企業を見ると、配当性向が2001年度と比較して上がっている企業と下がっている企業(2001年度のデータが取れない場合は2000年度と比較)があり、前者は純利益の増加とともに配当性向も上げて配当を行なっているのに対して、後者の配当の増加は主に純利益の増加によるところが大きいとみなすことができる。外国人持株比率20%以上の業種に限定して見ると、例えば、輸送用機械(自動車・同付属品製造業)の配当性向は、2001年度の28%から2006年度の85%に急激に上昇している。輸送用機械の純利益はこの間2.37倍に増加しているので、量的にも純利益に占める配当の割合でも、配当を増加させていることが分かる。これは先述の分類に照らせば、前者に分類されるものであり、電気機械、窯業・土石業、鉄鋼もこれに含まれる。後者に分類されるのは精密機械、化学、その他製造業である(財務省「法人企業統計」年次別調査(原数値)より計算)。

51) 吉川(2014)。

52) TOPIX Core30構成企業、2013年3月~6月(藤島、2014)。

っている」とし、海外投資家は短期的な投資傾向が強いと論じている⁵³⁾。すなわち、日本企業は賃金を抑制・削減し、利益を優先的に配当に回すことで、外国人投資家の投資を呼び込んでいるのであり、外国人投資家の圧力（株主提案や議決権行使など）によって、株主配分が増加したという経路ではなく、企業が経営戦略として株主配分を増やすことで、配当や株価上昇から利益を得るために外国人投資家による株式投資が増加したのである。また、このことが株価上昇を生み出すため、企業の戦略として外国人投資家の投資を呼び込むことが重要となる。

図 4-5 外国人持株比率と賃金伸び率／配当金伸び率(2001－2006)



(注) 1人当たり従業員給与伸び率＝2006年度1人当たり従業員給与／2001年度1人当たり従業員給与。配当金伸び率＝2006年度配当総額（中間配当額＋配当金）／2001年度配当総額（中間配当額＋配当金）。外国人持株比率＝2005年度「業種別にみた所有者別単元株式数」のうち外国人（法人・個人）の株式比率。

(出所) 財務省「法人企業統計」年次別調査（原数値），東京証券取引所「平成17年度株式分布状況調査」より作成。

以上見てきたような、賃金を低く抑えながら、株主配分を増加させていくという企

⁵³⁾ 内閣府(2013), 4-5頁。この点, 伊東(2007)も参照。

業行動は、「本格的な M&A（企業の合併・買収）時代を迎え、株主配分を増やし、市場での評価を高めることで買収の標的となるリスクを軽減する狙い」⁵⁴⁾という危機意識の現われであると同時に、例えば自社株買いに見られるように、自社株を元手とした株式交換によるさらなる企業買収を目指す側面という、二面性で捉える必要がある。M&A 自由化のもとで、守る企業も攻める企業も揃って、賃金を抑制し株主配分を増加させていくという構造が生じているのである。

むすび

長期不況とグローバル競争の激化を背景として、設備、雇用、負債の「三つの過剰」の処理のための「選択と集中」の簡易化と、対日直接投資の促進を目的として行われた企業法制の規制緩和は、企業再編の手法を多様化・簡易化することで M&A を増加させた。そして、M&A の自由化を通して、資本の集中とリストラを促進することで、大企業がグローバル経済のなかで生き残るための収益性の回復を行ったのである。また、それは同時に、「株主への利益還元手段の多様化」の制度的整備、株式所有構造の変化、資本市場からの圧力を背景として、株主価値重視の経営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。

アメリカ経済における利潤低下と低成長を打開するための規制緩和は、M&A 増加をもたらし、その影響から企業は労働者の犠牲の上に株主配分を増やす企業行動をとるようになった。日本においてもこの点においては同様のことが 1990 年代後半以降起きたのであり、企業の「選択と集中」を容易にしながら、企業価値を株価で評価し、その株価を上げるための株主配分の増加と賃金抑制・削減をもたらすという経済構造が生じたのである。ここに、アメリカでは 1980 年代以降、日本では 1990 年代後半以降の経済構造転換の一要因があるのである。

⁵⁴⁾ 『日本経済新聞』2007 年 3 月 19 日付。

終章 結論

第 1 節 本論文の総括

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った。

以下では、序章で設定した 4 つの分析視角にもとづいた本論文で明らかにしたことを総括したうえで、本論文の独自の意義を示し、最後に残された課題を整理したい。

第一の分析視角である「所有と支配の分離」論における企業支配論の再検討は、第 1 章においてバーリ&ミーンズ (Berle and Means) 『近代株式会社と私有財産』(1932 年) を詳細に分析することで、巨大株式会社の社会的規制という従来企業支配論争において見落とされてきた側面を明らかにした。

バーリ&ミーンズ理論の意義は、「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ところにあった。すなわち、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のである。そして、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。

これによって、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。

第二の分析視角である、1980 年代以降の「株主支配論」の批判的検討は第 2 章で行った。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、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ること、第二に一部の大手機関投資家のみが行なう株主提案も企業への直接的な影響力を持っていないこと、そして第三に、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という点から見ても、企業支配力を有しているとは言い難い。機関投資家は短期的な株式運用者であり、経営者を更迭できるパワーがあるわけでもないし、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。

第三の分析視角である、1980年代以降の「経済の金融化のもとでの経営者支配」（株主配分重視経営）という経済構造の解明は、第3章で行った。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行われた規制緩和によって、1980年代以降 M&A ブームが起きる。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。

第四の分析視角である、2000年以降の日本経済における株主配分増加の分析は、第4章で行った。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、賃金は上がっていないということを確認し、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的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。これらの規制緩和と要求は、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。

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。

第 2 節 本論文の意義と残された課題

バーリ & ミーンズ以降、半世紀にわたって続けられてきた企業支配論争は、1980 年代を境に株主支配論に転換したという主張が主流を占めた。そして、企業支配論争において議論されてきた「支配」概念や経営者権限の分析など多くの論点は未整理のまま、論争は「コーポレート・ガバナンス」論という形態をとり、「誰が企業を支配しているのか」という分析は背景に退いた。そこでは、株式会社は所有者である株主のためにいかに運営されるべきか(狭義のコーポレート・ガバナンス論)という観点か

ら、制度や企業行動が分析された。

本論文はこのような議論状況のもと、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かで従来の「制約」から解き放たれ、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。金融化論の論点は多岐にわたるが¹⁾、大きく分ければ(1)株主価値重視経営による非金融企業の企業行動の変化、(2)急速な金融セクターと金融市場の影響力の増大、(3)金融階級の政治的経済的権力の復活、という三つの分析視角がある²⁾。金融化論は当初、第一の論点である企業の金融化を軸に研究が進められてきた。その中心的な主張は企業支配が経営者から金融(ここでは機関投資家を指す)にシフトすることで、企業は株主価値重視経営を強いられ、それによって、経営者、株主、労働者の関係が変化してきたというものであった。

しかし、その後の金融化論の研究は、上記のコーポレート・ガバナンスの変化をめぐる問題からより広い範囲を対象にした研究(金融機関や金融市場の分析)に進んでいる。その理由として、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³⁾、結論が出ていないからである。金融化論の詳細なサーベイを行った最新の研究である Van der Zwan(2014)は、金融化と株主価値との関連について、金融化による企業行動の変化という問題は、従来想定されていたような直接的な関係(機関投資家による支配)というよりは、より複雑なメカニズムを伴ったものでないかという問題提起を行っている⁴⁾。

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

¹⁾ 例えば Stockhammer(2008)は、金融化という概念は非常に幅の広い概念であると述べ、金融部門の規制緩和と新しい金融技術の広がり、国際資本移動の自由化や外国為替市場の不安定化、市場価値に連動した金融システム、金融市場の主要なプレイヤーとしての機関投資家の出現、株主価値重視とコーポレート・ガバナンスの変化などを挙げ、このリストはさらに拡張することが可能であると論じている (Ibid., p.184)。

²⁾ Krippner(2005), p.181.

³⁾ Ibid., p.201. この点、Boyer(2005), Erturk et al. (2007)も参照。

⁴⁾ Van der Zwan(2014), p.110.

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所有の集中→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での経営者支配」（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することができる。序章と2章で論じたが、本論文では基本的には「株主支配」の意味を「機関投資家によるアクティビズムを通じた支配」の意味に限定して用い、その意味での「支配力」は株主にはないと論じた。しかし、それは株式所有を通じた企業支配（M&Aの局面ではまさに株式の支配証券としての力が発揮される）の存在を否定するものではない。規制緩和と経済の金融化に伴って、経営者は株主としての支配力を行使することができるようになり、その結果として、経営者支配と、株主配分を重視する経営の双方が強化されたのである。この点を明らかにしたことが、本論文の貢献である。

最後に、本論文に残されている課題を整理しておきたい。本論文に残されている課題は以下の五点である。

第一に、上記の本論文の意義と関わることであるが、企業支配（直接的な意思決定権限）は経営者にあるということを明確にした上で、なお残る論点は、金融機関や金融市場が企業行動にどのような影響を及ぼすかと言うことである。この意味では、レーニンが産業資本と銀行資本の融合癒着という側面から分析した帝国主義概念の現代的展開（Krippner, 2005）や金融ヘゲモニー論のさらなる発展が求められる。非金融業と金融業、経営者と株主を対立的に捉えるのではなく、経営者支配論と金融ヘゲモニー論を矛盾しないものとして論じる必要がある。

第二に、「経済の金融化のもとでの経営者支配」の経済構造は、コーポレート・ガバナンスをめぐる論争とどのように関わるかという論点である。現代のコーポレート・ガバナンス論における、「企業は誰のものか」という問いは、「株式会社の所有者は誰か」という問題と「株式会社は誰のために運営されるべきか」という二つの問題に分かれる。そして、さらにこれは、以下の三つの論点に分かれる。

