

コーポラティズム，株主資本主義，第三の道

——英国の構造改革の足跡——

渡 部 亮

要 旨

70年代から80年代にかけて，貿易赤字，財政赤字，金融危機の三重苦に苦しんでいた米国経済は，70年代のディレギュレーション，80年のリストラクチャリング，90年代のグローバリゼーションを経て立ち直った。これには，株主利益重視を前面に押し立てた株主資本主義の企業統治が経営に強い規律を与え，効率向上を迫ったことが大きく影響している。

90年代には，米国投資家の対外証券投資も活発化し，投資銀行を始めとする米国の金融業者は，投資家を帯同する形で欧州の資本市場に進出したが，その際英国は，欧州での橋頭堡の役割を果たした。特に金融サービス業において，米系の投資銀行が対英進出をはかることによって株主資本主義の欧州への伝播に努めた。欧州におけるコーポラティズムの伝統は，この株主資本主義の伝播によって改革を迫られた。

しかし同時に一方では，IT バブルの崩壊やエンロン破綻，反グローバリゼーション運動の高まりによって，純粋な株式資本主義にも見直しの機運も起きている。また，米国における投資リスク回避指向の高まりは，株主資本主義の対外的伝播力を弱めることにもなっている。両者の変容を仲裁裁定し，「第三の道」に先鞭をつけるのが，英国の会社法大改正の動きである。

目 次

- | | |
|--------------------------|-----------------|
| I. 構造改革の原動力としての株主資本主義 | 2. 米系投資銀行の対英進出 |
| 1. コモンローとエクイティの伝統 | 3. 迎え撃つ英国の戦略 |
| 2. 株主資本主義のビジネスカルチャー | III. 株主資本主義の変容 |
| 3. 株主資本主義の対極：コーポラティズム | 1. 世界経済の新潮流への対応 |
| 4. 英国における構造改革のあとさき | 2. 「第三の道」の模索 |
| II. 米国流株主資本主義の伝播過程と英国の対応 | 3. 将来展望 |
| 1. 経常収支赤字国の証券市場を通じた資金仲介 | |

I. 構造改革の原動力としての 株主資本主義

1. コモンローとエクイティの伝統

経済が低迷していた80年代の米国で、経済政策論議のキーワードは競争力強化であった。この競争力強化は、90年代に入り株主資本主義の考え方が、会社経営に規律を与えることによって達成された。

株主資本主義は、元来信託法理の上に確立された企業統治モデルであり、一つの物件に、コモンロー上の所有者 (legal owner) の権利とエクイティ上の所有者 (equitable owner) の権利を、同時に認める点に特徴がある。この信託の考え方は、英米法の一大中心概念となつて大陸法には見られない法文化を形成した (Zweigert & Kotz [1977])。エクイティは、現代では株式を意味するが、元来は公平 (衡平) ないし公平法 (衡平法) の意味である。英国では14～15世紀以降徐々に、コモンロー体系と並行してこのエクイティが確立し、1535年にはユース法 (statute of uses) として集大成された。

ユース法やエクイティが出現したのは、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、旧来のコモンローの厳格な訴訟方式では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、現代的な意味を持つようになった。

エクイティはコモンローとともに英国から米国に移入され、そこで会社法や証券関連諸法の制定によってさらに精緻化されて、株主資本主義の企業統治を発展させた。近年における米国経済の躍進は、株主利益を重視する会社経営の正当性を証明し、いわゆる株主資本主義の世界的伝播を促進した。

この伝播過程で主導的な役割を果たしたのは、米系投資銀行と米国機関投資家であったが、それと同時に、英国金融界 (シティ) が果たした役割も見逃せない。英国は、米系投資銀行や米国機関投資家を受け入れることによって、欧州における株主資本主義の橋頭堡の役割を果たしたわけだが、それが可能であったのは、コモンローやエクイティの伝統に加えて、株主資本主義のビジネスカルチャーを米国と共有していたためと考えられる。そこで次節では、アングロサクソン系諸国におけるビジネスカルチャーの特質を整理してみよう。

2. 株主資本主義のビジネスカルチャー

カルチャーとは、人々が直面する様々なジレンマ問題を解決する際、あるグループに固有かつ独自の問題解決方法である。どこの国の人であろうとも、人は、他人との接し方、時間の捉え方、自然環境との対処方法において常にジレンマに直面する。トロンペナルス・ハムデンターナー [1997] は、世界数10カ国を対象にして行った標本調査をもとに、こうしたジレンマ問題を七つの次元で設定している。七つの次元とは、以下のとおりである。

- ① 普遍的ルール重視か、個別関係重視か (普遍主義 vs 個別主義)

- ② 個人の利益重視か、集団の利益重視か
(個人主義 vs 共同体主義)
- ③ 感情を表現するか、感情を抑制するか
(感情表出的 vs 感情中立的)
- ④ 公的關係優先か、私的關係優先か (関与
特定の vs 関与拡散的)
- ⑤ 地位は自分で獲得するものか、出身母体
に帰属するものか (達成型地位 vs 属性型
地位)
- ⑥ 時間を順序づけて捉えるか、順序を無視
して同時に捉えるか (順次的時間観 vs
同次的時間観)
- ⑦ 自然の力に屈服すべきか、自力で運命を
切り開くべきか (外部コントロール vs 内
部コントロール)

株主資本主義では、匿名の市場参加者(株主)が普遍的な市場ルールに従って取引する。そうした意味で普遍主義的である。また利害関係者全体の集団的利益よりも個人(株主)の利益を重視する。その意味で個人主義的である。出身母体には関わらず、だれでも株式を購入すれば株主になれるという意味で、達成型地位を重視する。そして感情を表に出し、特定分野に限って公的關係を重視し、自分の地位は自分で獲得し、自己基準で判断して自力で運命を切り開き、秩序立った時間軸に従って物事を順序よく考える。

