

国際ビジネス論序説

著者	渡部 亮
出版者	法政大学経済学部学会
雑誌名	経済志林
巻	70
号	4
ページ	1-50
発行年	2003-03-05
URL	http://hdl.handle.net/10114/1697

「国際ビジネス論序説」

渡 部 亮

目 次

はじめに

1. 英米の株主資本主義の現状
 - (1) 米国における金融不祥事の多発
 - (2) 四つの資本主義モデル
 - (3) 英米の株式市場育成策と投資銀行の役割
 - (4) 四つの大きな潮流変化
2. 株主資本主義の基本要因とその特徴
 - (1) 民主主義や法の支配に立脚
 - (2) コモンローの伝統とデファクトスタンダード
 - (3) 擬似通貨としての株式
 - (4) 意思表示手段としての英語
3. 株主資本主義の将来
 - (1) コーポラティズム、株主資本主義、第三の道
 - (2) 政府による新しいルール作り
 - (3) 市場、会社、ネットワーク
 - (4) 信頼の重要性

まとめ

はじめに

2001年度から、法政大学経済学部国際経済学科が新設され、筆者は新設講座である『国際ビジネス論』を担当することになった。以来2年弱の期間にわたって講座立ち上げのために努力してきたが、本稿はその一応の

まとめとして『国際ビジネス論』の総論的な枠組みを提示するものである。

国際ビジネス論 (International Business) という講座は、欧米のビジネススクールでは古くから存在し、教科書も執筆されているが、日本の経済学の研究領域としては、まだ方法論が定まっていないうに見受けられる。しかし現実の世界では、グローバル経済の最前線にある多国籍企業が、先進国の側での人口高齢化やIT化 (ネットワーク経済化)、途上国の側での経済貧困と環境貧困、それに起因する反グローバリゼーション運動の激化、さらには近年における金融資本市場の不安定化、こういったメガトレンドに直面し、新しい行動基準を模索するようになってきている。換言すれば、少なくとも経済問題のレベルでは国民国家を超越した形での対応が必要になっているわけで、従来よりも広い視野から経済分析が必要とされる時代に至っていると考えられる。

本論では一次的な近似として、国際ビジネスを「株主資本価値 (株式価値) 創造を重視する英米系多国籍企業のビジネス」とみなしたうえで、価値創造の基礎的要因として①エクイティ (株式) のカルチャー、②コモンローの実践、③グローバル言語としての英語による論理構成と意思表示、などの諸点を取り上げる。そして、主として英米におけるこれらの基礎的要因の歴史的形成過程と、現代の国際ビジネスにおける実践的適用を整理してみる。

内外を問わずビジネスの世界で、最も基礎的な基本要因 (fundamental fundamentals) となっているのは、貨幣、法、言語である。これらの三要素はいずれもパワー (権力) の源泉であり、いわばビジネスの三種の神器と言える。国際ビジネスでは、擬似貨幣としての株式 (エクイティ)、契約のベースとなる英米法 (コモンロー)、国際言語としての英語が三種の神器となっている。

本論で対象とする産業としては、各種のビジネス領域のなかでも、とりわけグローバル化が進んでいる金融サービス業を選び、比較制度分析的観

点から方法論の骨格を組み立てる。その際に英米の国際金融資本市場において貨幣・法・言語がどのように駆使されているかに注目する。

貨幣（事実上の標準としての基軸通貨ドルと擬似貨幣としての株式）、法（慣習法や判例法によって構成される不文法体系としてのコモンロー）、言語（英語）は、国際ビジネスにおける普遍的なパワーであり、本論のいわば横糸を構成する。

他方、本論の縦糸として時間軸に沿って歴史的展開を見せるのが、①世界経済システムが英米型株主資本主義へとひとまず収斂した後、その直後における米国金融不祥事を契機として軌道修正を迫られる流れ、②市場経済から会社組織経済を経てネットワーク経済へと移行する流れ、③政府・民間経済・市民社会の相互関係の変化、こういったクロノロジカルな事態の流れである。

米国では、ネットバブル（ITバブル）の崩壊に関連して金融不祥事や粉飾会計の摘発が相次いたが、英米型株主資本主義は、民主主義や法の支配といった高次元の思想によって裏打ちされた面もあり、不祥事の多発にもかかわらず、その基本的な枠組みは、簡単には変わらないであろう。

一方現在の日本では、構造改革の必要性が叫ばれて来たにもかかわらず、現実には既得権益が政治的障害となってさまざまな困難に直面し、あたら時間を空費している感が否めない。構造改革（経済の効率化）に逡巡すれば、最後には好むと好まざるにかかわらず、英米型資本主義への全面的転換を迫られる時が来るかもしれない。日米自由貿易地域の構想などは、その前兆である。国際ビジネスの論理を学ぶことは、そうしたやや後ろ向きの方策としても必要であろう。

しかしより前向きに考えるならば、善悪や正義が企業活動の基準ではなくなったかにみえる現代経済（特に英米経済）において、株主資本主義の功罪を踏まえうえて、新しい経済行動基準を打ち立てることが必要である。ケインズは1920年代末に『わが孫たちの経済的可能性』と題する講演

で、人間活動の目的が経済的な富みの追求だけではなくなる日が、20世紀末には来るであろうことを予言した。しかし現実にはそうになっていない。

翻って筆者の孫たちの時代（21世紀後半）になれば、中国が国際経済のなかで今以上に大きな地位を占めることになるであろう。現在、米国のGDPが10兆ドル、日本が4兆ドル、中国が1兆ドルである。日中の経済成長率格差を7%と仮定すれば、20年後には中国経済は日本に追いつく。元が円に対して切り上がれば、キャッチアップのペースはもっと速まる。

そうした時代を視野に入れば、世界的に欠乏するであろうと予想される「きれいな水」、「きれいな空気」、「緑の森」、「豊かな土」といった資産をベースとした良質なサービス経済の育成が、特に日本において必要となるであろう。

元来経済学は、①価値創造の工学的メカニズムの解明と、②人生の目的意識や道義的規範の確立、これら二つの使命を帯びていた⁽¹⁾。両者を止揚したのが古典派経済学の自由競争原理であり、チャールズ・ダーウィンが適者生存の進化論でそれを補強した。周知のようにアダム・スミスの「見えざる手」の論理の背景には、成功者の道義的責任の存在が前提とされていたが、近年の英米資本主義では、①の価値創造プロセスの工学的解明が優先され過ぎてきた。

そうしたことへの反省は、現在英米でも起きている。日本における国際ビジネスの課題は、英米資本主義の功罪を見極め、清濁併せ呑みつつ自ら実際に改革行動を起こすことであろう。

1. 英米の株主資本主義の現状

(1) 米国における金融不祥事の多発

米国では2000年初頭にネットバブルが崩壊し、その後金融不祥事が多発して、90年代のニューエコノミーブームは見る影もない惨憺たる状況とな

った。

状況が暗転した今、国際ビジネス論者は、米国流資本主義が果たして不祥事を生みやすい体質なのかどうか、特に経営者倫理に問題があるのではないか、あるいはまた、「株主資本主義」とは言っても、実際には「経営者のための資本主義」に過ぎないのではないか、そういった諸点を再度問い直している。実際、そうかもしれないと思わせる理由を三つほど挙げることができる。

〈米国における傾向と対策〉

第一に、経営者報酬が法外な金額になっていることである。日本円換算で数10億円に達する報酬が懸かっていると、経営者は相当の無理や不法行為を犯してでも利益を上げようとするかもしれない。第二に、米国流資本主義では、経営監視はもっぱら株主の双肩に架かっているが、株主はお互いに匿名が原則であるから集团的監視行動には困難が伴う。また会社と株主間の間には情報の非対称性が存在するし、株主のなかにはただ乗りする株主が多いから、少数の株主による積極的な監視行動にも限界がある。したがって、十分な監視の目が経営者に及ばない可能性がある。まして経営者がストックオプション（自社株買取請求権）行使などを通じて自ら主要な株主となっている場合には、自己監視の目が甘くなるであろう。第三に、現今の金融資本市場では善悪や正義といった価値判断が絶対的な行動基準となっていない可能性があることである。

現在米国では、こうした問題点に関する認識が高まり、実際幾つかの是正策が講じられつつある。上記の第一点に関しては、高額報酬に歯止めを掛けるべきだという議論が生まれている。ニューヨーク連銀のウィリアム・マクドナー総裁は、2002年9月11日の講演で、マタイ伝19章19節の「己のごとく汝の隣を愛すべし」を引用し、経営者は自主的に報酬金額に上限を設けるべきであり、さもないと異常な所得格差が米国社会の連帯感を損なうであろうとしている⁽²⁾。また、カリフォルニア州職員退職年金基金（Calpers）や全米教職員退職年金基金（TIAA-CREF）などの機関投

資家も、株主積極行動主義 (shareholder activism) の一環として、投資先会社の経営者報酬に歯止めをかけるべく影響力を行使している。

またストックオプションを明示的な費用として会計処理することも、利益の圧縮を通して経営者報酬に対する抑止効果を持つであろう。現在米国の一般に妥当と認められた会計原則 (後述の GAAP) と国際会計基準 (IAS) の擦り合せ作業が進んでいるが、IAS はストックオプションを費用化することを主張している。

これまでの米国の会計原則 (FASB が95年に制定した SFAS123号) では、費用計上を原則とはしていたものの、ストックオプションの行使価格を付与日の時価以上に設定した場合、オプションの本源的価値 (=市場価格 - 行使価格) がゼロとなるため、費用計上が必要とされていた。その場合には、財務諸表の注記として、公正価格 (オプション価格モデルで測定される) でストックオプションを評価 (費用化) したときの当期利益と一株あたり利益を示せば、それで済むことになっていた。しかし、ストックオプションの多用に伴い、利益へのインパクトが大きいことが指摘され、費用計上すべきとの議論が高まった。IAS (国際会計基準) が費用化の方向に動いたため、米国としても無視できなくなっている。

次に上記第二点 (株主による経営監視) に関しては、取締役会における社外取締役の人数を増やすとか、社外取締役のみによって構成される監査委員会・報酬委員会・任命委員会などの設置により、株主の代理人としての社外取締役が「社会の目」を経営に向けることが提案されている。特にニューヨーク証券取引所が、そうした行動基準を上場規則に盛り込むようになってきている。また、第三の点 (経営者の価値基準) に関しては、ビジネススクールにおける倫理教育の必要性や、従来の製造業における品質管理に代わる形でのサービス業における倫理管理の必要性が叫ばれている。企業の社会的責任や、機関投資家による社会的責任投資 (SRI) が注目を集めているのも、そうした事情の反映であろう。

(2) 四つの資本主義モデル

前節では、「米国流資本主義」というだけで、何が米国流資本主義なのかに関しては伏せたままであった。そこで本節では「米国流資本主義」の簡単な定義をしてみよう。現代資本主義は、株式会社組織を中核とする経済制度であるが、米国の資本主義では、英国の資本主義とともに、株主資本価値（株式価値）の創造を第一義的な目的として会社が経営される。

〈英米の株主資本主義〉

英米型株主資本主義では、株式市場を舞台として機関投資家、投資銀行、各種の投資ファンドなどが株主や出資者として会社経営に強い影響力を行使する。資本の提供者である株主と会社経営を担当する執行役員（officer）との間には、取締役会が介在する。この取締役会は、一方では執行役員を監督する立場にあるとともに、他方では株主に対して経営の成果を説明する立場にもある。取締役と執行役員（以下では広義に「経営者」と呼ぶ）は、会社法および裁判所の判例に基づき、株主に対して受託者責任を負うものと考えられている。

