

# 株主とは誰のことか

## 〈株式所有と会社支配〉

奥村 宏

### 1 株主資本主義論

「会社は株主のものである」——これが当然のことであるかのような議論が「株主資本主義論（シェアホルダー・キャピタリズム）」、あるいは「コーポレート・ガバナンス論」などという名前で流行しているが、このような主張は以前からあつたわけではない。

株式所有と会社支配の問題は一九三二年に出たA・バーリ、G・C・ミーンズの『近代株式会社と私有財産』以来、いわゆる経営者支配の問題として議論され、この問題をめぐってアメリカはもちろん、ヨーロッパ、そして日本でも多くの学者や評論家などがさまざまな角度から論じてきた。

それは後に述べるように、一九世紀末から二〇世紀にかけて巨大株式会社が登場するとともに株式所有が広範な層に分散し、そこから経営者による会社支配が大きな問題になったからであるが、株式所有と会社支配、そして経営者による会社支配、あるいは金融支配の問題として議論されてきた。

ところが、これまでのそのような議論を全く忘れたかのように突然「会社は株主のものである」ということが、ごく当然のことのように主張されるようになった。それが現在の株主資本主義論、あるいはコーポレート・ガバ

ナンス論である。

アメリカでこのような議論が盛んになった背景には株式所有の機関化、すなわち機関投資家の成長ということがある。年金基金や投資信託、生命保険を主力とする機関投資家による株式所有が増え、これら機関投資家が会社の大株主になったところから、機関投資家、具体的にはその資産を運用しているファンド・マネジャーが、資産運用の成績を上げるために上場会社の経営者に対して、会社の業績を良くし、株価が高くなるような経営をせよ、と要求するようになった。

そこから株主資本主義論やコーポレート・ガバナンス論が登場したのであり、そこで問題にされている株主は主として機関投資家なのであるが、議論が主張される段階では、あたかも個人株主の立場に立ったかのように展開され、「株式会社は本来、株主のものである」というような素朴な形で主張される。

日本で株主資本主義論やコーポレート・ガバナンス論が主張されるようになったのは一九九〇年代になってバブル経済が崩壊したあとからである。この段階で株式の持合い崩れが起こり、そしてさまざまな企業不祥事が続発し、会社の倒産、銀行の国有化、そして巨額の公的資金が銀行などの株式会社に投入されたところから、「会社は誰のものか」ということが問題にされ、そこへアメリカで流行していた株主資本主義論、コーポレート・ガバナンス論が輸入され、あたかもこれが株式会社論の基本であるかのように主張されるようになった。

こうしてアメリカにおける株式所有の機関化から起こった議論が日本では法人による株式相互持合いが崩れ始めた段階で主張されるという皮肉な現象が起こったのだが、これは理論と現実の関係、そして外国理論の輸入という、日本における理論、学問のあり方にかかわる問題でもある。

## 2 株式分散による経営者支配論

「会社は株主のものである」という主張は以前からなかったわけではない。それどころか、そもそも株式会社とは株主が出資して作ったものである以上、それはごく当然のこととして、改めて主張する必要もないことだといふふうにかえられてきた。

一七世紀始めのオランダ東インド会社などの場合は取締役団が専制的に会社を支配していたが、イギリスで一九世紀後半になって近代株式会社制度が確立するに至って、会社は株主が支配するものだといふ株主主権の原則が確立するようになった。

具体的には株主総会が会社の最高決議機関であるとされ、会社に関する重要事項は株主総会によって決議される。そして株主総会における決議は株主平等、すなわち一株一票で、資本多数決の原則によって行われる。

それは政治における近代民主主義制度が国会による多数決という形で運営されるのと同じで、政治における国民主権と同じように、株式会社では株主主権の原則が確立した。ただ、政治における国民主権は一人一票であるのに対し、株式会社では一株一票というところが違う。

こうして一九世紀後半にイギリスで確立した近代株式会社制度はフランス、ドイツ、そしてアメリカや日本にも普及し、株主主権の原則が普及していったが、この段階の株主はすべて個人であった。

もともと株式会社は個人が集まって作ったものである以上、個人が株主であるのは当然のことである。その個人は資本家であるのが普通だが、株式会社制度が普及するとともに貴族や地主などのような階層、あるいは投機家なども株式を所有するようになり、いわゆる投資家が増えていったが、それらはいずれも個人であった。