このほかにも株主資本主義は、総体としての会社経営を生産、販売、財務、人事など様々な機能に分解し、それぞれを個別に管理するといった分解主義の特色を持っている。そこには、会社を機械の部品のように分解し、それを再構成できるという想定がある。たとえば、金融の世界におけるデリバティブズは、投資リスクを信用リスク、金利リスク、為替リスクなど

に分解(アンバンドル)して、それぞれを別個に値付けしたものである。この分解主義のカルチャーは、日本やドイツに見られる総合主義のカルチャーとは大いに異なる。

株式会社の権利義務関係は、株式という有価証券に表象されるが、それは、株主の法的地位という抽象的な権利義務関係を、均質的・具象的な割合単位に分解したものである。その会社観は法人擬制説のそれであり、極端な場合には、シカゴ学派のように会社は契約の束に過ぎないと論じられる。

そうしたカルチャーが、英米の株主資本主義の会社経営を形作り、それが今や資本主義のグローバルスタンダードとして確立されつつある。大規模一貫生産の重化学工業が支配的であった時代には、階層の上下区分が明確で、個人の目標よりも共同体の目標を重視し、タテ型かつ総合主義のカルチャーを持つ日独経済が優勢であった。しかし、現代経済では、グローバルな分業体制が確立し、アウトソーシング(外部委託)、アンバンドリング(機能分解)、サプライチェーンマネジメントなどが活発に行われる。そこでは個人の目標を重視し、ヨコ型かつ分解主義のカルチャーを持つ英米経済が優勢になった。

3. 株主資本主義の対極：コーポラティズム

株主資本主義は、ドイツ流の銀行資本主義、フランス流の国家資本主義、日本の経営者資本主義に対峙する意味合いも持ち、株主資本価値(株式価値)の向上を最優先目標として会社経営が行われる。そこでは、民間部門の資源配分や需給調節だけではなく、退職後の所得保障など、大陸欧州では公共部門が扱ってきた経済間

題の解決も、証券市場の規律と決定に任せようとする。それに対して銀行資本主義、国家資本主義、経営者資本主義では、それぞれ銀行、国家、経営者が裁量的に資源配分や需給調節にあたる。

フランスで国家政府が大きな役割を發揮することを示した最近の事例は、週35時間制の導入である。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。35時間未満の労働時間で、なおかつ6%以上の雇用創出を約束した会社には、社会保障負担の軽減措置が講じられた。ドイツのワークシェアリングが、労使交渉の中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。

一方日本では、株式持合いによって外部の一般株主の影響力を遮断し、経営者が専制君主のような地位を築いて独裁的支配権を行使してきた。これは、バーリとミーンズ [1932] が指摘した、所有と経営支配の分離による経営者資本主義に近いといえるであろう。

こうした違いは別として、大陸欧州や日本の資本主義の共通点をあげれば、それはコーポラティズム（全体主義的国家統制）の伝統であろう。コーポラティズム（corporatism）は、第二次大戦前のイタリアでムッソリーニが企業国家（corporate state）を建設しようとしたことに由来する。日本では、1940年前後に確立された戦時経済体制がこれに該当する（野口 [1995]）。

コーポラティズムにおいては、政府、産業企業、労働組合の三者が、経済発展による利益を共有すべく談合して国家経済戦略を描く。そこでは政府や労働組合が、会社経営や産業問題の

すべてに関与する。

60年代から70年代にかけての英国では、労使と政府が談合するコーポラティズムが定着していた。そこでは産業国有化や、賃金上昇率をインフレ率の範囲内に抑える所得政策などが行われた。これは社会的連帯を意識した考え方であるが、構成員である三者（政府、産業企業、労働組合）が、各自別々に拒否権を持っていたため、意思決定が鈍るという弊害が大きかった。

コーポラティズムの経済モデルが第二次大戦後の欧州において有効であった一つの理由は、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には労働組合の合意を経営に反映させる必要性があったためと考えられる。日独の方が英米よりも第一石油危機後の不況をうまく克服できたことも、コーポラティズムの評価を高めたといえる。しかし、80年代以降のグローバル化の過程では、一国内の平均的経済水準が隔離された形で継続的に上昇することは不可能になった。

また、フランスのように西独との競争関係で劣位にあった国は、従来通貨（仏フラン）の切下げによって貿易上の優位を得ていたが、そうした政策も持続可能ではなくなった。というのは、切下げはインフレ率の上昇をもたらし、その分賃上げ圧力が高まった結果、当然企業収益は悪化したからである。従来それに対しては、政府による産業保護政策や補助金政策が講じられてはいたが、最終的には財政赤字の拡大を惹き起こした。

欧州通貨統合は、こうした悪循環を打破する目的で企画されたが、通貨統合の実現によって国境を越えた資本や労働の移動が加速し、それまで国境によって遮断されていた経済システム

(コーポラティズム)の継続を不可能にしてしまった。

4. 英国における構造改革のあとさき

70年代から80年代にかけて英国がコーポラティズムを脱却した過程は渡部〔1998〕に詳しいので、ここでは戦後英国の構造改革年表(表1)を示して要点を整理する。

サッチャー政権の構造改革政策は、①公共支出の拡大が経済停滞の元凶であること、②グローバル市場以外には英国産業が生き残る道はないこと、この二点を国民全体の集团的価値意識に徹底的に擦り込むことから始まった。しかし、第一期目のサッチャー政権(79～83年)では、インフレ抑制のための通貨供給量管理などマクロ経済政策(中期金融財政戦略)が中心であり、民営化、金融自由化、労働組合法改正による労働組合の弱体化、地方自治改革・財政改革など構造改革への取組みは、83年の第二期目以降、政権基盤が安定してからであった。

