

タイトル	コーポレート・ガバナンス：そして、三段階の政治経済学へ
著者	河西，勝
引用	季刊北海学園大学経済論集，51(3・4)：225-255
発行日	2004-03-31

《論説》

コーポレート・ガバナンス

— そして、三段階の政治経済学へ —

河 西 勝

I コーポレート・ガバナンス、何が問題か

〈グローバル化の衝撃〉

第一次グローバル化は、第一次大戦とともに不意に終わり、世界は、激しい保護貿易主義と資本移動に対する厳格な制限の時代に入った。1930年代初頭をつうじて、アメリカは、関税を急激に引き上げ、他の諸国もそれにたいして応酬したので、大不況はさらに悪化した。世界貿易量は急減に減少した。政府は、自国経済を世界不況の影響から隔離する目的で資本管理を導入した。そのため、大戦間期には、国際的な資本の流れは、事実上干上がってしまった。資本管理は、第二次大戦後も維持された。戦勝国が、自国の為替レートを固定することを決定したからである（ブレトン・ウッズ体制 Bretton Woods System として知られる協定）。しかし経済大国はまた貿易障壁を引き下げることが復興にとって重要であるという点で協定を結んだ。経済大国は、GATT (the General Agreement on Tariffs and Trade) によって、輸入関税を徐々に低下させるために、一連の交渉を行った。GATT は、1995年に、WTO (the World Trade Organization) によって置き換えられた。それとともに貿易は、著しく拡大した。1997年のアジア通貨・金融危機の後、先進国の機関投資家は、中国大陸、西部大開発へと、投資先を転換した。その中国は、2001年、あのセッテンバー11直後に、対テロ世界戦略の一環として大いに歓迎され、WTOに加盟した。

ドル危機の後、1970年代初頭に、ブレトン・ウッズ体制は崩壊し、各国通貨は市場が設定するおりのレートで互いに「フロート」するようになった。このことは、グローバル資本市場の再生を知られる信号となった。第二次グローバル化の開始である。アメリカとドイツは、すばやく資本の流出と流入をコントロールする試みをストップした。イギリスは、1979年に資本管理を廃止し、日本は、1980年にほとんど資本を自由化した。フランスとイタリアは、遅れたが、1990年に、国境を横断する投資に対する最後の制限を放棄した。二つの力が、商品と貨幣と資本の流通を増大させた。第一は、IT技術による流通コストの軽減である。第二は、貿易の自由化である。GATT交渉や一方的な決定の結果として、ほとんどすべての国が、外国貿易に対する障壁を引下げた。ほとんどの国が国際的な資本を同様に歓迎した。こうして、1987-97年の10年間で、貿易は産出高とおなじ二倍に、外国直接投資は三倍、株式の国際取引は10倍に、それぞれ増大した (The Economist 1997)。

ドイツで「企業それ自体」論争が展開され、アメリカでバーリとミーングスの共著が大きな反響を巻き起こして以来60年ほどたつて、コーポレート・ガバナンス (Corporate Governance) が

政策上の課題として舞い戻ってきた。冷戦が終わり、社会主義体制は崩壊した。1990年代にはいり、1920・30年代におけると同様に、先進国でも、東ドイツ、ロシアなど旧共産主義圏や発展途上国でも、世界中で、大法人組織における「所有と経営」のスタイルに関して、公衆の関心が非常に高まってきた。その関心は、賃金と報酬に於ける不平等、多数の劇的な金融上のスキャンダル、そして、経営者による会社利益の侵害に対して株主は何もできないという明らかな不満によって、促進された。一般的に、会社は誰のものか、誰のために運営されるべきものか、根本的な問いかけがなされるようになった。

1930年代以来の国家介入の方向を逆転させる、より長期にわたるグローバル化の緒力も作用している。ほとんど20年間にわたる財政改革、民営・民有化と規制改革の結果として、国家や組織労働者からの「対抗力」が弱まったために、法人組織の経営陣の権能が非常に強まってきた。国家を超える商品・貨幣（外国為替、両替などをふくむ）・資本の流動性をコントロールするなどの規制上の拘束が除去された。そのために、会社は、それらの市場において、競争圧力の著しい増大にさらされるようになった。その反面で、経営者は、その経済的目標を達成するために、広範囲にわたって戦略的な選択を追求する自由を獲得した。また大法人組織の意志決定が会社の外部における国内・国外のコミュニティーにもたらす影響も、相当なものになってきた。要するに、グローバル化は、会社経営の意志決定に対して仲介役をつとめる政治的、制度的な機構のほとんどを、転換させた。結果として、衆目の関心が再び会社の内部的ガバナンスに焦点を合わせるようになってきた。(Deakin and Hughes 1997)。

〈「株主資本主義」か、「利害関係者資本主義」か〉

グローバルの、ローカルの、国家の、法人組織（コーポレート）の、などと形容詞がつけられるように、ガバナンスは、多くの文脈において、定義される。前二者は措いて、後二者を社会慣習上の全体像としてみれば、それらが、それぞれ固有の領域をもちながらも、互いに重なりあい、直接的、間接的に密接な関連を持っていることは、はっきりしている。

すなわち、国家「ガバナンスとは、国家の社会的経済的プログラムを実行し、それにより持続的な経済的成長を生み出すために用いられる市民（民間）と政府の間の権力作用と権力関係である」(Paul J.N. Halpern 2000) とすることができる。またコーポレート・ガバナンスは、法人組織セクターが管理されるその仕方を条件づける政治、法律、規制制度、報告要件など、国家ガバナンスによってその「枠組み」を与えられる。ガバナンス・システムはまた金融システムを含むが、これは、金融システムが株式会社セクターの行動を条件付けることにおいて、一定の役割を果たすからである。それ自身国家ガバナンスの重要な一環をなす金融システムは、一国の経済における生産的な資産利用から生み出されるすべてのキャッシュフローに対する請求権の配分の構造を決定する。(Paul J.N. Halpern 2000)。

それに対して、その固有の領域としては、コーポレート・ガバナンスは、公的に取引（証券市場に上場）される「法人組織の内部的ガバナンス・メカニズムとその社会的責任の範囲にたいする社会的概念との関係に関心をよせる。これは、直ちに、内部的関係の処置が、より広く社会的な目標と適合しうるかいなか、という問題をもたらす」(Deakin and Hughes 1997)。また、国家ガバナンスとコーポレート・ガバナンスとは、公債の発行と証券市場の関係、財政支出と企業課税との関係などを通じて、互いに決定的な影響を及ぼし合う。

以上のように、国家ガバナンスに包括されるコーポレート・ガバナンスの固有な領域に関して

は、相当に明瞭であるにもかかわらず、実際に「法人組織の内部的ガバナンス・メカニズム」をどう理解するかに関しては、議論が大きく二つに分裂する。議論は、つねに、コーポレート・ガバナンスの特定の目標に関連づけられる。コーポレート・ガバナンスの目標を株主の富裕に結びつける新古典派経済学（法学者、会計学者をふくむ）の問題提起から、コーポレート・ガバナンス論争は始まった。

法人組織ガバナンスは、究極的に株主に特定される権利のために存在する。株主は、法人組織の資産と所得に対する最も従属的な要求の保持者として、事業ベンチャーの「残余リスク」を引き受け、そして自らの利害を少なくとも契約を通じてつらぬく。株主価値を最大化するガバナンスの構造と慣習が、株主によるリスク引き受けに対して報酬（残余利益）をもたらす一方で、労働者や供給者・需要者、債権者といったより上級の要求権者の保護と満足をも保証する。残余収入に対して請求権を有し、会社価値の増大と利害が一致する株主だけが、会社のガバナンスと意思決定上の諸費用を削減できる（Kraakman 2001）。それゆえ、「株主の至上権」こそ、「資本主義の精神であり、資本の論理であり、真の資本主義の確立である」。（若杉 2001 年）

以上のような「株主の至上権」をかかげる法人組織ガバナンスの主張は、しばしば「株主資本主義」（shareholder capitalism）と呼ばれる。それに対抗して現れた「利害関係者資本主義」（stakeholder capitalism The Economist 1996）の主張は、次のことを問題にする。つまり、ひとつの法人組織において、一連の利害関係者（stakeholder）が存在する。会社の経営者と「株主とならんで、会社の従業員、会社の生産する製品にたいする需要者、会社への部品・原料などの供給者、そして銀行など長期、短期の金融債権者である。これらの利害が、如何にバランスを維持されるか、ということが、コーポレート・ガバナンスとして重要な課題になる（この利害関係者のなかに、環境問題、景気や企業課税の動向、失業率などの社会一般の利害関係を含めることはしない。概念が曖昧になってしまうから）」（Cambell 1997）。

「株主資本主義」と「利害関係者資本主義」とは、両者ともに「理念型」を掲げて実践（政策実現）を目差す「市場原理主義」（プラグマチズム）のゆえに、互いに二律背反（相互に矛盾し対立する二つの命題が、おなじ権利をもって主張されること）に陥ってしまう。後者からすれば、前者は、会社利害関係者の一員に過ぎない株主に不当な特権を与えている。前者からすれば、本来的に供給者、債権者や従業員の契約上の権利を尊重し、その利害関係の保護は十分に折込済みなのに、後者は、かれらの利害に不当な優先権をみとめ、法制度上認められる株主の資本所有権（支配権つまり従業員の雇用・解雇など契約上の義務・権利をふくむ）を侵害する。このような二律背反は、いずれか一方を選択する二者択一か、あるいは、「株主資本主義」をイギリス、アメリカモデルとし、「利害関係者資本主義」をドイツ、日本モデルとすることによって、回避できると考えられるかもしれない。しかしわれわれは、そのいずれの方法もとらない。その代わりに、両タイプをその「原理主義」から開放することによって、両者の二律背反を止揚する（矛盾の高次の統一における解決）。

すなわち、「株主資本主義」からそのプラグマチズムを剥ぎ取り、その内在的な論理を純粹資本主義的原理体系に昇華させる。他方で、その資本主義的原理体系（私有制・価値法則的内部統制）を基準にして、「利害関係者資本主義」を、国家ガバナンスと経営者権力に服する「利害関係者コーポレート・ガバナンス」へと理論的に進化させる（注）（河西 1999 年）。そして、「株主資本主義」のプラグマチズム（原理主義）を、「グローバル化」の文脈において、「利害関係者コーポレート・ガバナンス」にたいする重大な意義ある挑戦（「経営者革命」に対する反革命

の失敗を暗示する適切な表現として「株主の反乱」がある)とする視点を呈示する。

(注) コーポレート・ガバナンスという用語は、本来的あるいは実務的には、取締役会の構成と機能、取締役会の意思決定に対する株主(総会)の権利ないし特典を規定するものとして、使われる。ここでは、それを、狭義のコーポレート・ガバナンスとして、利害関係者ガバナンスに関連させて、議論する(Deakin and Hughes 1997)。

〈利害関係者ガバナンスこそ、コーポレート・ガバナンス〉

現代の法人組織ガバナンスは、一次大戦以後におけるレッセフェール体制の終焉、世界的金融システムの崩壊、企業規模の巨大化、階級闘争の激化(資本・賃労働の対立と和解)、国家ガバナンスの拡大によって、もたらされた特有なシステムである。その実際のあり方は、確かに国ごとに相当に異なっている。しかしいずれの先進国でも、内部的ガバナンスと国家(政治的・法制的・慣習的)ガバナンスは、経路依存性によって、利害関係者コーポレート・ガバナンス・システムへと進化していく(それゆえ、以下では、このシステムを単に「コーポレート・ガバナンス」または「ガバナンス・システム」と略称する)。アメリカやイギリスでさえ、「大会社が、もっぱらその株主の収益の最大化だけに固執しているなどと本気で主張するものは、学者かアジテーターにすぎない。現在では、多くの会社の経営者は、どうしたら労働者が働く意欲をもてるかと真剣に考えるようになった。かれらは、ますます分散化する株主(そのほとんどが、普通の市民であって、金満家などではないが)の利害にたいしては、超然とすることが多い。」(The Economist 1996)

今日のアメリカでは、基本的生産主体は、大規模な近代的企業であり、経営者が支配する型の企業である。経営者による権力の追求は、これらのあらゆる法人組織に共通して許容される動機である。権力は、権力を持つこと自体のために、事業規模の拡大や威信の拡大のために、追求され、享受される。また権力は、資本提供者のための利潤の極大化にほとんど役立たない。大企業は、自社製品の販売価格と原材料の購入価格を支配しており、その影響力は、自らの需要を形成する操作はもとより、国家にまで及んでいる。そして、大企業は、あらゆる巨大組織の例に漏れず、それ特有の官僚的な組織の傾向に縛られている。その結果、大企業は、その意図に反して利潤率極大化に反する行動をとったり、時間がたつて動脈硬化に陥ることにもなる。このような「経営支配の特徴を、ミクロ経済学がその理論の中に組み込んでいないのは、どのように控えめに見ても奇怪である」。(ガルブレイス 1992年)。

ガバナンス・システムは、エイジェント(社外取締役、監査役など本来的に株主の代理人)を事実上内部に取り込み、プリンシパル(株主、本来的な至上権者)をアウトサイダーへと追放する。ガバナンス・システムから疎外された市場は、ますます肥大化しながら、ブーメランのごとく舞い戻り、ガバナンス・システムと衝突を繰り返す。年金基金などを運用するアメリカとイギリスの機関投資家は、株主としての会社支配権の喪失を、証券市場におけるキャピタル・ゲインの獲得によって埋め合わせようとする。これら機関投資家グループ(たとえばICGN国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク)は、グローバル化とともに、世界中の証券市場を徘徊して、コーポレート・ガバナンスの確立、株主価値重視を叫んで、投資先企業の経営実績に影響力を行使しようとする。