ところがアメリカでは一八八八年にニュージャージー州の議会が個人以外に、会社も株式を所有してよい、と

いうように州法を改正し、そこから会社による株式所有が行われ、そして持株会社の設立が可能になった。それまでコモン・ロー（慣習法）では、株主はすべて個人であるということが原則であったが、その原則がこれによって崩れ、やがて他の州もそれにならうようになったのである。そしてドイツではやがてコンツェルン、日本では財閥という形で会社による株式所有、それによる資本の集中が展開されるようになる。

一方、アメリカでは一九世紀末から合併運動が盛んになり、一九〇一年のUSスチールの成立にみられるように合併によって巨大企業が誕生するようになった。

こうして会社の規模が巨大化するとともに資本金も膨れ上がるから、多数の個人投資家が株主になって株式所有が分散する。そこでA・バリりとG・C・ミーンズが調べたところ、一九二九年の段階でAT&Tの株主は五〇万人、ペンシルヴァニア鉄道の株主は一九万六〇〇〇人、USスチールの株主は一八万三〇〇〇人にも達しており、これらの会社では最大株主でも発行株式の1%も所有していなかった。

このように会社の株式が分散すると、個人が大株主として会社を支配することはできなくなる。そこで株式を所有しないか、あるいはごくわずかの株式しか所有していない経営者が会社を支配するようになった。

これがいわゆる「経営者支配論」であり、以後このような議論が主流を占めるようになった。

### 3 株式所有の機関化

ところが一九七〇年代ごろからアメリカでは機関投資家による株式所有が増大し、株式所有の機関化が進展した。

アメリカ下院の銀行・通貨小委員会（通称 パットマン委員会）が一九六〇年代後半に報告書（パットマン・

レポート）を発表して、銀行信託部が大株主になっていることを指摘し、これがめぐっていわゆる「金融支配」の問題が議論された。

この銀行信託部の株式所有は個人の大金持ちのほか機関投資家の信託財産と考えられていたが、一九七〇年代以後、とりわけ年金基金の株式所有が急増し、株式所有の機関化が盛んになった。

アメリカの機関投資家とは年金基金、投資信託、生命保険、個人信託、財団などを含めており、銀行や事業会社（非金融会社）などは機関投資家とはいわない。

機関投資家のうち、とりわけ株式所有が増大したのは年金基金（ペンション・ファンド）であるが、一九七六年、P・ドラッカーは『見えざる革命—年金が経済を支配する』で次のように述べた。

「社会主義を労働者による生産手段の所有と定義するならば（これこそ、社会主義の本来かつ唯一の定義である）、アメリカこそ史上初の真の社会主義国である」<sup>1)</sup>。

というのは、会社の従業員が年金基金という形でアメリカ全産業の株式の四分の一を所有し、自営業者や公務員、教職員などの年金基金が一〇分の一の株式を所有しているからだというわけである。

その後、年金基金の株式所有はさらに増大し、やがてそれを含めた機関投資家の株式所有が全体の過半数を占めるようになった。

それで「アメリカは社会主義国になった」というような鬼面人を驚かすような議論はなくなったが、しかし機関投資家、そして具体的にその資産を運用するファンド・マネジャーの行動についてはさまざまな議論が展開されるようになった。

アメリカの社会学者、M・ユシムは一九九六年に『Investor Capitalism』という本を書いて、年金基金など

機関投資家のファンド・マネジャーがアメリカの会社のあり方を変えていると指摘した。<sup>(6)</sup> ユシームのこの本はそのまま日本語に訳して『投資家資本主義』とすると誤解を招くので、正確には『機関投資家資本主義』とすべきだが、この本では具体的に一九九二年から九三年にかけて、GMやIBM、アメリカン・エクスプレスなどの巨大企業で最高経営者（CEO）が次つぎと辞めさせられたのは、大株主としての機関投資家の圧力によるものだということを指摘した。

そして機関投資家、その資産を運用しているファンド・マネジャーが多くの巨大株式会社経営者に圧力をかけ、会社を支配しているということを具体的に、そして理論的に主張した。