サッチャー改革は、次の諸点にみるように急進的なものであった。①GDPが79年から81年にかけて3%強ダウンし、失業率が5%(79年)から12%(83年)に上昇した。②地方自治体の課税自主権を剥奪した。③国有財産の3分の2を売却した。ただし、最難関であった労働組合改革には10年超の政権担当期間のすべてを費やし、部分的にはメージャー政権に持ち越した¹⁾。また改革のマイナス点としては、次の二点がある。①財政支出のGDP比は結局低下しなかった。②政権末期には、金融市場でバブルとクラッシュが頻発した。

97年に登場したブレア政権は、その第一期目において、サッチャー政権の功罪を踏まえ、次

の諸点を政策目標として打ち出した。①中央集権から地方分権へのシフト(スコットランドやウェールズでの議会設置やロンドン行政府の復活)。②EU問題への積極的関与(EUの構造改革を英国が支援することが国益にかなうという判断)。③働く者への福祉向上(若年労働者雇用のニューディールや低所得者のステイクホルダー年金の導入)。

こうしたイニシアティブに加えて、第一期目のブレア政権は、秩序だったマクロ経済政策を実施した点が評価される。すなわち①金融政策におけるインフレ目標、②財政赤字を公共投資の範囲内に限定するゴールデンルール、③資源会計などの設定とその遵守である。

第二期目のブレア政権では、①簡素にして低廉な税制、②労働組合の圧力阻止などの点で保守的路線を維持する一方、平等主義的な教育と医療の充実にも力を入れている。英国の教育と医療は、大陸諸国に比べて負担は少ない反面選択の幅も狭く、拡充を求める声が強い。そこで2002年度予算では、社会保険料を給料の1%分引き上げ、医療関係支出を6年間に倍増することを決めた。

欧州では、90年代後半に英労働党を始めとして社会民主主義政権が支配的になったが、2000年代に入り右派ないし保守政権への回帰がみられる。こうしたなかでブレア政権は、個人の自由と社会の連帯をともに重視する「第三の道」を模索しつつある。すなわち、①市場における匿名の個人の自由行動に起因する効率性と、②顔見知りの仲間同士の信頼感に由来する安定性、この二つを調和させようというのがブレア政権の政策理念であろう。言うまでもなく、①が新自由主義の指向であり、②が社会民主主義の指向である(ギデンズ〔1998〕)。

表1 第二次大戦後の英国構造改革史

1945～51年	労働党アトリー政権、産業国有化政策
1964年10月	総選挙、労働党ウィルソン政権誕生
1964年11月	ポンド危機
1966年3月	総選挙、労働党ウィルソン政権維持
1966年7月	ポンド危機、賃金物価凍結と所得政策の導入
1967年11月	ポンド14%切下げ（1ドル=2.8ドルを2.4ドルへ）、二度目の EEC 加盟申請をフランスが拒否
1969年	鉄鋼業の国有化
1970年6月	総選挙、保守党ヒース政権誕生
1971年2月	ロールスロイス国有化
1971年8月	労使関係法制定（労組の規制が目的）：①団体協約に法的拘束力を持たせる、②非登録組合の差別的処遇を可能にする、③争議行為の60日間凍結を可能にする
1973年1月	EEC 加盟実現、公正取引法制定
1974年	地方自治改革：大都市自治体とその他地方自治体による郡州制実施（county council 制度の導入）
1974年2月	炭鉱スト突入
1974年3月	労働党ウィルソン政権復活（少数与党政権）、労使関係法廃止、社会契約による所得政策実施
1975年	報酬比例公的年金制度（SERPS）の導入
1975年2月	サッチャー女史、保守党党首に就任
1976年3月	ポンド相場 1 ポンド = 2 ドルを割り込む
1976年6月	ポンド暴落、BIS など53億ドルのスタンドバイ・クレジット供与 公正取引法をサービス業に適用する政令布告（公取委、証券取引所規則の調査開始）
1976年11月	IMF 査察団、英国に到着（外圧による改革開始）
1976年12月	財政支出削減等で IMF と屈辱的趣意書締結（ヒーリー蔵相による緊縮予算編成）
1979年1月	トラック運転手組合、25%の賃上げ要求でスト突入（「不満の冬」到来）
1979年2月	公取委、証券取引所規則を公正取引法違反の疑いにより競争制限的取引慣行審判所に判断を付託
1979年3月	欧州通貨制度（EMS）スタート（英国は不参加）
1979年5月	総選挙、保守党サッチャー政権誕生
1979年10月	為替管理全廃
1979年11月	公定歩合14%から17%に引き上げ、予算案で GDP 3 %下落と失業者数200万人を予測
1980年5月	インフレ率21.5%でピークに達す
1981年4月	ロンドンのブリクストンで黒人暴動、地方都市へも波及
1981年7月	リバプールで暴動
1981年9月	戦後最大の株価暴落
1982年初め	アムシェルインターナショナル株民営化売出し（民営化の先駆け）
1982年4月	フォークランド紛争に英軍出動（アルゼンチン軍降伏）
1982年7月	BT 株第一回民営化売出し計画の発表、雇用法制定（労組の免責特権排除）
1983年6月	総選挙、サッチャー政権第二期目へ（構造改革が正式に政策課題に登る）
1983年7月	手数料自由化に関し取引所と貿易産業省合意（公取委提訴取下げと取引所自主的改革スタート）
1983年11月	シティコープ、英証券会社ビッカーズダコスタ買収
1984年	法人税率、50%を35%に引き下げ
1984年2月	証券取引所、手数料自由化のプログラム決定
1984年3月	パークレーズ銀行、英証券会社ドゥゼットベバンなど買収 炭鉱閉鎖に反対するストに対しサッチャー政権強硬姿勢（労組敗退）
1984年4月	証券取引所、単一キャパシティ制度の廃止を提案
1984年7月	証券取引所、新取引システム SEAQ 導入決定
1984年8月	SG ウォーバーク、英証券会社ロウアンドピットマンを買収
1984年11月	イングランド銀行、新ギルトエッジ市場創設の提案
	BT 株第一回民営化売出し（240万人の投資家が応募）
1985年	社会保障制度の全面的見直し（公的年金報酬比例部分（SERPS）の私的年金移管）