OECDは、先進国とともに、ロシア、中国、インド、ブラジルなど、急成長国についても、

「利害関係者資本主義」の確立を指導する。一方では、新自由主義学者たちがプリンシパル・エイジェンシー関係の改革を理論化する。株主と代理人の利害を協同させるストック・オプション(役員や従業員が自社株をあらかじめ決められた価格で買える制度、株式の値上がり益を経営報酬として受け取る)など、「株主資本主義」が吹聴される。

II コーポレート・ガバナンスの成り立ち

(1) 政治がガバナンス・システムを生み出す

ガバナンス・システムは、四者の利害関係者(1. 株主と銀行, 2. 従業員・労働者, 3. 供給者, 4. 需要者・消費者)に対する取締役会(経営者)の関係として成立する。取締役会自身も、他の当事者に対して利害関係者である。ただし、本来的には、取締役会と株主(総会)との関係は、プリンシパルとそのエイジェンシーという関係にはかならない。取締役会は、もともと株主本人の代理人である。それゆえ、取締役会自身が、株主(総会)に対して、利害関係者の関係に立つ、ということは、本来にはありえない。もしあるとすれば、事実上両者の間に利害関係の裂け目ができていて、その本質的關係が形骸化していることを意味する。いわゆる所有と経営の分離である。あるいは、同じことだが、所有権とコントロールの分離である。それによって、取締役会は、みずから一利害関係者として、他の利害関係者に対して独自の目的を追求する。

取締役会は、その独自の目的を達成するために、四利害関係者をめぐる紛争・対立の機会とコストを最小化する組織形態を不断に追求せざるをえない。コーポレート・ガバナンスは、取締役会に対する四利害関係者の政治的相互作用の結果とみることができる。この政治的な相互作用は、紛争の政治的な処理を通じて、その利害関係の中に、慣習上または法制上、埋め込まれる。紛争の処理は、たいていは取締役会の主導権による。それゆえコーポレート・ガバナンスは、取締役会から他の四利害関係者へと向かう政治経済的影響力の発散とみることができる。ガバナンスの確立とは、国家においてであれ、法人組織においてであれ、紛争状態を解消し、平和と安定の社会を実現することを意味する。政治こそが制度を生み出すのである。結果だけを見るために、ガバナンスが、本来的に、深刻な紛争を処理するための政治的枠組みに支えられるシステムであることが、しばしば忘れられる。法人組織の安定的な経済的機能こそが、ガバナンス・システムをなす、と見間違えられる。しかし法人組織に安定をもたらす政治的枠組みこそが、年々付加価値をうみ、それを利害関係者に配分する会社の経済機能を保証し、長期的にゴーイング・コンサーン(継続企業)を実現し、国家社会全体の平和と繁栄を導くのである。

取締役の経営者としての活動は、基本的に、生産物・サービスの生産と販売を通じて会社に利益をもたらすことである。しかしこの場合に前提となるのは、会社の内外で、平和が維持されていることである。会社の外の動乱は、国家ガバナンスによって解決されよう。しかし、会社内部の利害関係者間の対立は、取締役(経営者)によって解決される以外にない。もし対立が解決され和解が保証されないならば、投資家は、投資に躊躇し、けっきょく、工場(固定資本)は建設されないかもしれない。あるいは、投資家が、せっかく投資しても、株主価値は下がり、投資は失敗ということになる。工場内の和解を実現する上で、経営者がなすべき最も重要な仕事は、株主(資本)と従業員(労働)との間により安定的な利害関係を確立することであろう。(Roe 2003)

〈労働関係の安定化と所有権の集中または分散〉

コーポレート・ガバナンスは、本来の会社（株主）本位制度からずれている。取締役会は、株主のエージェントとして振舞うだけでよい、などといったはおれない。むしろ逆に、大規模会社内の平和を実現するためには、しばしば、国家ガバナンスや金融システムと結びつきながら、株主価値の最大化を抑制することすら、しなければならない。こうして、経営者は、国ごとに相当異なる仕方ではあるが、それぞれの政治的環境のなかで、まず労働関係を安定化させ、むしろ株主利害を労働者利害に従属させるシステムを構築する。このシステムは、銀行ベースまたは証券市場（資本市場）ベースの金融システムと相俟って、経営（取締役会）と所有（株主）の分離（エイジェンシーコスト）を増大させ、資本・賃労働の対立を深める。それは当然に株主価値に反映される。それゆえ、経営者は、経営者と株主との分離（エイジェンシーコスト）を少なくし、株主価値の最大化をもとめる。このように経営者は、資本と賃労働を和解させるために、システム上の再構築を行わざるを得ない。

ドイツでは、労働階級は、産業別組合が強い力をもつとともに、直接ガバナンス機関の中枢に参与している。労働者と株主利害関係者の代表が、それぞれ半数の議席を占めることによって、上級役員会（監査役会）で共存している。この共同決定制度においては、労働ブロックに直接対抗するために、株主利害が集合しなければならない。会社の戦略的な意志決定に労働者を参加させることは、協力的な環境を助長するし、また合理化のため仕事を削減するといった困難な決定がなされる場合でも、それは、資本とならんで、労働者の支持のもとに遂行されることが保証される。

ドイツの課税ルールはブロック所有権に有利である。ドイツの銀行は、証券市場の発展を妨げてきた。こうして労働関係が安定化する一方で、銀行ベースの金融システムのもとで、会社の所有権が集中する。ドイツにおける共同決定制度と所有権の集中は、社会民主主義〔政治〕が制度を生み出すというテーゼのもっとも明瞭な証明である。(Roe 2003)

ドイツのモデルにおいて特徴的なものは、ひとつは、いわゆる永年雇用である。これは少なくとも「コア」になる労働者については、相当広く行われている。ドイツにおいては、永年雇用は、雇用法が労働者のレイオフ（一時的な解雇）をアメリカやイギリスよりもより困難にするということはあるが、むしろ主として、社会的な通念として行われている。会社は、おおきな余剰労働力を抱え込む場合には、従業員を代表する労働者評議会と協議するとともに、「社会プラン」を採用しなければならないので、能力のあるなしでなく、年齢や家族の状況にもとづいて、解雇するものを選び出すことを余儀なくされる。

ドイツではまた、従業員は直接的に会社の経営に参加している。彼らは、法律によって、すべての大公開会社において、経営ボード（取締役会）を監視する監査役会（ほんらい株主総会を代理する）に代表を送り込むことができる（共同決定制度）。ほとんどの会社において、株主が、監査役会の勢力バランスを維持する決定力をもつが、ニーダーザクセン州が株式の6%を所有するフォルクスワーゲンの場合のように、労働者代表がそうすることも、ときにはある。しかし、株主が決定力をもつ場合にさえ、その最大のものは、銀行であり、保険業者であり、あるいはその会社により広い利害関係を持つ他の会社（それらは、たとえば、供給者、債権者であるかもしれない）である。ともかく会社は、株主の利益だけを念頭に置いて活動するというわけにはいかない。(The Economist 1996)

イギリスでは、労働関係は、流動的であり、柔軟性をもつが、社会民主主義の強い影響のもと

に、最終的には労働法によって安定化される。その一方で、証券市場がベースになる金融システムの下で、会社の所有権は分散している。機関投資家は、イギリスの年金基金の運用によって、分散所有権を促進する。従業員の契約上の権利は、個々の労働者に対する一定の法的保護および交渉と討議のための集合的な権利（労働組合）によって補強される。これらの労働法上の権利の多くは、個々の会社のレベルでは、ほとんど作用しない。特に集合的権利は、仕事の場所（工場またはプラント）、または個々の会社を超えて産業部門など多雇用者ユニットに付帯される傾向がある。

労働党（イギリスの社会民主主義）は、従業員代表などの取締役会への参加を主張したが、CBIのコーポレート・ガバナンス委員会（ハンペル委員長）は、これを全く拒絶した。その理由は、次の二つである。第一に、労働者は、法制上、十分保護されている。第二に、証券市場では株主価値重視が叫ばれており、従業員代表を含むような役員会では、株主価値を生み出すことに役員会の主たる責任があるという点が、曖昧にされ見失われてしまう。（Financial Times 1996）

アメリカでは、ドイツやイギリスとことなり、ビジネス企業に対する社会民主主義の影響は、弱い。このことが、アメリカ的な特徴を有する大公開会社の興隆と永続的な優位性のための重要な政治的先行条件をなしている。アメリカは、ドイツと同様な労働争議をほとんど経験しなかった。労働階級は、ガバナンス・システムに直接関与することはまずないし、相当量の株式を所有することも、いわんや取締役会に関係することもない。経営者市場が発展するとともに、労働市場が、流動的で雇用が柔軟性に富むことが、アメリカの会社の労働関係を安定化させた、といえよう。その一方、アメリカの政治は、歴史的に、それほど強力なものとはいえないが、証券市場ベースの金融システムを作り出した。こうして所有権が分散（ブロック所有または家族所有の消滅）し、また多くの事業部門を有する大規模公開会社が発展した。（Roe 2003）

日本の永年雇用や年功序列型賃金は、労働関係を安定化させ、社会的平和を達成する他国とは別のやり方を示している。日本では、これらの構造は、戦後の激しい紛争の時代を通じて生れ、そして成功したものである。日本は、戦後の労働平和を、多くの従業員に永年雇用を約束することによって、実現した。永年雇用制度、内部昇進者が優位を占める取締役会の構成、（行政に指導され、郵貯としばしば競合する）銀行ベースの金融システムと企業集団のもとにおける所有権の集中、これらは、相互に適合している。日本では、取締役は、永年雇用を保証されるインサイダー（従業員）のなかから選出され、会社を運営する。取締役は、従業員に永年雇用を保証する一方で、株主への配当を著しく抑制し、利益を内部に留保する。全体として多数多種類の事業体を有する企業集団（系列）は、個々のメンバー企業に対して、所有権を集中して、状況次第で、銀行とともに、その所有権支配を行使する。（Roe 2003）

イギリスやアメリカのシステムのように、生涯にわたって、仕事の保証が得られない労働者ならば、ほかの会社で有利な雇用機会を増大させるような技能だけを獲得することに、より強い動機がはたらく。それに対して、日本やドイツのように、生涯にわたり仕事を保証されることは、従業員が、その会社の内部では評価されるが、その外部では限られた価値しか持たない技能の獲得に時間と努力を費やすことに、より強い動機を与える。

日本においては、永年雇用は、ドイツよりももっと正規に行われているとさえいえる。厳格な選抜がおこなわれて、一度就職すると、サラリーマンは、生涯にわたり仕事が保証される。しかし、かれら以外の労働者（前者の半数以上、ほとんどの婦人労働者を含む）は、短期的な契約で

あったり、経済が停滞すれば、いつもレイオフの危険にさらされるなど、それほど恵まれているわけではない。日本の会社の顧客や供給者は、クモの巣状の株式持ち合いにより、企業集団ないし系列とよばれる会社グループに統合されている。それは、それぞれの会社とそのグループ内のほかのすべての会社に対するいくらかの牽引力を与える。これらの株式所有は、ドイツにおけると同じように、多年にわたって保有される傾向にある（安定株主）。ドイツの多くの会社には、単一支配株式保有者がいる。このことは、日本の会社には十分にはあてはまらない。日本では、最大五者の株式所有者（たいてい個人でなく会社・銀行など）が、株式資本の25%を保有するのが典型的である。これはドイツでは、40%程であろうし、アメリカ、イギリスでは、10%以下である。ドイツの会社においては、支配的な発言権は、しばしば銀行（ハウズバンク）のものであるが、日本でも、すべての系列の核心に、グループ内のそれぞれの会社の株を所有する銀行（メインバンク）が存在している。このような銀行は、また会社への指導的な貸し手でもある。（The Economist 1996）

〈資本・賃労働の対立と和解〉

いずれの国の公開会社でも、労働関係の安定化は、株主と経営者の結びつきを虚弱なものにし、資本・賃労働の対立を深める傾向がある。経営者は、なるべく多くの労働機会を提供することによって、労働関係を安定化させようとする。そのために、市場がもはや会社の生産能力とつりあわないような場合にさえ、資本の整理と生産規模の縮小（労働者の解雇が生ずるかもしれない）を避け、むしろ生産規模を拡大し、リスクをとることを先送りにする傾向がある。つまり経営者の活動は、雇用を安定化させる代わりとして、リスクをとる故に利益を最大化するという株主本来の目標に反する傾向がある。自由裁量権をもつ経営者の活動は、株主の利益最大化目標から逸脱しがちである。ドイツやイギリスでは、社会民主主義的な圧力が、このような経営者の志向を容認しさらに強めることは、明らかである。ここでは、社会民主主義が、株主と経営者の間のギャップを広げるように無理やり割り込んでくる。しかし、社会民主主義の影響力が弱い日本やアメリカでも、経営者が、株主利益の最大化よりも、雇用や生産の規模の拡大を自己目的化する傾向は存在する。株主と経営者の間のギャップの広がり、まさしく一種の経営エイジェンシー・コストを増大させる。こうして、しばしば、労働分配率や経営報酬の増大に対して、資本分配率と株主価値の低下が生じる。（Roe 2003）

このように、大規模な公開会社は、経営と所有の結合が虚弱になり、両者の分離が行き過ぎると、非常に不安定な状態になり、株価が下がり、さらに買収されるとか、破綻とか、危機的事態に追い込まれる。所有権の分散化と証券市場が深く関連しているアメリカやイギリスの公開会社は、特にそうである。しばしば、経営者の活動が株主の目標と異なってしまうので、前者を後者にしっかりと結びつけることが、アメリカのコーポレート・ガバナンス改善では、中心的なテーマとなる。経営者を分散した株主と同盟させるために、動機付け報酬や会計上の透明性（エンロン破綻に見られるその失敗は、その手法の重要性と欠陥の両方を浮かび上がらせた）、敵対的な買収、強力な株主価値最大化ノルマなどの新式手法が駆使される。