一つ目の論点は、「会社は株主のものである。ゆえに会社は株主のために運営されるべきだ」という株主主権論の議論である。二つ目の論点は、「会社は株主のものである。

しかし現実には多くの関係者の共同行為によって会社は動いている。よって、多くの利害関係者（Stakeholder）のために運営されるべきだ」というステークホルダー論である。そして、三つ目に「会社は株主だけのものとはいえない。多くの利害関係者のものである。だからこそ会社は多くの利害関係者のために運営されるべきだ」というより突き詰めた形で提起されるステークホルダー論である⁵⁾。本論文は Berle and Means(1932)の再解釈を軸に進めてきたことから分かる通り、第三の立場をとっている。しかし、株式会社をどのようにコントロールするか、という点は本論文の対象外であった。本論文の到達を踏まえて今後取り組むべき課題である。

第三に、本論文の結論は現代資本主義におけるプライベート・エクイティ・ファンド(PEF)の分析を通してさらに深める必要がある。PEFとは、従来は小規模な非公開会社を買収して企業価値を高めてから売却する投資ファンドを指していたが、1980年代以降は公開会社を含む企業買収にこのスキームが利用されるようになる⁶⁾。投資分類としては、企業設立時ないしは設立間もない時期に必要な資金を提供し、最終的には株式の新規公開によって投資資金の回収を行うベンチャー・キャピタル、成熟化局面にある企業を買収し事業の選択と集中を推し進めることで企業価値を高め売却するバイアウト投資、倒産前ないしは経営破綻後のなど衰退期にある企業を買収する企業再生投資などがある⁷⁾。

PEFはその資金を企業買収に集中的に投資されていることからその影響は大きく、「資本主義の新たな王様」とする見方もある⁸⁾。例えば、世界最大のPEFであるTPGキャピタルの自己資金規模は約506億ドルとされるが、通常はこの自己資金にレバレッジをかけて買収を行うため、その規模は巨大なものとなる。過去の買収事例では、数百億ドルにのぼるものもあり、PEFによる敵対的買収を防ぐためにも、企業経営者

⁵⁾ 一点目と二点目は、会社の所有者は株主であるとしながら、「誰のために運営すべきか」という点で異なる。これは、例えば今後の会社の方向性を株主中心主義（Shareholder Primacy）として進めるべきだと主張する Bebchuk(2005)と取締役中心主義（Director Primacy）を唱える Bainbridge(2003)の論争として現れる。具体的な法制度や企業統治のあり方をめぐる論争は、安本(2009)、大塚(2011)が詳しい。

⁶⁾ 高田(2013)。

⁷⁾ 財団法人年金シニアプラン総合研究機構(2012), 5頁。

⁸⁾ Economist (2004)。PEFの影響力については、様々な議論がある。例えば、PEFの投資金額はピーク時の2007年をみても、アメリカの株式市場全体の3%程度の規模であったという指摘もあり、その影響力については今後分析を深める必要がある（井上, 2014, 44頁）。世界全体の投資額をみると、2006年と2007年に7000億ドルを超える水準を記録していたが、金融危機後急激に減少し、2010年から再び増加し始めるが、2011年には約2460億ドルとピーク時に比べると低い水準である（The City UK, 2012, p.1）。

は高株価経営を迫られる⁹⁾。よって、PEFによる企業支配権の取得を、現代資本主義における「所有と支配」の観点から理論的に考察する必要がある。

また、PEFによる企業支配の問題は、例えば西武HDとサーベラスとの対立にみられたように、鉄道など公共性の高い事業がマネーゲームの標的になる、という点にも現れる¹⁰⁾。このような多くの人々や地域社会を支える公共性の高い事業が、投資ファンドの動き次第で廃止されるかもしれないという問題に対しては、株式会社の社会的性格を踏まえた投資規制の必要性が議論されなければならない。

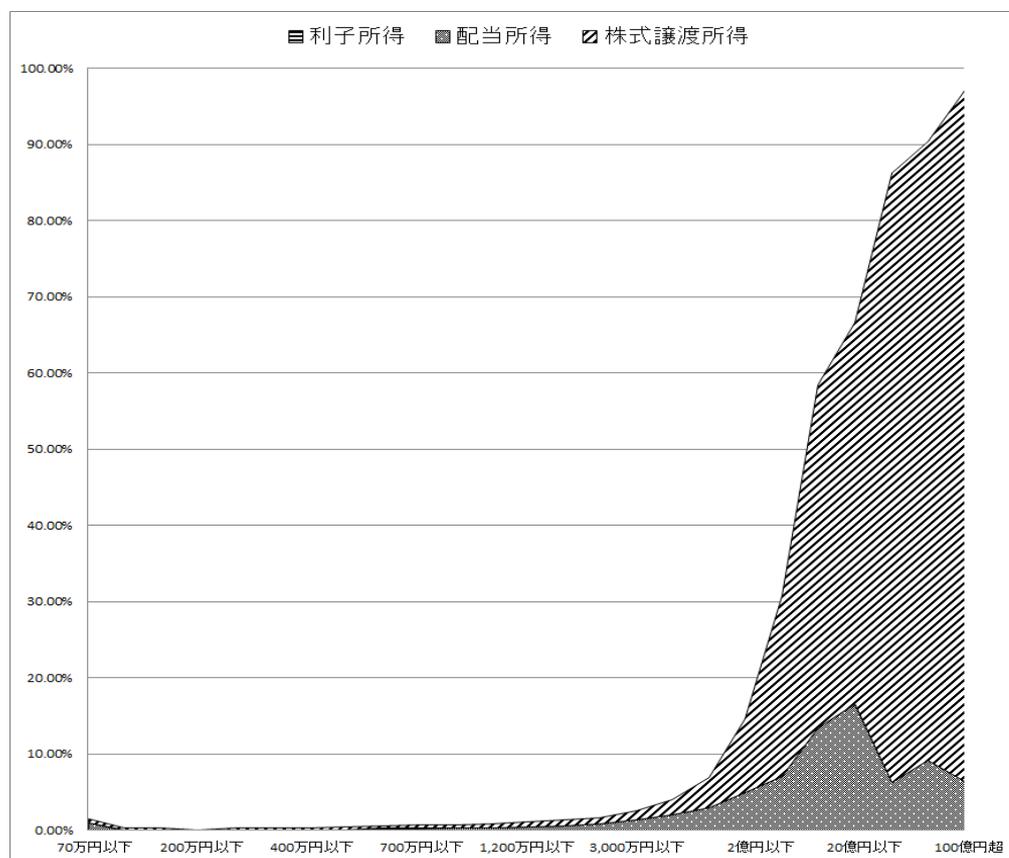
第四に、株主配分増加によって所得格差が縮小するという議論の評価である。例えば、安倍政権の「日本再興戦略」(改訂2014)では、日本企業のコーポレート・ガバナンスを強化することによって、企業の「中長期的な収益性・生産性を高め、その果実を広く国民(家計)に均てんさせる」(同書、4頁)とある。すなわち、コーポレート・ガバナンス政策によって収益性・生産性を高めることでグローバル競争を勝ち抜き、それによって家計が潤っていくという筋書きであり、株主配分の増加は配当所得等を通じて賃金労働者にも恩恵が渡っていくという議論である。しかし、「図・終-1」を見ても分かるとおり、申告所得が1000万円以下の場合、配当所得・株式譲渡所得ともに割合は極めて低く、所得2億円を超えるあたりから増加する。特に申告所得100億円を超える超富裕層は、その所得の90%以上が株式譲渡所得であり、配当所得と合わせると実に97%に達する。このように、一般的な労働者の収入は賃金所得であり、株式所有による恩恵を受けていない。

しかし、上記のような株主配分増加による所得格差縮小論の批判のためには、企業の利益処分構造と株式所有による所得増加のさらなる分析が求められる。アメリカ経済の分析も含めて今後取り組んでいきたい。

⁹⁾ 野中ほか(2013), 18頁。

¹⁰⁾ 柴田(2013b)。サーベラスは西武HDに対して、2012年10月に埼玉西武ライオンズの売却や西武鉄道の不採算路線の廃止などの47項目の経営改善策を文書で後藤社長宛てに送付した。サーベラスによる球団売却と路線廃止要求が明らかになってから、この問題に対する社会的批判が急速に高まった。2013年4月に入り、埼玉県所沢市と飯能市、狭山市、入間市の4市町は、西武HDに対して「鉄道は非常に公共性の高い事業」であり、「株主の短期的な利益により判断されるべきものではない」として、西武秩父線などの路線を維持することと、地域密着の球団運営を行い住民に愛着のある埼玉西武ライオンズの存続を求めた(「日本経済新聞」2013年4月5日地方経済面、埼玉)。多摩川線沿線の武蔵野市など3市も、同路線は地域住民にとって欠くことのできない生活の基盤でありさらに経済活動の基盤となっており、廃止となれば影響は計りしれないとして、路線存続を求める要望書を提出した。また、国分寺線や多摩湖線が走る東村山市や小平市など4市も路線存続を求める緊急声明を出し、路線継続を訴えた。さらに、西武秩父線沿線5市町は4月10日に、路線存続を求める署名8万2400人分を西武HDに提出、日高市も約3万4500人分の署名を提出し、署名総数は11万人を超えた(「日本経済新聞」2013年4月13日地方経済面、埼玉)。