1985年 1 月	貿易産業省，白書「英国の金融サービス」を発表（金融サービスの原型となる）
1985年 7 月	イングランド銀行，新ギルトエッジ市場開設（マーケットメーカー29社の発表）
1985年10月	金融規制監督のための自主規制機関（SRO）発表
1985年12月	金融サービス法案の議会上程
1986年 3 月	ジョバーとブローカーへの100%資本参加自由化，ロンドン証券取引所会員権の開放
1986年 4 月	地方自治体改革の一斉実施：①ロンドンなど大都市自治体の廃止，②首都圏の企画機能は，中央政府が任命する準自立的非政府機関（QUANGOS）へ移管，③小規模自治体（district council や borough）の設置
1986年 7 月	株式マーケットメーカー35社の暫定的発表
1986年10月	手数料自由化，ブローカーとジョッパーの分離廃止，金融サービス法成立，SEAQ システム稼動
1986年12月	ブリティッシュガス株民営化売出し
1987年初	ローソン蔵相による「影の ERM 政策」（1 ポンド＝DM2. 9～3. 0の割安水準に釘付けたため資本流入とインフレ惹起）
1987年 2 月	英国航空（BA）株民営化売出し
1987年 5 月	ロールスロイス民営化売出し，減税政策実施
1987年 6 月	総選挙，サッチャー政権第三期目へ
1987年10月	連続的金利引下げ開始
1987～88年	起業ブーム，インフレと不動産バブルで住宅価格上昇
1988年 5 月	「影の ERM 政策」放棄，金融引締めへ転換，社会保障改革法制定による「貧困のわな」の撲滅，最低賃金制度の若年労働者への不適用
1988年12月	ブリティッシュスチール株民営化売出し
1989年 夏	金融引締めによるバブル破裂で不況へ突入
1989年10月	基準金利15%へ引上げ，地方財政改革（90年度予算編成の一環）
1989年11月	景気後退明確化によりサッチャー辞任，メージャー政権誕生，ポンド相場下落へ
1989年12月	地域水道会社株民営化売出し
1990年10月	ERM へ正式参加
1990年12月	地域配電会社株民営化売出し
1991年 3 月	発電会社株民営化売出し
1991年12月	BT 株第二回目の売出し
1992年 2 月	マーストリヒト条約調印
1992年 9 月	ERM 危機（英，伊離脱），インフレターゲット政策開始
1992年11月	マーストリヒト条約発効
1992年12月	キャドバリー委員会報告発表
1993年 7 月	ロンドン証券取引所，キャドバリー報告に沿って上場規則改正
1995年	年金法改正（公的年金縮小最終段階へ）
1995年 5 月	ベアリングズ破綻
1995年 7 月	グリーンブリー委員会報告発表
1997年 5 月	総選挙，労働党圧勝，ブレア政権誕生，イングランド銀行改革（公定歩合の決定権を新設の同行金融政策委員会に移管）
1997年 6 月	アムステルダム条約（新欧州連合条約）採択
1997年10月	大蔵省，金融サービス市場法の草案を発表
1998年 1 月	ハンペル委員会報告発表
1998年 6 月	労働白書で労使関係の法制化の提案（労組の認知条件明記や最低賃金制度導入など），ロンドン証券取引所，企業統治の統合規範を採択（年次報告書に統合規範遵守の明記を義務付ける）
1999年 1 月	欧州通貨統合スタート
1999年 4 月	最低賃金制度の導入（時間当たり3. 6ポンド）
2000年 6 月	金融サービス市場法制定
2001年 6 月	総選挙，ブレア政権第二期目へ

〔出所〕各種資料から筆者作成

II. 米国流株主資本主義の伝播
過程と英国の対応

1. 経常収支赤字国の証券市場を通じた
資金仲介

米国流の株主資本主義は、90年代に欧州やアジア諸国に伝播したが、その伝播過程で中心的な役割を果たしたのが、米系投資銀行であった。米系投資銀行は、折から対外分散投資を積極化させていた米国機関投資家を帯同して欧州やアジアに進出した。ここで、そもそも経常収支の赤字国である米国が、どうして有力な資本輸出国となり得たかという疑問に答えるには、米国の国際収支構造をたずねる必要がある。

表2にみるように、90年代後半以降の米国では、年平均でみてGDP比3%相当の経常収支赤字を、同比8%相当の外国資本流入によってファイナンスしてきた。経常赤字を上回った部分（差引きで同比5%相当）は、対外証券投資や直接投資という形で米国外へ還流された。経常収支赤字の米国が、世界の銀行の役割を果た