社会民主主義が弱い場合には、経営と所有の結びつきをしっかりとしたものにするものに対して、妨害するものはなにもない。しかし、日本やドイツでは、純粋な株主価値の追及は、会社の目標とはされていない。経営者を分散した株主と同盟させるアメリカの新式手法は、薄めて適用されたり、しばしば誹謗中傷される。こうしてドイツや日本でも、公開会社は、経営上より高いエイ

ジェンシーコストを有することになる。それで、大きなブロック株式保有（所有権の集中）が、これらのコストをコントロールするために、残された最良の方法として、生き残ることになる。これらの国では、アメリカなどのような所有権の分散でなく、その集中が、エイジェンシーコストをコントロールすることと、強く関連しているのである。(Roe 2003)

(2) 会社本位制を超える経済的機能

コーポレート・ガバナンスは、何よりも政治的な枠組みに支えられるシステムである。それゆえにこそ、そのあり方は、各国ごとに相当に変わってくる。その国に特有な文化や文明とのかかわりを措いては、「企業文化」「企業の倫理」について理解できない。それと同様、コーポレート・ガバナンスの実態は、それぞれの国に特有な政治的状況と深く結びついている。しかし政治的な枠組みと異なり、コーポレート・ガバナンスの経済的機能については、国ごとに、それほど根本的な相違があるとは思われない。ここでは、いずれのガバナンス・システムにも経済機能上共通する特徴を概観しておきたい。

取締役会は、投資家（株主）や銀行から外部資金を調達し、また資産処理や減価償却などでうまれる内部資金を使って（自己金融という）、工場・機械設備などの固定資本の形成と維持管理を行い、また研究開発投資、人的資本投資などをおこなう。会社の戦略経営（資産所有）の決定と実行である。一方で取締役会は、労働者を雇い入れ、供給者から原材料・消耗材（中間財）を買いとり、また会社が所有する工場・機械設備や流動資産を使って、日常的に商品を生産し、需要者・消費者に売却する（機能経営または営業という）。戦略経営と機能経営の関係は、基本的に、資産を所有する前者が資産の利用権を後者に提供し、後者は、前者に対してその代価（流動資産・固定資産の利用に対する社内金利）を支払うという関係、要するに所有資産の年々の賃貸借関係をなす。なお戦略経営は、所有資産の経済的使用に対して定期的な（一年に一回の）監査を行う。こうして、取締役会は、全体の活動としては、所有する固定資産と中間財（流動資産）を利用し、また従業員を雇い、生産物・サービスを生産し、それを売却して、中間財コストを回収するとともに付加価値を生み出し、それを、所有資産利用に対する利子支払い、役員給与、従業員給与、福利厚生費、支払利息・割引料、租税公課、営業純益（株主に対する配当・レント支払い、資本所得税など）に、分配する。

取締役会の機能経営（一年間にわたる商品の生産と販売による収入プラス・支出マイナスの結果）は損益計算書の「営業損益」によって記帳される。また取締役会の戦略経営（一定時点における会社所有資産の利用状態とその資産所有のための資金の源泉——資本と負債——）は、貸借対照表によって、それぞれ記帳される。もっとも、逆に、貸借対照表は、戦略経営だけを、損益計算書は、機能経営だけを記帳するといったら、間違いであろう。

損益計算書には、「営業損益」項目と並んで、機能経営とは直接無関係な「営業外損益」の項目があり、それが、その年度の全体の収益と損失の差額・「経常利益」に直接影響を及ぼす。また、貸借対照表の借りに計上される固定資産・流動資産の中には、利用されないで所有されるだけの資産も含まれる（留保される現金、利用されない土地や空き部屋だらけの賃貸マンション、他社の株式所有、実需を超える外国為替、知的所有権など）。これらは、将来的にはともかく、当該年度については、「営業損益」にかかわって、直接機能経営のために利用されるものではない。それらは、「社会的貢献（責任）」に使われているかもしれないし、財テクのために所有されているのかもしれない。他社に対する支配株として、あるいは特許料収入をうるために所有され

ているかもしれない。いずれにしても、これらの貸借対照表上の所有資産は、損益計算表上の「営業外損益」に関係している。このように現代企業は、機能経営と戦略経営という本来的かつ基本的な役割（本業）を超えて、活動が多面にわたり膨張してくる。

この点は、営業、投資、財務の三面の活動を、それぞれにおけるキャッシュ（とその同等物）の流入を総計することにより全体的に記帳する第三の財務諸表によって示される。キャッシュフロー計算書である。キャッシュの全体的な流れを重視する会社経営は、キャッシュフロー経営といわれる。フリーキャッシュフロー（FCF、期中の純現金収支）は、現金収入から自由裁量の効かないすべての現金支出（実際に支払った税金、運転資金として必要な現金、通常の設定投資に必要な現金を含む）を差し引いた純現金残高である。それは、株主への配当や資産・研究開発への投資（あるいは、政治献金）に向けられる。このような内部創出資金は、取締役会の活動における自由裁量（政治的駆け引き）の余地を大きく広げるため、株主・機関投資家をはじめとして、利害関係者の「対抗力」弱화에多大な影響を及ぼすといえる。いずれにしても、キャッシュフロー会計は、資本の利益を計算する資本会計をはるかに超えている。それは、一政治経済主体としての取締役の活動を記帳し、その全体の成果を算出するものといっただろう。

キャッシュフローをベースとするキャッシュフロー法人税を実施している国は、まだない。しかし、資本所得をベースとする従来の法人税に対して、二重課税問題などを解決し、中立性を高めるものとして（あるいは、逆に従来の法人税が、中立性や公平性において、大きな欠点を有することを明確にするものとして）OECDを中心にして、真剣に議論されている。

そもそも、現実のコーポレート・ガバナンス（取締役会の経営）が、その実際の機能や目的において、原則的に会社（株主）本位制度に立っているかどうか、極めて疑わしい。それは、資本所得の最大化というよりも、おそらく、フリー・キャッシュフローの最大化を目標にしている。利益を配当せず内部に留保して、自己金融により固定資本を形成すれば、それを反映して株価は上昇する。株主は、配当の代わりに株価の上昇を受け取るが、株を実際に売らない限り、キャピタル・ゲインを実現できない。また、会社には、営業・非営業の多種類の収益・損失勘定項目があるので、経営者が資本所得自体を操作することは、きわめてやさしい。資本所得をベースとする従来の法人税は、実際には他の利害関係者が租税を負担する問題、二重課税問題やキャピタル・ゲイン課税上の問題など、著しく公平性、透明性、中立性を欠くことにならざるを得ない。キャッシュフロー法人税が、問題を全部解決するわけではもちろんない。しかし注目されることは、それが、資本所有者（株主）の利益に対する課税から、コーポレート・ガバナンス全体（取締役会の経営）の経済的機能（キャッシュフロー）に対する課税へと、課税対象・納税主体を全面的に転換させることに、結果的になるのではないか、という点である。

〈脱資本主義的特徴〉

いずれのタイプのガバナンスシステムでも、株主（所有）と経営者（コントロール）が分離している。これは、経営者支配と株主権の希釈化との両方を意味する。またいずれのタイプにも、直接金融・間接金融・自己金融の三つが並存している。ガバナンス・タイプの違いは、次の点にあるにすぎない。経営者（取締役会）が、資本所有の分散化と比較的割合の高い直接金融（市場ベース）に依存して、（実質はともかく形式上）株主価値の最大化をはかるアウトサイダーの立場に立つか（アメリカ、イギリス）、または、資本所有の集中と間接金融（銀行ベース）に依存して、（法制上はともかく実質において）株主の至上権を換骨奪胎し、それを他の利害関係者

(特に従業員)の利害と調和させるインサイダーの立場に立つ(日本, ドイツ)かである。日本・ドイツでは, 経営上の問題がない限り, 本来ガバナンスの中心に立つべきアウトサイダー(株主や銀行, 社外取締役)が, 事実上, インサイダー(社内取締役)の支配に服する形になっている。特に金融資源の配分が銀行・特殊金融機関, 郵便貯金を通じて, 国家統制的に行われた日本では, 本来的にガバナンス無きガバナンス(資本と経営との対抗関係の消滅)体制が成立していた, といえるかもしれない。同じ銀行ベースといっても, 日本は, ミクロ・コーポラテズムをつらぬくドイツとは, その実態に相当な違いがある, といえよう。

利潤の内部留保や減価償却による自己金融は, いずれのタイプのガバナンスについても, 国際競争力を決定する研究開発(R&D)投資や固定資本形成の上で, きわめて重要なものとなっている。それらはまた他方で, 法人税上, 中立性や公平性の問題を引き起こす。なお株式所有は, 相当に分散化している(イギリスとアメリカ)か, 相当に集中しているか(ドイツ, 日本)の違いがあるが, 株式所有権の行使が, 個人株主というより, 圧倒的に機関株主(イギリス, アメリカでは, 機関投資家, ドイツ, 日本では, 銀行や保険会社, 他の事業会社)によるという点では, 共通している。

労働関係は, 労働者の地位が法制度的に強力に保護されるイギリスやドイツにおいても, あるいは, そうでないアメリカや日本においても, 事実上相当に組織化されている。いずれの国でも, 従業員・労働者階層は, 特に福祉国家体制の下で, 実質的な影響力を獲得し, ガバナンス体制の全体に自ら直接介入している。例えば従業員は, ドイツでは, 共同決定制度によって, 日本では, 永年雇用や経営者の内部昇進によって, 経営と所有の分離としての資本関係のあり方に決定的に関与する。労働関係は, その制度的調整が, それぞれの政治経済機構の構造や政治的安定にとって根本的であるために, 外部から持ち込まれる変化に対して, 抵抗力はもっとも強烈である。

供給・需要関係についても, その形態に国家間で大きな相違が見られるが, 他の利害関係, 国家形態や多様なルールと結びついて, 組織化されている点では, いずれの国でも共通している。需要関係においては, 同業種企業に対する競争政策として, カルテル規制が存在している。自由競争の制限を打破するか(イギリス, ドイツ), または競争の行き過ぎを防ぐか(ドイツ, 日本), その目的と作用には相違があるが。

また, 大企業と中小企業との会社間ガバナンスを反映する供給関係でも, 生産系列化(日本)やMフォーム(多事業部制・コングロマリット)による分業内部化(アメリカ), 自由な契約と競争による供給(イギリスのボランテイズム, ドイツの業者団体が介入するミクロコーポラテイズム)など, 相違は大きい。しかしそれらはいずれも, 水平的垂直的分業への資本・労働配分とともに, 強弱さまざな国・地方自治体の政策(産業政策, 金融上のリスク共有, 研究開発, 教育, 職業訓練など)や多様なルールにより, 組織化されている。こうして国民経済上, (中小企業の比重は, イギリス, アメリカでは伝統的に, ドイツ, 日本に比べはるかに小さいが), 供給関係がいずれの国でも, 「社会的産業秩序」(Lane 1995)を構成している。

(3) 会社本位法制の形骸化

株式会社の法的特性は, 次の五点に要約される(Kraakman 2001)。

1. 株式会社は, 法律上(虚構)の人格を有しているということ。株式会社は, 自由に行動する実在として, 第三者と契約を結び, 資産を所有し, 税金を支払い, また告訴したり告訴されたりすることが認められる。

2. 株式会社は、投資家によって所有されるということ。株主（資本の提供者）は、企業の利潤または残余収入（債権者など他の関係者が契約上の支払金を受け取った後の残余）に対して、支配権および法律上の請求権を持っている。
3. 意志決定の権限が、株式会社内部における単一の権威に委任される、ということ。会社の所有権が多数の人々に広がれが広がるほど、意思決定を調整する上で、所有者から委任を受けた経営組織がますます重要になる。法人形態は、ふつう、最終的な権限を取締役に付与する。
4. 株式会社は、有限責任であるということ。会社と債権者の契約上の規定をなす債務不履行条項は、会社自身の所有資産に対して債権者の請求権を制限し、また会社の株主、経営者、あるいは従業員や供給者のような他の関与者に対して請求権を否認する。有限責任の結果として、株主の個人資産は、個人債権者の保証のために、自動的に担保に供される。一方、会社資産は、ビジネス資産をより良く監視できる法人債権者に対する担保をなす。
5. 資本所有を証明する株式証券（share, または stock）は、譲渡可能であるということ。会社の法人格は、その所有者の人格から全く別である。所有者は、自分の所有権（株式）を、その会社の経営の継続性と関係なく、譲渡することができる。つまり、経営者側からみれば、所有者が変わるだけで、機能経営（いずれかに所有される資産の利用）はそのまま継続できる。このことは、株主に、流動性と、多様な投資ポートフォリオを作成し保持する能力を提供する。それは、証券市場の形成を保証する。

確かに、以上五つの法的特性は、法人組織（株式会社）を成り立しめる上で、原則的かつ普遍的な規定をなす、とあってよいであろう。もっとも、ドイツなどヨーロッパ大陸諸国のいくつかの国では、イギリスやアメリカにおける取締役会のみ単層役員会制度（a one-tier board）ではなく、取締役会と別に監査役会を併置する二層役員会制度（two-tier board system）が採られている（戦前の日本も、これに近かった）。しかし、両制度の間に、法制度上本質的な相違がある、とすることはできない。単層役員会制度でも、実際には、社内取締役と社外取締役との二層役員構成が実施されており、形式的にも実質的にも役割分担は、行われているのである。

この点は、取締役会の本来的な経済的機能（本業）を考えてみればわかりやすい。先に見たように、会社の経営といっても、その役割は、機能経営（資産利用）と戦略経営（資産所有）とに二分されるのである。社内取締役（ドイツの取締役会）は、前者の役割を担う。社外取締役（ドイツの監査役会）は、後者の役割を担って、株主のために、社内取締役（ドイツの取締役会）をコントロールする。また社外取締役（ドイツの監査役会）には、本来は、たいてい支配的な大株主がいて、それが株主総会の主要な株主と堅く結びついている。それ故、取締役会（エイジェンシー）と株主総会（プリンシパル）の関係（株主本位制度）は、役員会が単層であっても、二層であっても、組織原理上、同様に担保されているわけである。

