

いわゆる「経営者支配」論について

佐賀卓雄

目 次

はじめに

1. 株式所有の分散
2. 資金調達構造の変化
3. 経営管理組織の発展・自立化
4. 資本市場の制約
5. 報酬構造と経営者行動

おわりに

—株式会社の構造と「経営者支配」論—

はじめに

現代株式会社論の嚆矢とされる A. A. Berle, G. C. Means (以下 B-M と略) の『近代株式会社と私有財産』(1932年)の公刊以来現代まで約50年の間に蓄積されてきた理論的・実証的成果はまさに百花繚乱の感がある。しかし、いったんその細部に立ちいってみると、現代株式会社の構造を分析するための方法的枠組は以外と貧弱であることも否めない。すなわち、かつて B-M が採用した素朴な株式所有の分散→経営者権力の自立性という経験的な根拠にもとづく議論の組立がその批判者の間でも基本的には継承されてきたように思われるのである(非所有者支配に対して大株主、あるいは所有者支配の対置)。もちろん現在までの現代株式会社の分析をめぐる議論をこのように論断してしまうことには多くの異論があると考えられるが、そこに存在する多様性を十分認めたりうでもなお株式分散論を基本的な傾向として指摘することには同意が得ら

原稿受領日 1981年11月9日

れると思われる。

そこで、このような構想の下では株式会社における所有はすべて原基的な所有概念へと還元され、支配構造についてはそこから株主間の対立抗争→支配的大株主と従属的の中小株主への分化として把握されることになる。もちろん、ここでは株式会社を資本集中、支配集中のいずれの側面に重点を置いて把握するかといった点に差異はあるものの、支配構造については大株主支配という点で一致している。ところが、いわばこのような古典的な株式会社段階に適合的な支配構造分析では資本蓄積の進行にともなう個別企業レベルでの経営単位の巨大化、それにとともなう経営管理職能の複雑化、専門経営者層の分化・自立化といったいわゆる「経営者支配」論の現実的基礎をなしていた企業組織内部で進行する事態は完全に分析の射程からぬけおち、十分には把握されないことになる。あえて説明を試みようとしても、専門経営者は終局的には大株主によって支配されているといった解答しか用意されないことになるのである。これではいわば素朴な「所有こそが支配の根拠である」という信念の表明になりかねない。問題なのは専門経営者が一定の裁量の余地をもちうる根拠は何か、それに対して専門経営者と株主とはいかなる関係にあるのか、を理論的に明らかにすることでなければならない。そのことよってのみいわゆる「経営者支配」なる現象が生まれる根拠とそれに対する批判も有効になされることになる。

本稿は「経営者支配」論のこれまでの研究史を概括し、株式会社の発展構造の中にそれらの諸論点を位置づけることを意図している。「経営者支配」論批判の枠組を構築するためにはなによりも批判の対象を正確に確定しておく必要があるからである。その意味でこれは不可欠の準備作業である。もっとも、「経営者支配」論自体が多面的かつ包括的であり、それが究極的には資本主義の変質という問題意識をもつために、それに対する批判の枠組もまた包括的な性格をもたざるをえない。もとよりそうした困難な課題の全体について議論を展開することはこの小論の範囲をはるかにこえている。ここでは「経営者支配」論を成立させている論理的諸契機を従来の研究史の中から剔出し、それらを株式会社発展の諸局面に位置づけることによってこの困難な課題の一端をはたした

い。

1. 株式所有の分散

「経営者支配」論の最もオーソドックスな分析枠組は株主数の増大→大株主の消滅→専門経営者の支配力の確立という構想である。したがって、B-M 以来この議論の支持者たちの最大の力点は株式所有の分布状況の検討におかれてきたし、それに対する批判の潮流もまたこの点に関しての検討に最大の精力を費してきた。近年のこの分野での最大の争点は第2次大戦後の企業年金制度の普及にとまなう機関投資家の持株の増大をどのように把握するかという点にある。すなわち、第1表にみられるように70年代に機関投資家の発行株式時価総額に対する持株比率は約4割に達しており、これは予想をはるかに上回る高い比率である¹⁾。また個別企業の株主構成をみても機関投資家の大株主として