図・終-1 申告所得に占める金融所得の割合（2012年）



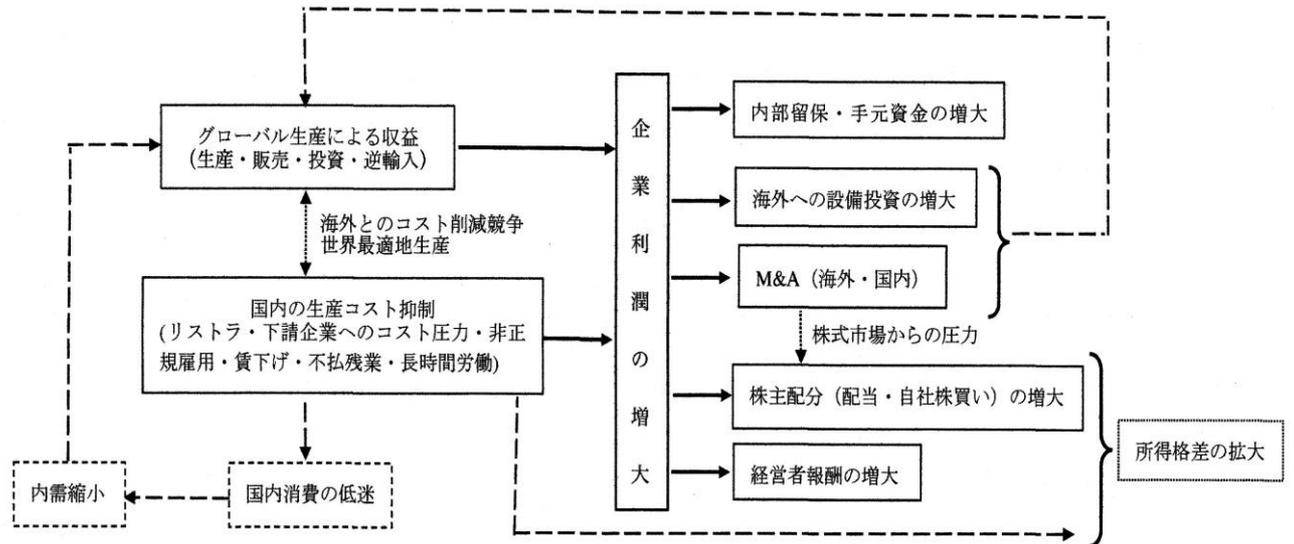
（出所）国税庁「申告所得税標本調査」（2012年分）より作成。

第五に、現代資本主義における企業行動の解明である。例えば、現代日本の大企業の企業行動をまとめた「図・終-2」をみると、本論文で明らかにしたことは、M&Aと株主配分の増大という限られた部分である。現代資本主義における企業行動の諸特徴を把握するためには、企業行動のグローバル化や投資行動の変化、そしてそれに伴う国内経済の変容の問題を扱わなければならない。

また、本論文で明らかにしたように、企業は賃金抑制やリストラクチャリング（雇用・設備）を促進しながら、株主配分を増加させている。このことは、利益処分の問題としての経済格差の拡大や貧困の増大にとどまらず、企業行動そのものの問題として把握することができる。すなわち、従来のように設備投資を主体とした企業成長ではなく、極めて短期的な金融投資に偏っている、という問題である。これは、OECD(2013)が指摘するような、経済成長や雇用を増大させていく上で欠かすことの出来ない中長期的資金をどのように確保するか、という点にも関わる論点である。株主配分重視の企業行動が、資本主義経済にもたらす影響についても、より具体的に明

らかにする必要がある。

図・終-2 現代日本企業の企業行動



(出所) 柴田・新井・森原(2015), 127 頁。

参考文献

*URL については、2016 年 2 月 26 日付で全てアクセスを確認している。

- Aglietta, Michel (1999), “Les transformations du capitalisme contemporain,” in B. Chavance, E. Magnin, R. Motamed-Nejad, J. Sapir (ed.), *Capitalisme et Socialisme en perspective*, 275-292, La Découverte.
- (2000), Shareholder value and corporate governance: some tricky questions, *Economy and Society*, Volume 29, Issue 1, 146-159, 2000.
- Allen, Franklin and Roni Michaely (2003), “Payout policy,” in G. Constantinides, R. Stulz and M. Harris (ed.), *Handbook of the Economics of Finance*, edition 1, volume 1, chapter 7, 337-429, Elsevier. (砂川伸幸訳「ペイアウト政策」, 加藤英明監訳『金融経済ハンドブック 1』, 丸善, 367-457, 2006 年)。
- Altman, Edward I. and Nammacher, Scott A. (2003), *Investing in Junk Bonds: Inside the High Yield Debt Market*, Beard Books.原著は 1987 年。(内堀節夫・黒沢義孝訳『ジャンク・ボンド』東洋経済新報社, 1988 年)。
- Anderson, Thomas (2012), “Summary Estimates for Multinational Companies: Employment, Sales, and Capital Expenditures for 2010,” U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA).
- Andrade, Gregor, Mark L. Mitchell, and Erik Stafford (2001), “New Evidence and Perspectives on Mergers”, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 15, Number 2, Spring 2001, 103-120.
- Bainbridge, Stephen (2003), “Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance,” *Northwestern University Law Review*, Vol. 97 No 2, 547-606.
- Bakan, Joel (2004), *The Corporation: The Pathological Pursuit of Profit and Power*, Free Press. (酒井泰介訳『ザ・コーポレーション—わたしたちの社会は「企業」に支配されている』早川書房, 2004 年)。
- Baran, P.A. and P.M Sweezy (1966), *Monopoly Capital*, Monthly Review Press, New York (小原敬士訳『独占資本』岩波書店, 1967 年)。
- Bebchuk, Lucian (2003), “The Case for Shareholder Access to the Ballot,” *The Business Lawyer*, Vol. 59, No. 1, November 2003, 43-66.
- (2005), “The Case for Increasing Shareholder Power,” *Harvard Law Review*, Vol. 118, No. 3, 833-914, January 2005.

- Bebchuk, Lucian and Jesse Fried (2004), *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press.
 (溝渕彰訳『業績連動型報酬の虚実—アメリカの役員報酬とコーポレート・ガバナンス』大学教育出版, 2013年)。
- Berle, A. (1932), “For Whom Corporate Managers are Trustees : A Note,” *Harvard Law Review*, Vol.45, 1365-1372.
- Berle, A. and Means, G (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Revised Edition (1991), Transaction Publishers. (北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』, 文雅堂書店, 1958年, 森果訳『近代株式会社と私有財産』(北海道大学出版会, 2014年))。
- Black, Bernard S. (1998), “Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States,” *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, vol. 3, 459-465.
- Blair, Margaret, M. (1995), *Ownership and Control*, The Brookings Institution.
- Blyth, Mark (2002), *Great Transformations: Economic Ideas and Institutional Change in the Twentieth Century*, Cambridge University Press.
- Bogle, John C. (2012), *The Clash of the Cultures: Investment vs. Speculation*, Wiley.
- Bowles, Samuel, David Gordon and Thomas Weisskopf (1983). *Beyond the Waste Land: A Democratic Alternative to Economic Decline*, Anchor Books. (都留康・磯谷明德訳『アメリカ衰退の経済学—スタグフレーションの解剖と克服』東洋経済新報社, 1986年)。
- Boyer, Robert (2005), “From Shareholder Value to CEO Power: The Paradox of the 1990s,” *Competition & Change*, Volume 9, Issue 1 (01 March 2005), 7-47.
- Brancato, Carolyn Kay (1997), *Institutional investors and corporate governance : best practices for increasing corporate value*, Chicago : Irwin Professional Pub.
- Bratton, William W. (2010), “Hedge Funds and Governance Targets: Long-Term Results,” *University of Pennsylvania Institute for Law & Economics Research Paper* No. 10-17.
- Bratton, William W. and Michael L. Wachter (2008), “Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and *The Modern Corporation*”, *The Journal of Corporation Law*, Vol. 34:1, 99-152.
- (2010) , “Tracking Berle’s Footsteps: The Trail of The Modern Corporation’s

- Last Chapter” , *Seattle University Law Review*, Vol. 33:4, 849-875.
- Brav, A, Campbell R. Harvey, John R. Graham, Roni Michaely (2005), "Payout Policy in the 21st Century," *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527.
- Brav A., W. Jiang, F. Partnoy, and R. Thomas. (2008), “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance,” *Journal of Finance*, vol. 63, issue 4, 1729-1775.
- Bronfenbrenner, Kate (1996), “Final Report : The Effects of Plant Closing or the Threat of Plant Closing on the Right of Workers to Organize”, Cornell University ILR School.
- Burr, Barry B. (2008), Institutional investors increase ownership of U.S. companies to all-time high,
(<http://www.pionline.com/article/20080905/REG/809049969>)
- Choi, S., and J. Fisch (2008), “On Beyond CalPERS: Survey Evidence on the Developing Role of Public Pension Funds in Corporate Governance,” *Vanderbilt Law Review*, Vol. 61, 315-354, 2008.
- Cingano, Federico (2014), “Trends in Income Inequality and its Impact on Economic Growth,” *OECD Social, Employment and Migration Working Papers*, No. 163, OECD Publishing.
- Core, John, Wayne R. Guay and David F. Larcker. (2003), “Executive Equity Compensation and Incentives,” *A Survey, Economic Policy Review*, Vol. 9, No. 1, 27-50.
- Council of Economic Advisers (2013), *Economic Report of the President*, transmitted to the congress march 2013, united states government printing office washington : 2013.
- Crotty, James (2005), “The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and ‘Modern’ Financial Market on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era,” in Epstein, Gerald A. (ed.), *Financialization and the world economy*, Cheltenham, UK : Edward Elgar, 77-110.
- Crotty, James and Don Goldstein (1993), “Do U.S. Financial Markets Allocate Credit Efficiently ? ,” in, Dymski, Gary A., Gerald Epstein and Robert Pollin. (ed.), *Transforming The U.S. Financial System; Equity and Efficiency for the 21st Century*. Armonk, NY: M.E. Sharpe, Inc, 253-268. (原田善教監訳『アメリカ金融システムの転換—21世紀に公正と効率を求めて』日本経済評論社, 2001