経営者は従業員の権利や経済的処遇も当然考慮するが、それは「株主利益の向上につながるかぎりにおいて考慮する」という前提付きである。エクイティ（公平）の概念も、株主の観点から見た公平性であって、会社経営に関与する株主以外の関係者（たとえば従業員）からみた公平性を意味するものではない。端的に言って、労働者の権利保護よりも株主利益を優先するのが株主資本主義である。特に公開買付（TOB）や敵対的買収が盛んになった80年代後半以降になると、英米では株主以外の利害関係者の権利を保護することが難しくなった。

この英米型株主資本主義は、ドイツの銀行資本主義やフランスの国家資本主義、日本の経営者資本主義に対峙する意味合いも持っている。それぞれの国の特色は、非金融企業の株主構成を資金循環勘定によって見れば、ある程度明らかになる（表1参照）⁽³⁾。英米では、家計と機関投資家の持

表1 主要国の非金融企業の株主構成 (2001年末現在)

(単位: 構成比%)

	米 国	英 国	日 本	ドイ ツ	フ ラ ンス
家 計	39%	17%	20%	15%	21%
非 金 融 企 業	0	4	22	32	35
銀 行	2	2	10	12	10
機 関 投 資 家	47	39	26	20	11
政 府	1	0	3	2	4
外 国 人	10	37	19	19	19
合 計	100	100	100	100	100

出所: 各国の資金循環勘定より筆者作成

注: 米国の非金融企業保有株式は、統計から除外されている

ち株比率が高いのに対して、日本では非金融の事業会社の持ち株比率が高く、ドイツでは銀行の持ち株比率が高い。

株主資本主義では、株式市場を通じた民間の資源配分だけではなく、退職年金や公害の排出権など、ほかの国では公共部門が扱ってきた経済問題の解決も金融資本市場の規律と決定に任せようとする。それに対して国家資本主義や経営者資本主義では、それぞれ国家や経営者が裁量的に資源配分や需給調節にあたる。

〈フランスの国家資本主義〉

フランスでは、政府の持ち株比率はそれほど高くないが、政府が「黄金株」を保有したり、高級官僚を役員として派遣したり、直接的な規制を導入したりすることによって、主要企業（一部は国有企業）への影響力を行使してきた。

フランスで国家政府が民間経済において大きな役割を發揮することを示した最近の事例は、フランス版ワークシェアリングである週35時間労働制の導入であった。フランス政府は、2000年から法定労働時間を、それまでの39時間から35時間に短縮した。ドイツのワークシェアリングが労使交渉のなかから自発的に芽生えたのに対して、フランスでは、政府が法律改正

によって実施することになったのである。

よく言われるように、フランスではエリート養成学校グランゼコール（高等専門学校）の同窓生グループが、高級官僚から天下って民間大企業の経営者となり、国家資本主義のコーポレートガバナンスの中枢を担ってきた。グランゼコール出身のエリートの価値観は国家への奉仕にあり、その価値観がフランスの国家資本主義の基盤を形成してきた。

〈日本の経営者資本主義〉

一方日本では、複雑な持合い構造のなかで外部の一般株主の影響力を遮断し、経営者が内部監視システムを築き上げ、なかば独裁的支配権を行使してきた。これは、1930年代初頭にバーリとミーンズが『近代株式会社と私有財産』のなかで指摘した、所有と経営の分離による経営者資本主義に近いといえるであろう⁽⁴⁾。

元来日本では旧財閥系のメインバンクを頂点とする銀行資本主義が見られたが、80年代にかけて銀行が時価発行増資を行う過程で、旧来の財閥資本系列を踏み越えた株式持合関係が形成された。これは一つには、BIS第一次規制（銀行の自己資本比率を一定水準以上に高める規制）をクリアするために、銀行が自己資本充実を迫られたからである。複数の銀行が増資を行い、それを事業会社に引き受けさせる見返りとして、事業会社の株式を銀行自らも引き受けた結果、事業会社の株式を複数の銀行が相互横断的に保有するようになった。

そのため特定の銀行（メインバンク）の影響力が薄まり、結果的に非金融事業会社の経営者の支配権が高まることになったと考えられる。創業者一族の末裔が依然として経営者として存在しているような企業の場合でも、その一族の持ち株比率はそれほど高くない。それにもかかわらず、経営者の支配力は絶大かつ強力であった。

代表的な例としてトヨタ自動車の株主構成の推移を有価証券報告書で調べてみると、表2に示すように、1960年には金融機関全体の持株比率が33%、個人その他の持株比率が52%であった。その当時、金融機関のうち筆

表2 トヨタ自動車の株主構成とトヨタ自動車保有の銀行株

1950年		1960年		1970年	
東洋綿花	5.23%	大和銀行	6.93%	豊田自動織機	4.47%
野村證券	4.31	豊田自動織機	4.95	三井銀行	4.46
八千代證券	4.24	三井銀行	2.86	東海銀行	4.4
大蔵大臣	3.08	東海銀行	2.86	三和銀行	3.97
豊田喜一郎	3	三菱信託銀行	2.56	日本生命	3.4
上海紡績	2.19	日本生命	1.72	日本長期信用銀行	3.22
労働整理委員会	2.18	協和銀行	1.43	大和銀行	2.78
山一證券	1.22	大正海上	1.43	東洋信託銀行	2.68
丸栄證券	0.99	三井生命	1.43	協和銀行	2.28
日本生命	0.93	住友信託銀行	1.38	トヨタ自動車販売	2.15
上位10大株主計	27.37	上位10大株主計	27.55	上位10大株主計	33.83
金融機関株主計	不明	金融機関株主計	33.47	金融機関株主計	54.03
個人ほか株主	不明	個人ほか株主	52.42	個人ほか株主	21.75
トヨタ保有銀行株式(簿価)→		1960年	4億円	1970年	28億円

1980年		1990年		2000年	
三井銀行	4.98%	三和銀行	4.98%	豊田自動織機	5.24%
東海銀行	4.94	太陽神戸三井銀行	4.98	さくら銀行	4.92
三和銀行	4.79	東海銀行	4.98	三和銀行	4.92
豊田自動織機	4.56	豊田自動織機	4.62	東海銀行	4.92
日本生命	3.9	日本生命	3.68	日本生命	4.23
日本長期信用銀行	3.47	日本長期信用銀行	3.12	東京三菱銀行	3
トヨタ自動車販売	2.61	大正海上	2.46	日本長期信用銀行	2.68
大和銀行	2.56	大和銀行	2.44	三井信託銀行	2.58
第一生命	2.46	第一生命	2.24	住友信託銀行	2.26
大正海上	2.26	三井信託銀行	2.17	三井海上	2.26
上位10大株主計	36.53	上位10大株主計	35.66	上位10大株主計	37.01
金融機関株主計	61.12	金融機関株主計	64.19	金融機関株主計	60.31
個人ほか株主	13.52	個人ほか株主	9.94	個人ほか株主	6.58
1980年	237億円	1990年	772億円	2000年	758億円

出所：トヨタ自動車の有価証券報告書から作成

頭株主は大和銀行で、その持株比率7%であった。それが70年には、金融機関全体が54%の持ち株比率、個人その他が22%となり、80年には金融機関が61%、個人その他が14%となった。この当時の筆頭銀行株主は三井銀行であり、その持株比率は5%となっていた。そして90年には、金融機関

全体が64％、個人その他が10％、筆頭株主は三和、太陽神戸三井、東海の三行で各5％（正確には三行とも4.98％）となった。このように筆頭銀行株主の持株比率は低下したが、金融機関株主の数と金融機関全体の持株比率は上昇した。このことは、多数の金融機関がトヨタ社の株式を保有するようになったことを示している。この間トヨタが保有する銀行株の総額は、簿価ベースで70年28億円、80年237億円、90年772億円へと増加した。ちなみに2000年の金融機関全体および個人その他の持株比率は、それぞれ60％、7％となり、またトヨタが保有する銀行株は758億円となって、持合いが収束し始めた様子が窺える。

〈ドイツの銀行資本主義〉

ドイツでは、株式が少数の特定大株主によって集中的に保有されているケースが多い。未公開の同族会社の場合には、大株主とは会社の創業者一族であり、株式を公開している大会社の場合には、銀行（ハウスバンク）が支配的な株主となっていた。90年代後半に入ってから、EUの透明性指令を受けドイツ企業の持株構造の開示が進んだが、そこでわかったことは、社数ベース構成比でみて、上場会社の約85％が、銀行を筆頭とする大株主グループ（支配株主）によって所有されており、機関投資家や個人投資家が保有する浮動株は、3割強に過ぎないといったことであった⁽⁵⁾。銀行が直接大株主となっていない場合でも、同一グループ内の企業が保有する議決権を銀行（ハウスバンク）に寄託する寄託議決権制度によって、銀行が支配権を行使してきた。

周知のように、ハウスバンクは、①主力融資銀行、②証券発行の際の引受主幹事証券会社、③監査役会に会長を派遣する主要株主として、企業との間に長年にわたる強固な関係を築いてきた。したがって、ドイツの資本主義は銀行資本主義と呼ぶのが適当である。

(3) 英米の株式市場育成策と投資銀行の役割

英米型株主資本主義の興隆は、当然株式市場の機能活発化があってはじ

めて起きる。米国の株式市場を、株式価値評価の場として確立するうえで重要な方策が実施されたのは、「株式の死」と言われるほど株価が低迷した、70年代においてであった。70年代は、高インフレ、高失業、大幅貿易赤字のいわゆる三重苦（トリレンマ）のもと、米国経済と米国株式市場が長期にわたって低迷した時期である。80年代以降の米国では長期的な株価上昇が起きたが、その前の段階（70年代）に、すでにそうした方策が講じられたことは注目に値する。90年代の日本でもさまざまな資本市場改革が行われたが、このことは将来の日本経済に一条の光を灯すものである。

70年代の米国における株式市場活性化策の主要なものは、以下の五つの方策である。

① ナスダック（NASDAQ）の認可（71年2月）

ナスダック（NASDAQ=National Association of Securities Dealers Automated Quotation）は、創業初期の新興企業や赤字企業にも、株式公開という形での資金調達を可能にさせることによって、ベンチャー企業の育成を推進した。もともとナスダックとは、店頭公開銘柄の気配値自動通報システム（価格情報システム）のことで、証券会社の端末をシステムで結ぶことによって、店頭銘柄の取引価格情報をリアルタイムで表示する。ナスダックは当初、2150銘柄を公開する店頭市場としてスタートしたが、その後マイクロソフトやインテルといった新興成長企業がナスダックに上場し、取引高で老舗のニューヨーク証券取引所に匹敵するほどの大市場になった⁽⁶⁾。

② 従業員退職所得保障（ERISA）法（74年）

エリサ法（Employee Retirement Income Security Act）は、英国の信託法を土台とし、年金運用者の積極的投資と投資家保護の両立をはかることを目的として制定された。同法は、株式など個別運用資産への投資基準を定めるものではなく、投資ポートフォリオ全体としてリスクを回避すればよいという考え方に立っている。この法律の制定によって、年金基金の運用者は、受託者としての責任を守れば、無配株

や外国株にも投資することが可能になった。

③ 売買手数料の自由化（75年5月）

米国では、1792年の「すずかけの木の協定」以来、株式の委託売買手数料に関して固定制が採用されてきたが、75年5月1日のメーデー以降に完全自由化された。手数料自由化は、証券会社の収益に大きな影響をもたらすものであったが、長期的に見れば、株式取引を活発化させ、エクイティのカルチャーをいっそう発展させることになった。