第1表 投資家別持株比率

	1956年12月31日		1966年12月31日		1976年12月31日	
	投資額 (10億ドル)	保有比率	投資額 (10億ドル)	保有比率	投資額 (10億ドル)	保有比率
発行株式時価総額	322.1	100.0	647.8	100.0	945.4	100.0
機関投資家合計	79.1	24.5	193.1	29.8	375.4	39.7
信託基金(個人及び共同)	33.0	10.2	70.0	10.8	103.2	10.9
投資会社	14.2	4.4	37.4	5.8	48.9	5.2
保険会社	9.1	2.8	19.8	3.1	51.6	5.5
非保険型民間年金基金	7.1	2.2	39.6	6.1	109.7	11.6
州地方政府退職基金	0.1	※	2.1	0.3	30.1	3.2
財団	12.1	3.8	18.7	2.9	27.1	2.9
教育寄付基金	3.4	1.1	6.2	1.0	10.4	1.1
相互貯蓄銀行	0.7	0.2	1.5	0.2	4.4	0.5
(-)投資会社株式の機関持株	-0.5	-0.2	-2.1	-0.3	-10.0	-1.1
他の国内投資家	232.8	72.3	436.6	67.4	508.6	53.8
外国人投資家	10.2	3.2	18.1	2.8	61.4	6.5

(出所) U. S. Senate, *Voting Rights in Major Corporations*, 1978, p. 594.

1) R. M. ソルドフスキーが1971年に予測した機関持株比率は1968年23.2%、1980年36.3%、2000年55.2%である。(R. M. Soldfsky, *Institutional Holdings of Common Stock*, 1900-2000, 1971, p. 209). 現実の増加テンポははるかに急速である。

の圧倒的な地位は歴然としている。たとえば、メトカーフ委員会報告の一つである『主要株式会社の議決権』において明らかにされているように、調査対象122社に対して Morgan Garanty Trust Co. of NY が27社、Citybank が7社をはじめとして、銀行信託部門を中心とした21機関投資家が合計75社について筆頭議決権所有者であった。さらに上位5位以内の議決権所有者についてみると、これら21機関投資家は Morgan, 56社、Citybank, 25社をはじめとして合計325回5位以内の議決権所有者となっている。これは122社の上位5位議決権所有者610に対してゆりに半数をこえる数値である²⁾。このように米国巨大株式会社の株主構成をみるかぎり、かつての株式所有の分散化傾向は機関への持株の集中化傾向にとってかわられたように思える。事実、こうした傾向をとらえて経営者支配から機関(とりわけその中核としての銀行)支配への移行を主張する見解も存在する³⁾。しかし、株式所有の分布状況そのものはいわば事実関係の確認にとどまらざるをえないし、この点については1974年から公刊された一連のメトカーフ委員会報告⁴⁾においてあますところなく明らかにされてきた訳であるから、問題は株式所有の分散という現実に対してどのような意味内容を付与するかにある。つまり、通俗的な「経営者支配」論の株式所有の分散という経験的な主張に対してたとえば現実には機関持株の増大という事実を対置し

2) U. S. Senate, *Voting Rights in Major Corporations*, 1978, pp. 258-9.

3) 代表的なものとして、パットマン委員会報告書がある。(cf. U. S. House, *Commercial Banks and Their Trust Activities: Emerging Influence on the American Economy*. Vol. 1. 1968, p. 1: 志村嘉一訳『銀行集中と産業支配』153頁)。なお、拙稿「機関投資家と経営者支配(3.完)」『商学討究』第29巻第4号, 1979, 25頁参照。

4) 米国上院付設のメトカーフ議員を議長とする一小委員会(正式名称は Subcommittee on Reports, Accounting and Management)が1974年以来公刊した一連の報告書を「メトカーフ委員会報告」とよび、それには次のものがある。

① *Disclosure of Corporate Ownership*, 1974.