- 年)。
- Davis, E.P., and B. Steil (2001), *Institutional Investor*, MIT Press.
- “Dealing With Activist Hedge Funds,” Posted by Martin Lipton, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, on Thursday November 21, 2013.
(<https://corpgov.law.harvard.edu/2013/11/21/dealing-with-activist-hedge-funds-2/>)
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Douglas J Skinnne (2004), “Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings,” *Journal of Financial Economics* Volume 72, Issue 3, 425–456.
- Dodd, E.M. (1932), “For Whom are Corporate Managers trustees?,” *Harvard Law Review*, Vol.45, 1145-1163.
- Drucker, P. F. (1976), *The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America*, Harpercollins. (佐々木実智男・上田惇生訳『見えざる革命：来たるべき高齢化社会の衝撃』ダイヤモンド社, 1976年)。
- (1991), “Reckoning with the Pension Fund Revolution,” *Harvard Business Review*, March/April, 106-14.
- Dubofsky, Melvyn (1994), *The State and Labor in Modern America*, The University of North Carolina Press.
- Duménil, G. and D. Lévy (2005), "Costs and Benefits of Neoliberalism: A Class Analysis," in Gerald A. Epstein (ed.), *Financialization and the world economy*, Cheltenham, UK : Edward Elgar, 14-45.
- Economist (2004), “The new kings of capitalism”, *The Economist*, 25 November 2004.
- Edsall , Thomas Byrne (1984), *The New Politics of Inequality*, W W Norton & Co Inc.
- Epstein, G. (2005), “Introduction: Financialization and the World Economy.” in Epstein, Gerald A. (ed.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK : Edward Elgar, 3-16.
- Erturk, Ismail, Julie Froud, Sukhdev Johal, Adam Leaver and Karel Williams (2007), “Against agency: a positional,” *Economy and Society*, Volume 36 Number1, February, 51-77.
- Fama, E. and K. French (2001), “Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? ,” *Journal of Financial Economics* 60, Issue 1, 3-43.
- Feldstein, Martin (2008), “Did wages reflect growth in productivity? ,” *Journal of*

- Policy Modeling*, vol.30 (4) , 591–594.
- Fisch, Jill (2006), “Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy,” *Journal of Corporation Law*, Vol. 31, 637-674, 2006.
- Fligstein, Neil (2002), *The Architecture of Markets: An Economic Sociology of Twenty-First Century Capitalist Societies*, Princeton Univ Pr; Reprint.
- Fligstein, Neil, and Shin, Taek-Jin (2007), “Shareholder Value and the Transformation of American Industries, 1984-2001,” *Sociological Forum*, Vol. 22, No. 4, December, 399-422, 2007.
- Forsyth, Jim (2012), “More than two-thirds in U.S. live paycheck to paycheck: survey,” *Reuters*, Wed, Sep 19 2012.
- Fox, Justin (2009), *The Myth of the Rational Market: A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street*, Harper Collons Publishers. (遠藤真美訳『合理的市場という神話—リスク，報酬，幻想をめぐるウォール街の歴史—』，東洋経済新報社，2010年)。
- Friedman, Milton (1962), *Capitalism and Freedom*, 40th Anniversary Edition(2002), The University of Chicago Press. (熊谷尚夫・西山千明訳『資本主義と自由』マグローヒル好学社，1975年)。
- Geisst, Charles (2012), *Wall Street: A History*, Oxford University Press; Updated edition. (中山良雄訳・入江吉正編『ウォールストリートの歴史』フォレスト出版株式会社，2001年)。
- Gillan, S., and L. Starks (2007), “The Evolution of Shareholder Activism in the United States,” *Journal of Applied Corporate Finance* , Volume 19 Number 1, 55-73.
- Giovacco, Krista (2013), “Corporate Cash Piles Grow to Record \$1.45 Trillion, Moody’s Says,” *Bloomberg*, Mar 18, 2013.
- Glyn, Andrew (2007), *Capitalism Unleashed: Finance, Globalization, and Welfare*, Oxford University Press, USA; 1版. (横川信治・伊藤誠訳『狂奔する資本主義—格差社会から新たな福祉社会へ』ダイヤモンド社，2007年)。
- Gordon, David M. (1996), *FAT AND MEAN: The Corporate Squeeze of Working Americans and the Myth of Managerial "Downsizing"*, Free Press. (佐藤良一・芳賀健一訳『分断されるアメリカ—「ダウンサイジング」の神話』シュプリンガー・フェアラーク東京，1998年)。
- Greenwooda, R., and M. Schor (2009), “Investor activism and takeovers,” *Journal of Financial Economics*, Volume 92, Issue 3, June 2009, 362–375.

- Hall, Brian J. and Liebman, Jeffrey B. (1998), “Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?,” *Quarterly Journal of Economics* August 1998, Vol. 113, No. 3, 653–691.
- Hallock, Kevin (1998), “Dual Agency: Corporate Boards with Reciprocally Interlocking Relationships,” in Carpenter, J and Yermack, D (Eds.), *Executive compensation and shareholder value: Theory and evidence* Springer, 55-76.
- Hardoon, Deborah (2015), *Wealth: Having It All and Wanting More*, OXFAM ISSUE BRIEFING.
- Harvey, David (2005), *A Brief History of Neoliberalism*, Oxford University Press.
(渡辺治監訳『新自由主義—その歴史的展開と現在—』, 作品者, 2007年)。
- Hawley, James P. and Andrew T. Williams (2000), *The Rise of Fiduciary Capitalism*, University of Pennsylvania Press.
- Hayek, Friedrich A. (1967), “The Corporation in a Democratic Society: In Whose Interest Ought It To and Will It Be Run?,” in *Studies in Philosophy, Politics, and Economics*, Chicago: The University of Chicago Press, 300-312. (名東孝二訳『20年後の会社と経営』日本生産性本部, 89-107頁, 1963年)。
- Herman, Edward S. (1981), *Corporate Control, Corporate Power*, Cambridge University Press.
- Holmstrom, Bengt and Kaplan, Steven N. (2001), “Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s”, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 15, No. 2, Spring 2001, 121–144.
- (2003), “The State of U.S. Corporate Governance: What’s Right and What’s Wrong?”, *ECGI Working Paper Series in Finance*, Working Paper N°. 23/2003.
- IMF (2007), *World Economic Outlook – Globalization and Inequality* (October, 2007).
- Iwai, Katsuhito (2002), “The Nature of the Business Corporation: Its Legal Structure and Economic Functions”, *Japanese Economic Review*, Vol. 53, Issue 3, 243-273.
- Jacobs, Michael T. (1991), *Short-Term America: The Causes and Cures of Our Business Myopia*, Harvard Business School Press.
- Jensen, M.J., and W.R. Meckling (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, October, 1976, V. 3, No. 4, 305-360.
- Kahan, M., and E. Rock (2007), “Hedge Funds in Corporate Governance and

- Corporate Control,” *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 155, 1021-1093, 2007.
- Karpoff, Jonathan M. (2001), “The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings,” Working Paper, University of Washington.
- Kennedy, Allan (2000), *The End Of Shareholder Value: Corporations At The Crossroads*, Basic Books. (奥村宏・酒井泰介訳『株主資本主義の誤算』ダイヤモンド社, 2002年)。
- Klein, A., and E. Zur (2009), “Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors,” *The Journal of Finance* Volume 64, Issue 1, 187–229, February 2009.
- Khurana, Rakesh (2007), *From Higher Aims to Hired Hands: The Social Transformation of American Business School and the Unfulfilled Promise of Management as a Profession*, Princeton University Press.
- Krippner, Greta R. (2005), “The financialization of the American economy,” *Socio-Economic Review*,” Vol.3, 173-208.
- Lazonick, William (2013), “From Innovation to Financialization: How Shareholder Value Ideology is Destroying the US Economy”, in Wolfson, Martin H. and Epstein, Gerald A.(ed.), *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*, Oxford University Press, 491-551.
- — — (2014), “Profits Without Prosperity”, *Harvard Business Review*, SEPTEMBER 2014. (倉田幸信訳「欺瞞だらけの自社株買い」『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』2015年1月号, ダイヤモンド社, 94-108)。
- Lazonick, William and Mary O’Sullivan (2000), "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance," *Economy and Society*, 29, 1, 13-35.
- Lintner, J. (1956), “Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes,” *American Economic Review* 46, 97-113.
- Lowenstein, Roger (2004) *Origins of the Crash: The Great Bubble and Its Undoing*, Penguin Press. (鬼沢忍訳『なぜ資本主義は暴走するのか—「株主価値」の恐るべき罠』日本経済新聞社, 2005年)。
- Mandel, Michael (2002), “The Painful Truth about Profits,” *Business Week*, November 4, 2002, 107-112.
- Manne, G.Henry (1965), “Mergers and the Market for Corporate Control,” *The Journal of Political Economy*, Vol.73, No.2, 110-120.