④ 株式の譲渡益への課税率引下げ（78年）

譲渡益（キャピタルゲイン）への課税は、第二次大戦後しばらくの間50%の高率であったが、株式を1年以上の長期間保有した場合、売却益の60%を控除する制度が78年に導入された結果、実効税率は20%に引き下げられた。 $(1-0.6) \times 50\% = 20\%$ 。

⑤ 401(K) プランの認可（78年）

78年内国歳入法に挿入された401(K) 条項の規定を使って、課税を繰り延べることができる、確定拠出型年金が導入された。この401(K) プランによって、小口個人投資家の株式投資が、税制面からも促進されるようになった。

〈英国ビッグバンと米系投資銀行の役割〉

米国に遅れること10年、80年代の英国では証券市場改革が一気に進んだ。

86年に実施された英国株式市場のビッグバンは、株式の委託売買手数料の自由化、ロンドン証券取引所の会員権開放、業際規制緩和を三本柱とする証券市場改革であった。しかし、70年代末に改革議論がスタートした当初の英国当局の目論みは、固定手数料など証券取引所の競争制限的取引慣行に対する独禁法適用にあった。また当然ながら、自国業者による英国資本市場再興という目論みもあった。結果的には、米系投資銀行の寡占体制が90年代中頃までに出来上がり、当局の目論みは大きく狂ったのだが、それにもかかわらず、シティ（英国金融界）や英国経済がビッグバンによっ

て活性化したことは間違いない⁽⁷⁾。

シティが国際金融資本市場として再び台頭したのは、ビッグバン後の新制度が定着した90年代であるが、それはまさに米系投資銀行の欧州進出と軌を一にするものであった。米系投資銀行はIT化が進行するなかで、世界中の金融商品を世界中の投資家に販売するグローバル戦略を打ち出し、シティを拠点とする欧州での業務展開を強化した。この時期は、欧州全体で国有企業の民営化や通信業・金融業の規制緩和が進むとともに、米国の機関投資家が国際分散投資に乗り出した時期でもあり、このことが米系投資銀行のグローバル戦略にとって運用資金面からの援軍となった。

代表的な米系投資銀行であるゴールドマンサックス（GS）の会長兼CEOのヘンリー・ポールソンが2000年6月に行った講演によれば、GS社の欧州拠点の人員数は、80年の73人（同社の全世界社員数の5%）が90年976人、さらに99年3471人（同25%）へと増加した⁽⁸⁾。ロンドンには同社の社長を始めとして、各業務部門の共同部門長（Co-head）が常駐しているという（もう一方の共同部門長は在ニューヨーク）。

上記講演によれば、GS社の欧州株式業務（流通市場業務）からの収入は、99年の時点で95年の3倍増に達し、特に97年以降は年率70%弱で収入増加を記録した。また95年から99年にかけて、同社の欧州におけるM&A業務は84%増、株式発行の引受業務は74%増、高利回り債の業務は270%増の高成長を遂げ、GS社の主要な収益源となった。

<90年代米系投資銀行のグローバル戦略>

70年代から80年代にかけての英米における金融規制緩和や株式市場育成策は、両国の産業活性化に大きな影響をもたらしたが、その反面、すでに90年前後には早くも金融不祥事を引き起こし、そのマイナスの側面を露呈した。すなわち米国では、S&Lの破綻やM&Aに絡むマイケル・ミルキンやアイバン・ボウスキーらのインサイダー取引事件などが起き、英国でもロバート・マックスウェルの年金資産私的流用事件が起きた。

しかし、その後90年代中頃までには両国経済とも苦境を脱し、90年代後

半には大活況を呈した。その過程で米系投資銀行は、欧州やアジア市場での業務を新たな利益創出機会として捉え、グローバルなフランチャイズ展開に乗り出し、株主資本主義を世界的に伝播した。元々投資銀行は、企業経営の非効率性や価格構造の歪みを業務機会として捉え、裁定取引などによって利益を生み出すのが得意である。したがって、構造改革と金融規制緩和を進める欧州やアジア諸国は、絶好の利益機会を提供することになった。

90年代中頃以降の米国の対外経済政策が、ルービン財務長官（元GS社会長）のもと「強いドル政策」へと転換したのも、90年前後の金融不祥事を収束させたうえで、あらためてグローバル戦略を打ち出した米系投資銀行の意向を反映するものであったと考えられる。その際当然ながら99年のユーロ導入が、米系投資銀行のグローバル戦略の射程に入っていたであろうし、米国が経済と金融における主導権を確立するためにも、ユーロに対して強いドルの存在が必要であったと考えられる。

銀行業（商業銀行業）と証券業（投資銀行業）を分離していた1933年銀行法のグラス・スティーガル条項が99年に廃止された結果、銀行・証券・保険が相互乗り入れをするようになり、さらには合併や買収によって総合金融サービス業者として大型化して行ったが、こうした法律改正の動きも、投資銀行を中心とする米国金融業界のグローバル戦略の一環として位置付けることができる。90年前後の金融不祥事勃発にもかかわらず、いっそうの金融規制緩和が進展したことについては、米国金融業界の強力なロビー活動が影響していたと考えるのが自然であろう。

(4) 四つの大きな潮流変化

本章の冒頭において、①近年の米国で金融不祥事が多発したこと、②株主資本主義のもとでの企業経営は、経営者による不祥事を起こしやすいシステムかもしれないという疑念が生じていること、③そうした疑念に対して現在対応策が講じられつつあること、あるいは対応策を講じる必要があ

るという認識が高まっていること、などの諸点を指摘した。

より巨視的かつ歴史的にみると、現代の国際ビジネスは、単に経営者倫理の問題にとどまらず、もっと大きな挑戦を受けていることがわかる。すなわち、21世紀初頭の先進国経済は、高齢化、地球環境悪化とそれを受けての反グローバリゼーション運動、金融資本市場の不安定化、IT化といった四つの大きな潮流変化（メガトレンド）に遭遇しており、そのそれぞれが国際ビジネスに新たな挑戦を迫っている⁹⁾。

これらのメガトレンドは、世界経済が共通して直面する問題であるが、特に株主資本主義にとっては、その変容を迫るものかどうかといった意味で、極めて重要な問題を投げかけている。

〈高齢化問題〉

医療の発達や職場環境の改善によって、現役労働者として労働市場に残留する高齢者の求職需要が高まっている。それと同時にグローバリゼーションと相俟って、先進国経済へは途上国からの安価な商品や労働力が流入し、先進国の在来労働者は雇用機会喪失の危機に瀕している。こうした状況のもと先進国側では産業構造転換が叫ばれているが、在来産業から新産業への移行に伴う摩擦的な失業も多い。失業問題に直面した在来労働者からは、株主利益重視の論理に立った雇用削減策に対する批判が高まる。

こうした批判に油を注いだのが、エンロンに始まる一連の金融不祥事であった。エンロン事件はストックオプションの乱用、特定目的会社を使った情報隠匿と損失隠し、社外取締役の利益相反行為、コンサルティング業務で多大な収入を得ていた会計監査法人による甘い会計監査、証券発行の引受業務に関わっていたアナリストの発行会社寄りの株式価値評価など、それまで株主資本主義が金科玉条としていた諸制度に対して疑問を投げ掛けるきっかけとなった。

高齢化との関連で特に問題となったのは、エンロン従業員の確定拠出型年金401(K) プランが、運用資産の60%を自社株に投資していたことである。しかも売却制限があったため、従業員は途中で保有株を売ることもで

きず、エンロン破綻により給与所得と年金受給権の双方をいっぺんに失うことになった。個人主義が徹底している英米では、退職後の所得保障を自分の子供や政府に頼ることができない。公的年金は存在するが、支給額水準は低い。そのため企業年金や個人年金が、高齢者にとっては退職後の命綱ともなっている。そうしたなかでエンロンのような企業年金の崩壊が起きたことは、株主資本主義の失敗として捉えられた。

また2000年以降の株価下落によって、企業年金全般の資産価値が急減し、折からの年金時価会計の実施と相俟って、年金基金の積立不足を露呈した。忍び寄る高齢化に以前から気がついていたベビーブーム世代（40代後半から50代）の人々も、株価が下落するまでは安閑としていたが、英米の株価がピークからボトムまで半減した結果、退職後の所得保障に関してにわかに慌てふためき出したのである。そこで年金基金は株式での資産運用比率を低め、代わりに債券や現預金での運用比率を高めるといった資産配分に切り替えたが、このことが株価下落をさらに加速させることになった。

そもそも高齢化社会では、株式投資に付随するリスクを負担できないといった問題が生じる。株式投資は20年程度の長期間でみると、高いリターンがかなり安定的に入手できることが実証されている。しかし高齢者は、余命との関係で長期投資の視点が希薄であるから、資産配分に占める株式投資のウェイトは低くせざるを得ない⁽¹⁰⁾。これは、株主資本主義にとっても大きな問題である。

〈金融資本市場の不安定化〉

株価乱高下や社債デフォルトの多発といった金融資本市場の不安定化も、メガトレンドの一つとして株主資本主義に挑戦を迫るものである。

90年代の米国では、景気拡大が長期間にわたって持続したため、倒産件数が減って信用リスク（貸倒れリスク）が低下し、投資家は信用リスクに対して寛容になっていた。このことは、負債性資金への依存度を高めたが、2000年以降の景気減速で、一転して信用リスクが高まり、特に低い格

付けの社債（S&P 格付けで BBB 格以下のハイイールド債）を一斉に売却した。その結果、発行会社の資金調達難を惹き起こした。

不況下では、負債比率の高い会社への投資は信用リスクが大き過ぎる。それでも株式投資家は、大きなリスクを取ることによって大きなリターンを期待できるが、債券投資家は元利金の受取りが最終目的であって、大きなリスクに見合うリターンを期待できない。そこで、大きくなり過ぎた信用リスクに対して、債券投資家が社債売却といった形で反乱を起こしたのである。

負債を活用し財務レバレッジを高め、株主資本利益率（ROE）を向上させようという株主資本主義の財務経営が、社債相場の暴落をきっかけに株式市場に波及した。これが米国のネットバブル崩壊の特色であった⁽¹¹⁾。

日本のバブルは、民間銀行が通貨発行特権を濫用したために起きたが、米国のネットバブルでは、創業間もない新興企業が擬似通貨（株式）の発行特権を濫用したために起きたという側面もあった。通貨として流通する貨幣は希少財でなければならないが、株式の過剰発行は、この原則を無視するものである。株主資本コストに見合ったリターン（ROE）をあげなければ、株価（擬似通貨の価値）はいずれ下落する。米国のネットバブル崩壊は、そうした危険性をまざまざと見せつけた。信用リスクないし財務リスクが低い間は、こうした問題が隠蔽されていたが、信用リスクの上昇と投資家のリスク許容度の低下は、株主資本コスト上昇を通じて新興成長企業の株価を引き下げ、株価急落を招いたのである。

現代の株式会社は、資本市場における自由な行動を保証されているため、時として統制と規律を乱し、擬似通貨（株式）の発行特権を濫用することがある。また株式市場での株価形成も、利益や配当などをもとに計算されるフェアバリュー（株式の本質価値）から大きく乖離して乱高下する場合が多く、そうした不安定な投機相場においては、株価変動が「通貨」膨張や「通貨」収縮をもたらし、实体经济に攪乱的な影響を与える。それ