② *Corporate Disclosure, Hearings, part 1-3*, 1974.

③ *Corporate Ownership and Control*, 1975.

④ *Institutional Investors' Common Stock Holdings and Voting Rights*, 1976.

⑤ *Voting Rights in Major Corporations*, 1978.

⑥ *Interlocking Directorates Among the Major U. S. Corporations*, 1978.

これら一連の報告書の意義については、松井和夫氏の諸論稿を参照されたい。さしあたり、松井和夫「戦後アメリカの企業合併運動と株式市場」『証券経済』127号, 1979年1月, 同「アメリカにおける所有構造と支配構造」『証券研究』第60巻, 1980年5月, など参照。

てみても、経験的レベルで議論するかぎりそれ自身はたしかに一つの反証を提供するものであるが、それ以前に株式会社の所有・支配構造の特質が論理的に確定されていないかぎり、何ら意味のある議論とはならない。要するに、かつて C. S. ビードが指摘したように株式所有の分散という客観的事実に対しては二つの異なる解釈が可能だということである⁵⁾。一つは、B-M のように株式所有の分散にともなる大株主の消滅が専門経営者の自立性を強める傾向をもち、ついにはその支配力を保証するような局面にいたるということである。他方、同じ現象の進展を会社支配に必要な株式数を減少させ、数パーセントの持株で会社支配権を維持しつづけることが可能になる——つまり支配資本の節約体系の極限状況としての「経営者支配」現象——と解釈することもまたそれな

- 5) C. S. Beed, "The Separation of Ownership from Control," in M. Gilbert (ed.), *The Modern Business Enterprise*, Penguin Book, 1972, p. 142. なお、越後和典氏は「支配資本の節約」視角について次のように批判している。やや長文ではあるが、株式所有の分散にもづく経営者支配の主張を代表していると考えられるので引用しておこう。「……注意すべきは、株式の分散化が進行すればするほど、大株主はより小さい持株比率で企業の支配が可能となるから、株式の分散そのことは、大株主による『支配集中』の表現にすぎず、『経営者支配』の成立を意味しない、と説く公式論も依然として存在することである。(中略)

しかし、問題はそこにあるのではない。かりに上位 20 株主が 1 つのグループを形成するとしても、4% の持株比率で取締役を選任しうる現実的な力があるかどうかである。上述のラーナーは、グループが支配力をもつ持株比率の下限を 10% としたが、そこには、経営者がよほど無能であるか、特殊な事情でもない限り、持株比率 10% 以下では現実的な力をもつことは困難であるという経験的な判断がある。4% を所有する 20 人の大株主の支配が成立するためには、彼らが 96% を所有する 469,781 人 (1929 年の ATT の株主数—佐賀) の半数とはいわないまでも、かなり多くの株主を、経営陣の勧告に反して支持し投票するよう説得せねばならない。また無関心な株主が経営陣の代理権を与える傾向を克服せねばならない。しかも、代理権争いの敗者は、会社の外部のものである場合には、その費用を払わねばならないのである。20 人で 4% の株式しかもたない大株主が、はたしてこのような条件の下で、経営陣と『勝負』するであろうか。『経営者支配』の否定は、このようにみれば、経営陣が全く無能かつ受動的で、実質的に大株主 (その持株比率はたとえ数% にすぎなくとも) の指揮・命令に服従するものである、という非現実的な仮定をおかないかぎり、主張できないことは明白である。」(越後和典著『寡占経済の基礎構造』新評論社、昭和 44 年、31-2 頁)。越後氏の立論は「経営者支配」論者の立場を明快に示している。これまでの論争がそうであるように、proxy fight (委任状の争奪戦) をめぐる利害状況に関するかぎり氏の議論は説得的である。しかし、ここでは株式所有一般にかかわる TOB などの会社支配市場の存在がまったく無視されており、その契機を考えるならば必ずしも「非現実的な仮定」をおかなくても、「経営者支配」論批判になるのである (後述)。