〈法人擬制説も法人実在説も、成り立たない〉

法人組織（株式会社形態）は、経済上非常に有益であり、法律上普遍的であるために、それが消滅したり、急激に変化したりすることは、とうてい考えられない、といわれる（Kraakman 2001）。ところが、法人の法制については、法人に対する課税の根拠に関連して、両説の間で長い論争が続けられてきた。法人擬制説では、法人は、自然人に擬制して認められる人格に過ぎず、株主から独立した存在とはみなされない（株主資本主義説に対応）。したがって、この説は、法

人と株主とに別個に課税することは、二重課税であり、何らかの調整措置が必要である、と主張する。それに対して、法人実在説とは、課税上、法人を株主とは別個の独立した存在とみる考え方をいう(利害関係者資本主義説に対応)。しかしガバナンス・システムは、両説の二者択一を許すような存在ではない。それは、以下に述べる理由から、もともと両説の対立を超えるシステムといわなければならない。

つまり、現実のコーポレート・ガバナンスは、事実上、本来的な会社(株主)本位制度を超えている。(戦略)経営と(資本)所有の間に深い裂け目〔分離〕が生じている。法制度上の形式に関わらず、実際には、社外取締役(ドイツの監査役会)が、株主プリンシパル(本人)のエージェント(代理人)とは、必ずしもいえない状況が生まれている。社内取締役(ドイツの取締役会)の権限が拡大し、社外取締役(ドイツの監査役会)とのバランスが崩れて、いわゆる経営者支配が進んでいる。例えば、ドイツでは、従業員の代表が、共同決定制度という憲法上のモデルによって、監査役会の議席の半数を占めるようになった。日本では、元従業員である取締役会役員が、系列組織(コングロマリット)によって、形式的に信任される。系列組織は、銀行や他の会社との株式の持合によって、会社の資本を集中し永続的に所有する(つまり証券市場で取引しない)。ドイツでは、会社の資本所有は持ち株会社・非金融会社に集中している(証券市場で取引されることがない)にもかかわらず(またはそれゆえに)、株主の至上権が、共同決定制度、投票権を有さない優先株の発行、情報をえる権利への制限、会社(役員会)コントロールのための証券市場の欠落などによって、制限され、「修正」されている。取締役会に対する監視メカニズムは、共同決定制度、銀行、連結役員制度、株式持ち合い、法人組織間の同盟関係などによって形成される。(Halpern 2000)

ドイツと日本では、取締役は、会社の所有権を集中している株主に対してだけでなく、従業員、供給者、債権者に対しても、責任・義務を有する、と一般に考えられている。リスクをとる故に、残余所得の保持者たりうるとする株主特有の権利(至上権)に関する見方は、けっきょく、ドイツと日本では、普及しなかった。株主の権力は、「薄められ」、他の利害関係者と同等な地位にまで低められている。そして、その分だけ、銀行、供給者、従業員、そして何よりも取締役会の力が増大している。両国では、取締役会を監視する上で、株式市場の役割が減少する一方、銀行の役割がより重要になっている。

ドイツのコーポレート・ガバナンスは、階級利害のコーポラテイスト的組織化モデルであり、公的権威が会社内の私的行為者の権利と義務を立憲制度化するためのものである、とされる。それに対して日本のモデルは、伝統的な「イエ」パターンによる相互依存的かつ垂直的組織統合とみなされている(gregory Jackson 2001, マーク・シャー1998年)。

〈ガバナンス・システムの法制度上の改革〉

イギリス、アメリカでも、「経営者支配」は周知の事実である。会社の所有権が広範に分散し、証券市場で頻々と取引される一方で、株主の至上権は、事実上修正され、形骸化している。株主は、会社の他の利害関係者から分離され、会社に対して「アウトサイダー」であると考えられている。このシステムは、株主を含む利害関係者が会社の「インサイダー」とみなされるドイツ、日本のシステムと対照的である。イギリスとアメリカでは、取締役会を執行上の責任をもつ取締役が支配している。そのため、株主に対する責任・義務を経営陣に強制することが非常に困難である。株主は、機関としてであれ個人としてであれ、取締役会における代表権やまたは年次株主

総会での投票権の行使をつうじて、経営陣の責任・義務を強制するような本来の立場に、ほとんど立っていない。

経営陣の報酬をめぐる論争が示すように、経営陣と株主との利害の相違は、厳然として存在している。このような状況に対する矯正手段として考えられるのは、会社取締役を監視するダイナミックな証券市場の発展である。しかし、1980年代の株式公開買い付け（いわゆる会社乗っ取り）の抗争が、経営陣と株主との間に隠される利害の相違がどれほどのものであるかをドラマチックに物語った。利益の上がらない会社の現職経営陣に挑戦して、市場は、容赦なく株価を下げたのである。(Dimsdale and Prevezer 1994)

事実上の経営者支配の拡大と株主至上権の喪失こそが、コーポレート・ガバナンスの内的作用を改善することに関して、一大社会運動をもたらした。労働党（イギリス）や民主党（アメリカ）など、またはそれらの周辺では、「利害関係者資本主義」が唱えられようになった。しかし、イギリスとアメリカでは、特に、株主に対して取締役会の責任・義務を明確にする「株主資本主義」が、法的に強制されるようになった。より鋭敏な法律尊重主義的な風潮が高まり、暗黙のコーポラティスト（国家的協調組合主義）的な「会社の社会的責任」にかんする主張は減退した。(Dimsdale and Prevezer 1994) ドイツと日本では、コーポラティズムは続いた。

しかしその法的強制も、必ずしも、問題を解決することにはなっていない。役員会に説明させるべき現存する手続きの適切さが、執行幹部の報酬に於ける急激な上昇、一定の大規模な法人の詐欺行為や怠慢・失敗（それを防ぐのに株主は無力的ようにみえた）によって問題にされるようになった。会社による金融上の開示（デスクロージャー）を律する規制にたいして、また、監査人の独立性や監査人の潜在的な法的責務にたいして、集中的に注意が向けられるようになった。法人役員会の構成員を決定する現存のメカニズムもまた、精査されるようになった。

法人役員会において、また監査委員会や報酬委員会において、非執行幹部役員（上級経営者）の存在価値が増大したにもかかわらず、かれらが、説明責任を確実なものにすることにおいて、完全に効果的な役割を果たすことができるかどうかは、明らかではない。とはいえ、同時に、アングロ・アメリカにおける機関投資家の台頭と特に年金基金の増大は、ますます、役員会と株主とのバランスを変える潜在力として見られるようになってきている。しかしながら、このことは、いかに株主は、もっとも効果的に、所有権の権利と責任とを行使することができるか、という課題を提起する。つまり、それは、乗っ取りメカニズム（法人組織コントロールのための市場）を通じて最善になされるのか、それとも、もっと直接的に、投資家と経営者との長期的な関係をつうじて (Monk 1999 のいう「信託資本主義」の線に沿って)、最善になされるのか、という問題である。

以上に明らかのように、コーポレート・ガバナンスは、会社（法人）を株主と別個の存在とみる（法人実在説）か、みない（法人擬制説）か、で割り切れるような存在ではない。それは、資本と労働の対立を社会的（政治的、経済的、法制的）に和解させるものとして、本来的な会社本位制を超えている。脱法人実在説とでも言えば、両説を止揚したことになるであろうか。ともあれ、グローバル化の影響、金融システムの改革も、これらの脱法人モデルを根本的に転換させることはできない。

III コーポレート・ガバナンス改革

従来、コーポレート・ガバナンスを支える金融システムは、銀行ベース（間接金融、ドイツ、日本）と市場ベース（直接金融、イギリス、アメリカ）に分岐していた、といえる。前者では、投資銀行が、株式の発行引き受けや売買をおこない、あるいは支配所有権の取引、会社の敵対的買収を仲介し、証券市場を活性化させるとともに、会社所有権を分散させる。後者では、商業銀行が、預金と長短貸付を仲介し、持ち株会社（ドイツ）あるいは企業集団（日本）とともに会社所有権を永続的に集中する。1970年代初頭まで、両ベースとも、与えられた政治的経済的環境の下で、それぞれ、戦後復興、キャッチアップとか、あるいは機関投資家による資金運用、キャピタルゲインの追及とか、それなりにその機能をはたすことができた。しかし、1970年代のIMF体制の崩壊以来、金融システムにおいて、証券市場がますます重要な役割を担うようになった。一方で、国家は、多くの規制改革によって、銀行や市場の代替物から、間接的な規制者へと、その役割を変化させた。銀行と証券市場の両方が、金融システムの発展にとって、本質的な構成要素をなすということが、ますますはっきりしてきた。資本市場がグローバルになるときは、金融のアングロ・サクソンモデル（証券市場の重要性）が、善悪はともかくとして、普及する傾向がある。そして、証券市場がグローバル化するとともに、激しい競争に生き抜くために、銀行業では、厳格に専門化していたイギリスでさえも、投資銀行業務と商業銀行業務との有機的な結合が求められるようになる。債務の証券化をテコとする銀行のユニバーサル化（コングロマリット化）である。ドイツ、アメリカでも、そのような転換がかなり進んでいる。それに対して、銀行ベースのあまりの深きゆえに、ユニバーサル化へとうまく転換できないところに、日本の金融システム（ひいては経済全体）の問題が集中している、といえよう。

〈金融システムの転換〉

第二次大戦以後、1970年初頭までの固定相場制の黄金時代において、市場ベースと銀行ベースに対する評価に関して、ひとつのコンセンサスが生まれた。銀行ベースでは、銀行の役割は、企業に対して、金融資源の動員と配分を直接指導する点で、きわめて明快である。それに対して「市場ベース」金融システムの背景にあるロジックを理解するのは容易でない。長期の金融を受ける企業は、彼らの利益のために発行される証券をその企業についてほとんど知識を持たない投資家に買わせるために、投資銀行家に手数料を払わなければならない。このことは、企業を、長期的な親交ではなく、銀行の短期的な考慮によって導かれる市場状況にさらすことになる。こうして、ドイツや日本の「銀行ベース」（間接金融）は、それが長期の経済成長を支援する上でなした寄与によって、金融機関の究極形態とみなされた。それと対照的に、イギリスやアメリカの「市場システム」は、企業に対する長期のコミットメントを持たないゆえに、投資について短期的な態度を促進するものとして、深く弱点のあるものとみなされた。(Michie 2003)

たとえば、金融システムについて、次のようなコンセンサスが存在した。日本の顧客と供給者とを結び合わせる株式の持ち合いは、投資を奨励する。それは、計画の調整をよりよいものにする可能性を高める。株式の持ち合いというような株式保有形態は、さらに、当事者たちのあいだの長期的なかかわり——それは、数年の後にはじめて結果がでるような投資を可能にする——を保証する。また特に研究開発に長期的な投資をなしうる能力が、貸し手でもあり株主でもある両役割の結合により、強化される。さらに、株主、特に銀行の会社に対するかかわりは、問題が生

じたときには、銀行に、それを解決する強い動機をあたえる。イギリスやアメリカの場合には、むしろ、その株を売ってしまうか、または、敵対的な企業買収をうけるかするのであるが、そんなことは、日本とドイツでは、ほとんど見られない。銀行の長期主義は、また、銀行が小・中規模の会社（それは、日本やドイツでは、経済上の最もダイナミックな、革新的な活動者であり、アメリカやイギリスにおけるよりも、より普通に存在する）にたいして、より確かな金融資源を提供するために必要とされる（The Economist 1996）。しかしながら、以上のコンセンサスには、いまや、重大な修正が必要とされるようになっている。

すなわち1970年代に経験した通貨の困難性以来、一次大戦以後初めて再現し、またいっそう発展した形態とみられるものは、次のような金融システムであった。グローバルな証券市場がますます重要な役割を果たすようになる、その一方で、国家の役割は、銀行や市場の代替物というよりむしろ規制者の役割へと後退する、そのような金融システムである。この結果は、それぞれの国民経済において進化した金融システム、あるいはシステムにおける銀行と証券市場の間に存在する関係が、基本的な経済諸力と個々の政府の指令によって駆動される国民的考慮よりも、ますます統合されるグローバル経済によって規制されるようになるということである（Michie 2003）。実際に、ドイツとイギリスのバンキング慣行の間には、相違よりもむしろ類似性が現れる傾向があったし、また1980年代に入り、経済成長率が、指導的な先進国において収斂するようになった。イギリスとアメリカにたいして、ドイツと日本が相対的に貧しい結果を示すようになる（注）、経済成長率における銀行ベースの優越性に関する神話は、崩壊した。そして1980年以來の20世紀末葉までに、いずれの先進的な金融システムでも、銀行と証券市場の両方が本質的な構成要素をなすということが、明らかになってきた（Michie 2003）。

（注） {経済成長率} 1955-95年の40年間にまたがってみると、一人当たりのGDP平均年成長率は、日本5.5%とドイツ3%は、イギリス2.0%やアメリカ1.7%をはるかに上回っている。ドルと市場為替レートで換算すると、1994年における一人当たりGDPは、日本36,732ドル、アメリカ25,512ドル、ドイツ25,133ドルにたいして、イギリスは17,465ドルにすぎない。しかしながら、1965-95年の30年間だけをとってみよう。一人当たりGDPの成長率は、日本の年平均4%、依然としてかなり高いが、しかし、他の諸国に対する相違の幅は、いささか縮小する。つまり、ドイツ2.4%であり、アメリカとイギリスはそれぞれ1.9%である。1985-95年の10年についてみると、平均で、日本の2.5%に対して、アメリカ2.2%、イギリス2.0%、ドイツ1.9%で、差はもっと縮小する。1995年では、一人当たりGDP成長率は逆転して、アメリカで、推定3.3%、イギリスで2.6%、ドイツ2.1%にたいして、日本は、0.5%である。