- Means, G. (1983), "Hessen's "Reappraisal"," *The journal of Law and Economics*, 1983, Vol26, issue2, 297-300.
- Michaely, R., R. H. Thaler and K. L. Wornack (1995), "Price reactions to dividend initiation and omissions: Overreaction or drift? ," *Journal of Finance* 50, 573-608.
- Milgrom, P. and J. Roberts (1992), *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall. (伊奥野正寛・伊藤秀史・今井晴雄・西村理・八木甫訳『組織の経済学』NTT出版株式会社, 1997年)。
- Minsky, H. P. and Charles J. Whalen (1996-1997), Economic Insecurity and the Institutional Prerequisites for Successful Capitalism, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 19, No. 2 (Winter, 1996-1997), 155-170.
- Mintz, Beth and Michael Schwartz (1985), *The Power Structure of American Business*, Univ of Chicago Pr (Tx). (浜川一憲・高田太久吉・松井和夫訳『企業間ネットワークと取締役兼任制』文眞堂, 1994年)。
- Mishel, Lawrence, Josh Bivens, Elise Gould, and Heidi Shierholz (2012), *The State of Working America, 12th Edition*, an Economic Policy Institute book published by Cornell University Press in November 2012.
- Mitchell, Mark L and Mulherin, J. Harold (1996), "The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity, " *Journal of Financial Economics*, Volume 41, Issue 2, 193-229.
- Monks, R.A. (1997), "Corporate governance and pension plans," in M. S. Gordon, O. S. Mitchell, and M. M. Twinney (ed.), *Positioning pension for the twenty-first century*," Philadelphia: Pension Research Council, University of Pennsylvania Press.139-158.
- Montgomery, Cynthia and Kaufman, Rhonda (2003), "The Board's Missing Link," *Harvard Business Review* 81, no. 3 (March 2003), 86-93.
- Moore, T.G. (1983), "Introduction," *The journal of Law and Economics*, 1983, Vol26, 235-236.
- Moore, Marc T. and Antoine Reberioux (2010), "Corporate Power in the Public Eye: Reassessing the Implications of Berle's Public Consensus Theory," *Seattle University Law Review*, Vol.33, No.4, 1109-1139.
- Munk, Nina (2004), *Fools Rush In: Steve Case, Jerry Levin, and the Unmaking of AOL Time Warner*, HarperBusiness. (竹熊誠訳『AOL+タイムワーナー 史上最大の合併』ディスカヴァー・トゥエンティワン, 2006年)。

- Murphy, Kevin (1999), "Executive compensation," in *Handbook of Labor Economics*, vol 3, Edited by Orley Ashenfelter and David E. Card, New York Elsevier, 2485-2563.
- National Employment Law Project (2012), "The Low-Wage Recovery and Growing Inequality," DATA BRIEF August 2012.
- O'Barr, W. M. & J. M. Conley (1992), *Fortune and Folly: The Wealth and Power of Institutional Investing*, Business One Irwin.
- OECD (2013), "The Role of Banks, Equity Markets and Institutional Investors in Long-Term Financing for Growth and Development," *Report for G20 Leaders*.
- Orhangazi, Özgür (2008), *Financialization and the US economy*, Cheltenham : Edward Elgar.
- "Passive equity portfolios of 10 large pension funds", Pensions & Investments Research Center, March 25, 2013
(<http://www.pionline.com/gallery/20130325/SLIDESHOW2/325009999/1>)
- Pessoa, J.P. and J.V. Reenen (2013), "Decoupling of Wage Growth and Productivity Growth? Myth and Reality," *CEP Discussion Paper*, No.1246, Centre for Economic Performance, LSE.
- Pettit, R. Richardson (1972), "Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency," *Journal of Finance* 27, 993-1007.
- Phillips, Kevin P. (1991), *The Politics of Rich and Poor: Wealth and the American Electorate in the Reagan Aftermath*, Harpercollins. (吉田利子訳『富と貧困の政治学—共和党政権はアメリカをどう変えたか』草思社, 1992年)。
- Piketty, Thomas (2014), *Capital in the Twenty-First Century*, Harvard University Press. (山形浩生・守岡桜・森本正史訳『21世紀の資本』みすず書房, 2014年)。
- Piketty, Thomas and Emmanuel Saez (2003), "Income Inequality in the United States, 1913-1998" with Thomas Piketty, *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 2003, 1-39 (Tables and Figures Updated to 2011 in Excel format, January 2013)
- Pinto, Moshe (2006), "The Role of institutional Investors in the Corporate Governance," *German Working Papers in Law and Economics*, Volume 2006.
- Pisano. Gary P. and Willy C. Shih (2009), "Restoring American Competitiveness," *Harvard Business Review*, July–August 2009. (編集部訳「競争力の処方箋」『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』2010年2月号, ダイヤモンド

- 社, 137-149)。
- Pollin, Robert (2005), *Contours of Descent: US Economic Fractures and the Landscape of Global Austerity*, Verso. (佐藤良一・芳賀健一訳『失墜するアメリカ経済—ネオリベラル政策とその代替策』日本経済評論社, 2008年)。
- Reich, Robert (2008), *Supercapitalism: The Transformation of Business, Democracy, and Everyday Life*, Vintage; Reprint. (雨宮寛・今井章子訳『暴走する資本主義』東洋経済新報社, 2008年)。
- Roosevelt, F.D. (1938), *The Public Papers and Addresses of Franklin D. Roosevelt*, I, New York.
- Ryan, Patrick J. (1988), “Rule 14a-8, Institutional Shareholder Proposals, and Corporate Democracy,” *Georgia Law Review*, Vol.97, 97-184.
- Schmitt, John and Jones, Janelle (2012), “Bad Jobs on the Rise,” *Center for Economic and Policy Research*.
- Scott, J. (1979), *Corporation, Classes and Capitalism*, Hutchinson. (中村瑞穂・植竹晃久監訳『株式会社と現代社会』文眞堂, 1983年)。
- Semler Brossy (2014), “2014 Say on Pay Results, Russell 3000,” (July 16, 2014). (<http://www.semlebrossy.com/wp-content/uploads/SBCG-2014-Say-on-Pay-Report-2014-07-16.pdf>)
- Short, Kathleen (2012), “The Research Supplemental Poverty Measure: 2011,” U.S. Census Bureau, Current Population Reports, Consumer Income, U.S. Government Printing Office, Washington, DC, November 2012.
- Sidney, Winter G. (1993), “Routines, Cash Flows, and Unconventional Assets: Corporate Change in the 1980s,” in Blair, ed., *The Deal Decade: What Take-overs and Leveraged Buyouts Mean for Corporate Governance*, Washington, D.C, Washington: Brookings Institution, 55-97.
- Steverman, Ben (2009), “CEOs and the Pay-for-Performance Puzzle,” *Bloomberg Business Week*, September 23, 2009.
- Stiglitz, Joseph E. (2011), “Of the 1%, by the 1%, for the 1%,” *Vanity Fair*, May 2011.
- Stockhammer, Engelbert (2008), “Some Stylized Facts on the Finance-dominated Accumulation Regime,” *Competition & Change*, Volume12, Issue2 (01 June 2008), 184-202.
- Stout, Lynn (2002), “Bad and Not-So-Bad Arguments For Shareholder Primacy,” *Southern California Law Review*, Vol. 75, 1189-1209, 2002.

- Subramanian, Narayanan, Atreya Chakraborty and Shahbaz Sheikh (2002), “Performance Incentives, Performance Pressure and Executive Turnover,” SSRN-id322860.
(http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=322860)
- Summers, Lawrence (2012), “Current woes call for smart reinvention not destruction,” *The Financial Times*, January 8, 2012.
- Sweezy, P.M. and H. Magdoff (1972), *The Dynamics of U.S. Capitalism*, Monthly Review Press New York. (岸本重陳訳『アメリカ資本主義の動態』岩波書店, 1978年)。
- The City UK(2012), *PRIVATE EQUITY*, JULY 2012.
- The U.S. Conference of Mayors (2012), *Status Report on Hunger & Homelessness A Status Report on Hunger and Homelessness in America's Cities A 25-City Survey*.
- Tomkins, Richard (2006), “Profits of doom,” *Financial Times Magazine* (October 14-5, 2006).
- Tonello, Matteo and Rabimov, Stephan, Rahim (2010), “The 2010 Institutional Investment Report: Trends in Asset Allocation and Portfolio Composition,” *The Conference Board Research Report*, No. R-1468-10-RR, 2010.
- Tyson, Laura D: Chair, Newton, M. Diana H: Project Director (2000), *Future Directions for U.S. Economic Policy Toward Japan*, Task Force Report No.28, (<http://www.cfr.org/publication.html?id=3838>) (斉藤かぐみ・杉田米行訳「対日経済政策の核心」『週刊ダイヤモンド』, 2001年3月31日号, 144-168)。
- Uchitelle, Louis (2011), “Factory Jobs Gain, but Wages Retreat,” *The New York Times*, December 29, 2011.
- UNCTAD (2000), *World Investment Report 2000: Cross-Border Mergers and Acquisitions and Development*, New York and Geneva : United Nations.
- (2011), *World Investment Report 2011: Non-Equity Modes of International Production and Development*, UNITED NATIONS PUBLICATION.
- U.S. Census Bureau (2000), *Statistical Abstract of the United States, 2000*. (<https://www.census.gov/library/publications/2000/compendia/statab/120ed.html>)
- (2011), *Statistical Abstract of the United States, 2011*. (<https://www.census.gov/library/publications/2010/compendia/statab/130ed.html>)
- Useem, Michael (1996) *Investor Capitalism How Money Managers are Changing the Face of Corporate America*, Basic Books.