りの根拠をもつことになる⁶⁾。

これまでの株式分散を根拠とする「経営者支配」論をめぐる論争の核心を以上のように論断してほとんどまちがいないであろう⁷⁾。とするならば、問題は論争の方向性そのものにあり、株式会社の構造が原理的に明らかにされない以上論争は経営者支配・所有者支配をめぐる呻吟しつづけるをえないことになる。

2. 資金調達構造の変化

「経営者支配」論のいま一つの論拠とされるものは、巨大株式会社における自己金融の進展である。戦後——というよりも大恐慌後——の株式会社の資金調達構造を特徴づけるのは、投資資金の大部分を企業が内部的に形成した資金（利潤の内部留保、減価償却資金）によって充足してきたことである。したがって、株式会社は投資資金の調達のために外部の資本市場に依存する程度を大幅に減退させた。このことが巨大株式会社の経営者をして「市場の審判」から解放（A. A. バーリ）させ、裁量範囲を拡大させることになった。そしてこれが株式所有の分散→大株主の消滅と相まって専門経営者の所有制約からの解放という自己完結的な「経営者支配」型企業のイメージへと結びついていくこと

6) B-M にはこの二つの観点が混在していると思われる。すなわち、一般的には前者の理解がみられるのであるが、「法的手段による支配」(legal device) はむしろ後者の観点から理解されるべきである。この点についてはラーナーの批判がある。(cf. R. J. Larner, *Management Control and the Large Corporation*, 1970, p. 132, note 12.)

7) M. フ・ブロイは占有、経済的所有、法律的所有の概念を区別することによって、マルクスによって指摘された株式会社に本来内在するものとしての資本機能の分化である「所有と経営の分離」と法律的所有をあらわす株式の分散を契機とした「所有と支配の分離」を区別し、「経営者支配」論はこの二側面を混乱させていると指摘している。(M. De Vroey, "The Separation of Ownership and Control in Large Corporations," *Review of Radical Political Economics*, 7/2, 1975, pp. 3-4). たしかにこの区別自体は重要ではあるが、経済的所有は分散していないとする時、株式会社におけるその所有主体が明確に意識されていないから、結局のところ従来までの論争の水準をこえていないように思われる。なお、De Vroey については奥村宏『所有論』ノート』『証券経済』135号、1981年、23-4頁を参照されたい。

になる⁸⁾。もっとも、この点については自己金融を経営者の自立性の根拠とみなす見解と、そうではなく「経営者支配」の確立が内部留保の極大化行動を生み出す背景となっているとみる見解がある⁹⁾。この見解の対立は、そもそも株式会社における自己金融を可能にした条件が全体的な資金循環構造の変化の中で位置づけられないかぎり、それほど意味のあるものではない。それによってのみ、経営者の主観的意図が体制的な支持装置（財政スペンディングなど）を媒介にして客観的に実現されうるという関係が明らかにされるのである。

さて、自己金融を「経営者支配」成立の原因とみるか結果とみるかは別として、この論理的契機を重視する論者には A. A. バーリ、P. A. バラン、P. M. スウィージー、宮崎義一らがいる。ここではその主張を確認する意味でバーリ、バラン＝スウィージーの見解をとりあげよう。

まずバーリは資本源泉の各項目について検討した後、次のようにのべる。「資本がそこにある。したがって資本主義もある。衰えつつある要素は資本家である。……そして、かれと一緒にかれの市場審判という統制力の多くが消えてしまった。……かれの地位には、会社の、主として大会社の、取締役会が立っている。そしてその人々が、利益を留保したり、その特定の営業の状態によって示された線に沿って、その事業の拡張に、その留保利益を危険資本として投下したりする。主要な会社はたいていの場合は資本を求めない。かれらは自ら資