したわけであるが、米国を中心とする国際的な資金仲介において特徴的なことは、それが証券市場（直接金融市場）を通じる資金仲介だったことである。

たとえば日本が、対米輸出で得た資金を使って米国債を購入したとしよう。その場合まず、米国の機関投資家Aが日本投資家に米国債を売却し、Aはその売却代金で資産担保証券（ABS）を別の機関投資家Bから購入する。次いでBは、ABSの売却代金で欧州や新興成長国の債券に投資する。米国債、ABS、新興国債券の間には、満期や格付けの違いに応じた利回りスプレッド（長短金利格差や格付け格差）が存在する。資金仲介の過程でスプレッドが異常に開くことがあるが、その時には投資銀行やヘッジファンドなどが裁定取引によって利益をあげるとともに、異常なスプレッドも是正される（スプレッドが従来の経験則では考えられないほど大幅に拡大し、裁定業者が破綻したのが、98年夏のLTCM危機であった）。

2. 米系投資銀行の対英進出

株主資本主義の企業統治モデルが世界的に伝

表2 米国の国際収支 (単位 億ドル)

	経常収支 の赤字 (-)	外国民間 資本の流入 (+)	資本流入の主な内訳項目			米国民間 資本の流出 (-)	資本流出の主な内訳項目		
			証券投資	直接投資	銀行債務		証券投資	銀行債権	直接投資
1995年	-1,099	+4,657	+1,959	+578	+302	-3,524	-1,225	-751	-988
1996	-1,209	+5,860	+2,852	+865	+165	-4,139	-1,498	-916	-919
1997	-1,398	+7,593	+3,443	+1,056	+1,490	-4,876	-1,190	-1,411	-1,048
1998	-2,175	+5,045	+2,667	+1,782	+398	-3,596	-1,361	-356	-1,425
1999	-3,244	+8,137	+3,235	+3,010	+542	-4,371	-1,312	-763	-1,554
2000	-4,447	+10,242	+4,329	+2,877	+880	-5,810	-1,249	-1,385	-1,524
2001	-4,174	+8,955	+5,142	+1,579	+952	-4,396	-977	-1,043	-1,560
7年間の平均	-2,535	+7,213	+3,375	+1,678	+675	-4,387	-1,259	-946	-1,288
(同上GDP比)	-3%	+8%				-5%			
01年GDP比	-4%	+9%				-4%			

〔出所〕米国商務省統計より作成

播したのは、米国の機関投資家が欧州などに向けて対外証券投資を積極的に推し進めたためだが、機関投資家の対外投資に歩調を合わせる形で、米系の投資銀行も欧州における営業基盤を強化するようになった。

90年代半ばは、米国の為替政策がそれまでのドル安政策からドル高政策に切り替わった時期でもある。ユーロ導入をにらみ、米国政府はドル相場の強化に乗り出すとともに、米系投資銀行は、欧州単一資本市場を業務機会として捉える戦略に取り組み始めた。こうした一連の動きは、ユーロ導入を控え国際資本市場の主導権確立を期すウォール街の戦略でもあった。

米系投資銀行の対欧進出は、欧州経済における非効率性の存在と構造改革の必要性が、裁定取引や事業再編アドバイスを主業とする投資銀行にとって業務機会になると期待されたためでもある。たとえば投資銀行が運用するプライベート・エクイティ・ファンドは、未公開株と公開株（上場株式）の価格裁定によって利益を生む。民営化アドバイスやM&Aの活発化も、大きな業務機会を提供した（渡部[2002. 2]）。

90年代後半に、大手の米系投資銀行は欧州でのフランチャイズ作りを完了し、刈り取り期に入った。たとえば、ゴールドマン・サックス会長兼 CEO のヘンリー・ポールソンが、2000年6月に行った講演（Paulson [2000]）によれば、同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年には976人、99年には3,471人（同25%）へと増加した。ロンドンには、同社本体の社長（COO）を始めとして、インベストメントバンキング、株式、債券、アセットマネジメント各部門の共同部門長（Co-head）が常駐している。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、株式発行業務は74%増、高利回り債業務は270%増の高成長を遂げたとしている。

バルジブラケットと呼ばれる大手投資銀行の業務戦略は、世界中の金融商品を世界中の販売網に乗せて世界中の投資家に販売することであり、モルガンスタンレーの98年版年次報告書でも、高齢化が進展ししかも資産蓄積の厚い日欧の年金資金をいかに取り込むか、それが最重要課題と位置付けられた。

3. 迎え撃つ英国の戦略

米系投資銀行の対英進出もあって、株主資本主義は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。英国が、ドイツやスウェーデンと比較して早い時期にコーポラティズムを脱却できたのは、①国際資本の影響力に対する英国経営者の意識が伝統的に高かったこと、②コモンロー、エクイティ、英語などの点で、英国は法的・経済的・人種的に米国と共通の基盤を持っていたことによるが、それに加えて、③英国政府および金融当局の行政面での対応が機敏であったことも見逃せない。

行政面での対応を時代順に追うと、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発表された企業統治に関する提言、97年の金融サービス機構（FSA）設立と同機構への金融規制監督権限の一元化、99年のユーロ導入時における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。

- ① 79年に為替管理が撤廃されるまでの英国には、投資通貨プレミアム制度があり、対外投資（外貨の購入）は制限されていた。

そうした制約があったため、米系投資銀行や日系証券会社の欧州拠点は、70年代にはパリやアムステルダムに置かれていた。79年に投資通貨プレミアム制度が廃止されたことは、86年の金融ビッグバンとあいまってロンドン市場の魅力を回復させ、大陸欧州から英国シティへの拠点回帰が起きた。