- Van der Zwan, N. (2014), “Making Sense of Financialization,” *Socio-Economic Review*, Vol. 12, No. 1: 99-129.
- Vlasic, Bill (2011), “Detroit Sets Its Future on a Foundation of Two-Tier Wages,” *The New York Times*, September 12, 2011.
- Vogel, David (2003), *Fluctuating Fortunes: The Political Power of Business in America*, Beard Books Inc. 初版は 1989 年。
- Wahal, Sunil (1996), “Pension Fund Activism and Firm Performance,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.31.No.1, 1-24, March.
- Wayne, Leslie. (1984), “Focus on: Stock Prices: A Look at New Corporate Tactics”, *The New York Times*, Feb. 26, 1984.
- Weisbenner, Scott J. (2000), “Corporate Share Repurchases in the 1990s: What Role Do Stock Options Play?,”
(http://www.business.illinois.edu/weisbenn/RESEARCH/PAPERS/rp_paper.20041207.pdf)
- Whalen, C.J. (2001), ‘Integrating Schumpeter and Keynes: Hyman Minsky’s theory of capitalist development,’ *Journal of Economic Issues*, vol. 35, no. 4, 805-823.
- White House (1981), *America’s new beginning : a program for economic recovery*, Office of the Press Secretary.
- Zeitlin, Maurice (1989), *The Large Corporation and Contemporary Classes*, Polity Press and Rutgers University Press.
- “Dealing With Activist Hedge Funds,” Posted by Martin Lipton, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, on Thursday November 21, 2013 at 12:24 pm.
(<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2013/11/21/dealing-with-activist-hedge-funds-2/>)
- 相澤哲(2007a), 「合併等対価の柔軟化の実現に至る経緯」『旬刊商事法務』No.1801, 4-16。
- (2007b), 「合併等対価の柔軟化の実現とその経緯」『MARR』2007年7月号, 26-30。
- 芦田敏夫・花枝英樹(2007), 「わが国企業の株価認識と財務行動—サーベイ・データにもとづく実証分析—」『現代ファイナンス』No.21, 55-79。
- 東淳(1991), 「80年代米国の財政運営」『経済学紀要(亜細亜大学)』第16巻第2・3合併号, 299-328。

- 新井富雄(2009), 「資本市場と株主アクティビズム」『証券アナリストジャーナル』第47巻第1号, 7-16。
- 有井行夫(1991), 『株式会社の正当性と所有理論』青木書店。
- 蟻川靖浩・宮島英昭(2007), 「M&A はなぜ増加したのか」宮島英昭編『日本の M&A』東洋経済新報社, 45-79。
- 栗野智之・小西健史・本間丈明(2015), 「投資指標としての ROE」『三菱 UFJ 信託資産運用情報』2015年3月号。
- 安西邦夫(2000), 「企業再編のための法整備と経団連の働きかけ」『月刊 Keidanren』2000年1月号, 19-21。
- 磯谷玲(1997), 『80年代アメリカの金融変革』日本経済評論社。
- 石川博行(2007), 『配当政策の実証分析』中央経済社。
- 伊丹敬之(2000), 『日本型コーポレート・ガバナンス—従業員主権企業の論理と改革』日本経済新聞社。
- 伊東光晴(2007), 「21世紀, 日本の大企業のビヘイビアは変わったのか」『世界』2007年8月号, 182-195。
- 井上光太郎(2014), 「コーポレートファイナンスの現場—プライベート・エクイティ・ファンドと LBO」『経済セミナー』No.678, 2014年6・7月号, 42-46。
- 岩井克人(2002), 「株式会社の本質: その法律的構造と経済的機能」大塚啓二郎・中山幹夫・福田慎一・本多佑三編『現代経済学の潮流(2002)』東洋経済新報社, 73-105。
- 岩城博司(1989), 『現代世界体制と資本蓄積』東洋経済新報社。
- 岩谷賢伸(2007), 「米国アクティビスト・ファンドの実態と資本市場における役割」『資本市場クォーターリー』Vol.11-2, 200-217。
- 大杉謙一(1998a), 「アメリカのコーポレート・ガバナンス論(上)」『旬刊商事法務』(1505), 1998-10-15, 61-74。
- (1998b), 「アメリカのコーポレート・ガバナンス論(下)」『旬刊商事法務』(1506), 1998-10-25, 21-29。
- 大塚章男(2011), 「コーポレート・ガバナンスにおける今日的課題—権限集中と利益調整原理—」『筑波ロー・ジャーナル』第10号, 51-80。
- 大塚秀之(2012), 「解体に向かうアメリカ型企业社会—低賃金・低福祉・組合不在の米国の行方」『経済』2012年12月号, 114-131。
- 岡部光明(2007), 「日本企業と M&A[合併および買収]—総合政策学の視点から—」『総合政策学ワーキングペーパーシリーズ』, No.127。
- 岡部光明・関晋也(2006), 「日本における企業 M&A[合併および買収]の効果—経営の安定化と効率化に関する実証分析—」『総合政策学ワーキングペーパーシリーズ』,

No.107。

- 岡本英男(2009), 「パックス・アメリカナと福祉国家」, 経済理論学会編『季刊 経済理論』第 45 巻第 4 号, 19-31。
- 奥村宏(2005), 『最新版 法人資本主義の構造』岩波書店。
- 小倉将志郎(2007), 「1980・1990 年代における米国投資銀行の収益拡大と「M&A 関連業務」」『一橋研究』第 32 巻第 2 号, 15-32。
- (2013), 「経済の金融化の部門別再整理と新たな分析視角」『静岡大学経済研究』18(2), 49-83。
- 小栗崇資(2007), 「現代株式会社の自己否定性—法・会計との交錯」『季刊経済理論』第 44 巻第 1 号, 桜井書店, 22-31。
- (2008), 「日本経済における収益構造の変容」『経済』2008 年 2 月号, 18-21。
- 片岡信之(2004), 「株主至上主義型ガバナンス論とステイクホルダー型ガバナンス論」, 『龍谷大学経営学論集』44(2), 1-11。
- (2008), 「株主主権的企業観の問題性」片岡信之・海道ノブチカ編著『現代企業の新地平—企業と社会の相利共生を求めて』千倉書房, 3-11。
- 河内信幸(2005), 『ニューディール体制論—大恐慌下のアメリカ』学術出版会。
- 川口大司(2015), 「労働市場における賃金決定—1997 年から 2013 年を振り返る」『ビジネス・レーバー・トレンド』2015 年 3 月号, 6-9。
- 川端望(1990), 「バーリ & ミーンズ『近代株式会社と私有財産』批判的方法的視点—『所有と支配』論争との関わりで—」, 東北大学研究年報『経済学』第 52 巻 1 号, 83-104。
- 神田秀樹(2006), 『会社法入門』岩波書店。
- 菊池敏夫・平田光弘編(2000), 『企業統治の国際比較』文真堂。
- 北原勇(1984), 『現代資本主義における所有と決定』岩波書店。
- 國島弘行(2009), 「社会と企業の経営学—新自由主義的グローバル化との関連で—」國島弘行・重本直利・山崎敏夫編著『「社会と企業」の経営学—新自由主義的経営から社会共生的経営へ』ミネルヴァ書房, 1-16。
- 楠井敏朗(2005), 『アメリカ資本主義とニューディール』日本経済評論社。
- 久保田政一(2007), 「三角合併解禁と日本の M&A 法制への経済界の要望」『MARR』2007 年 8 月号, 4-8。
- 雲嶋良雄(1963), 「経営者論の経営学的意義—バーリ・ミーンズおよびゴードンの主張と再吟味」, 一橋大学研究年報『商学研究』7 巻, 241-297。
- 経済産業省(2010), 『産業構造ビジョン 2010』財団法人経済産業調査会。
- (2014), 『持続的成長への競争力とインセンティブ—企業と投資家の望ましい関係構築—プロジェクト最終報告書 (伊藤レポート)』2014 年 8 月。

- 経済産業省・厚生労働省・文部科学省(2012), 『ものづくり白書 2012 年版』財団法人
経済産業調査会。
- 経済団体連合会(1995), 「純粹持株会社の解禁についての考え方」(1995 年 12 月)
(<https://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/pol072.html>)
- 経済団体連合会(1996)『『規制の撤廃・緩和等に関する要望』について』(1996年10月)
(<https://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/pol104.html>)
- 経済団体連合会(1997)「企業結合規制の抜本的見直しに関する提言」(1997 年 1 月)
(<https://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/pol119.html>)
- 経済団体連合会(1998)「『親子会社法制等に関する問題点』に対するコメント」(1998
年 9 月)
(<https://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/pol191.html>)
- 経済団体連合会(2000), 「商法改正への提言」
(<http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2000/050/index.html>)
- 経済団体連合会編(1997a), 「規制改革を梃子に六大改革の実現を」『月刊 keidanren』
1997 年 6 月号, 12-21。
- (1997b), 「持株会社の解禁と企業組織のあり方」『月刊 keidanren』1997 年 8
月号, 12-20。
- 厚生労働省(2007), 『平成 19 年度版 労働経済白書 ワークライフバランスと雇用シ
ステム』
- 孔炳龍(2008), 「資本会計:会社法と ROE について」『駿河台大学論叢』(35), 117-133。
- 小佐野広(2001), 『コーポレート・ガバナンスの経営学—金融契約理論からみた企業
理論』日本経済新聞社。
- コーエン, ダニエル(2009), 『迷走する資本主義—ポスト産業社会についての 3 つの
レッスン』(林昌宏訳) 新泉社。
- 財団法人年金シニアプラン総合研究機構(2012), 『プライベート・エクイティ投資に
関する調査研究』
(http://www.nensoken.or.jp/pastresearch/pdf/h23/H_23_03.pdf)
- 坂田和光(2008), 「企業再編制度の整備の沿革—持株会社の解禁と三角合併解禁を中
心として—」『レファレンス』(国立国会図書館) 2008 年 8 月号, 2-51。
- 坂本雅則(2007), 『企業支配論の統一的パラダイム—「構造的支配」概念の提唱—』
文眞堂。
- 佐久間信夫(2003), 『企業支配と企業統治』白桃書房。
- 貞松茂(1994), 『株式会社支配の研究』熊本商科大学海外事情研究所研究叢書 16。
- 佐藤方宣(2009), 「企業とビジネス—社会的責任はどう問われたか」, 佐藤方宣編『ビ