銀行ベース・モデル（その最も著しいのは日本であるが）は、たしかに戦後の最初の2、30年間は市場ベース・モデルを凌駕した。しかし、両者のギャップが、1995年以前の20年間ほどで、著しくせばまったことも事実である。そして1995年以前の10年間においては、後者が前者を追い越すようないくつかの兆候もみられた。明らかに日本とドイツのモデルのすぐれた性能は、90年代の不況が始まるずっと前に、終わっていた。（The Economist 1996）

銀行と証券市場の間で競争は存在した。けれども二つは、洗練された経済の多様なそして複雑なニーズを満たすために提供する金融サービスにおいて、互いにますます補完しあうようになってきた。たとえば、銀行資産（貸付）の証券化は、銀行が、より気ままな競争世界において、資産と負債をバランスさせようとした1980年代、1990年代において、ごく普通のことになった。こうして、銀行ベースであれ、市場ベースであれ、何か特定の金融システムがすべての国にすべ

ての時に適合すると仮定したり、ある国がいずれかのときに持っていた金融システムが、達成されるべき最良のものであると仮定すべき根拠は失われた。(Michie 2003)

〈革命でなく、改革〉

株式投資のリターン（投資利回り）の最大化をもとめる機関投資家は、その方法として一般的に使われてきた「ウォールストリート・ルール」（値上がり益を含めた利回りが高くなりそうな株を買い、利回りが低迷しそうな株を売って総合的に利回りを最大化する）を維持することができなくなった。年金基金など運用資金が膨れ上り、自らの株取引自体が株価を期待とは逆の方向に動かす（買おうとすれば高くなり、売ろうとすれば安くなる）ようになったからである（田村 2002 年）。機関投資家は、投資利回りの最大化のために、投資先企業の敵対的買収・リストラ（ダウンサイジング、アウトソーシング）や徹底した業績改善、生産力・国際競争力増進などによる株価の値上がりに期待を寄せ、経営に対する影響力の増大を求めようになった。

機関投資家は、ますます金融資産を集中し、幾多の法的規制の下に、バーリ・ミーンズ型法人組織に特徴的な株式所有分散化の進行を逆転させた。これが、イクジット（売り逃げによるキャピタルゲインの追求）からボイス（経営者に対する発言）へと、株主・経営者関係のあり方を大きく変えた。アメリカの多事業部門を有する大企業（コングロマリット）は、レバレッジ・バイアウト（LBO、買収対象の企業の資産、あるいはそれが将来生み出すキャッシュフローを担保とする負債で、買収資金の大半をまかなう買収方法、銀行の貸付が、所有権市場・証券市場に参与することになる）の標的になった。1980年代の敵対的買収の結果として、多数の法人組織が、リストラされた。

イギリスでは、1980年代において、自由奔放な実利主義（貪欲は善）の風潮とともに、猛威を振るうブル（価格を上げようとして株の買いをあおるような）マーケット、ロンドン証券市場を世界に開放したビッグ・バン、一連の大規模な民有・民営化、これら三つが重なって、ロンドン・シティーを、1720年代の南海バブル以来かつて知られたことのないほどの国家的動静の中心におくことになった。ロンドン証券市場は、ニューヨークやフランクフルトなどの証券市場とむすびついて、ますますグローバル化した。イギリス経済は、全体的に、製造業からサービス産業に転換し、同時に、長期にわたり時代遅れのまま沈滞していたシティーが、急速に成長しはじめた。

シティーは、アメリカナイズされ、あたらしい全生活の仕方、新しい価値観の象徴となった。シティーは、1990年代中ごろに、サッチャーイズムに反対する労働党の「利害関係保有者（stakeholders）」スローガンに対抗して、アメリカで普及していた株主価値（shareholder value）スローガンを導入した。90年代を通じて、株主価値スローガンは、シティーで活躍する機関投資家、シティーで信任を得たいと望む経営者など、すべての関係者にとって、非常に魅力あるものとなった。それは、端的で、懐疑を許さない表現であり、そしてなによりも、ますますアメリカナイズされる世界におけるアメリカ人のものの見方をよく示していた。トニー・ブレアは、自ら華々しく打出した「利害関係保有者」スローガンを、選挙の数週間まえに、強力な既得利害（利害関係者の利害は、シティーの利害より強力というわけでは決していないが）は守らないというプラグマチックな決定を下して、ほとんど投げ捨ててしまった。そして政権党になった労働党は、通貨政策のコントロールをイングランド銀行に全面的に任せることによって、金融市場との信頼関係をさらに強固なものにした（Roberts & Kynaston 2001）。

多数の住宅金融組合（組合員の出資金を、住宅を取得する組合員に土地を担保に貸し付ける）

が、規制撤廃によって、ハリファックスなど四大株式商業銀行へと、整理・転換・統合された。伝統的な四大商業銀行（ロイド、バークレー、ナットウエスト、ミッドランド）は、国の内外からの激しい競争に直面して、商業銀行業務を改善するとともに、シナジー効果を求めて投資銀行業務を大胆に導入した。ユニバーサル銀行への転換である。しかし、ほとんどが十分な成果を収めることができなかった。イギリスでは、19世紀以来、両銀行業務がそれぞれ専門化され、まったく別々の企業文化のもとに発展してきた。そのため、両業務の統合は、困難きわまりのないものとなった。しかしミッドランドだけは、1992年にHSBCに買収されたうえで、投資銀行業務を拡大した。HSBCは、香港からロンドンに本拠を移し、「グローバル戦略」を始動させた。

ドイツでは、90年代にはいって、資本調達を、国内よりも、ますますグローバル化する資本市場にもとめるようになったほとんどの大会社（自動車のダイムラーやエネルギー・電気通信・化学グループのVEBAなど）が、株主価値の増進に積極的に努めると宣言した。この点で、1993年、ドイツ最大の産業グループであるダイムラー・ベンツが、ニューヨーク株式取引所への上場を勝ちとるために、アメリカの会計・ディスクロージャーの必要条件を採用する決定をしたことは、象徴的であった。これにより、伝統的なドイツ会計基準によれば大きく仮装されるはずの相当な損失が暴露された。こうして、ダイムラーでは、効率性を高めるべく劇的な変化を求める圧力が一挙に高まった。多角化を促進する会社の政策は、放棄された。ドイツの資本市場における銀行の支配（銀行ベース・システム）は、つねに、敵対的な企業を買収というようなアングロ・サクソンの金融慣習に対立して、作用してきた。だがその抵抗も、ついに、腐食しつつあるように見えた。鉄鋼におけるホルシェ（Hoesch）や包装紙におけるフェルデムーレ（Feldmühle）のようなよく知られたドイツの企業が、買収された。一方、株主アクティビズム（行動主義）が、シーメンズやダイムラーのような巨大企業の年次株主総会において、発生した。単一支配株式保有というドイツ特有のパターンも、また変化した。ダイムラーは、最近、その資本の25%が、特別な持ち株会社に保有される場合には、防衛的な姿勢をとらないことを決定した。ドイツ銀行は、ダイムラーの所有株式を25%にまでひきさげることと同意し、コメルツ銀行も、その長期にわたる保有株式の若干を売却した。今や、ドイツのすべての投資家が、ある会社の5%以上の株式を保有する場合について、詳細を公表することが、義務付けられるようになった。

ダイムラーなどによる制限的な投票調整（単一支配株式保有）について不満を述べていたのは、国内の株主ではない。カルパー（Calper; California Public Employees Retirement System）は、また、年次株主総会で会社の投票権について、コングロマリットRWEの経営陣を公然と非難した。カルパーのような大年金基金の影響は、決して小さいものではなかった。ドイツ諸会社の売買可能な株式の約40%が、（1996年には）外国人の手にあった。ドイツの経営陣は、諸会社がキャッシュ・リッチであった80年代には、外国の所有者を無視する余裕があった。しかし、国内経済が不況になり、利潤が厳しい圧力のもとにおかれるとともに、国際資本へのアクセスは、とつぜん重要になった。

ニューヨーク株式取引所や合衆国株式取引委員会の必要条件を満足させる上でなんら必要性がないとしても、おおくのドイツの会社が、ディスクロージャーを改善し、よりおおくの寛大な配当政策を適用するようになった。ドイツ統一による財政上の圧力が、ドイツの民営化プログラムを加速させた。その株の売却により政府の収入が最大化するように、外国の投資家が必要とされた。人口の高齢化によって、より多くの年金保険料が、国家から、年金支給協定基金に移転され、株式にたいする需要が増大した。

しかし、よりオープンな資本市場（証券市場）への一般的な傾向にもかかわらず、監査役会が、経営陣を動かし、企業リストラを進めるという点では、ドイツはイギリスやアメリカに比べれば、遅々たるものがあった。ドイツ産業の成功の多くは、明らかに、会社内における経営陣と労働者との調和的な関係と、そして外部つまり、銀行、供給者、政府、コミュニティーとの密接な関係（長期的コミットメント）にもとづいている。この長期的コミットメントという点では、アメリカで、機関投資家が、特定の企業に「縁故関係投資」をし、取締役と継続的な対話をする、という関係が新らしく生まれている。しかしアメリカのような関係は、ドイツでは、成立しそうにない。ドイツ金融システムの生来の保守主義が、急激な変化を許さないからである。銀行は、その強力な既得権にもとづいて投資銀行業務を拡大して、ユニバーサル化をさらに進めるであろう。（Financial Times 1993）

日本の銀行ベースは、1980年代後半に、財テク・バブル経済をもたらし、ひたすら不良債権を累積する体制に転化した（担保に取る株と土地が暴落すれば、銀行債権は、直ちに不良化する）。しかし90年代半に入り、日本の銀行ベース・モデル企業も同様に、ますます圧力を受けるようになった。旧来の企業系列が解体し始めた。金融上の圧力のもとに、パートナーがその持ち合い株を売り始めた。コア労働者の永年雇用も脅かされるようになった。会社は、強い円や日本製品にたいする海外の保護主義の脅威に対処し、またより安い労働費をもとめて、生産を外国に移動させ始めた。製造業の59%が、海外生産をふやす意志があることが明らかにされた。1998年までに、日本の五大電機グループの生産の約40%が、海外で行われていると推定された。日本企業でも、キャノンなど株主価値増進のを表明する会社が増えてきた。三菱商事（最大の総合商社）によって率いられる会社グループが、金融上の規律強化のため、ROE（株主資本収益率）重視に転換することを宣言した。ROE重視の圧力は、より一般的に、従来は日本の会社の株式保有から低い収益しか受取とらなかった年金制度にも及んだ。日本社会の少子高齢化とともに、年金財政も赤字を累積し始めた。会社が年金基金の運用に対してより高額の配当をだす場合にのみ、この赤字の幾分か解消も可能になる。もし、日本の会社が株主価値重視を怠れば、年金基金は外国の資本市場に向かうことが、当然に予測された（The Economist 1996）。

土地と株のバブルがはじけ不況が長引くなか、橋本首相はビックバンを断行し、銀行の証券業務を禁じる規制を改革した。また純粹持ち株会社を禁じる独禁法第9条が、不況に苦しむ財界の強い要請によって、1997年12月、50年ぶりに改正された。これらは、単なる旧財閥の復活とはいえない、企業のリストラをすすめる、不況を克服するため、ともかくコーポレート・ガバナンス改革が追求された結果である。現在、銀行の合併による金融持ち株会社の成立とともに、（旧財閥を中核とする）系列企業集団をこえる企業組織の再編成が少しずつ進んでいる。

系列グループ内の結合（銀行との取引や株の持ち合いなどによる）が、弱くなり、系列が解体し、より大きな、より複雑な企業群として再生する兆候が見られる。株式総保有にせめる持ち合い株の割合は、94年までの50%以上から、99年以後の40%以下にまで下がった。古い銀行システムも、同様に崩壊しつつある。銀行は、企業をコントロールするための金融上の強さに欠け、資本を縮小させた。銀行は、自分のビジネスが生み出した混乱（不良債権の累積）のゆえに信用を失っていることによく気がついている。そのため、他の会社のビジネスに干渉することに慎重になりすぎ、自信を失っている。そして日本の資本市場は、急速に成長してきたが、機関投資家が、会社にたいして真の圧力をかけたり、あるいは合併やのっとりが行なわれるようになるまでには、まだ相当時間がかかる。株価は、不良債権の累積とあいまって、長期に低迷したままである。

日本のコーポレート・ガバナンスは、外部的チェックがますます真空状態になっている。この状況のもとで、会社が、系列の足かせから自由になり、自ら内部的な改革を通じて、事態を有利なものに転換できるかどうかは、疑わしい。系列下の工業会社は、多くが相当の過剰設備を抱えている。会社は、長期的な戦略のもとに、わずかなコアビジネスを選択し、それに集中することにより、自らを再構築しなければならない。住友セメントと大阪セメントの合併など、再構築に成功した事例もある。しかし、合併したほとんどの企業が、銀行の合併の場合と同様に、コスト高と過剰稼働力（資産インフレ）を整理し、利益の上がるビジネスへと転換することに成功しているとはいえない。（The Economist 2000）

取締役会に対する外部チェック機能を少しでも強化するために、商法が改正され、2003年6月から、アメリカスタイルの三委員会構成（報償、指名、監査の委員会を、社外取締役のもとに設置する）が導入された。国際的な機関投資家が、コーポレート・ガバナンスのグローバル標準に従うように、日本企業によりおおきな圧力をかけたのである。この商法改正は、日本の会社の所有権をより大きく外国の投資家に開放し、会社経営に対するより積極的な株主関与の余地を増大させるねらいを持っていた。しかし、それが、日本的コーポレート・ガバナンスを実質的に変える（あるいは変える必要性を明確にする）上で、どれほど実効性があるかは、きわめて疑わしい。しかも、これは強制ではなく、任意制である。これらの理由もあって、6月の株主総会で、その制度の採用を決定した上場会社は、36件と決して多くない。