- ② 86年の英国ビッグバンは、株式の委託売買手数料自由化、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当局の目論見は、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や、金融資本市場の英系業者による再興にあった。結果的には、米系投資銀行の寡占体制が出来上がり当局の目論見は大きく狂ったのだが、それにもかかわらず、シティ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。
- ③ 99年のユーロ導入は、ユーロ建ての金融取引がフランクフルトやパリに移行するかもしれないという危機感を強めた。そこで主導権を発揮したのが、イングランド銀行であった。同行は「ユーロ・コンプライアンス」という旗印のもと、ユーロ建て取引がシティにおいて円滑に行えるように、決済システムなどインフラ整備や広報活動に傾注した。イングランド銀行の努力がなければ、シティの地位が低下していたかもしれないし、そもそもユーロ導入がスムーズに行えなかったかもしれない。
- ④ 英国では、80年代の規制緩和やビッグバン路線に続き、90年代には企業統治の議論

が高まり、株主資本主義の観点から会社経営の透明性向上や監視強化の方策が講じられた。これが80年代の金融資本市場改革に次ぐ構造改革第二弾の役割を担った。株式資本主義の企業統治に切り替えるに際して、キャドバリー、グリーンブリー、ハンペルと三人の著名な経営者が委員長を務める諮問委員会が順次報告書を提出し、コーポラティズムの残滓払拭に努めた。その結果、社外取締役と委員会制度の導入、役員報酬の開示、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がついた。98年ハンペル報告では、92年キャドバリー報告と95年グリーンブリー報告を踏まえた上で、新たに『企業統治の統合規範』が提案され、ロンドン証券取引所がこれを採択して、取引所上場会社が年次報告書にこの『統合規範』の実施状況を付記することを義務付けた²⁾。

- ⑤ 英国の会社法は1844年に制定され、その後の経済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。上記のような企業統治の強化に関しても、自主規制団体である証券取引所の上場規則に盛り込むといった形で対応してきた。この辺に、英国の慣習法的な伝統がよく現れている。しかし、近年、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改正作業を進めている。上場大会社の企業統治への対応などに関しては、既に取引所の上場規則の形で実施されているものも多いので、この大改正では、未上場中小企業の法的枠組みの変更が、一つの大きな柱となっている。中小企業に関わる部分以外で、政府の会社

法改正案(The Company Law Review Steering Committee [2001])に盛り込まれている主要な項目を列記すると、以下のとおりである。

- ・取締役の役割と義務の明記について。短期的な業績だけでなく長期的視野に立った経営責任(後述)と、取締役の利益相反行為禁止の明記。取締役の任期を当初三年(その後は一年毎の更新)とする任期制度。取締役の経歴や資格の公表など。
- ・取締役の報酬開示について。報酬決定基準の開示のほか、株主総会で報酬金額の承認を得ることを義務付ける。
- ・株主の権利行使について。株主総会用資料のウェブサイトでの事前公表。株主総会における機関投資家株主の議決権行使状況の開示。
- ・株主代表訴訟など少数株主の権利擁護について。従来も少数株主は信託法に基づき経営者責任を問うことはできたが、それは株主個人としての提訴であって、会社を代表して訴訟を起こすという性格のものではなかった。
- ・会社の営業および会計に関する適時開示について。年次報告書の一部として、営業・財務の概況を記した OFR (operating and financial review) の公表。この OFR には、企業統治や会社が直面するリスク、会社の広範な構成員の利害関係などに関する記述も含まれる。OFR は、過去の出来事を記述するのではなく、将来に向かって前向きな内容であること、また財務会計以外の要因、特に企業経営に関わる無形資産の重要性を記すこと。

Ⅲ. 株主資本主義の変容

1. 世界経済の新潮流への対応

(1) 高齢化

21世紀初頭の世界経済は、高齢化、地球環境悪化、金融資本市場の不安定化、IT 化といった新潮流に遭遇しており、そのそれぞれが資本主義に新たな挑戦を迫っている。以下では、主として米英の株主資本主義がこうした新潮流をどう受けとめているか、特に英国における新しい動きを論じる。

まず高齢化は、新しい雇用問題や所得保障問題を惹起している。英米では、私的年金による証券投資が退職後の所得保障の重要な一環をなしてきたが、2001年末に破綻したエンロンは、年金崩壊という深刻な問題を提起した。エンロン従業員の確定拠出型年金(401 k プラン)は、資産の60%をエンロン(自社)株で運用し、しかも退職前の売却には制限があったため、同社社員は保有株を売ることもできず、給与と年金の双方をいっぺんに失う結果となった。

401 k プランの自社株運用は、エンロンだけにかぎらずプロクター&ギャンブルやコカコーラなど広範な企業で行われている。個人主義が徹底している英米では、退職後の所得保障を子供や政府に全面的に頼ることができず、私的年金が高齢者にとって命綱ともなっている。そうしたなかでエンロンのような事態が起きたことは、株主資本主義の失敗とも捉えられた。

(2) 金融資本市場の不安定化

金融資本市場の不安定化も、株主資本主義に

挑戦を迫るものである。金融資本市場の不安定化は、社債権者の反乱とネット (IT) バブルの崩壊といった形で、2000年の米国資本市場で一気に噴出した (渡部 [2002. 5])。90年代の米国では、証券価格の変動が激しかったため、投資家は市場リスクには敏感であったが、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) には寛容になった。