が銀行部門を巻き込んだ形で進展すれば、システミック・リスクの増嵩と
なつて一国経済全体のデフレ的破綻に及ぶこともある。

また、そもそも市場株価がフェアバリューから常時大幅に乖離するとす
れば、そのことは、現に価値創造を行っている会社が正当に評価されな
かったり、逆に価値創造を行っていない会社が高く評価されたりするこ
を意味する。株価形成が会社による価値創造とは別な要因によって行
われるとしたら、株主資本主義のよつて立つ基盤自体が薄弱なものにな
らうであらう。

〈地球環境悪化と反グローバリゼーション運動〉

第三のメガトレンドである地球環境の悪化問題は、反グローバリゼー
ション運動となつて株主資本主義に挑戦を挑んでいる。グローバル化の時代
とは言つても、国民国家政府はグローバル化しにくいため、いち早くグ
ローバル化した多国籍企業が、進出先の市民社会や民衆利益と直接対面・対
決するようになった。特に貧しい国の人々から見ると、豊かな国の企業
は、生産という名の破壊と消費という名の浪費を繰り返し、貧しい国を
経済貧困だけでなく環境貧困に追いやっていると見られる。こうしたこ
が反グローバリゼーション運動の背景となつていると考えられる。

この運動には、反米、反資本主義、反多国籍企業など様々な要素が混在
しているが、この運動の参加者に共通していることは、現役世代の短期的
な金融利益よりも人類全体の長期的生存の方がより重要な課題であり、金
融利益一辺倒の株主資本主義を強く糾弾する点である。

この運動はインターネット、携帯電話、格安航空券を駆使して賛同者を
糾合し、99年のWTOシアトル総会を混乱に陥れたことで注目を浴びた。
有名ブランドのアパレル・メーカーが途上国の劣悪な労働環境で未成年勞
働者を使役したり、エネルギー関連企業が環境破壊に加担したりしたよ
うな場合に、攻撃の矢面に立たされる。

一例としてロイヤル・ダッチ・シェルは、90年代に、石油掘削リグを北
海に投棄したことと、ナイジェリアでの人権擁護に積極的でなかったこと

を非難された。そこでシェルは、正直 (honesty)、高潔 (integrity)、人間に対する敬意 (respect for people) といった価値観を経営に反映させることを宣言し、その実現のために九つの事業原則および役職員の行動基準を掲げるようになった。この九原則のなかには、株主利益の向上と並んで地域社会への貢献や健康・安全・環境問題への取組みが含まれる。これは多国籍企業が社会的責任を明記した例であり、反グローバリゼーション運動の高まりが、企業側での社会的責任に対する意識を高揚させたケースとして注目される。

〈IT化の問題点〉

第四のメガトレンドは、情報技術 (IT) の発達である。もっとも IT が経済社会にとって本当にメガトレンドとなるためには、単に技術革新だけではなく、権力 (パワー) の所在に大きな影響を与えるものとならなければならないであろう⁽¹²⁾。すなわち、国家政府、民間市場経済、市民社会の三者関係のバランスを大きく変えるものかどうか、あるいはまた、集権と分権のどちらを促進するのか、こういった点が問われなければならないであろう。

一つの可能性は、情報技術において圧倒的な優位を誇る独占企業が台頭するといった悲観的シナリオである。その場合、技術革新のスピードが速すぎるため、法規制やルール整備が取引の実態に追いつかず、独占の弊害や詐欺的行為が横行する恐れもある。

ネットワーク型経済では、初期の設備投資が巨額で減価償却など固定費が高い反面、追加生産のための限界コストが少なくて済む。たとえばソフトウェアの開発には莫大な投資費用がかかるが、一度開発されたソフトの追加生産コストは少なくて済む。単に生産者側の規模の利益だけではなく、ユーザー側でも皆が同じハードやソフトを使用すると利便性が高まる。いわゆる「ネットワークの外部経済性」が働くのである。ユーザーは、既存のソフトやネットワーク機器に慣れ親しむと、全く新しいコンセプトの新製品が登場しても受け付けなくなる。こうしたことが寡占化や独

占化を促進すれば、逆に外部不経済性が高まるであろう。

〈米国におけるバブル崩壊の爪あと〉

ITが経済社会に与える影響が定まる前に、ネットバブルの崩壊が起き、金融市場の不安定性を増幅した。シュンペーターはイノベーション（新結合の遂行）が起きる条件の一つとして金融の存在を挙げたが、金融といってもそれは銀行信用の新機軸への転用を意味していた。

しかし90年代末の米国では、直接金融市場でのファイナンスが中心であって、預金取扱銀行（預金銀行）による与信の割合は少なかった。預金銀行は決済性預金（当座預金）を受け入れているから、90年代の日本のようにバブル崩壊に銀行が連座すると決済システムへの影響が大きい。米国でも、一部の大手銀行がエンロンへの融資などに関わっていたが、銀行融資の焦付きが信用システム不安（システミック・リスク）を引き起こすことは、一応避けられたのである。

元来預金銀行は、自己資本比率が低く（財務レバレッジが高く）、しかも銀行資産の大半は貸出先企業の負債であるという点で、極めて高いリスクを抱えた特殊な業態である。他社（借り手）の負債が自社（銀行）の資産であるということは、銀行がデフレとインフレの双方に対して極めて脆い体質であることを意味する。なぜなら、デフレになって借り手がデフォルトを起こせば銀行資産は不良債権化するし、インフレになれば短期金利の急騰により銀行の資金コストが急上昇してしまうからである。

90年代末にはM&A（合併買収）、IPO（株式新規公開）、自社株買いが盛んに行われたが、たとえばIPOに関与していたのは、ベンチャーキャピタル・ファンドやプライベートエクイティ・ファンドなどに投資する機関投資家や資産家が中心であって、小口の預金者ではなかった。

いずれにせよ、IT化が金融市場の不安定化を助長した側面があったことは事実であり、高齢化や反グローバリゼーション運動と相俟って、株主資本主義への挑戦となっている。

2. 株主資本主義の基本要因とその特徴

本章では、株主資本主義の基盤に民主主義や法の支配といった考え方が存在すること、そしてコモンローの法体系、エクイティのカルチャー、英語による論理構成と意思表示が株主資本主義の基本要因となっていることを述べる。

(1) 民主主義や法の支配に立脚

株主資本主義のメリットは、経営の効率化や創造的破壊の迅速化であり、デメリットは、指導層の価値基準が短期的な金融利益に偏りやすいこと、リスク許容度が大きくなりすぎてバブルが形成されたり、逆にその反動で極度な低迷に陥ったりしやすいといった点（金融資本市場の不安定化）にある。

近年における金融不祥事の多発や米国株価の大幅下落をもってデメリットの側面だけを強調し、株主資本主義が崩壊したというのは早計であろう。なぜなら株主資本主義は、長い年月をかけて築き上げた諸制度によって支持・補強され、強固な基盤を持っていると考えられるからである。

それらの制度とは、一言でいえば株式市場を舞台とするコーポレートガバナンスを構成する諸制度であり、具体的には「企業の所有者は誰か」「経営者の監視システムはどうあるべきか」「投資家の保護はどうあるべきか」といった議論によって深められてきた。また現代ポートフォリオ理論（MPT）の発達によって、リスクとリターンに関わる情報が瞬時のうちに相場に反映されるようになり、効率的な株価形成の条件が整備された。

時代をさらに遡っていえば、株主資本主義のコーポレートガバナンスは、民主主義や法の支配といった考え方によって裏打ちされてきたと言うこともできるであろう。

〈エクイティの起源〉

エクイティ（株式ないし株主持分）のもともとの意味は、公平（衡平）ないし公平法（衡平法）である。英国では14～15世紀以降、コモンロー体系と並行してこのエクイティの考え方が徐々に確立し、1535年にはユース法（statute of uses）に集大成された。「ユース」とは信託の意味で使用された言葉だが、この信託が英米法的一大中心概念となって、大陸法には見られない法文化を形成した。それは、一つの物件にコモンロー上の所有者（legal owner）とエクイティ上の所有者（equitable owner）、この二つの権利を認める考え方とされている⁽¹³⁾。

エクイティの考え方が出現したのは、中世から近代にかけての時期に生じた委託者（受益者）の権利問題に対して、主として受託者（執行者）の権限を認めるコモンローでは十分に対応できなくなったためである。こうした問題に対して、今の最高裁長官に相当する大法官（Lord chancellor）が、公平、良心、常識などの観点から個別救済を講じるようになった。これが「エクイティによる救済」の由来である。

時代の経過とともに、エクイティの考え方は会社経営における株主権の保護、それも特に少数株主権の保護として、現代的な株主資本の意味を持つようになった。株主とは、会社経営を専門の経営者（執行者）に委託した受益者であり、受託者たる経営者に依存する立場にある。受益者であり依存者でもある株主の権利を守ろうというのが、エクイティの考え方の民主主義的側面である。

エクイティは、初めのうちはコモンローに対する付加物であったが、1875年に裁判所法（Judicature Act）が制定されたのを機にエクイティはコモンローと合体し、裁判所がコモンローとエクイティの双方を参照して判断するようになった⁽¹⁴⁾。

(2) コモンローの伝統とデファクトスタンダード

コモンロー（common law）は、原始ゲルマンの慣習法が母体となっ

て、ノルマン人の征服（1066年）以降英国（イングランド）で定着した法体系である。コモンローの特徴は、王国の一般的慣習として国王をも律する上位法理となった点にあった。大陸欧州におけるように、国王が法律を制定しその法律によって王国を治めるという「法による支配（rule by law）」ではなく、初めに法が存在し、その法が国王さえも統治する「法の支配（rule of law）」の原則がある。そして法の根源には、常識とか公平とかいった価値判断が置かれている。

一方の大陸法は、英国ではシビルロー（civil law）と呼ばれ、ローマ法のベースにカノン法（教会裁判所法）を加味した成文法である。12世紀にボローニャ大学の法学者が、ユスティニアヌス帝が6世紀に編纂した『ローマ法大全』を再発見する形で体系化した。イングランドでは、すでにこの時代にコモンロー体系が確立していたので、ローマ法の影響を直接的には受けなかったとされる⁽¹⁵⁾⁽¹⁶⁾。

コモンローは慣習法と判例法によって構成される不文法体系であって、各種の制定法が存在する今日の英米においても、特に民法などの私法領域では確固たる地位を占めている。コモンローを伝統とする英米法文化において特徴的なことは、デファクトスタンダードとして確立した慣行が法制度の一部となって経済活動を支配することにある。

〈デファクトスタンダードとしての GAAP〉

デファクトスタンダードの典型は、「制度なき制度」と称されるドル本位制である。また「一般に妥当と認められた会計原則（GAAP）」もデファクトスタンダードの一例である。米国では、34年の証券取引所法によって、証券発行会社の財務内容開示を規定する権限、つまり企業会計基準を決定する権限が証券取引委員会（SEC）に与えられた。しかし、SECは、30年代の設立当初から特別な会計基準を作成せず、その当時存在していた会計原則を実質的に権威のある基準として採択し、SECに証券発行を届出・登録する企業（証券発行会社）がそれに従うことを求めた。そして以降の新しい会計原則設定は、民間の公認会計士に委ねたのである。

こうした経緯を経て公認会計士協会（AICPA）が73年に財務会計基準審議会（FASB）を設立し、同年SECがGAAPを設定する権限を有する機関としてFASBを認定した。FASBは民間機関であって、それ自体には会計基準の強制力はないのだが、SECが「FASBの会計原則に基づいて作成された会計報告書は認められる」と認定することによって強制力が生じる。FASBのような民間機関が実質的に会計基準を定める点で、GAAPはデファクトスタンダードの真骨頂でもある。