製薬グループの山之内など、多くの会社が、40%以上を外国の投資家によって所有されている。ソニーやオリックスなどのようなアメリカで上場する会社は、すでに、エンロンなどのスキャンダルに続いて強化されたアメリカのコーポレート・ガバナンス規制に従っている。しかしその一方で、トヨタなど、多数の優良企業が、アメリカスタイルを導入せず、従来の制度を基本的に保持しながら実質的な改善を断行する道を選んでいる。これは、株主価値よりもむしろ従業員を重視する新「日本型コーポレート・ガバナンス」（伊丹 2001年）の大いなる可能性を示唆するものといつてよいであろう。しかしながら、大半の企業にとって、その道は、相当に険しい。

〈金融システムと現代国家〉

1980年代以降のグローバル化は、各国のコーポレート・ガバナンス体制にいかなる影響を及ぼしたか。グローバル化は、しばしば、盲目的かつ抵抗不可能な諸力によって、国民的な経済政策・制度・慣習を打ち破り、また規制緩和や自由化を強引に押し付ける一種の経済的不可抗力とみなされてきた。しかし現実的には、グローバル化は、国民的諸制度を打ち砕いてしまうわけではないし、逆にそれらを全く変化させないで、従来のまま独立した状態で放置しておくわけでもない。また国際的市場の冷酷な競争圧力のもとにおいても、法人企業組織にとっては、国民国家が、地理上、組織上の両面で、存在と活動の根拠地であることにかわりない。（Cohen and Boyd 2000）

国家によって提供される法律は、コーポレート・ガバナンスの制度構成上の決定要因であり、この制度的構造が、対立する緒利害や法人組織内の権力関係を規定し調停する。政治は、所有権の集中または分散、そして一定の経営構造を呼び起こす特定の労働構造を決定する。ひとつの慣例（制度）がその場に閉じ込められれば、それにひきずられて他の慣習も固定化される。あるものの変化は、他のものの変化を伴わずしては、ありえないことになる。複合的な制度（慣習）を同時に調和的に変化させることは、困難である。これが、異なったコーポレート・ガバナンスの

多くが、戦後における生活水準や生産性の収斂にもかかわらず、完全な収斂に抵抗して、世界中でこれほどまでに生きながらえている主たる理由である。(Mark, Roe 2003)

グローバル化は、国民国家と法人組織・金融システムの三者間協同関係に対して、いかなる影響を及ぼしたか。たしかに、機関投資家の規模拡大、行動主義、国際的投資が、世界中のガバナンス制度と動態を実質的に変化させつつあるのであるが。

グローバル化の一番の推進力は、金融システム改革と国際的な金融フロー（グローバル資本市場）の発展であった。そのため、国民経済と国際市場の結節点をなす国内金融は、国際市場圧力に対する変化の影響を最も受けやすく、これが資本関係（所有と経営の関係）の変化にも相当の影響をおよぼした。イギリスのネオ・リベラルモデルについては、株主に力点をおきつつも、利害関係者資本主義モデルが、企業の社会的責任の観点から、資本所有権を相当に集中するようになった機関投資家によって主張されはじめた。銀行も、個人バンキングとともに、ユニバーサル化を強めている。アメリカでは、銀行は、合同によって規模を拡大しつつ、小売や商業銀行業から仲買業と投資銀行業務にいたる全範囲にわたる金融サービス戦略を強化している（これが、グラス・ステーガル法と州間支店制限のスクラップをもたらした）。ますます投資銀行業務を拡大するドイツにおいても、「ユニバーサル・バンキング」への収斂が見られる。ユニバーサルバンキングの発展のゆえに、両国において金融システム上の雑種が生まれる徴候が見られる。

ドイツのネオ・コーポラティズムには、株主利益から経営者・労働者・銀行を保護するその固着的体質にもかかわらず、最小限の株主価値重視に転換するために十分な柔軟性と順応能力が存在していることが認められている。年金制度の改革も進んでいる。アメリカのネオ・リベラリズムにおいては、機関投資家による資本所有権の分散から集中への転換が、労働者利害に対抗して、経営者・資本利害を有利にする傾向がある。しかしその反面で、従業員と経営者との協同も生まれている。例えば、会社ののっぴりにたいする抵抗において労働者利害が動員され、保護的な反買収立法を強く求めることにおいて経営者利害と共同した。(Ciotti and Cohen 2000)

日本では、グローバル化と資本管理の除去そして輸出志向の工業企業の成功がもたらした莫大な外貨と資産インフレのもとで、高度な干渉主義的産業政策のために金融を配分する従来の政策上のメカニズムは、崩壊した。国家は、信用と金融コントロールの上で残された力を、長期的な経済成長政策でなく、需要刺激政策、短期的な景気対策のためだけに使った。その国家統制的政策は、まさに同じ時に、グローバル化への経済的順応とコーポレート・ガバナンス改革にたいする障害物に転化した。

1990年代の日本は、政治的怠慢と不能のゆえに、株価（資本市場）の低迷と不良債権累積の悪循環を断ち切り、金融危機を克服しシステムを全面的に転換していく方向を必ずしも明示できなかった。アメリカでよくみられた銀行の合併も、日本では、90年代末葉にようやく始まったに過ぎない。国民の資本市場に対する不信と銀行ベース意識は一向に変わらず、銀行ベースを象徴する郵便貯金などの残高は増え続けている。メガバンクへの公的資金の注入や国有化が取り沙汰され、産業再生機構が始動し、年金と財政の改革、道路公団と郵政の民営化が行われつつある。しかし日本の行く末は、決して明確ではない。新日本型コーポレート・ガバナンスの復興だけが、それを明らかにするのであろうか。

〈日本金融システムにおける銀行ベースの深さ〉

金融システムの発展とは、支払いの移転（為替・振り替え）を取り扱い、貯蓄と投資の流れを

調停する一連の専門化した組織と機関の発展である。これらの金融システムの国家間比較は、二つの点で、相当な構造的多様性を示す。

金融システム間における一つの重要な相違は、大量の金融資産と負債が、大きく銀行預金と直接的貸付（バンキングシステム資産）から構成されているか（銀行ベース）、あるいは、金融市場で取り引きされる証券が金融資産の支配的な形態である（市場ベース）か、それらの程度の違いである。銀行ベースシステムは、会社に長期の安定的な金融フレームワークを提供するという意味において、優位性を持っているように見える。それと対照的に、市場ベースシステムは、より不安定であるが、成長産業に於ける新会社により素早く資金を流入させることができる。

もう一つの重要な相違は、国家が、信用配分に関わり合う場合のその程度である。信用配分における国家の関わり合いは、市場の失敗という問題を克服し、全体的な経済的社会的目標を達成するために、金融システムを強力な国民資源に転換させることが出来る。しかし一方で、金融上の達成目標を国家によって方向付けることは、市場傾向の読み間違いや「顧客主義」により、資源の配分を誤る危険性を伴う。

1990年代中頃の比較によれば、日本、ドイツ、アメリカの三者間に、上の二つの特質からみて、金融システム上、かなり重要な相違があることがわかる。金融システム資産のうち、バンキングシステム資産が占める割合は、ドイツと日本は、それぞれ約74%、64%と相当に高い。一方、アメリカでは、その割合は、約25%とかなり低く、銀行は多数の金融機関のうちのひとつを占めるに過ぎない。また、金融資産総額に占める証券化資産の割合は、アメリカで54%、ドイツで32%、日本で23%である。家族部門の証券化資産の割合は、それぞれ35.9%、28.9%、12.4%である。特に印象的なのは、合衆国と比べて、日本とドイツでは、証券化された会社負債の割合が相対的に小さいということである。

信用配分における国家の役割という点では、ドイツとアメリカは、日本に対してかなり異なっている。ドイツと日本では、公的金融機関が、それぞれの金融資産総額のうち、ほぼ同様な割合（25%と30%の間）を保有している。しかし、ドイツでは、中小企業といったおおざっぱな基準による以外に、金融上の達成目標を国家によって方向付けることは、ほとんどない。それと対照的に、戦後日本における公的信用の目標達成は、私的信用配分にたいして、公共機関によって演じられる信号機能をつうじて、影響を及ぼした（15.4%と21.1%対61%）。（Vitols 2001）

以上から、日本の金融システムは、全体としては、銀行ベースのいわば度合いが、ドイツの場合よりも高いこと、同じことだが、市場ベース（証券化）の度合いが、ドイツの場合よりも低いことが、伺われる。日本の金融システムにとっては、巨額のバンキングシステム資産（預金と財投・直接的貸付）を有する郵便貯金は、日本の銀行ベースを象徴する、極めて大きな存在をなしている。債務の証券化や、証券市場の活性化を問題にするときには、日本金融システムにおける銀行ベースの深さこそ、考慮に入れるべきであろう。

IV コーポレート・ガバナンスの起源

〈国家の介入、銀行ベースと市場ベースへの分岐〉

銀行（間接金融）ベースの金融システムは、19世紀後半において、ドイツ、アメリカ、日本など後発国が工業化する場合に、または、それに関連して国家が金融投資の目標を設定する場合に、必要とするものである（Gerschenkron 1962）。しかしビストル（Vitols 2001）によれば、

銀行ベースと市場（直接金融）ベースにおける金融体制の相違やその相違を生み出す上での国家の役割は、一般に信じられているよりも、はるかに新しい。それは、大不況に対して国家を再建しようとした1930年代にはじまる。一次大戦前のレッセフェール体制下で発展したイギリス、ドイツ、アメリカ、日本の銀行システムは、それぞれ伝統的な規制が取り払われており、またロンドン証券市場を中心とする世界的資本市場と有機的に結びついていた。そのために、それらは、いずれも、互いに相当に類似するものとして発展した（概略でドイツ型ユニバーサル・バンキング）。しかし一次大戦後は、レッセフェールの終焉、ブロック化、オートルキー経済化が、時代の流れであった。大戦の余波と平和条約は、レッセフェール体制の本質的条件を侵蝕し、1920年代末の金融恐慌を導き、遂には、1929・30年代の大恐慌・不況をもたらした。各国の政治的エリートが、1918年以後に受け継いだものほどに失敗しないような新しい金融規制を確立する必要があると感じたのは、まさにこの時代においてにはほかならない。一次大戦以前は、世界的な証券市場が、イギリス的な専門化した商業銀行業・投資銀行業やドイツ的なユニバーサル銀行業と共存し、繁栄していた。このようなレッセフェール金融システムが崩壊し、市場ベースと銀行ベースに分岐して発展したのは、それぞれの国における、一次大戦以後の政治選択と制度設計の結果であった。（Vitols 2001）

一次大戦以後における広範囲にわたる合同・買収による大規模化、新産業の発展とともに、企業に「組織上の革命」が起こった。Mフォーム（多事業部制）と寡占体制（アメリカ）、家族持ち株会社とトラスト（イギリス）、コンツェルンとカルテル（ドイツ）、財閥とカルテル（日本）は、大戦前には決して見られなかった規模のものに発展した。ドイツと日本では、1920年代以降、家族所有権から法人間と銀行所有の集中へと、徐々に移行した（所有権の分散化と法人コントロールのための市場の発展でなく）。法人間所有ネットワークは資本の退出の能力を制限することによって、また所有権を戦略的な組織利害と融合させることによって、金融コミットメントを促進した。（Jackson 2001）各国では、株式所有の分散化（前二者、バーリ・ミーンズモデル）とその集中化（後二者）への分岐を伴いながらも、ともに巨大株式会社の「経営と所有の分離」（正確には、戦略経営者と資本所有者との実質的な分離）が進んだ。巨大企業を管理運営する専門的経営陣が、固定資本の形成・集中・減価償却など、資本所有・固定資本形成にかかわる戦略的経営を牛耳り、従来の配当政策をはるかに超える自己金融を実践した。経営者革命と自己金融化は、それ自身、戦後経済の混乱と不安定さに対する対応であったが、逆に金融市場の不安定性・投機性をますます増大させる類のものであった。

もともと投資銀行（マーチャントバンカー）と産業企業とが間接的に市場を通じて関係する（市場ベースの）イギリスと、1914年以来、また特にグラス・ステーガル法によって証券取引と商業信用業務の兼業を禁止したアメリカにおいて、資本所有の分散化と結びつく「市場ベース」金融システムが発展した。アメリカのエリートは、全体として、それほど（証券）市場に対して批判的でなく、またニューデール・リーダーのより強い国家干渉主義的傾向は、けっきょく脇に押しやられてしまった。かわりにアメリカの政策は、農民などの社会的グループを過大な金融権力から保護するために、市場競争規制によりながら、独占や大金融会社にたいする改革をすすめた。

一方、もともと資本不足国であり、戦後早くも金融資産が資本市場資産から短期預金による長期貸付に大きくシフトしていた日本とドイツでは、証券市場に対する厳しい規制、カルテル強化や労働者保護などが、集中される資本所有権に対する制限および経営者（取締役）権力の劇的な

強化と結び付けられた。ドイツと日本のエリートは、(証券)市場に対して、あまり好意を寄せてはいなかった。彼らは、1920、30年代における困難な国家状況の中で、ますます金融セクターを、戦争動員または国家的景気回復のための国家的財源として取り扱い、銀行ベース金融システムを成立させた。だが、その二国間にも相違があった。

ドイツでは、非市場的金融規制が銀行産業のコーポラチスト(自主的業界団体)的自己規制にまかされた。このことが、金融機関のかなりの安定性と団結を作り出し、金融上の取引を国家の目標にする余地をほとんど残さなかった。日本では、個々の法人組織や法人組織連合と国家との間に、はっきりと緊密な結びつきが観察された。それによって、国家的官僚による「私的セクター」に対する相当量の「行政指導」が可能になり、また発展主義的経済政策の目的にあわせて、金融セクターを大きく大蔵省や日銀の制度拡張の内部に転換することが可能になった。日本の財閥企業はもともと政商といわれたが、一次大戦とその後の不況で急成長し、純粋持ち株会社を頂点にし、銀行、保険、商社を含むワンセット型財閥企業集団(純粋持ち株会社による垂直的所有構造)が発展した。大正デモクラシーの勃興と共に、自ら政党を支配し政治に介入し、さらに、強い国家介入(行政指導)のもとに、一次大戦以後軍人、政治家など、エリートが一貫して追求していた総力戦体制の構築——大東亜共栄圏構想の実現——に積極的に参加していった。(Vitols 2001)