このことは、90年代に米国企業の負債性資金への依存度を高めたが、2000年央以降の景気減速に伴い、社債投資家は一転して信用リスクを回避するようになった。特に低格付けの高利回り社債を一斉に売った結果、発行会社の資金調達難を引き起こした。景気後退下では、負債比率の高い会社の信用リスクが急騰する。株式投資家は、大きなリスクをとってそれに見合った大きなリターンを狙うが、債券投資家は元利金の支払いを受けるだけであって、大きなリスクに見合うリターンを期待できない。そこで、高くなり過ぎた信用リスクに対して、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。リスクプレミアムの上昇は、株主資本コストの上昇を通じて株価下落も引き起こした。

エンロン破綻も金融資本市場の不安定性を高め、資本市場慣行のオーバーホールを迫ることになった。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飛ばし、経営監督者としての社外取締役の利益相反、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、証券アナリストの発行会社寄りの株価評価、などの問題を浮き上がらせ、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提示することになった。

(3) 反グローバリゼーション

第三の新潮流である地球環境の悪化は、反グローバリゼーション運動という形をとって株主資本主義に挑戦を挑んでいる。現役世代の短期的な金融利益よりも人類全体の長期的な生存の方がより重要な問題であるとして、株主利益一辺倒の株主資本主義を強く糾弾される。

この運動はインターネット、携帯電話、格安航空運賃を駆使して左翼団体、労働組合、環境保護団体、動物愛護団体、消費者団体、宗教団体、無政府主義者などを糾合し、99年の WTO シアトル総会を混乱に陥れた。有名ブランド・メーカーが、途上国の劣悪な労働環境で未成年労働者を使役したり、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も攻撃の矢面に立たされる。

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や、ナイジェリアでの人権擁護に積極的でなかったことなどを非難された。そこでシェルは、正直 (honesty)、高潔 (integrity)、人間に対する敬意 (respect for people) といった価値観を柱として、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。そのなかには、株主利益の向上と並んで地域社会への貢献や健康・安全・環境への配慮も含まれる。これは、多国籍企業が社会的責任を明記した顕著な例である。

反グローバリゼーション運動は、公共利益や市民社会の主権回復をスローガンとしているが、経済取引のグローバル化そのものに反対することが真に公共利益に適うかどうかは、十分に分析されているわけではない。しかし、国際的な会社経営がこの運動を無視できなくなっているのも事実である。

(4) IT化

情報技術（IT）の発達は，民主主義の課題である「個人の自由と社会の連帯の両立」を可能にする。個人が，ネットワークを通じて豊富な情報を相互に利用し合う過程で，自発的で自由な意志と相互協力が働き，それによって市場経済の円滑な運営が達成されるからである。

しかし反面，ITの発達は，私有財産制や法の支配といった株主資本主義の基盤的理念に対する挑戦でもある。現代経済では，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やヴァーチャルリアリティが商圈を形成する。こうしたバーチャル経済において，私有財産制が貫徹するかどうかが問われている。また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，不正行為や詐欺的行為が横行する恐れもある。金融サービス業でもITは革新を起こしているが，人間集団の行動の場である金融資本市場においては，市場規律だけでなく法制化された行動規範も必要である（カーフマン[2000]）。

さらに加えて，バイヤーやサプライヤーなど取引の一方の側が，専属の取引市場を形成することによって，独占化をはかるといった事態も想定される。ネットワーク型経済では，初期投資が巨額で固定費が高い反面，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なく，ユーザー側でも皆が同じソフトを使用すると利便性が高まる。またユーザーは，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。いわゆる「ネットワークの外部経済性」である。こうしたことも，市場経済制度に立脚する株主資本主義への挑戦といえよう。

2. 「第三の道」の模索

米国流の株主資本主義が挑戦を受ける一方で，欧州諸国は，株主資本主義を導入する形で経済構造改革を進めている。欧州でも上場会社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（仏中銀での聞き取り調査による）。そ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。労使による共同決定制度が強固に残存するドイツでも，税制改革と資本市場改革の面で前進がみられる。

こうした米欧接近に指針を与えているのが，英国会社法改正の動きである。既に，英国の企業統治改革は，取締役会会長と最高経営責任者（CEO）の分離，取締役全員の報酬開示などの点で米国よりも進んでいる。米国では，大半の会社の会長がCEOを兼任しており，また報酬開示も一部取締役に限定されているからである。シティを擁する英国が，新しい企業統治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。

英国政府の会社法改正案では，会社経営に長期的な利益成長の視点を持ち込むことが提案されている。というのは，この改正案において最も大きな争点となったのが，会社は誰のために何を目的として経営されるかという点にあるからであり，政府案では，概要次のような表現を

使って結論づけている。

「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社会的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のは、第一に、会社経営の究極の目的は株主利益の向上にあるという点の再確認である。したがって、利害関係者全員の利益を常時均等にバランスさせるべきだという主張をしているわけではない。そもそも、長期的観点から経営目標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、法律によって決めるべきではないという判断がある。

第二に、会社行動の成果を判断する際、長期と短期の双方の時間軸で判断すべきだとしていることである。そして特に長期的な成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、重要な判断基準となることを明確に認識すべきであるとしている。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視点で会社経営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要件として、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。英国会社法改正に関わるこうした判断基準を「包含性 (inclusivity) の原理」と呼び、単純な株主利益の極大化論や利害関係者利益の均等的擁護論とは区別している。この辺に、労働党政権の「第三の道」の片鱗が窺える。

3. 将来展望

バーリとミーンズが描写した経営者の独裁的支配は、米国における企業統治論議の高まりによって一応抑制されたが、今度は、(ストックオプションを交付された経営者株主も含めて) 株主利益偏重への反省も起きた。特に英国では、企業統治論議に長期的利益といった視点を持ち込む会社法改正の動きや、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。株主資本主義の企業統治モデルが、利害関係者による経営関与を包含的に容認し始めた点が注目される。