米国では、会社法（州法）や税法（連邦内国歳入法）も、細部にわたる会計基準を定めていない。企業会計に関して各州の会社法は、会計記録や財務諸表を含む株主向け通知書の保管と閲覧に応じる義務を定めるだけである。日本の商法とは異なり、財産評価の原則や引当金計上などの規定は存在しない。SECが証券取引所法に基づき「企業会計基準による財務諸表」の作成を義務付け、会社法がそれをそのまま踏襲している。そして、この「企業会計基準による財務諸表」の作成基準がGAAPということになる。

米国企業の財務諸表に公認会計士が添付する監査書に、「この財務諸表は一般に妥当と認められた会計原則に準拠して適正に表示されている」と記されるのが通例であり、GAAPに準拠することが監査基準の一つとされている。

エンロンを始めとする米国大手企業の会計操作は、「創造的会計」とか「違例な会計」と評されたが、そのなかには一般に認められかけていた会計処理方法も含まれた。たとえば、簿外の特定目的会社を利用した損失の飛ばし、のれん代を前倒し一括償却することによる将来利益の操作、企業年金の運用利回りを高目に設定することによる年金収支の見掛け上の改善、自社株買い入れによる一株あたり利益の嵩上げなどである。

（3）擬似通貨としての株式

貨幣の役割は、支払手段（交換手段）と価値尺度（計算単位）に大別さ

れる。このうち支払手段としての役割は、異時点間での支払い、あるいは遠隔地間での支払いを可能とする。この異時点間や遠隔地間の支払手段という役割を通じて、価値蓄蔵手段という貨幣の第三の役割が派生する。

一方、計算単位という役割は、貨幣以外の商品の価値を、貨幣単位で表示するものである。この働きによって、貨幣が存在しなければ無数に存在したはずの複雑な価値表示を簡素化させている。すなわち貨幣が存在しなければ、みかんはりんごいくつつ分、バナナはみかんいくつつ分、といった形でそれぞれの価値を表示しなければならず、極めて煩雑である。

往年の貨幣は、金などの商品によってその価値が裏付けられていたが、近代の貨幣は、取決め（agreement）や法律によって価値が裏付けられた法制貨幣となった。ということは、その取決めや法律を強制する権力や信頼が存在しなければならない。通常、国民通貨が法貨（legal tender）として流通する場合には、国家権力や銀行制度への信頼によって通貨価値が裏付けられている。

国民通貨には、現金通貨（中央銀行の債務）と預金通貨（民間銀行の債務）が存在する。一般の事業会社は現金通貨や預金通貨を発行できないが、会社の貸方勘定（負債）項目である株式を擬似通貨として発行できる。株式は、発行会社の収益力や価値創造力によってその価値を裏付けられ、支払手段や価値蓄蔵手段として擬似通貨の役割を演じることができると。

そもそも株式は、会社に対する株主の法的地位を示すものである。ただし、「法的地位」とは抽象的な権利義務関係であって、そのままでは市場で流通しないから、それを株式（有価証券）という均質な単位に細分したのである。この結果、法的地位は譲渡可能となって株式市場において転々流通し、普遍性を持つようになった。その株式が、株主資本主義のもとでは通貨の色彩を帯びるようになったわけで、銀行債務としての預金通貨から派生した姿とも言える。

〈擬似通貨の活用と濫用〉

株式会社は、株式を発行して大量の資金を集めることができる。株式はそれだけではなく、会社買収の支払手段としても利用できる。日本でも、商法改正によって98年から株式交換制度がスタートした。この株式交換において買収側企業は、自社株式をエクステンジオファーという形で買収先企業の株主に対して交換交付する。買収の目的は生産や売上の拡大を図ることにあるが、それはあたかも第三者割当増資で得た資金をもって自社内で新規の設備投資を行うがごとくである。

自社株は、ストックオプションという形で報酬の支払手段として利用することもできる。また、確定拠出型企業年金である401(K)プランへの会社側拠出に使われることもある。401(K)プランの運用指図権は社員(将来の年金受給者)にあるが、運用対象が少数のミューチュアルファンドや自社株に限定されている場合も多い。そして、自社株での運用の場合には、会社(年金のスポンサー企業)が、社員と同額(マッチングファンド)の拠出を行う際に、現金ではなく自社株で払い込む。そうすれば、会社にとってはキャッシュフロー上の負担がないからである。

かつて君主や国家政府は、国民通貨を発行することによって通貨発行利益(seigniorage=君主特権)を享受した。それと同じように、株式会社も株式価値を高めることによって通貨発行利益を享受できる。価値創造によって市場株価が上昇すれば、会社にとっての通貨発行利益は増加するからである。

(4) 意思表示手段としての英語

英語が国際ビジネスの標準語となった経緯に関しては、米系投資銀行のグローバル化が多いに貢献している。投資銀行業は米国流株主資本主義の先兵であり、特に90年代における米系投資銀行のグローバルなビジネス展開が、米国英語の普及をもたらしたと考えられる。

ここで米国英語と断るのは、英国英語が難解な語彙を多用するのに対し

て、米国英語は、平易な熟語を多用する点に特徴があり、その平易さが普及に一役買っていると考えられるからである。人事 (personnel) を人的資源 (human resource) と言い、債券 (bond) を確定利付き (fixed income)、不動産 (property) を実物資産 (real estate) といった具合である。金融業の世界では、アセット・マネジメント、インベストメント・バンキング、プライベート・エクイティ、ベンチャー・キャピタル、ファンド・マネジャー、キャッシュ・フロー、ヘッジ・ファンド、アセット・アロケーションといった具合に、無数の熟語が生まれている。

時代を遡ると、英国が1934年に世界各国に設立したブリティッシュカウンセル (British Council for Relations with Other Countries) が、英語と英国文化の普及に大きな役割を果たした。ブリティッシュカウンセルは、当時植民地解放の空白に隙入ろうとした共産主義プロパガンダやナチスドイツのドイツ語優越主義に対抗して、英国大使館文化部の役割を担った⁽¹⁷⁾。

言語は単なる伝達手段であるだけでなく、論理的思考の回路設計と意思表示のツールであり、ビジネスにおける有力な武器ともなる。特に会社経営者が株主に対して行う IR (investor relations) や、従業員に対して行う人事考課 (appraisal and compensation review) において、言語によるプレゼンテーションが決定的に重要な役割を担う。人種、性別、年齢、出自の違いにかかわらず、各人が同等に言語による意思表示を行い、議論を戦わせるのが、米英型資本主義の一側面である。

言語表現は、株主や従業員以外の会社関係者、特に多国籍企業の進出先現地住民との対話を円滑化するうえでも重要な役割を担っている。この点は、すでに反グローバル化運動との関連で述べた通りである。

株主資本主義において、委託者に対する受託者の説明責任の多くの部分は、会社会計の開示によっても行われる。会計は数字による経営成果の表現であるとともに、株主が会社価値を評価するために必要な情報でもある。英語の国際的普及に比較すれば、国際会計基準 (IAS) の普及は遅れ

ていたが、2005年を目処にEUがIASを採用し、またこれまで自国のGAAP（一般に妥当と認められた会計原則）に固執していた米国も、粉飾会計多発に直面してIASへの歩み寄りを余儀なくされており、会計基準の共通化ないし統一化も進展している。

IASの重点は、1989年に国際会計基準委員会（IASC）が公表した「財務諸表の作成・表示に関する枠組み（フレームワーク）」に示されている。そこでは多くの会計原則が示されているが、そのなかでも第一に株主重視の姿勢が注目される。「フレームワーク」によれば、リスク・キャピタルを提供する投資家（株主）が満足する会計情報を一般的に提供すれば、債権者など他の利害関係者の情報ニーズを充足させるのに十分であるとされた。債権者保護を重視してきた日本の商法決算の伝統との違いが、この点に見られる。

第二の注目点は、第一の点にも関連するが、フロー情報よりもストック情報を重視する姿勢である。会社の財政状態は、ストック・ベースの貸借対照表に色濃く表れるとしたうえで、資産・負債の時価の変化による株主持分変化を重視する。高齢化社会への移行を踏まえ、退職給付会計に時価会計を導入するもの、こうした認識によるものであろう。

第三の注目点は、法律的な形式よりも経済的な実態を重視するという姿勢である。このことは連結会計重視の原則につながる。企業グループは法的実在（法人格）ではなく、グループ内各社は個々に独立しているが、経済的には有機的結合体であるとみなされるのである。連結会計は、30年代の米国で確立されたデファクトスタンダードでもある。

こうした認識を踏まえ、IASでは時価会計、退職給付会計、企業結合会計などが焦点となった。企業会計は、将来の利益予想と現在の株式価値をリンクさせる連結器であって、その公正性や透明性に疑念が生じれば、価値創造や会社評価は根底から覆される。米国における粉飾会計が、株主資本主義の危機として捉えられた理由はここにある。

3. 株主資本主義の現状

第一章と第二章では、株主資本主義の来し方とその特質を述べた。確かに近年の米国では、デファクトスタンダードや通貨発行特権の濫用などの問題が表面化したが、民主主義や法の支配の考え方は依然として生きている。そこで第三章ではこの株主資本主義の行く末を見据えることにする。

(1) コーポラティズム、株主資本主義、第三の道

株主資本主義の変調は、近代資本主義の変貌過程として位置付けることができるであろう。20世紀の資本主義の歴史を振り返ると、19世紀の自由主義経済が20世紀の時代環境変化に適応できなくなり、市場の失敗を生んだことからスタートした。その市場の失敗を是正するために、国家政府が民間経済に介入するようになったが、二度の世界大戦を経て国家政府は肥大化し、今度は財政赤字など政府の失敗が問題視されるようになった。共産主義の台頭に対して資本主義側が社会福祉の充実によって求心力を高めようとした結果、福祉支出が国家財政の重荷にもなった。これが概ね70年代までの状況であり、80年代初頭における新自由主義の台頭によって再び潮流変化が起きる。

〈新自由主義の改革〉

新自由主義とは、外交政策と社会政策における保守主義、経済政策における市場原理主義 (market fundamentalism)、この二つを構成要素とする思潮である。80年代初頭にレーガンが「政府は解答ではなく問題だ」と言ったのが市場原理主義の端的な表現であり、またサッチャーも第一期目 (1979~83) の政権担当初期段階において、政府支出の増大が英国の経済停滞の原因であることを国民に対して執拗に説いた。

英国経済が低迷した70年代には、政府の民間経済介入によるコーポラティズム (corporatism=国家統制的協調体制) が浸透し、市場原理による

経済改革は不可能な状況にあった。もともとコーポラティズムとは、第二次大戦前のイタリアでムッソリーニが建設しようとした企業国家 (corporate state) に由来する。

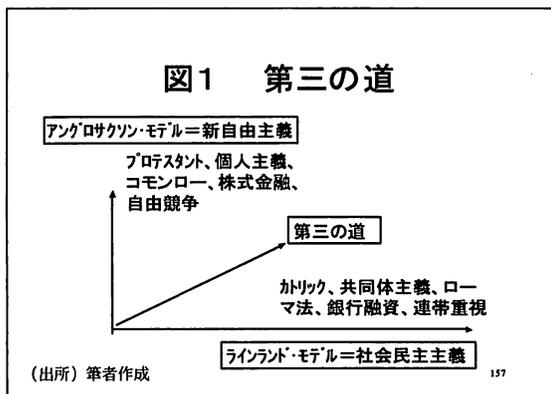
そこでは労働組合のような特定の集団や政府機関が、企業経営や民間経済問題のすべてに直接関与し、企業経営者と協調して国家経済戦略を描こうとした。しかし多くの場合、彼らは民間企業経営において大きな権限や拒否権を行使したから、企業の戦略的意思決定が阻害された。「政府の失敗」とは、このコーポラティズムが生んだ逼塞状態でもあった。