〈第二次大戦後の発展〉

二次大戦以後、いずれの先進国でも、企業組織における経営者支配(マネジリアリズム)は、さらに進んだ。日本では、純粋持ち株会社としての財閥本社が、占領軍(GHQ)のもとで解体された。財閥本社を中心に持株が没収され、一般に売り出された。旧財閥のメンバー企業は、これらの株を買い占め、相互に持ち合うようになった。一方同時に、銀行が証券、保険業務を行うことを禁じる規制(1932年のアメリカ法にちなんで日本版グラス・スチーガル法といわれる)が導入された(1998年まで)。また純粋持ち株会社が禁じられ、株式の相互持合い(水平的所有権構造)と需要・供給関係の系列化がうまれた。従業員主権型(御用組合、永年雇用、年功序列賃金、トップ経営者の内部昇進・経営者市場の欠落、持ち合い株式の価値に対する無視)の新しいワンセット型企业集団の成立である。証券投資業務を禁じられた銀行は、グループ内の企業(保険・証券会社をふくむ)に、土地と株式を担保とする間接金融をおこない、ベンチャービジネスを助け、メインバンクとして、株の相互持合い(安定株主)による相互ガバナンスの中心に立った。こうして敵対的合併や支配権市場や投機的キャピタルゲインなど、市場ベースは排除された。

ナチズムによって、軍事力によるアウトルキー経済の建設をもとめたドイツの敗北は、その東西への分裂と西ドイツのいわゆる社会市場経済(ナチズムが否定したワイマール体制における労働者の権利の復活と強化)への転換をもたらした。冷戦の開始とほとんど同時に、西ドイツでは、フランスとの和解が進み、国籍を超える欧州石炭鉄鋼共同体が成立する。これが、共通農業政策(CAP)とともに、後に欧州共同体、さらにヨーロッパ連合(EU)に発展する。一方、鉄鋼共同体の労働関係は、1970年代からは一般に従業員2000人以上の企業に採用されるようになり、ここに、監査役会に労働者の代表が半数の席を占める共同決定制度が確立する。

ドイツでは、連合軍による集中排除政策が、主に、三大銀行、化学工業グループ、石炭・鉄鋼会社に向けられたが、結果的には、株式会社の所有権集中構造や会社グループと銀行との密接な

関係は、ほとんどそのまま残った。その後、高度に集中する所有権をコンツェルンの核心である親会社がコントロールするという支配構造が発展した。親会社の大量の株が、民有・民営化をうけて、しばしば非常に分散して多数の市民に所有された。しかしその場合でも、銀行の役割のゆえに（銀行は、株が銀行に預けられるときに生じる委任投票権を行使することによって、株主総会を支配した）、敵対的買収や市場指向的株主からの脅威は制限された。ドイツの銀行は、企業金融というより、所有権、信用貸し、委任投票権、監査役会への役員派遣により、（日本と同様の親交金融のなかで）「その時々」のモニタリングを実行した。

株式会社法の改正（1965年）は、株主権（情報開示、利潤配分管理、株主訴訟）の回復を求めた。これにより、1937年の法改革で確立された企業の「公益」条項が削除された。しかしその後、「私有権は社会的義務を伴う」（ドイツ基本法）という法改正の「社会的責任の原則」が、監査役会で従業員代表と株主代表が同数を占める（したがって議長が決定権をにぎる）「共同決定制度」をめぐる論争において強調された。こうして、「企業の利益」（公益の強調、すなわち私的所有権の希釈化）の正当性の堅持が明確にされた。（Jackson 2001）

なお1989年のベルリンの壁崩壊、そしてドイツ再統一によって、東の国有企業経済は解体され、民営・民有化によって、西ドイツの社会市場経済に編入されることになる。

〈福祉国家と金融システム〉

一般的に、工業化とともに、賃金やサラリーが国民所得に占める割合と退職所得（年金給付）に向けられる家計の貯蓄割合が増大した。こうして、労働所得を規制するそのやり方は、貯蓄がバンキングシステム（公的、私的機関など）に流れ込むか、または市場向きの有価証券に入って行くかどうかに関係した。アメリカで設立された任意制の年金基金資本化（積み立て方式）制度は、源泉徴収による社会保障や非資本化会社年金にもとづくドイツと日本の連带的（賦課方式）年金制度よりも、イギリスと同様に、市場向きの有価証券に対してより高い需要をもたらした。また、一般に、より豊かな家庭は、低・中所得家庭よりも、市場向きの証券に対してより大きな需要をもたらす傾向がある。それゆえドイツと日本に於けるより平等な所得配分は、（アメリカの場合に於けるよりも）銀行預金（非流動的な長期預金をふくむ）に対して、より大きな需要をもたらした。（Vitols 2001）

イギリスとアメリカでは、戦後60年代以来、証券市場が復活し、ますます発展するとともに、大会社における家族株式所有の割合が継続的に低下したが、それを埋め合わせる形で、年金基金や生命保険料、ミュウチャルファンドを運用する機関投資家の投資が増大した。機関投資家は、リスク回避のために、投資を多数の大企業に分散させた。そのために、格式所有の分散化はますますすすんだ。それに対して、経営者は、配当抑制、利益の内部留保による自己金融をいっそう進め、会社に対する支配を拡大した。自己金融は、中・長期的に株主価値を高めるので、機関投資家は、配当の抑制をキャピタルゲインの獲得によりカバーすることができた。

V 三段階の政治経済学へ

〈経営と所有の分離〉

ドイツでは、1914年以來、戦争、インフレーション、復興、不況と続き、コンツェルンとトラスト、カルテルとコンバインなど、新しい企業組織が成長した。人々は、根本的に、旧商法の

問題点を検討せざるを得なくなった。すでに1918年にラーテナウは、論文「株式制度——実務家による解明——」によって、資本家と従業員との協調、企業と地域社会の融和を、「企業それ自体」の発展によって実現すべきことを主張した。そして、けっきょく1933年株式法によって、その新しいアイデアが地歩を築くことになった。

歴史学派の若い世代の代表者であったW.ゾンバルトは、1927年に公刊された「近代資本主義、第三巻」によって、「企業それ自体」の議論に大きな影響をあたえた。ゾンバルトはこの著書で、経営と私有の分離を指摘しながら、資本主義的経済システムは、なお、長き時代にわたり、経済生活の重要な領域を支配するであろうけれども、すでに本質的な変化を経験しており、さらに変化して行くであろうと、断言した。かれの後期資本主義のテーゼは、変化する経済環境において企業を観察した結果であり、新しい形態の株式会社に対する要求を特別な仕方です統化するものであった。

同様なことが、イギリスの国民経済学者M.ケインズにもあてはまる。すでにケインズは、著書『平和の経済的帰結』(1919年)で、ドイツからの賠償金取り立てを決定したベルサイユ条約を批判していたため、ドイツでは特に有名な人物であった。かれは、1926年にドイツで公刊された論文「レッセフェールの終わり」で、特に大企業の構造変化、特に経営と所有の分離について論じた。ケインズは、ドイツにおいて、株式法の議論の枠内ではあるが、広範囲の聴衆を獲得した。それは彼が次のように、時代の反資本主義的感受性をうまく代弁することができたからである。「退廃的な国際的、個人主義的資本主義——戦後、そこにわれわれはおかれている——は、なんらの成果も生み出さなかった。それは思慮深くないし、美しくないし、公平でないし、道徳的でもない。そしてそれは、不十分な財貨しか提供しない。要するに、われわれは、それを拒絶する。われわれはそれを侮蔑し始める。」(Arndt 1995)

また、ドイツの著名な会計学者E.シュウマレンバッハは、企業問題の核心を、生産費にしめる固定費(資本費)の割り合いがあまりに大きすぎる(企業における固定資本の過大または過小)ことにみた。1924年以来の合理化過程における不断の経営規模の拡大、官僚制の強化、資本集約性の増大が、固定費の割合を高めることに強く影響した。これが企業の経営を極めて不安定なものにした。彼はその解決を、私的経済の志向から、共同経済の志向への転換にもとめ、利潤最大化というよりも、国民経済への効率的な財とサービスの提供に企業目標をおくことを主張した。

アメリカの企業家R.ブルキングスは、1925年に「アメリカ経済の民主化」という著書を公刊し、ドイツにおいて、センセーションを巻き起こした。かれは、バーリ・ミーンスの7年前に、現代企業における所有と経営の分離を詳細に分析し、個々の株主の地位がたんなる社債人への方向に向かうようになっていることを確認した。彼はまた、企業の経営は、単に、株主の利害を代表するだけでなく、それ以外の当事者(労働者や消費者)の利害をも代表しうるゆえに、会社を存続させ続けることは、経営者の最初の義務であることを認めた。かれは、まったくラーテナウの意味において、経営者が、会社にたいして、強い責任感をもつべきであることを、主張したのである。(Arndt 1995)

大不況のさなか、バーリ(Adolf Berle)とミーンス(Gardiner Means)は、1932年に、『近代株式会社と私有財産』(The Modern Corporation and Private Property)を著して、株式所有の分散化のために、株主(資本所有者)の経営者(社外取締役)に対するコントロールが失われたことを、明らかにした。いままで、当然のこととみなされてきた資本所有者と経営者との一

体性が破れていた。かわって、所有権の分散化のもとに経営者による経営の組織化がすすみ、経営者の資本所有に対するコントロールという逆転した事態が生じていたのである。バーナムは、これを「経営者革命」として一般化し、ナチズムやソ連で最も進んでいる（と見たところに、彼の間違いはあったのだが）資本家的企業制度の崩壊形態とみなした。

大戦の余韻が残る1919年、当時のアジアの政治的焦点であり、人種の坩堝でもあった上海で、アジアの開放独立（ソビエトと欧米帝国主義に反対する東洋社会主義）を説く草案「日本改造法案」が執筆され、1923年に満州で出版された（日本では1945年まで発禁）。それは、ある歴史家の解釈によれば、1924年に出版されたヒットラー「我が闘争」の日本版である（Martin 1995）。著者北一輝は、少数独裁者とその富に基づく日本の政治システムを天皇に導かれる社会的独裁と取り替えることを要求した。かれはまた、福祉国家への「改造」を主張する一方で、中国大陸への侵略を正当化する議論を展開した。高橋亀吉は、『株式会社亡国論』や『日本財閥の解剖』などを書いて、大株主と重役（取締役）の横暴に現れた日本経済行詰まりの打開を、欧米と同様な経営者支配に向かう日本財閥の発展に期待した。そして、財閥の支配拡大を中国大陸（大東亜共栄圏構想）にもとめた。

一方、左翼陣営においては、共産主義（講座派、コミンテルン下の日本共産党系）と社会民主主義（労農派）のグループに分かれて、いわゆる封建論争（日本資本主義論争）が展開された。この論争は、共産主義と社会民主主義の国際運動上の対立を反映して、政治的イデオロギー的に激しく対立した。しかしそれらは、北一輝や高橋亀吉の豊かな現実認識とことなり、中国大陸に向かう「日本帝国主義」を、単に極めて遅れた経済体制（半封建的、または前資本主義的）によるものとする点では一致していた。この論争は、二次大戦戦後は、共産圏と冷戦の発展による世界の分裂に助けられた。左翼（社会党と共産党）の日本資本主義論争は復活し、ソ連邦が崩壊し冷戦が終わるまで、マルクス主義の正統派をあらそう不毛な論争をつづけた。（河西2001年）その後の国家独占資本主義（最後は会社主義）論争も、労働関係の組織化、経営と所有の分離、自己金融、銀行ベースなど、コーポレート・ガバナンスについて、どれほど問題意識を明確にしえたかどうかが、疑わしい。

〈原理論と段階論〉

宇野弘蔵は、これらの論争の方法論上の難点を冷静に見据えた。宇野にとっては、一次大戦以後の広域経済圏の発展、世界的農業問題やケインズが問題とした国家の経済への介入や、封建論争が争った日本的政治経済体制の構造的・時代的特殊性は、資本主義経済の原理や歴史をはるかに超えていた。宇野は、後者（資本主義の原理・歴史）を原理論・段階論として再定義し、それらから乖離・離脱するもの（脱資本主義的政治経済）として、前者（国家の経済への全面的介入など）の根拠を解明するという、いわゆる三段階論の方法に道を切り開くことになる。（関根1999年）

「そのときとどきに、自由放任 *Laissez-Faire* の論拠とされてきた形而上学ないし一般的原理は、これをことごとく一掃してしまおうではないか。個々人が、その経済活動において、長い間の慣習によって〈自然的自由〉を所有しているというのは本当ではない。持てる者に、あるいは取得せる者に永久の権利を授ける〈契約〉など一つもない。世界は、私利私欲と社会的利害とが常に一致するように天上から統治されているわけでない。世界は、現実の上でも、両者が一致す

るように、この地上で管理されているわけでもない。啓発された利己心は、常に社会全体の利益になるようにはたらくというのは、経済学原理からの正確な演繹ではない。また、利己心が一般に啓発された状態にあるというのも本当ではない。」(ケインズ 1926年)