一方、J・ホーレーとA・W・ウイリアムズの二人は『The Rise of Fiduciary Capitalism』を二〇〇〇年に出して、「機関投資家の株式所有がアメリカの会社をより民主的にしている」と主張した。<sup>(6)</sup>

これは機関投資家はたくさんの会社の株式に分散投資しており、個々の会社が他の会社を出し抜くようなことをしたり、あるいは公害を巻き散らすようなことをすれば、他の会社が損害を受けるので、そのようなことをさせないように圧力をかける。それは普遍的所有者（ユニバーサル・オーナー）として会社に圧力をかけるので、アメリカの会社全体を民主的にする、というわけだ。

ユシームとホーレー、ウイリアムズの主張にはかなり相違があるが、いずれも機関投資家のファンド・マネジャーが会社支配に大きな力を持っているという点では同じような主張である。

#### 4 ファンド・マネジャーによる会社支配

アメリカにおいて株式所有が個人投資家に分散する段階から機関投資家に集中するようになったのは、一九七

○年代ごろからだだが、これが「会社国家アメリカ」（コーポレート・アメリカ）のあり方を変えている。この点については前記のユシーム、そしてホーレー、ウイリアムズを始め、多くの論者が主張しているところだが、これが会社支配とどのようにかかわるのか、という点になると議論はわかれる。

具体的に年金基金や投資信託、生命保険などの資産を運用し、どの会社の株式をいくら買うか、ということを決めるのはそれぞれの機関、あるいはその資産の運用を任されている銀行信託部や投資顧問会社などの資産運用担当者（ファンド・マネジャー）である。

そして一般の株式会社に対して、経営内容を改善せよとか、経営者が辞めよとか、あるいは他の会社からの買収提案に応ぜよとか、さまざまな会社の重要問題について経営者に圧力をかけるのもファンド・マネジャーである。

そのファンド・マネジャーは当然のことながら自分たちが運用している資産の運用成績を上げるためにこのような圧力をかけるのである。そしてファンド・マネジャーの収入は成績報酬になっており、運用成績が良ければ自分の収入も増えるから、そのために会社に圧力をかける。そこで、ファンド・マネジャーは自分の利益のために資産を運用し、会社に圧力をかけることさえある。<sup>(4)</sup>

この場合、ファンド・マネジャーは他人の所有に基づいて会社支配を行なっているのであり、それは「所有なき支配」というよりも、「他人の所有に基づく支配」である。そこで問題になるのは「支配の正統性」だが、これをホーレー、ウイリアムズのように単なる受託者（Fiduciary）の問題として片づけることはできない。それはタテマエであつて、実態は自分の利益を追求しているのではないか、といわれても仕方がない。

## 5 真の所有者はどこへ行ったのか？

では、真の所有者はどうか？

投資信託の場合は投資家である受益者、生命保険の場合は保険契約者、そして年金基金の場合は従業員、あるいは退職者が真の、あるいは究極の所有者である。そこでP・ドラッカーのように従業員が真の株主であり、会社の所有者であるということになる。

ところが従業員が年金基金の究極の所有者であるとして、その年金基金が投資信託で資産を運用し、さらに投資信託はそれをヘッジファンドのような投資ファンドで資産を運用する。これらの投資信託やヘッジファンドはリスクを回避するために分散投資をするし、さらにS&P500種やFTSE100種のようなインデックス投資を行って、投資対象を機械的に変えている。ヘッジファンドは運用成績を上げるために短期売買に走り、売買回転率が高くなり、投機的になっていく。

そして、ヘッジファンドは運用資産をもとにして資金を金融機関から借りて、いわゆるレバレッジをきかせて、運用資産額の何倍もの株式を買うことで大株主になっていく。

そうなる窮極の所有者である従業員は自分ではどのような株式を所有しているのかわからなくなる。自分の資産でどのような会社の株式を所有しているのかわからないような者が果たして真の会社の所有者といえるのだろうか。

もつとも、401K型年金基金の場合は従業員が自分で年金基金の資産を運用するのだから、どのような株式を所有しているのかわかっているが、しかしその場合でも投資信託で運用しておれば同じことになる。