コーポラティズムが第二次大戦後しばらくの間有効であった一つの理由は、戦後の経済成長過程で労働力不足問題が起きるなか、賃上げ率を抑制するために労働者の合意を企業経営に反映させる必要があったためと考えられる。また、英仏のように西独との貿易関係で劣位にあった国は、競争上の優位を得ようとして自国通貨（英ポンドや仏フラン）を断続的に切り下げたが、通貨切下げは当然インフレ高進をもたらし、その分賃上げ圧力が高まった。賃上げは当然企業収益を圧迫したが、それに対しては政府による産業保護政策が講じられた。

しかし最終的には、政府への依存症体質と財政収支の悪化が惹き起こされた。こうした悪循環を打破する目的で欧州通貨統合が企画されたが、その実現は国境を越えた資本や労働の移動を加速し、それまで国境によって遮断されていた各国経済システム（コーポラティズム）の継続を不可能にした。ユーロの導入は、欧州諸国の窮状を打開するための市場主義による改革の一環でもあった。すなわちユーロ導入は、米国流株主資本主義が大陸欧州に浸透する過程の一里塚でもあったが、このプロセスを米国側から促進したのが、先に述べた米系投資銀行の対応進出であった。

〈第三の道について〉

しかし、2000年以降の米国株価下落や2001年以降表面化した金融不祥事は、高齢化、地球環境の悪化、金融資本市場の不安定化、IT化といった四つのメガトレンドと合流して、新自由主義や株主資本主義への反省を促



している。

筆者の個人的経験でもあるが、市場取引が発達した英国では、民家の諸々の修繕に来る電気屋、水道屋、ペンキ屋、鍵屋といった修理屋たちが信用できなくなっている。事前に決めた約束時間に遅れるくらいは日常茶飯で、アポイントメントの突然キャンセル、杜撰な工事、法外な料金請求などに住民が悩まされる。要するに修理人と住人の関係は、一過性の市場取引関係であって、馴染み客と出入り業者の間の信頼関係は存在しない。特にロンドンのような大都会では、住民が始終入れ替わり、その都度修理屋に対する新規需要が発生するため、修理屋のほうは、顧客の信頼感などなくても商売に事欠かないのである。

こうしたことが金融資本市場で横行するようになれば、株主資本主義の根幹が揺らぐことになるし、90年代に進行したグローバリゼーションが変曲するかどうかといった点にも関わってくる。そこで今再び政府の役割が問われているわけであるが、それは当然20世紀初頭に市場の失敗が政府の経済介入を生んだ時とは異なり、プレイヤーとしてよりもレフリーないしルール設定者としての役割に重心を置いている。また教育、交通インフラ、医療面での政府の役割も再評価されるようになっている。

新自由主義路線に沿った経済改革を断行した英国では、若年労働者の職業教育、公共交通、高齢者医療などの分野で諸問題に直面するようになっ

た。そうしたなかで、現在の労働党政権は（決して大々的なスローガンとして掲げているわけではないが）、「第三の道」と呼ばれる政策路線を模索してきた⁽¹⁸⁾。それは、新自由主義と社会民主主義の中間に方向を合わせた政策理念であり、個人の自由と社会の連帯意識向上の双方を目指す考え方として、さまざまな政策に反映されており、現在検討中の会社法の改正作業にも活かされている（図1参照）。

（2）政府による新しいルール作り

先に述べた四つのメガトレンドは、株主資本主義の変容を迫るものであるが、そのなかでも金融資本市場の不安定化は、エンロン事件を契機として一気に噴出した。①本来中立的であるべき証券アナリストの株式調査が、株式の発行会社寄りに偏っていた。②本来「一般に妥当と認められた会計原則」を踏襲するはずの監査法人の会計監査が、違例な会計を容認していた。③本来独立であるべき社外取締役の業務監査が、自らも含めた経営者の利益相反行為や怠業を黙認していた。こうしたことは、レフリー役が機能していなかったことを示すものである。

折からの株価下落もあって国際ビジネスへの社会的な批判が盛り上がり、政府、企業（証券を発行する会社）、株主（証券を購入する投資家）の三者が、株主資本主義のオーバーホールを迫られた。2002年に米国議会が制定したサーペインズ・オクスレー法やニューヨーク証券取引所の上場規則変更などがその現れである。

〈規制監督者としての政府の再登場〉

もともと資本主義は、株主資本主義であるか否かの別に関わらず、個人の物質欲や貪欲さを容認するシステムである。経済人の倫理観を律する意識、不正を取り締まる法の執行、相場変動の容認などの諸点において各国間に強弱の差はあるが、経済的利益追求を是認する点では共通している。特に株主資本主義では、個人の利益追求の精神が最も純粋な形で活かされており、激しい相場変動も経済システムを維持するうえで活用すべき機能

とみなされ、政府は市場に介入すべきではないと考えられてきた。

しかし、人間の経済活動の場である金融資本市場においては、市場の規律だけではなく、法制化された行動規範も必要だという意見も根強い。委託者（株主）と受託者（経営者）の間に情報の非対称性が存在する市場においては、受託者側での怠業（moral hazard）や利益相反（conflict of interest）が看過されがちであり、それをどうやって未然に防止するかが大きな課題となっている。

株主資本主義の従来の規制環境は、民間業者の自主規制に任せるデファクトスタンダード型であった。たとえば相場変動や不正行為に対しては、銀行などの金融サービス業者が、自前のリスク管理モデルやコンプライアンス・ルールによって、予想されるリスクに対応することを迫られる。業者は、予想されるリスクを織り込んだ貸出金利の設定によってリスクをプライシングに反映させる。そして予想できないような事態に対しては、リスクが顕在化することに備えて自己資本を充実すべきだと考えられてきた。

しかし、相場の恒常的乱高下に直面して、こうした考え方への反省が起きている⁽¹⁹⁾。反省論者は、市場の規律と業者の自主規制だけでは、不正かつ不当な営利追求や怠業を完全にチェックできないし、資本市場は人間の集団行動の場であるから、法制化された行動規範（コード）も必要であると考えられる。たとえば英国の金融サービス機構（FSA）は、自主規制諸団体（SRO）とイングランド銀行の規制監督部局とが、90年代後半に統合され誕生したのだが、現在ではこのFSAは完全な政府機関になっており、自主規制の色彩は後退している。

民間経済活動は、全く自由でよいということではないであろう。McMillanは、市場ルールの必要性を球技のルールにたとえて、次のように評している⁽²⁰⁾。サッカーやラグビー、アメリカンフットボールのルーツは、大昔あったフォークフットボール（Folk Football）に由来する。このスポーツは、豚の膀胱で作ったボールを、敵味方に別れて相手方ゴー

ルに力づくで押し込む粗野なゲームであった。ルールは何もなく、相手を投げ飛ばそうが転ばそうがなんでもありであった。しかしこれではケガや喧嘩が絶えないというので、徐々に現在のようなルールが整備されるようになった。市場取引に関わるルールも球技のルールと同様であって、ルールを作る機関とそれを守らせる審判が必要である。

市場における法制度作りは、政府の役割である。近年米国の金融資本市場で横行した不祥事は、一部の経営者が違例な会計によって勝手にデファクトスタンダードを打ち立てようとした結果である。これらの経営者は、「ハーメルンの笛吹き男」にたとえて「ウォール街の笛吹き男」とも評されたが、こうした勝手な慣行や「笛吹き男」は厳しくチェックされなければならないと考えられるようになっている。

〈英国での対応策〉

株主資本主義を基軸に据え、なおかつ一方で政府によるルール作りを体系的に進めようとしているのが英国である。

コモンローの伝統やエクイティのカルチャーは、一度米国に移入された後、米国会社法や証券関連諸法の制定によって精緻化され、株主資本主義のコーポレートガバナンスの枠組みを形成した。それが80年代後半から90年代にかけて英国に逆輸入され、英国経済の再生を促進した。英国は、法、貨幣、言語などの面で米国と共通した基盤を持つため、株主資本主義を逆輸入しやすかった。

同時にまた、英国政府の行政面での対応（規制緩和や新しいルール作り）も機敏であった。これを時代順に追うと、79年の為替管理撤廃、86年のビッグバン、92年以降数次に渡って公表されたコーポレートガバナンスに関する諮問委員会報告、97年の金融サービス機構（FSA）の設立、99年のユーロ導入に際してのイングランド銀行の積極的取組み、2004年に向けて現在審議中の会社法の抜本的改正などである。

〈英国のコーポレートガバナンス改革〉

前述のように、60～70年代の英国ではコーポラティズムが定着していた

ため、90年代にかけて米国流の株主資本主義に切り替えるに際して、実業界から数次に渡って報告書が提出され、世論との擦り合わせが行われた。すなわちキャドバリー、グリーンブリー、ハンペルという三人の著名な経営者がそれぞれ委員長を務める諮問委員会を設け、逐次『コーポレートガバナンスに関する報告書』を提出した。そのなかで社外取締役制度の導入、役員全員の報酬金額の開示、会長とCEOの分離、機関投資家による議決権行使の促進などへの道筋をつけた。

キャドバリー報告 [1992] では『最善慣行規範』(Code of Best Practice) を提案され、それをロンドン証券取引所が採択したため、同取引所へ上場する会社は、この規範に沿って経営していることを年次報告書で明記することを義務付けられた。ハンペル報告 [1998] では、キャドバリー報告とグリーンブリー報告 [1995] を踏まえたうえで、新たに『統合規範』が提案され、ロンドン証券取引所が再度これを採択して、上場会社が年次所報告書に『統合規範』の実施状況を付記することを取引所規則に盛り込んだ。

コーポレートガバナンスの議論には、「会社とは誰のものか」という会社主権論と、経営者を監視するにはどのような経営システムを採るべきかという監視システム論の二つの側面がある⁽²¹⁾。

米国では、敵対的買収などを通じて株主と経営者との間で権力闘争が起こり、それがコーポレートガバナンスの議論を活発化させた。つまり会社主権論によって、株主と経営者とのパワーバランスを築く方向に議論が動いたのである。これに対して英国では、90年代初頭における不祥事の多発を契機として、会計開示と経営監視強化の方向で議論が動いた点に特色がある。というのは、英国では電力ガスなど公益事業会社の役員が不当に高い報酬を受け取ったり、メディア王のロバート・マックスウェルが自社(大衆紙ミラー)の年金資産を私的目的に流用したりしていたことが明るみに出て、経営監視への関心が高まったからである。換言すれば、米国に見られた企業買収による株主支配や株主積極行動主義は、英国では顕著な

形では起きなかった⁽²²⁾。

しかし英国でも、上記の委員会報告を経て、議論が段々と公開会社の経営問題全般に及ぶようになった。特に97年に労働党政権が出現してからは、会社主権論にも関心が向かうようになった。これは、労働党政権が利害関係者資本主義のコンセプトに興味を示したためでもあり、現在その延長線上で、会社法の全面改正が俎上に登っている。

〈英国会社法改正案における包含性原理〉

今日の英国会社法の原型である「共同出資会社法」(Joint Stock Companies Act)は、1844年に制定され、その後の経済や産業構造の変化に対しては、数次にわたる改正と裁判所の判例によって対応してきた。コーポレートガバナンス強化に関しても、基本的には自主規制団体である証券取引所の上場規則といった形で対応してきた。しかし、近年規制環境が変化するなかで、旧来の会社法が時代遅れになっているとの認識が高まり、貿易産業省が中心となって抜本的な会社法改正作業が進められている。