- ジネス倫理の論じ方』ナカニシヤ出版, 21-49。
- 「産業競争力会議テーマ別会合」2013年3月6日。
http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/kaigou/pdf/h250306_gijiyousi.pdf
- 神野雅人(2000), 「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」『第一勧銀総研レビュー』
 2000年2号, 1-29。
- 柴田努(2009), 「日本における株主配分の増加と賃金抑制構造—M&A 法制の規制緩和との
 関わりで」経済理論学会編『季刊 経済理論』第46巻第3号, 72-82。
- (2011a), 「アメリカにおける株主価値重視の企業経営への転換—経済の金融化
 とコーポレート・ガバナンス—」『工学院大学研究論叢』第49-1号, 21-36。
- (2011b), 「バリー&ミーンズの株式会社論—巨大株式会社規制の理論的根拠を
 めぐって」『都留文科大学研究紀要』第74集, 109-127。
- (2013a), 「失業格差問題と経済危機—1970年代後半以降のアメリカ経済の構
 造変化」高田太久吉編著(2013)『現代資本主義とマルクス経済学』新日本出版
 社, 111-131。
- (2013b), 「サーベラスの西武 TOB—株式会社の社会的性格と投資規制の必要
 性」『経済』2013年9月号, 12-13。
- (2014a), 「グローバル企業と国内経済」高橋弦・竹内章郎編著『なぜ, 市場化
 に違和感をいだくのか?—市場の「内」と「外」のせめぎ合い』晃洋書房, 33-57。
- (2014b), 「成長戦略とコーポレート・ガバナンス」唯物論研究協会編『唯物論
 研究年報』第19号, 2014年10月, 139-162。
- 柴田努・新井大輔・森原康仁(2015), 『図説 経済の論点』旬報社。
- 渋谷博史(1992), 『レーガン財政の研究』東京大学出版会。
- 下谷政弘(1996), 『持株会社解禁—独禁法第9条と日本経済』中公新書。
- シュレジンガー, アーサー(1962), 『ローズヴェルトの時代Ⅰ 旧体制の危機』(救仁
 郷繁訳) ペリかん社。
- (1963), 『ローズヴェルトの時代Ⅱ ニューディール登場』(佐々木専三郎訳)
 ペリかん社。
- (1966), 『ローズヴェルトの時代Ⅲ 大変動期の政治』(岩野一郎ほか訳) ペ
 リかん社。
- 新川健三郎編(1973), 『ドキュメント現代史5—大恐慌とニューディール』平凡社。
- 杉山晶子(2008), 「会社法における配当財源規制」『会計・監査ジャーナル』2008年4
 月, 20巻4号, 99-105。
- 首藤恵(2002), 「アングロアメリカン型企业ガバナンスと機関投資家の役割—米国型
 と英国型の比較—」渋谷博史・首藤恵・井村進哉編『アメリカ型ガバナンス—構

- 造と国際的インパクト』東京大学出版会, 51-85。
- 生命保険協会(2007a), 『株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート調査(平成19年度版) 投資家向けアンケート集計結果』。
- (2007b), 『株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート調査(平成19年度版) 企業向けアンケート集計結果』。
- (2007c), 『平成19年度 生命保険協会アンケート調査 株式価値向上に向けた取り組みについて』。
- (2012), 『平成23年度 生命保険協会アンケート調査 株式価値向上に向けた取り組みについて』。
- (2013), 『平成24年度 生命保険協会アンケート調査 株式価値向上に向けた取り組みについて』。
- (2014), 『平成25年度 生命保険協会アンケート調査 株式価値向上に向けた取り組みについて』。
- 瀬川新一(1991), 「『経営者支配』と『支配の社会化』仮説: バリー=ミーンズの『中立なるテクノクラシー』命題に関する一考察-」, 宮古短期大学研究紀要 1(2), 85-93。
- 曾根憲二・篠塚正明(1989)「レーガノミクスの米国経済に与えた影響とその評価—80年代の米国経済の構造変化と90年代に向けた展望—」『興銀調査』243, No.3, 2-122。
- 染宮秀樹(1998), 「米国コーポレート・ガバナンスの展開—株主と経営者の攻防」『財界観測』野村総合研究所, 1998年7月10日号, 126-167。
- 「第1回産業競争力会議議事録要旨」1999年3月29日。
(<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/sangyo/990421dai1.html>)
- 「第2回産業競争力会議議事録要旨」1999年4月28日。
(<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/sangyo/990518dai2.html>)
- 「第1回産業競争力会議議事要旨」2013年1月23日。
(<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/skkkaigi/dai1/gijiyousi.pdf>)
- 「第4回産業競争力会議議事要旨」2013年3月15日。
(<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/skkkaigi/dai4/gijiyousi.pdf>)
- 「対日直接投資に関する有識者懇談会(第1回)議事要旨」2014年2月27日。
(<http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/special/investment/01/gijiyoushi.pdf>)
- 大門実紀史(2007), 『新自由主義の犯罪—「属国日本」経済版2』新日本出版社。
- 高田太久吉(1999), 「金融業の規制緩和・市場規律・非市場的調整」花輪俊哉編著『金融システムの構造変化と日本経済』, 中央大学出版部, 211-267。

- (2003), 「株主価値重視のコーポレート・ガバナンス」『日本の科学者』 Vol.38, No.10, 36-41。
- (2008), 「現代資本主義論としての『経済の金融化』論」中央大学企業研究所『企業研究』第14号, 137-162。
- (2009), 『金融恐慌を読み解く一過剰な貨幣資本はどこから生まれるのか』新日本出版社。
- (2013), 「現代資本主義とファンド問題」『経済』2013年9月号, 106-117。
- (2015), 『マルクス経済学と金融化論—金融資本主義をどう分析するか』新日本出版社。
- 武井一浩(1998a), 「米国型取締役会の実態と日本への導入上の問題 (1)」『旬刊商事法務』 (1505), 1998-10-15, 75-84。
- (1998b), 「米国型取締役会の実態と日本への導入上の問題 (2)」『旬刊商事法務』 (1506), 1998-10-25, 30-36。
- (1998c), 「米国型取締役会の実態と日本への導入上の問題 (3)」『旬刊商事法務』 (1508), 1998-11-15, 16-19。
- (1998d), 「米国型取締役会の実態と日本への導入上の問題 (4)」『旬刊商事法務』 (1509), 1998-11-25, 20-24。
- (1998e), 「米国型取締役会の実態と日本への導入上の問題 (5)」『旬刊商事法務』 (1511), 1998-12-05, 15-21。
- 田中和雄(2013), 「アメリカにおける「人的資源管理」の展開と労使関係～1980年代以降における両者の関係の特徴との関連で～」, 専修大学商学研究所『商学研究報告』第44巻, 第6号, 1-24。
- 田中久夫(2005), 「株式会社における配当規制の変遷—新会社法成立による利益配当規制から剰余金配当規制への変化—」『作新経営論集』 Vol.15(20060323), 1-24。
- 玉村博巳(2001), 「会社分割と持株会社—企業組織再編の現状とそれをめぐる議論 (1)—」『立命館経営学』第40巻第2号, 1-27。
- 通商産業省(1992), 『平成4年 通商白書〈総論〉』大蔵省印刷局。
- 角野信夫(2003), 「企業倫理と企業統治の展望と課題」, 中村瑞穂編『企業倫理と企業統治—国際比較—』文眞堂, 179-200。
- 鶴田廣巳(1991), 「深刻化するアメリカの財政危機とその行方」『経済』1991年3月号, 32-47。
- ドーア, ロナルド(2006), 『誰のための会社にするのか』岩波書店。
- (2008), 「「労働問題」とは?—世界で, 日本で, 何が問題なのか」『Business Labor Trend』2008年7月号, 54-59。

- 友寄英隆(2006), 「所得格差の拡大をどう検証するか」『経済』2006年7月号, 60-77。
- 内閣府(2004), 『平成15年度調査：企業行動に関するアンケート調査』(2004年4月28日)。
- (2007), 『平成19年度版 経済財政白書—生産性上昇に向けた挑戦—』。
- (2011), 『平成23年度 経済財政白書』佐伯印刷。
- (2013), 『目指すべき市場経済システムに関する報告』(目指すべき市場経済システムに関する専門調査会編), 2013年11月1日。
(<http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/special/market/houkoku.pdf>)
- (2014), 『「対日直接投資に関する有識者懇談会」報告書』(2014年4月21日)。
(<http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/special/investment/report.pdf>)
- 中井透(1994), 「M&Aと経済政策—レーガン政権期における税制改革と規制緩和を中心に—」『岡山商大論叢』第30巻第2号, 153-178。
- 中東正文(2007), 「企業再編の自由は何をもたらすか」『法学セミナー』2007年9月号, 28-33。
- 中本悟(1990), 「1980年代アメリカにおける企業合併・買収運動：LBOを中心に」『季刊経済研究』第13巻第2号, 54-82。
- 中村共一(2009), 「過剰消費と社会経営学—公共性の転換—」國島弘行・重本直利・山崎敏夫編著『「社会と企業」の経営学—新自由主義的経営から社会共生的経営へ』ミネルヴァ書房, 207-228。
- 中村瑞穂(1985), 「所有と支配—経営を媒介としての—考察—」, 長谷川・松本編『現代経営理論』中央経済社, 33-49。
- 中山龍太郎(2007), 「外国会社による三角合併利用に係る実務上の課題」『商事法務』NO.1802, 24-34。
- 夏目啓二(1990), 「現代アメリカ企業の経営戦略—国際競争力の低下をめぐる—一視点—」『経済』1990年9月号, 新日本出版社, 207-226。
- (2004), 「現代アメリカのコーポレート・ガバナンス」龍谷大学経営学会『経営学論集』第44巻第1号, 77-89。
- 日本銀行(2007), 『経済・物価情勢の展望』(2007年4月)。
- 日本経済団体連合会(2003), 「会社法改正への提言—企業の国際競争力の確保, 企業・株主等の選択の尊重」
(<http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2003/095.html>)
- 『「日本再興戦略」改訂2014—未来への挑戦—』
(<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbun2JP.pdf>)
- 布井千博(2004a), 「日本におけるM&A法制の動向と課題(上)」『MARR』2004年1