以上に引用したケインズの主張は、一次大戦後の悲観的な現実を反映しているものと考えられる(それら否定文を全部、肯定文に変えれば、一次大戦前については、より真実に近いものとなる)。ここには、シュンペーターのケインズに対する不満(保住・他 2002)、すなわち一次大戦後の特殊性を一般化する誤りが認められる。それにたいして、宇野の求めた方法は、自由放任の論拠を一般的原理(資本家的企業競争社会の自立的発展の論拠)によって解明することであった。宇野にとっては、その一般的原理を実現するものとして資本主義の歴史的発展があった。またその原理論と段階論を基準にするからこそ、一次大戦後の「世界政治と世界経済」や「資本主義の組織化と民主主義」における脱資本主義的特殊性も明確になる。

政治経済学は、資本主義の運命を研究対象にする学問として発達した。アダム・スミス(1723-1790)は、資本主義の秩序と永遠の繁栄を示し、カール・マルクス(1818-1883)は、その究極的崩壊を予言した。ジョン・メイナード・ケインズ(1883-1946)は、資本主義の自動調節作用を否定する点で、スミスを否定し、また国家による資本主義の救済策を主張する点で、マルクスを否定した。宇野弘蔵(1897-1977)は、スミスを発展させ、社会主義の必然性を説くマルクスを否定した。宇野は、資本主義の自動調節作用と究極的な存立根拠(商品経済と私有制の成功)を原理論として論証し、またそれによって、資本主義の自立的な歴史的発展過程を段階論として解明した。その上で宇野は、一次大戦後の現代を、脱資本主義社会(商品経済と私有制の失敗)に対する国家的組織化(安定化)とする方法を確立し、ケインズに対抗したのである(注)。

(注) 会社(産業資本)は、財産所有(特に固定資本所有)とその利用(循環資本)、つまり「財産と契約」によって、原理的に成立する。この点について理解することに、宇野と宇野学派は、失敗した。財産所有が商品流通と同一視され、また利潤償却に他ならない「減価償却」が誤って理解され、けっきょく、固定資本(所有)が、流通形態(循環資本)に還元されてしまった。このことによって、宇野三段階論は、暗礁に乗り上げることになる。この点については、河西(2001年)参照。以下では、改正三段階論を示す。

上では、コーポレート・ガバナンスの起源・成り立ち・改革について、一次大戦以後における金融システムの発展との関連で、概観した。国家の介入、金融における銀行ベースと市場ベースへの分岐、所有と経営の分離、経営者支配の肥大化、自己金融、寡占体制など、コーポレート・ガバナンスは、ミクロ、マクロの両面で、資本所得の最大化を目的とする会社本位体制をはるかに超えることが明らかにされた。では、一次大戦以前の会社本位(資本主義)体制とはなにか。その原理と歴史が、純粹資本主義論とレッセフェール体制論として、それぞれ解明される。

農業、繊維、鉄鋼、石炭、運輸、商業、銀行業などなど、いかなる産業部門、サービス部門であれ、またいかなる企業形態(個人企業、パートナーシップ、有限会社、公開株式会社)であれ、資本家的企業(土地市場・資本市場にかかわる建設業、開発業、金融業などは、除く)は、すべて、固定資本と循環資本(機能経営者)とから成り立ち、異業種間と同業種内の両面で、自由な価格競争を通じて、生産力と世界市場分業を不断に発展させる。金融システムは、固定資本形成

のための資本市場・証券市場（投資銀行業による）と循環資本の循環促進のための貨幣市場（商業銀行業による）とに二分化する。固定資本の形成は、その規模を問わず、証券化による流動性の保証（究極的には私有権の確立）なくしては無理である。イギリスでは、その業態ごとに、銀行は専門化し、ドイツなどでは、単一の商業銀行が両方の業務を兼業した（ユニバーサル・バンキング）。しかしイギリスの専門化した決済銀行（商業銀行）もまた、証券市場でコール・マネーを使い、大量の証券を取引するという意味では、ユニバーサルバンキングを行った。レッセフェール（と最恵国条項を通じて各国に関税引き下げを不断に伝播させる自由貿易主義）体制の下で、証券市場は、国債、鉄道株など、主に固定利子証券を取引する市場として、海外投資に向うロンドンを中心に世界的に発展した。また貨幣市場は、ユニバーサルバンキングにより、証券市場と世界的に融合した（国際金・ポンド本位制、多角的決済システムの成立）。

要するに金融システムは、全体として、19世紀末以降証券市場とユニバーサルバンキングによって、銀行ベース（ドイツ）と市場ベース（イギリス）への分岐を全面的に克服した。所有権は基本的に取締役会（ドイツでは監査役会）の大株主たちに集中されており、企業における所有と経営の分離、減価償却や自己金融の肥大化も生じる余地はなかった。証券市場は、特に第二次大戦後のような、支配所有権市場やキャピタル・ゲインといった点では、ほとんど問題にならなかった。これらの理由で、金融システムは、全世界的にみて、一次大戦後と比べて、きわめて安定したものとなり、かりに金融危機が生じても、短期的に克服された。

以上、安定的な世界的金融システムの発展と資本家的企業による世界市場分業の発展とは、レッセフェール体制の下で、相互作用・相互依存の関係に立つものであったであろう。前者による固定資本の形成と所有は与えられたものとして、後者の世界分業と自由競争の原理を、あらゆる社会形態に通ずる経済の原則（年々拡大する生産と消費）を自立的に実現するものとして、抽象的一般的に明らかにするとき、ここに、純粋資本主義社会（原理論）が成立する。

財産は所有される。商品は交換される。商品交換は金貨幣を生み出す。金貨幣（金本位制）は、その機能を通じて、（それが可能にする信用取引や取引所・店舗なども含めて）商品交換に伴う取引費用を社会的に極小化する。企業は、基本的に資産の所有とその短期的賃貸借による利用（利用の商品化）によって成り立つ。特に固定資産の利用は、その所有者に地代をもたらす。地代は一般的利子率で資本還元され、固定資産が固定資本として自ら生み出す利子とみなされる。株主は、単なる資産の所有者でなく、固定資本の分割所有者である。以上のように、企業（産業資本）は、固定資本所有と（その利用としての）循環資本（機能資本家・機能経営者）との二元的存在である。

機能経営者は、年々、固定資本の所有者（代理人・戦略経営者を通じて）からその利用を、供給者から中間財（原材料・消耗材）を、労働者から労働力を買取り、それらを経済効率的に結び付けて、中間財ないし最終財（消費財・投資財）を生産し、それを商品として売却して、支出を上回る収入を得る。商品販売収入から労働費（機能経営者の賃金も含む）と中間財の代金を差し引いた残りが、レント（地代、差額地代と絶対地代からなる）として固定資本所有者に支払われ、資本所得（残余利益）が生まれる。商品販売収入から中間財コストを差し引いた残りが付加価値である。それゆえ付加価値は、資本所得と労働所得に分割される。付加価値は、市場価値（超過利潤）を含んでいるので、資本所得イコール剰余労働の搾取、というわけにはいかない。

企業は、販売を促進する商業資本と銀行資本の支援のもとに、異業種間競争をつうじて、利潤率を均等化する。こうして、企業は、社会全体における中間財と最終財の需要・供給を均衡させ、

労働量に比例するそれらの商品価値を実現し、自律的に再生産を拡大していく。固定資本および労働の賃貸借市場については、それらの商品の特殊性のゆえに、景気の循環をつうじて、需要・供給が均衡化される。同業種内競争においては、平均利潤（絶対地代として固定資本所有者に支払われる）だけをうる限界企業にたいして、生産性のより高い企業は、超過利潤（差額地代として固定資本所有者にわたされる）をうることができる。より生産性の高い固定資本所有は、差額地代（超過利潤）をえられるということが誘引になり、固定資本の集積・集中や創造的破壊が、中・長期的におこなわれ、厳しい同業種内競争と景気循環の動態を通じて、イノベーションが進んでいく。

以上、原理論が論証するように、資本家的企業は、財産所有とその利用（自由競争）を通じて、「売買契約と財産所有」によるひとつの自立的な経済社会を確立する。この「財産と契約」社会を、近代法が承認し、金融システムが裏打ちする（実際のインフラ建設や固定資本形成、国際決済システムの作動によって）。「私有制・商品経済」と「資本市場・貨幣市場」との連結部にレッセフェール国家主権体制（パックスブリタニカ・安全保障体制）が成立する（こうして、「一国か、世界か」をめぐる資本主義の神学論争は、原理論と段階論により、止揚される）。

一次大戦をもってこのレッセフェール体制は終わり、続いて、A. 国民国家（公共経済）、B. コーポレート・ガバナンス（経営と所有の分離、資本と賃労働の和解）、C. 脱レッセフェール金融システム（市場ベースあるいは銀行ベース）の三者間協同が始まる。

〈参考文献〉

- Roe, Mark (2003) *Political Determinants of Corporate Governance*, Oxford University press
- Michie, Ranald 2003, *Banks and Securities 1870-1914*, Douglas J. Forsyth and Daniel Verdier (editors), *The Origins of National Financial Systems*.
- 田村達也 (2002年) 『コーポレート・ガバナンス』(中公新書)
- 保住俊彦・他 (2002年) 『シュンペーターと東アジア経済』創土社
- Jackson, Gregory (2001) *Origins of Nonliberal Corporate Governance in Germany and Japan*, Wolfgang Streeck and Kozo Yamamura (editors). *The Origins of Nonliberal Capitalism..* Cornell University Press,
- Vistols, Sigurt (2001), *The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems; Germany, Japan, and the United States*. Wolfgang Streeck and Kozo Yamamura (editors). *The Origins of Nonliberal Capitalism..* Cornell University Press,
- Kraakman, Reinier 2001, *The Durability of corporate Form*. Paul DiMaggio (editor) *The Twnty-First Century Firm*.
- Richard, Roberts, & Kynaston, David (2001), *The rout of the stakeholders*, *The New Statesman* 2001, *Statesman* 17 September 2001,
- 若杉敬明 (2001年) 「コーポレート・ガバナンス、日本企業に何が求められているか」『フィナンシャル・レビュー』(December2001)
- 河西勝 (2001) 「マルクス経済学の自省と転換」『北海学園大学経済論集』(第48巻第3・4号, 2001年3月)
- 伊丹敬之 (2001年), 『日本型コーポレート・ガバナンス』(日本経済新聞社)
- Kraakman, Reinier (2001), *The Durability of Corporate Form*. Paul DiMaggio (editor), *The Twenty-First-Century Firm*, Princeton University Press.
- Cohen, Stephen S. and Boyd, Gravin (editors 2000). *Corporate Governance and Globalization*, Edward, Elgar.

- Cioffi, John and Cohen, Stephen, *The State, law and Corporate governance*, Stephen S. Cohen and Gravin Boyd (editors). *Corporate Governance and Globalization*, Edward, Elgar.
- Halpern, Paul, (2000), *Systemic perspectives on corporate governance Systems*. Stephen S. Cohen and Gravin Boyd (editors). *Corporate Governance and Globalization*, Edward, Elgar.
- Wrigly, Chris (editor) 2000, *The First World War and the International Economy*.
- The Economist (2000), November 25, Japan's keiretsu, Regrouping.
- 降旗節雄・伊藤誠 (2000年) 『マルクス理論の再構築—宇野経済学をどう生かすか』 (社会評論社)
- Rogers, David (1999) *The Big Four British Banks*, Macmillan.
- 関根友彦 (1999年) 『経済学の方法転換』
- Blair, Margaret M. and Roe, Mark J. (Editors) 1999, *Employees and Corporate Governance*. Brookings Institution Press
- Monks, Robert A. G & Minow, Nell (1995) *Corporate Governance* 太田昭和訳 (1999) 『コーポレート・ガバナンス』.
- 河西勝 (1999年) 「イギリス左翼のコーポレート・ガバナンス論争について」 経済理論学会年報第36集)
- Michie, Randal C. (1999) *The London Stock Exchange, A History* Oxford University Press
- シャー, マーク (1998年) 奥村宏訳 『メインバンク神話の崩壊』 東洋経済新報社
- ホプキンス, ケイン, (1997年,) 竹内幸雄・秋田茂訳 『ジェントルマン資本主義の帝国 I』 Cain, P.J and Hopkins A.G. (1993), *British Imperialism: Innovation and Expansion 1688-1914*
- Deakin, Simon and Hughes, Alan (Editors) 1997, *Enterprise and Community; New Directions in Corporate Governance*. Blakwell.
- Cambell, David (1997) *toward less Irrelevant Socialism: Stakeholding as a 'Reform' of the Capitalist Economy*. Simon Deakin and Alan Hughes (Editors), *Enterprise and Community; New Directions in Corporate Governance*. Blakwell.
- The Economist (1997), October, 18, 25 schools Brief
- The Economist (1996), February 10, Shareholder values, Stakeholder Capitalism
- Financial Times (1996) *Stakeholders: CBI rejects Labour Plans*, Friday November, 1 1996
- Riechers, Arndt (1996) *Das Unternehmen an Sich*, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck)Tubingen.
- Blair, Margaret M. (1995), *Ownership and Control, Rethinking corporate Governance for the 21st Century*, Brookings Institution.
- Martin, Bernd (1995), *Japan and Germany in the Modern World*.
- Lane, Christel (1995), *The Social constitution of Supplier relation in Britain and Germany*. Richard Whitley and Peer Hull Kristen (editors) *The Changing European Firm*. Routledge
- Dimsdale, Nicholas and Prevezer, Martha (1994) *Capital Markets and Corporate Governance*. Clarendon Press. Oxford.
- Financial Times 1993, 4. 9 German-British Capitalism
- ガルブレイス, J.K (1992年) 「奉仕する経済学と豊かな経済学」 (J.D.ヘイ編・鳥居康彦監修 『フューチャー・オブ・エコノミクス』 (同文書院)
- 河西勝 (1990年) 編著 『日本資本主義論争II, 世界農業問題の構造化』 (思想の海へ 30) 社会評論社
- Gerschenkron, Alexander 1962, *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*, Harvard Uni. Press.
- ケインズ (1926年) 伊藤光晴訳 「自由放任の終焉」 『世界の名著 57』)