2004年頃に施行が予定される英国会社法改正において最も大きな争点となったのは、会社は誰のために経営されるかという点や取締役の役割と義務に関する部分である。この点に関する政府案の具体的表現は、概要次のようになっている⁽²³⁾。

「取締役の義務というのは、株主利益のために会社の成功を促進することにある。その義務とは、経営行動のもたらす短期的結果と同様に、長期的結果も考慮することを明確にし、それによって、取締役の責任ある行動を促進する、そういった義務であるべきであろう。長期的結果を考慮するという時には、従業員、取引先、顧客などとの関係を重視し、また、会社行動の水準の高さに関する評価を維持する必要性を認識し、さらにまた、会社行動が社会と環境に及ぼす影響を認識しなければならない。」

要するに、英国政府が会社法改正案に盛り込むべきだとしている提案は、第一に、会社経営の究極の目的は株主利益の向上にあり、そのことはコモンロー上も保証されているという点の再確認である。したがって、単

純に利害関係者全員の利益を均等にバランスさせるべきだと主張しているわけではない。そもそも、長期的観点から利益の配分やそのバランスをどこに置くかは、経営者が判断する問題であって、法律によってあらかじめ決めることはできない。

第二に、会社行動の結果を判断する際には、長期と短期の双方の時間軸を考慮すべきだとしていることである。特に長期的な結果を判断する場合には、従業員、取引先、顧客などとの良好な関係の維持、社会や環境への好ましい影響などが、重要な基準となることを明確に認識すべきだとしている。そもそも従業員や地域社会から嫌われている会社が、長期的に株主利益を伸張できるはずがないという理解である。

そして第三に、短期と長期の双方の時間軸で会社が成功したかどうかは、株式価値が増加したかどうかによって測られる、といった点も暗黙のうちに想定している。いずれにして、株主利益向上のいわば前提条件として、従業員や地域社会の利益を位置付けようとしている点に、政府案の特徴がある。英国会社法に関わるこうした意図を「包含性 (inclusivity) の原理」と呼び、単純な株主利益の短期極大化論や、利害関係者利益の均等擁護論とは区別している。この辺にも、労働党政権の「第三の道」路線の片鱗が窺える。

(3) 市場、会社、ネットワーク

ルール設定者としての政府の役割とともに、経済構成員相互間の信頼が資本主義経済において果たす役割も、近年重視されるようになってきている。その背景には市場経済から会社組織経済、さらにはネットワーク経済への変遷がみられる。

〈市場経済と会社組織経済〉

昔の経済取引は、個人（商人）の市場における取引であった。産業革命時代（1760～1840年）の英国では、株式会社は経済取引単位として重要ではなかった。米国でも19世紀初頭までは、ジェネラルマーチャントと呼ば

れる何でも屋のビジネスマンが経済活動を取り仕切っていた。

産業革命時の英国において株式会社が不在であったのは、南海会社 (South Sea Company) のバブル崩壊事件 (1720年) の影響で、株式会社 (正式には共同出資会社) に対して不信感が存在したためである。この事件を契機として「泡沫会社法」(Bubble Act, 正式には Royal Exchange and London Assurance Corporation Act of 1721) が制定され、議会の特別の許可がないかぎり共同出資会社の設立はできなくなった。この泡沫会社法は1825年に廃止されるまで存続したが、その間の企業形態は、パートナーシップや合名会社など、個人財産を含め出資者の無限責任を前提とする個人企業が中心であった。

アダム・スミスの『国富論』(『諸国民の富』という邦訳もある) はそうした時期に書かれた書物で、刊行された1776年頃には、株式会社や投機に対する国民の嫌悪感が強かった。それが、同書の内容にも反映されている。スミス自身、株式会社は、経営が資本(所有)から分離する点で極めて非効率であると考えていた。つまり株式会社の取締役は、合名会社の共同経営者のように自らの資金を投じて事業を行っているわけではないから、十分な注意と意欲を持って事業にあたる保証はないと考えたのである。スミスが想定していたのは、前近代的な株式会社像であって、そこでは経営者が受託者責任を意識しないことが前提とされていた。以下は、大内兵衛・松川七郎共訳『諸国民の富(四)』からの引用である。

株式会社の事業は、つねに取締役会によって運営されている。もっとも、取締役会は、多くの点で株主総会から統制されることがしばしばある。けれども、株主の大部分は、会社の業務についてなにごとかを知らうとはめったに主張しないものであって、自分たちのあいだに党派心でもはびこらぬかぎり、会社の業務の世話などはやかず、取締役が適当と考えておこなう半年または一年ごとの配当をうけとり、それで満足しているのである。一定限度の額以上にはなんの煩勞も危険もないというこ

の事情が、合名会社にはどのような事情があってもあえて財産を投じたがらぬ多くの人々を激励し、株式会社に対する冒険者にならせる。したがって、このような会社は、どのような合名会社もおよびもつかぬほど大きな資本を自分のほうへ引き寄せるのである。(中略)とはいえ、このような会社の取締役たちは、自分自身の貨幣というよりも、むしろ他の人々の貨幣の管理者なのであるから、合名会社の社員がしばしば自分自身の貨幣を監視するのと同じの小心翼翼さで他の人々の貨幣を監視することをかれら取締役に期待するわけにはいかない。(中略)それゆえ、このような会社の業務の運営には怠慢や浪費が多かれ少なかれつねに幅をきかせざるをえない。外国貿易を営む株式会社が個人冒険者との競争をめったに継続できなかつたのもこのためである。したがって、こういう会社が排他的特権なしで成功したためはきわめてまれであり、それがあっても成功しなかつたことがしばしばある⁽²⁴⁾。

19世紀の中頃になり、英国では1844年に会社法が制定され、次いで1855年の有限責任条例によって株式会社制度が法的に整備された。その後多額の資本を必要とする鉄道業・造船業・銀行業などが盛んになり、所有と経営の分離が進んだが、制定法によって経営者の説明責任が明記されたのは、1900年の改正によって貸借対照表の監査が行われるようになってからである。この法律によって、株主が任命した会計監査人が、会社の事業が正しくかつ適切に貸借対照表に反映されているかどうかに関する意見を述べるようになった⁽²⁵⁾。

〈会社が生んだ問題〉

株式会社は、人間が創造した発明品のなかでも最高傑作の一つに数えられる。商売をするだけであれば会社を設立する必要はなく、個人商店による市場取引で十分であるが、それにもかかわらず会社が出現したのは、多数の株主の小規模資本を集めるためであった。出資者(株主)の立場からすれば、専門の経営者に会社経営を任すことができ、しかも責任は出資額

の範囲内で有限であって、経営の成果だけを受け取ることができる。そのかぎりでは、株式会社は株主にとっても便利である

しかし責任が有限である分、株主の発言権は制限され、日常業務の執行は経営者の判断に任せなければならない。株主は、株主総会での議決権を始めとする権利（共益権）を持っているが、株主という資格だけですべての会社活動に関与できるわけではない。経営判断に基づく通常業務の執行権限は、経営者（取締役および執行役員）が専有している。経営判断の責任を取るのは経営者だけであり、彼らがリスクを取って経営執行に当るからこそ株式価値も創造されるのである。さりとて、経営者が勝手に行動し私利私欲を追求しても、株主としては困る。

これがいわゆるプリンシパル・エージェント問題であり、株式会社組織の一つの問題でもある。すなわち、委託者（株主）と受託者（経営者）の間における情報の非対称性や株主の集団行動の困難性が、経営者の側での怠業や利益相反行為を生むことである。そこで会社法や証券関係諸法は、受託者責任の原則をもとに、忠実義務や善意の管理者の注意義務を経営者に課してきた。忠実義務は、主として利益相反の防止規定であり、善意の管理者の注意義務は、主として怠業の防止規定である。

経営者個人の利益追及動機を是認し、そのうえで利益相反や怠業を法律によって防止しようとするのが、株主資本主義における株式会社の法的態様だが、ギリギリのところでは株主と経営者の関係は、信頼を基盤とする関係に立脚している。すなわち株式会社組織は、長期雇用契約・長期供給取引契約などの個別契約関係を会社内に包含することによって不確実性を排除し、予測可能性や柔軟性を高めようとする。そこでの株主と会社との関係は包括的な関係であり、株主は、利益配当や残余価値への請求権が充足されることを期待して、経営者を信頼し資本を託している。しかし、その信頼は往々にして裏切られる。特に近年の市場経済化のなかでは、そうした信頼を裏切る背信行為が多発した。

これは、市場経済システムとしての株主資本主義に固有の宿命的問題で

もある。市場経済システムは、取引コストが低く情報が完全に行きわたる場合には、効率性を高める働きをする。しかし市場経済システムは、突き詰めれば対等な関係にある者同士の契約によって成り立っており、匿名性を原則とするものである。ということは、互酬・互助関係を基盤とする非市場システムの対極にあるわけで、相互信頼や連帯感の欠如はなかば当然に起こる。

〈ネットワーク経済の到来〉

こうした市場経済化ないしは市場原理主義化といった事情に加えて、会社（信頼レジーム）と市場（契約レジーム）の境界線は、近年におけるITやネットワークの発達によってさらに変わってきた。どこまでを会社組織内で内製化して行うか、あるいはどこまでをアウトソース先に業務委託するかの判断が変わってきたのである。そのことから、民主主義の課題である個人の自由（利益追求）と社会の連帯（信頼）の両立を、ITやネットワークが可能にするという楽観的シナリオも生まれる。個人は、自発的な自由意志で豊富な情報を相互に利用し合うが、それによって効率かつ民主的で、さらにまた信頼意識も伴った市場経済が円滑に運営される可能性が生まれると期待できるからである。

ネットワーク経済では、物に代わって知識や経験が市場で取引され、知的所有権や情報アクセス権が物的所有権に勝る価値を持つ。実在する市場に代わって、パソコン上のサイバースペースがバーチャルリアリティの商圈を形成する。こうしたバーチャル経済において、私有財産よりも共有財産の方が重視される。物の所有は分捕り合いの闘争を誘発するが、サービスの利用は友好的協調関係を醸成する。ネットワーク経済では、有限な資源の争奪よりも相互信頼に基づく協力関係が重視されると考えられるのである。

(4) 信頼の重要性

会社組織が支配的になった一つの理由は、階層的権威主義の会社組織の

ほうが、市場取引よりも柔軟に経済活動が行えるからであった。原始的な市場は、フラットで平等だが無秩序で煩雑でもある。会社組織にすれば、匿名の第三者と市場で一々契約しなくても資材や労力をその都度弾力的に調達できるし、また安定した発注や供給を行うこともできる。会社内の諸関係はいちいち契約によって決まるのではなく、命令と服従によって自由に変えられるから、新たな事態の展開に対しても柔軟に対応することができる。

会社内での命令服従関係は、相互信頼によって担保されている。上司（権威）が発する命令や指示への服従の前提条件は、上司の責任感や公平性に対する部下の信頼感にある。上司も部下を信頼していれば、仕事を任せることができる。

信頼感は、相手が自分の期待通りに行動するという確信によって醸成されるから、社会全体の予測可能性や安定性に結びつく。信頼に基盤を置く社会では、予測可能性と安定性が高まり、契約に基盤を置く社会よりも、簡素で低コストだと言われている。