物的所有権よりも利用権や擬似体験を重視する現代経済では、商品とは顧客各人が理想とするライフスタイルを実現するための小道具であって、商品を提供する会社は、顧客と一体となってライフスタイルを提案する必要がある。物が不足していた時代の会社と顧客の関係は、一回限りの刹那的關係であったが、いまや顧客関係は「一生のお付き合い」となり、従来以上に緊密で専属的なものになっている (Rifkin [2000])。

また、フロントオフィス (営業部門) からバックオフィス (支援部門) まで、すべてをアウトソース (外部委託) する現代企業において、本社業務の中核となるのは、商品開発とコ

注

- 1) 英国では、ヒース政権時代の71年に労使関係法を制定して労使関係の法制化を目指したが失敗。サッチャー政権の80年雇用法、メージャー政権の92年労働組合・労使関係（統合）法、93年労働組合改革・雇用法などにより徐々に改革が進められた。その結果、産業別の全国協約から離脱し、企業内組合のみを交渉相手とする会社が増加した。労組は、会社と交渉権のある単一組合として認定されることを求め、柔軟な交渉姿勢をとるようになった。日本企業の英国への進出も、こうした変化を促したとされている。
- 2) 米国では、敵対的買収などを通じて株主と経営者との間の権力闘争が起こり、それが企業統治問題を活発化させた。つまり「会社とは誰のものか」という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企業統治論議が動いた。これに対して英国では、不祥事の多発を契機として、会社会計開示と監視強化の方向で企業統治論議が動いた点に特色がある。90年代の英国では、電力ガスなど民営化後の公益事業会社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）の年金資産を私的用途に流用したりしていたことが明るみに出て、企業統治問題への関心が高まった。英国では、財務諸表などの正確な開示を行うことにより、株主の監視を容易にする方策が講じられたのであり、米国に見られた企業買収や株主積極行動主義は、顕著な形では起きなかった（レアマウント [2001]）。しかし90年代の提言を経て、英国の企業統治論議は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、その延長線上で、現在会社法の全面改正が週上に登っている。

参考文献

- Berle, A.A. & Means, G.C. [1932], *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers, (邦訳) 北島忠男 [1959], 『近代株式会社と私有財産』文雅堂銀行会社
- The Company Law Review Steering Committee [2001], *Modern Company Law: For a Competitive Economy*, Final Report (HMSO)
- Giddens, A. [1998], *The Third Way*, Polity Press, (邦訳) 佐和隆光 [1999], 『第三の道』日本経済新聞社

ンプライアンスによるブランドの維持増進に尽きる。会社は、魅力的な商品開発とブランド力向上のために知識労働者を従来以上に必要としているが、移動性の高い知識労働者は、会社を必ずしも必要としない。必要なのは職だけである。外部株主の利益を偏重しすぎる会社からは、知識労働者が流出してしまう (Plender [2002])。こうしたことは、新時代の会社と株主、従業員さらには顧客との関係に新たな装いを与えることになるであろう。

英国の会社法改正は、従来の「制度間競争によって良いルールが残る」といったデファクト (de-facto) ないし慣習法的アプローチから、「制度インフラの法制化に国家が関与する」といったデジュアリ (de-jure) ないし制定法的アプローチへの幾分かのシフトを意味するものかもしれない。

マクロ経済との関連でいえば、米国の証券市場を資金仲介の場とする国際的な資金フローに変調の兆しが生まれてきていることも注目される。それは、米国資本の海外への還流が細ってきていることである。先の表2で示したように、2001年には経常収支赤字がGDP比で4%、外国資本流入額が同比9%へと拡大しているが、米国資本の流出額は同比4%へと減少している。特に証券投資形態での資本還流が減っている。これは、2000年以降波状的に起きた株価下落、爆破テロ、景気後退、エンロン破綻などの影響で、米国の投資家が投資リスクを回避するようになっていることの現れであろう。

証券形態での資本還流減少は、当然株主資本主義の企業統治グリップが弱まることを意味するわけで、米国主体のグローバリゼーションが新たな展開局面に移行しつつあることを窺わせるものでもある。

Kaufman, H. [2000], *On Money and Markets*, McGraw-Hill, (邦訳) 伊豆村 房一
[2001], 『カーフマンの証言 ウォール街』東
洋経済新報社

Paulson Jr., H.M. [2000], *Europe: The
Opportunity of the Next Decade*, [http://
www.goldmansachs.com](http://www.goldmansachs.com)

Plender, J. [2002], "Fuzzy Line of Owner-
ship" *Financial Times*, 29 May 2002

Rifkin, J. [2002], *The Age of Access*, Pen-
guin Books

Trompenaars, F. & Hampden-Turner, C.
[1997] *Riding the Waves of Culture*,
Nicholas Brealey Publishing, (邦訳) 須貝
栄 [2001], 『異文化の波』白桃書房

Zweigert, K. & Kotz, H. [1977], *An Intro-
duction to Comparative Law*, North-

Holland Publisher Company

野口悠紀雄 [1995], 『1940年体制——さらば「戦時
経済」——』東洋経済新報社

レアマウントサイモン [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——』日本評論社に所収

渡部亮 [1998], 『英国の復活・日本の挫折』ダイヤ
モンド社

渡部亮 [2002. 2], 「米系投資銀行発展の軌跡と今後
の課題 (上) (中) (下)」『金融財政事情』2002
年 2 月 18 日, 2 月 25 日, 3 月 4 日号

—— [2002. 5], 「株主資本主義の隆盛とネット
バブルの財務的崩壊 (上) (下)」『世界経済評
論』2002 年 5, 6 月号

(法政大学経済学部教授)