- 月号, 28-31。
- (2004b), 「日本における M&A 法制の動向と課題 (下)」『MARR』2004 年 2 月号 19-24。
- 野中郁江・全国労働組合総連合編著(2013), 『ファンド規制と労働組合』新日本出版社。
- 野村亜紀子(2000), 「米国企業年金をめぐる最近の議論—従業員退職所得保障法 (ERISA) 制定 25 周年を迎えて—」『資本市場クォーターリー』2000 年春号, 163-187。
- 萩原伸次郎(2006), 『ワシントン発の経済「改革」—新自由主義と日本の行方』新日本出版社。
- 萩原進(1977), 「アメリカ資本主義と労使関係」, 戸塚秀夫・徳永重良編『現代労働問題—労使関係の歴史的動態と構造』有斐閣, 125-215。
- 橋本基美(2002), 「米国におけるコーポレート・ガバナンスに関する上場規制の見直し」『資本市場クォーターリー』2002 年夏号, 153-166。
- 服部茂幸(2012), 『危機・不安定性・資本主義—ハイマン・ミンスキーの経済学』ミネルヴァ書房。
- (2013), 『新自由主義の帰結—なぜ世界経済は停滞するのか』岩波書店。
- 服部暢達(2004), 『実践 M&A マネジメント』東洋経済新報社。
- 服部暢達(2007), 「M&A の潮流—敵対的買収・三角合併・LBO—」日本証券アナリスト協会『講演要旨』(2007 年 4 月 9 日), 43-53。
- 浜野潤(2005), 「対日直接投資残高倍増目標の旗をふる」『MARR』2005 年 5 月号, 5-8。
- 広田真一(2012), 『株主主権を超えて—ステークホルダー型企業の理論と実証』東洋経済新報社。
- 平野健(2011a), 「アメリカの個人所得と新自由主義上」『経済』2011 年 2 月号, 新日本出版社, 116-128。
- (2011b), 「アメリカの個人所得と新自由主義下」『経済』2011 年 3 月号, 新日本出版社, 112-127。
- 福田泰雄(2010), 『コーポレートグローバリゼーションと地域主権』桜井書店。
- 藤井康弘・鈴木誠(2004), 『米国年金基金の投資戦略—コーポレート・ガバナンスへの取り組み』東洋経済新報社。
- 藤島裕三(2014), 「2013 年株主総会シーズンの議決権行使結果～TOPIX Core30 構成企業の分析～」
- (http://www.dir.co.jp/consulting/consulting_rpt/20130926_007725.pdf)
- 藤田宏(2014), 「日本企業の株主構成の変化と財界の蓄積戦略の新段階」『経済』2014

- 年3月号, 137-161。
- ペイルルヴァッド, ジャン(2007), 『世界を壊す金融資本主義』(宇野彰洋・山田雅俊監修, 林昌宏訳) NTT 出版。
- 星屋和彦・永田久美子(2007), 「企業行動の変化と経済成長・利益分配～法人企業統計を用いた企業部門のマクロ分析」PRI Discussion Paper Series (No.07A-03)。
- 前田栄治・吉田孝太郎(1999), 「資本効率をめぐる問題について」『日本銀行調査月報』1999年10月。
- 正木久司(1983), 『株式会社支配論の展開 (アメリカ編)』文眞堂。
- (1987), 「株式会社研究者としてのバーリ」『同志社商学』第39巻, 第4号, 156-172。
- 正木久司・角野信夫(1989), 『バーリ』同文館。
- 松井和夫(1991), 『M&A—20世紀の錬金術』講談社現代新書。
- 松井和夫・奥村皓一(1987), 『米国の企業買収・合併 M&A&D』東洋経済新報社。
- 松古樹美(1997), 「アセット・リストラクチャリング～米国のグループ価値創造事例と我が国への示唆～」『財界観測』野村総合研究所, 1997年11月1日号, 2-59。
- (1998a), 「米国における企業グループの事業再構築〔I〕—アセット・リストラクチャリングの展開—」『商事法務』No.1484, 22-33。
- (1998b), 「米国における企業グループの事業再構築〔II〕—アセット・リストラクチャリングの展開—」『商事法務』No.1485, 26-37。
- (1998c), 「米国における企業グループの事業再構築〔III〕—アセット・リストラクチャリングの展開—」『商事法務』No.1487, 31-36。
- (1998d), 「米国における企業グループの事業再構築〔IV〕—アセット・リストラクチャリングの展開—」『商事法務』No.1490, 45-58。
- (1998e), 「米国における企業グループの事業再構築〔V〕—アセット・リストラクチャリングの展開—」『商事法務』No.1493, 30-36。
- (2003a), 「最近の組織再編の潮流にみる M&A 関連法制の現状と課題(上)」『商事法務』NO.1652, 19-25。
- (2003b), 「最近の組織再編の潮流にみる M&A 関連法制の現状と課題(下)」『商事法務』NO.1653, 15-24。
- ミーンズ, G.C. (1962) 『企業の価格決定力と公共性』(伊藤長正・北川勝己・高野清美訳) ダイヤモンド社。
- 宮川壽夫(2013), 『配当政策とコーポレート・ガバナンス—株主所有権の限界』中央経済社。
- (2015), 「ROE 重視は日本の企業価値を拡大するのか」『月刊 資本市場』

2014.12(No. 352), 22-31。

宮崎昭(1978), 「ニュー・ディールと「経営者支配論」—バーリ=ミーンズ『近代株式会社と私有財産』を中心に—, 川崎文治他編『講座経営経済学第2巻 現代資本主義と経営学説』ミネルヴァ書房, 41-57。

宮島英昭(2007), 「日本の M&A の経済分析: その国際的特徴と経済的役割」RIETI Discussion Paper Series 07-J-026。

三和裕美子(1999), 『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス—アメリカにおける史的展開』日本評論社。

——(2002), 「アメリカ機関投資家の対外株式投資と企業ガバナンス」渋谷博史・首藤恵・井村進哉編『アメリカ型ガバナンス—構造と国際的インパクト』東京大学出版会, 111-146。

——(2005), 「資本市場の投機化と機関投資家によるコーポレート・ガバナンス—アメリカの投資銀行と年金基金との関係を中心に—」丑山優・熊谷重勝・小林康宏編『金融ヘゲモニーとコーポレート・ガバナンス』税務経理協会, 149-168。

——(2009), 「米国における機関投資家の株主アクティビズムの現状—ヘッジファンドによる株主アクティビズムを中心に—」『証券アナリストジャーナル』第47巻第1号, 17-30。

村田和彦(2006), 『企業支配の経営学』中央経済社。

村田稔(1972), 『経営者支配論』東洋経済新報社。

——(1995), 「株主の力の増大と企業組織の再編成—ユシームの理論の検討」『商学論纂』第36巻第3・4号。

藻利重隆(1984), 『現代株式会社と経営者』千倉書房。

森岡孝二(2010), 『強欲資本主義の時代とその終焉』桜井書店。

諸富徹(2008a), 「租税による経済システムの制御(上)ニューディール期「留保利潤税」を手掛かりに」, 『思想』2008年第1号, No.1005, 岩波書店, 6-27。

——(2008b), 「租税による経済システムの制御(下)ニューディール期「留保利潤税」を手掛かりに」, 『思想』2008年第2号, No.1006, 岩波書店, 129-147。

安本政恵(2009), 「アメリカとイギリスにおけるコーポレートガバナンス制度に関する—考察(一)—ステークホルダーの利益保護という視点から—」『広島法学』第33巻第2号。

山田鋭夫(2008), 『さまざまな資本主義—比較資本主義分析』藤原書店。

横川太郎(2012), 「ミンスキーの「資金運用者資本主義」と投資銀行—1980年代以降のアメリカ投資銀行業を中心に—」『季刊経済理論』第49巻第1号, 64-75。

吉川英徳(2014), 「米国アクティビズム動向と日本企業への示唆—「特殊」なアクテ

イビストが「一般化」する時代にどう備えるか」

(http://www.dir.co.jp/consulting/theme_rpt/governance_rpt/20140610_008629.pdf)

レコフ事務所(2007), 「統計とデータ」『MARR』2007年8月号。

——(2014), 「統計とデータ」『MARR』2015年1月号。

労働政策研究・研修機構(2006), 「労働関係の変化と法システムのあり方」『労働政策研究報告書』, No.55。

若森章孝(2013), 『新自由主義・国家・フレキシキュリティの最前線』晃洋書房。

渡部恒彦(2005), 「機関投資家の投資行動とアメリカ経済の持続可能性—短期主義的な株主重視政策の矛盾—」丑山優・熊谷重勝・小林康宏編『金融ヘゲモニーとコーポレート・ガバナンス』, 第9章, 税務経理協会, 169-190。

初出一覧

序章 書き下ろし

第1章 柴田努(2011b), 「バーリ&ミーンズの株式会社論—巨大株式会社規制の理論的根拠をめぐって」『都留文科大学研究紀要』第74集, 109-127。

第2章, 柴田努(2011a), 「アメリカにおける株主価値重視の企業経営への転換—経済の金融化とコーポレート・ガバナンス—」『工学院大学研究論叢』第49-1号, 21-36。

第3章 柴田努(2011a), 「アメリカにおける株主価値重視の企業経営への転換—経済の金融化とコーポレート・ガバナンス—」『工学院大学研究論叢』第49-1号, 21-36。

柴田努(2013a), 「失業格差問題と経済危機—1970年代後半以降のアメリカ経済の構造変化」高田太久吉編著(2013)『現代資本主義とマルクス経済学』新日本出版社, 111-131。

第4章 柴田努(2009), 「日本における株主配分の増加と賃金抑制構造—M&A 法制の規制緩和との関わりで」経済理論学会編『季刊 経済理論』第46巻第3号, 72-82。

終章 書き下ろし

第3章は、柴田(2011a)の第3節と柴田(2013a)を元に加筆と修正を行い、再構成したものである。なお上記の全ての論文は、全体の課題に合わせて加筆と修正、再構成を行っている。