〈契約社会の限界と信頼感醸成の必要性〉

非常に大雑把に言えば、市場取引には契約法理がなじみ、会社取引には信頼法理がなじむ。市場機能を重視する株主資本主義は、元来は契約法理がなじむシステムである。そのため英米にはロイヤーと呼ばれる弁護士や法律顧問が多数存在する。英米などコモンロー（不文法）の国々では、大陸法（成文法）の国々と違って、予想される様々な事態に対処するため、事細かく契約を取り交わしておくという傾向が強い。慣習法や判例法のもとでは、すべての事態に対して法律が用意されているとは限らないからである。

契約の存在は、信頼の欠如をある程度は補完できる。法律社会における信頼は、個人相互間の信頼ではなく、契約が守られる法律社会そのものの信頼（すなわち遵法精神が存在することへの信頼）である。そこに政府によるルール設定の意味もある。

しかしこの契約は、本質的に信頼と矛盾する要素を孕んでいる。そもそも契約とは、個人の自立性を保障する自己保全の手段であり、自立性を表現する言語が契約でもあるのだが、契約の必要性は他面では、自分しか信用できないという他人不信に由来する。否、他人が信用できないということは、自分すら信用できないためかもしれない⁽²⁶⁾。だとすれば、契約社会は人間不信が巢食った社会ともいえる。

他人に対する信頼感は、自分が信頼に値する人間であるという自覚があって初めて生まれる。また自分が信頼に値する人間であることを示し続けることによって、他人の信頼を獲得することもできる。

信頼感を形成する良い方法は、共通の目標や高い理念を持つことである。たとえば経営者の利益相反行為を防止するためには、より高次の目標や理念（社会道徳など）が存在しなければならない。経営者が会社との間の自己取引で不当に儲けたり、法外な役員報酬を要求したりしないようにするためには、経営者の名声への希求とか、より高い地位を得たいという願望、社員に対する愛情など、高次の目標が存在しなければならないであろう。

〈両者の歩み寄り〉

株主と経営者の権力闘争は、米国では80年代から90年代にかけて、敵対的買収の活発化によって先鋭になった。しかし、敵対的買収は、買収側株主にとって必ずしも経済的利益をもたらさないうえ、従業員など株主以外の会社関係者の間に敵対感情や士気低下を生むことから、見直し気運が起きた。

また近年米国では、公務員年金が匿名ではない実名の大株主として台頭したが、このことも敵対的買収の役割を見直し気運を高めた。というのは、年金の場合、買収によって会社経営に直接関与する意志はないからである。また巨大年金の株式運用はインデックス投資が中心であり、個別の株式を頻繁に売買することもしない。つまり不満足な業績しか上げられない会社の株式を保有していた場合、その株式を売却することによって経営

者に制裁を加えるという選択肢（ウォールストリート・ルール）を援用することができないのである。そこで彼らは、株主総会において議案提案権や議決権を行使して会社経営に影響力を及ぼすようになった。株主積極行動主義が活発化した背景には、こうした事情がある。

その結果、経営者側も株主の意見との擦り合わせを行うようになり、両者は敵対するのではなく、協力関係によって相互利益を高める方向に歩み出した。攻撃的な株主積極行動主義が、友好的なりレーションシップ・インベストメントに変容したのである。これはウォーレン・バフェットの経営参加型の投資や、プライベートエクイティ（未公開株）投資にも共通する現象であり、株主が会社経営に長期的な観点から関与する動きとして注目される。

米英の株主資本主義に、株主と経営者の協調関係や長期的な利益といった視点が持ち込まれ、さらにはシェルのように、社会的責任を前面に掲げる多国籍企業も出現している。英米のコーポレートガバナンスが、さまざまな利害関係者による経営関与を容認し始めた点が注目される。

一方大陸欧州諸国では、米国流の株主資本主義を踏襲する形で、一段の経済構造改革を進めてきた。大陸欧州でも上場企業の株式の相当部分は外国人株主によって保有されている。フランス場合、CAC40社の株式数の30%を外国人投資家が保有している（フランス中銀での聞き取り調査）。ここでは当然株主利益を考慮した経営が行われなければならない。協調的なコーポラティズムから競争的な市場主義へと振り子が変動したとすることができる。

こうした両者の接近に先鞭をつけているのが、先に述べた英国での会社法改正の動きである。シティを擁す英国が、新しいコーポレートガバナンスのグローバルスタンダード構築に向けて担っている役割は大きい。

ま と め

法制度は硬直化をもたらすから、原始的な市場システムへの熱望が生じ、その結果、今度は連帯感や信頼感が損なわれることになった。グローバル化の是非をめぐる論議は、まさにこうした堂々巡りを繰り返しながら行われているのだが、会社組織経済からネットワーク経済への移行という大きな変化を踏まえれば、特に日本のような国では、市場システムをもっと活用して硬直化した制度を破壊する必要がある。逆に英米においては、法制度によって市場経済システムの不安定性を補完する必要がある。

もっとも日本の場合、国民の政治選択の結果として構造改革が意図的に回避されるとすれば、自然な形での変化を待つしかないであろう。Capraは近著のなかで、変化には二種類あるとしている⁽²⁷⁾。すなわち、第一は、明確な目的や意図による design としての変化（改革）であり、第二は、生物の自然な営みによる emergence としての変化（適応）である。

日本人も生物である以上「座して死を待つ」わけにはいかないわけで、リスが密かに木の実を蓄えるように、結局は、自己の能力に応じた自然な適応によって、時間を掛けて落ち着き所を模索することになるであろう。しかし、そうした emergence が可能になるには、十分な情報が常時国民に供給されなければならない。その意味でオープンな社会を維持することが必要である。

デフレ、高齢化、不良債権問題、財政赤字の肥大化といった困難な状況に直面し、これから日本経済はいったいどうなるのであろうか？ 理屈から言えば、経済的困難に直面した国民には、次の三つの選択肢が存在する。

第一は、一人あたり GDP が低下する形で皆が一様に貧しくなるというものである。その場合、日本企業の株価は低迷を続け、家計貯蓄は利子を生まない銀行預金のままになる。海外旅行者数も徐々に減少し、庶民生活

はそれなりの自然なレベルに落ち着くであろう。

第二は、国（政府）が財政出動によって何とかしてくれるという考え方である。しかしこの場合、財政赤字が増え国債発行残高が膨張して、将来にツケを残すことになる。これでは問題を先送りするだけではなく、将来世代の収入や貯蓄を先食いすることになってしまう。

第三の選択肢は、外国に助けて貰う方法である。日本は今のところ外国から借金する必要はないが、老齢年金を支えるために若い外国人労働者が必要になるかもしれない。同時に、日本よりも経済成長率の高い外国に投資して、国内での所得減少を食い止めることも考えられる。

実はこれ以外に第四の選択肢もある。それは、皆が一様に貧しくなるのではなく、一部の人が豊かになり残りの大半は貧しくなる、つまり格差の拡大である。日本企業のなかにも、世界的に活動する多国籍企業や新しいビジネスモデルを打ち立てる新興成長企業がある。

株主資本主義は、第三と第四の選択肢の手引きであり、過去百年間の英米の選択でもあった。しかし、それが究極の姿とも言えなくなっているのが英米経済の現状でもある。

〈注および参考文献〉

- (1) Sen, A. [1987] *On Ethics and Economics* (Basil Blackwell)
- (2) McDonough, W.J. [2002] *Remarks at Trinity Church: September 11 Commemoration* (<http://www.ny.frb.org/news/speeches>)
- (3) 各国の資金循環勘定は、企業や海外部門などの取扱い方が異なるため厳密な比較はできない。表1は近似的な姿である。
- (4) Berle, A.A. & Means, G.C. [1932] *The Modern Corporation and Private Property* (Transaction Publishers, Second edition) (邦訳) 北島忠男『近代株式会社と私有財産』(文雅堂銀行会社)
- (5) Becht, M. & Boehmer, E. [1999] *Transparency of Ownership and Control in Germany*, European Corporate Governance Network (www.worldbank.org/wbi/banking/finarcepolicy/pillars)
- (6) ニューヨーク証券取引所の取引高は売買を一回として計算する片道計算

なに対して、NASDAQの取引高は売買を別々に二回として勘定する往復計算である。こうした違いがあるので、両者の単純な比較はできない。

- (7) 渡部亮 [1998] 『英国の復活・日本の挫折』(ダイヤモンド社)
- (8) Paulson Jr., H. M. [2000] *Europe: The Opportunity of the Next Decade* Bernstein Research 16th Annual Strategic Conference, June 6, 2000
- (9) Lietaer, B. [2001] *Future of Money* (Century)
- (10) Malkiel, B. J. [1999] *A Random Walk Down Wall Street* (W. W. Norton & Company) (邦訳) 井手正介『ウォール街のランダム・ウォーカー』(日本経済新聞社)
- (11) 渡部亮 [2002] 「株主資本主義の隆盛とネットバブルの財務的崩壊」世界経済評論2002年5, 6月号
- (12) Strange, S. [1994] *States and Markets* (Pinter) (邦訳) 西川潤・佐藤元彦『国際政治経済学入門：国家と市場』(東洋経済新報社)
- (13) Zweigert, K. & Kotz, H. [1977] *An Introduction to Comparative Law* (North-Holland Publisher Company)
- (14) ゲルタード, W. (未延三次・木下毅共訳) [1981] 『イギリス法原理』(東大出版会)
- (15) Stein, P. [1999] *Roman Law in European History* (Cambridge University Press)
- (16) 木下毅 [1999] 『比較法文化論』(有斐閣)
- (17) Hobley, A. [2002] “Victor in a global war of words” *Financial Times*, September 28/29, 2002
- (18) Gidens, A. [1998] *The Third Way* (Polity Press) (邦訳) 佐和隆光『第三の道』(日本経済新聞社)
- (19) Kaufman, H. [2000] *On Money and Markets* (McGraw-Hill) (邦訳) 伊豆村房一『カウフマンの証言——ウォール街』(東洋経済新報社)
- (20) McMillan, J. [2001] *Reinvesting the Bazaar* (W. W. Norton & Company)
- (21) 末永敏和 [2000] 『コーポレート・ガバナンスと会社法』(中央経済社)
- (22) レアマウント, S. [2001] 「国際的な機関投資家と英国のコーポレート・ガバナンス」日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編『コーポレート・ガバナンス—英国の企業改革—』(日本評論社)
- (23) The Company Law Review Steering Group [2001] *Modern Company Law—For a Competitive Economy—Final Report* (HMSO) の抜萃を意

訳。

- (24) 大内兵衛・松川七郎共訳 (1966) 『諸国民の富 (四)』 (岩波文庫)
- (25) Edwards, J. R. [1989] *A History of Financial Accounting* (Routledge)
- (26) Mitchell, L. E., edited [1995] *Progressive Corporate Law* (Westview Press)
- (27) Fritjof Capra [2002] *The Hidden Connections* (Harper Collins Publishers)

An Introduction to International Business

Ryo WATABE

《Abstract》

International business is at the crossroad. While the Anglo-American shareholder primacy has foundered due to a host of management misconducts, European stakeholder societies have been shackled by a succession of anemic economic growths. Both systems have equally faced with ubiquitous mega-problems arising from aging population, environmental destruction, bumpy IT innovations, and unstable capital markets: people are increasingly risk-averse; anti-global movements are rampant; the locus of power is shifting from center to periphery; irrational exuberance is raging.

Efficiency of a market economy based upon contract regime on one hand and stability of a corporate economy based upon trust regime on the other will have to be synthesized in the coming age of a network economy, where both access to intellectual property and its co-creation by suppliers and users are more important than heretofore exclusive ownership of physical assets. For that synthesis to happen, better understandings of common law, equity culture, and English language will be essential.