さらに401K型年金基金では従業員が属している会社の株式で運用するというケースが多いが、その場合は、



もし会社が倒産すれば、従業員は給料がなくなるばかりか、年金もなくなるといことになる。このことは二〇〇一年に起こったエンロンの倒産などで生じたことである。

このようにして株式所有の機関化が進展した結果、二〇世紀末から二一世紀初めにかけて、株式の真の所有者と会社の関係が見えなくなつてしまい、誰が真の所有者かわからないという状態になつた。

そして所有者ではないファンド・マネジャーが会社を支配するようになり、「所有なき支配」はそれまでの経営者支配論とは全く異なつた次元で問題になつてきた。

## 6 真の所有者がわからない状態

最初に指摘したように、株主資本主義論では「会社は株主のものである」と主張されるのだが、真の株主は誰かわからない、という状態になつているところで、そのような主張がなされているのである。

会社の株主はすべて個人であり、個人が大株主として会社を支配するという一九世紀の古典的株式会社の段階でなら、「会社や株主のものである」といつてもおかしくはない。

しかし株式分散によつて経営者支配になつた段階、さらにそれを通り越して機関投資家に株式所有が集中するようになつた段階で同じようなことを主張しても根拠がない。

日本では戦後、財閥解体のあと株式所有の混乱状態が起こり、会社による事実上の自社株所有や名義貸しが盛んに行われ、それを收拾するために安定株主工作が行われ、それによつて株式所有の法人化、そして法人による株式相互持合いが進んだ。

そこでは法人＝会社による株式所有に基づいた経営者支配が行われていたのだが、バブル崩壊後、いわゆる

「持合い崩れ」が起こり、そこへ外国機関投資家による日本株取得が盛んになり、国内の機関投資家による株式所有も増えた。

そしてとりわけ外国機関投資家による株式の買占めや経営者への圧力が問題になったが、そのような状況で「会社は株主のものである」という株主資本主義論が唱えられている。果たして誰が真の所有者であるのかわからないような状況で「会社は株主のものである」といつてもその根拠がない。

そこで上村達男早稲田大学教授のように、会社は株主のものではなく、投資家のものだ、という主張が生まれる。<sup>(5)</sup>株式は絶えず売買されているので、今日は株主であっても明日はそうではないかもしれない。そして市民すべてが株主になる可能性をもっているところから、上村氏は「株主主権」に対して「投資家主権」を唱えている。

しかし、そうになると、ますます真の株主とは誰かわからなくなる。

近代株式会社という制度は株主が出資し、それが主権者である、という原則に立って確立したが、やがて株式分散によって株主主権の原則が崩れ、さらに第三段階で機関投資家や法人が大株主になることで、誰が真の株主かわからない、という状態になった。

これは株式会社の危機といえるが、この危機のあらわれが最近の投資ファンドなどの動きとなって表面化しているのである。これはアメリカではエンロンやワールドコム<sup>(6)</sup>の倒産などで明らかになっているが、日本では例えばステイール・パートナーズのサッポロホールディングスの株式買占めをはじめとするような事件としてあらわれている。

このような問題を原始的な株主資本主義論で割り切ろうとしても、それはそもそも不可能なことである。なに

より近代株式会社の第一段階、第二段階、そして第三段階という変化を踏まえ、その現実の変化に立って議論することが必要である。

そして「株式所有と会社支配」の問題をこれまでの議論を踏まえて、新しい次元で展開することが求められているのだ。

さらに言えば「株式会社とはそもそも何か」という根本に立ち返って議論することが必要である。<sup>(6)</sup>

注

- (1) P・E・ドラッカー『見える革命』上田惇生訳、ダイヤモンド社、一九九六年、二頁。
- (2) M. Useem "Investor Capitalism" BasicBooks、一九九六年。
- (3) J. Hawley, A. T. Williams "The Rise of Fiduciary Capitalism" University of Pennsylvania Press、二〇〇〇年。
- (4) "The Economist" March 1st 2008<sup>8</sup>、そのような指摘がなされている。
- (5) 上村達男、金児昭『株式会社はどこへ行くのか』日本経済新聞出版社、二〇〇七年。
- (6) 詳しくは奥村宏『会社学入門』七つ森書館、二〇〇七年および同『会社はどこへ行く』NTT出版、二〇〇八年を参照された。

(おくむら ひろし・会社学研究者)