8) 株式会社における自己金融現象の発生を個別巨大企業内部における支配構造の進展を根拠とする「配当の利子化」傾向に求める見解がある。(代表的なものとして馬場克三著『株式会社金融論』〔改訂増補版〕森山書店、1978年、298-300頁参照)。これを配当の利子への縮減(馬場氏の第二段階)と解釈した場合、米国株式会社の財務政策としては安定配当政策が一般的であること、また長期的にも配当性向が低下してきたという事実は存在しない、という理由から支持できない。内部資金の形成を問題にするかぎり、独占的利潤の存在こそがこの新たな現象の前提なのであり、そうであるかぎり全体的な資金循環構造の中でのみ個別株式会社段階における自己金融現象の必然性が説明されなければならない。(なお、戦後の純利益、配当性向、内部留保などの動きについては安井修二「戦後アメリカの企業金融と金融資本」『香川大学経済論集』第54巻第1号、1981年、を参照されたい)。

9) 一般的には前者の見解が多数を占めるが、後者の見解は最近宮崎義一氏によって主張されている。(宮崎義一「『経営者支配』再考」『経済研究』(一橋大学)第30巻第3号、1979年)。なお、この見解に対する二木雄策氏の批判、及び宮崎氏の反批判がある。(二木雄策「宮崎義一『経営者支配再考』によせて」及び宮崎「内部資金比率の上昇傾向について」、いずれも『経済研究』第32巻第2号、1981年、所収)。

本形成する」¹⁰⁾。つまり、内部資金の形成によって経営者は外部資本市場への依存から解放され、自らの判断によって——すなわち、外的強制としての「市場の審判」ではなく——投資決定を行うということである。

同じような認識は「金融資本」概念を強く意識している点で異なるとはいえず、スウィージーにも共通している。すなわち「追加的資本がこのように内部で確保することができるようになるため、会社の経営者は、大なり小なりの程度において、資本源泉としての新証券のために市場に依存することから解放され、同じ理由によって、銀行家への依存からも自由となる。……かつては栄光の日をもった銀行資本は、ふたたび産業資本にたいする補助的な地位にたちもどる」¹¹⁾。また、バランとの共著である『独占資本』の中でも次のようにのべている。「それぞれの株式会社は、経営陣の意のままになるような資金の内部調達によって、金融的独立に達することを目指し、そして多くのばあいそれを達成する。株式会社は、政策の問題としては、いまなお金融機関から、あるいはまた金融機関を通じて金を借りるかもしれない。しかし、株式会社は、つね日頃、そのように借金をすることを余儀なくされることはない。したがって、株式会社は、50年前には大企業の世界ではきわめて普通であったような、金融的支配力にたいする従属関係を避けることができるのである」¹²⁾。

- 10) A. A. Berle, Jr., *The 20th Century Capitalist Revolution*, 1954, pp. 39-40; 桜井信行訳『二十世紀資本主義革命』東洋経済新報社, 30頁。また、パットマン委員会報告の序文の中では株式所有の分散とならんで自己金融を経営者支配の重要な契機とみなしている。(拙稿「機関投資家と『経営者支配』論」『証券経済学会年報』第13号, 昭和52年, 15頁参照)。
- 11) P. M. Sweezy, *Theory of Capitalist Development*, 1956; 都留重人訳『資本主義発展の理論』新評論, 329頁。
- 12) P. A. Baran & P. M. Sweezy, *Monopoly Capital, a pelican Book*, 1966, p. 29; 小原敬士訳『独占資本』岩波書店, 22頁。スウィージーのこうした認識はすでに「投資銀行家の没落」という論文においてみられる。(in P. M. Sweezy, *The Present as History*, 1953; 都留重人訳『歴史としての現代』岩波書店, 所収)。なお, R. フィッチ = M. オッペンハイマーはこうしたバラン = スウィージーの立場を「マルクス主義的経営者支配論」とよんでいる。(R. Fitch & M. Oppenheimer, *Who rules the Corporations?*; 岩田巖男・高橋昭三監訳『だれが会社を支配するか』ミネルヴァ書房, 22-25頁)。これに対するスウィージーの反批判として, “The Resurgence of Financial Control: Fact or Fancy,” *Monthly Review*, 1971, がある。(後に, P. M. Sweezy & H. Magdoff, *The Dynamics of U. S. Capitalism*; 岸本重陳訳『アメリカ資本主義の動態』岩波書店, に所収)。

バーリ、スウィージーらの認識は株式分散の進展を根拠とする単純素朴な「経営者支配」論は別として、各論者に共通しているように思える。すなわち、巨大株式会社における自己金融の定着は専門経営者の外部勢力——とりわけ投資銀行業者——からの自立性を保証するものと位置づけられてきたのである。

しかし、かつて拙稿¹³⁾において指摘したように現象面でみるかぎり巨大株式会社が必要な投資資金を完全に内部資金で充足してきたという事実はない。むしろ、70年代末から再燃している企業合併運動の過程においては大々的な合併資金の銀行依存こそが問題となっている。たしかに、銀行と産業資本を対置し、前者の優位の下での融合、癒着を主張する一部にみられる見解に対しては、こうした自己金融による巨大株式会社の自立性の指摘は一定の意義をもっている。しかし、それが完全に外部資金への依存を断ち切るような性格のものとするのはゆきすぎであろう。また、後にとりあげる会社支配市場 (market for corporate control) の存在を考えるならば、資本市場の制約を資金調達の側面でのみとらえることは大きな問題を残すことになる。これは内部金融比率とは一応無関係に専門経営者の裁量に対して一定の制約を課することになるから、少くとも理論的レベルでは自己金融→経営者の自立性の確立という思考は論理の飛躍をとまなうものである¹⁴⁾。

3. 経営管理組織の発展・目立化

「経営者支配」論は専門経営者の支配を主張するのであるが、それが企業発展の歴史の中でどのように形成されるかは必ずしも充分とりあげられてはこなかった。したがって、龐大な資料を駆使してこの課題をはたした A. D. チャンドラーの功績は大きいといわねばならない。以下チャンドラーにしたがってその主張を要約してみよう。

いうまでもなく資源の配分方法には市場を通じるものと組織によるそれ（企業内部での調整＝管理的調整）とが存在する。これは市場内分業と企業内分業

13) 拙稿「機関投資家と経営者支配 (3. 完)」『商学討究』第29巻第4号、1979年2月、8-10頁参照。

14) 同、10頁参照。

という分業の二つのあり方に対応している。チャンドラーによると、大企業の形成、発展にともなって前者から後者へと資源配分の形態が変化——市場＝見える手による調整から管理＝見える手による調整へ——し、それを担う経営管理組織が形成されてくることになる。この発展過程は三つの主要な企業成長の段階をへて第一次大戦後にははっきりと認められるにいたった。第一段階の産業企業の支配的形態は単一製品・単一職能企業 (single-product, single-function concern) である。この形態は南北戦争(1861-1865)の頃まで支配的であったが、その管理はいわば一人あるいは少数の人間によって遂行された。第二の段階は南北戦争から二十世紀の転換期においてみられ、単一製品・多職能企業 (single-product, multi-function concern) と特徴づけられる。すなわち、世紀末の急激な成長と合併運動が全国的市場を対象とした大株式会社を生み出すと、それは垂直的に統合された生産とマーケティングの新戦略を取り扱うための統合企業となったのである。それと同時に、企業内部の多数の職能を管理・調整するための新しい経営管理技法が開発されていった。第三段階は1920年代にはじまった企業の多角化 (diversification) の傾向とそれにともなる組織革新をへて確立した多製品・多職能企業 (multi-product, multi-function concern)、すなわち分権的事業部制組織構造をとった現代株式会社企業である¹⁵⁾。この企業組織形態においては管理組織は三層構造を形成する。すなわち、第一段階においてはあらゆる管理活動が一人の企業家によって統括されていたが、第二段階の単一製品・多職能企業においては組織構造は日々の事業活動の運営に携わる層と事業活動間の調整・目標設定、計画を担当する層から形成される。さらに第三段階の分権的事業部制組織においては後者のトップ・レベルの管理機能のうち事業部間の調整は新しく形成されるミドル・レベル (事業部長) に移行し、目標設定、計画という戦略策定が最上層の総合本社の機能となる¹⁶⁾。

15) A. D. Chandler, Jr., & F. Redlich, "Recent Development in American Business Administration and their Conceptualization," *Business History Review*, Vol. 35, No. 1. spring 1961, pp. 4-6.

16) *ibid.*, pp. 20-22. もっともこの企業発展及びそれにともなる組織構造の変化はあらゆる産業部門にみられる訳ではない。チャンドラーが強調する要因は市場と技術である。(cf. Chandler, *Visible Hand*, Harvard University Press, 1977, p. 8; 鳥羽欽一郎監訳『経営者の時代』(上) 東洋経済新報社, 14頁)。

このような企業組織発展の過程では主として二つの類型が認められる。すなわち、企業の拡張が内部資金によって主として調達される場合には、創業企業家や家族のメンバーは支配的持株を維持し、彼らの代表がトップ・レベルの経営層の一部を形成する。他方、創業あるいは初期の成長を大々的に外部資金に依存する場合には、銀行家あるいは他の金融業者がトップ・レベルの経営意思決定に加わることになる。チャンドラーは最初のタイプの企業を企業家あるいは家族的企業、第2のタイプを金融的に支配された企業とよんでいる。そこで、最初のタイプの企業が支配的である経済は家族資本主義の例であり、第2のタイプが支配的であるそれを金融資本主義の例と考えることができる。しかし、家族資本主義あるいは金融資本主義は現代資本主義展開における過渡的段階 (transitional stage) にすぎない。というのは、家族あるいは金融機関のいずれもが現代の多部門企業の管理に必要なマネージャル・ヒエラルヒーに人材を提供することができなかつたため、専門的な経営管理者を備わなければならなかつた。しかも、企業経営の発展とともに現代企業はますますその拡張に必要な資金を内部的に生み出すことが可能になっていたから、彼らは所有者あるいは金融業者自身またはその代表からトップ・レベルの意思決定をうばいさつてしまうことになったのである¹⁷⁾。そしてこれらの集団は非所有の被傭経営者 (salaried manager) であるにもかかわらず、その管理職能が次第に細分化・専門化されるにつれて、本来の所有者は企業経営そのものへの関心を薄めてゆき、また実質的に彼らが経営管理業務に携わらないかぎり、その意思

17) Chandler, "The United States: Seedbed of Managerial Capitalism," in A. D. Chandler, Jr., & H. Daems, (ed.), *Managerial Hierarchies*, Harvard University Press, 1980, p. 13. なお、チャンドラーの大著 *Visible Hand* においてはこの専門経営者の形成・自立化の契機がもつばら経営組織の変化の観点からとらえられ株式所有の分散の進展、資金調達構造の変化という点はそれほど重視されていないと思われる。(たとえば、後者の点については P. H. Burch, Jr., *The Managerial Revolution Reassessed*, 1972, を批判する形でラーナーの研究成果が注において紹介されているにとどまる。cf. Chandler, *Visible Hand*, pp. 492-3; 邦訳『経営者の時代』(下) 483, 855-6 頁, 注 (3))。また自己金融方式も一つの要因として指摘されているが (ibid., pp. 473-4; 邦訳 (下) 809-10 頁), あくまで付随的なものとしてであり、力点は組織革新におかれている。それに対して、この最新編著においてはややバランスのとれた見解となっているように思われる。

決定の基礎となるべき情報そのものがこれら専門家集団によって与えられることになったから、彼らは次第にただその利益からひきだされる所得にのみ関心をもつというレントナーと類似の地位におかれるようになった。このような傾向は企業の継続的な成長にともなう全管理層の肥大化によって拍車がかげられた¹⁸⁾。かくして、専門経営者は内部的広がりをもつにいたった現代の多角化した巨大株式会社の管理的調整を遂行し、現代資本主義におけるその圧倒的地位によって彼らは市場の見えざる手による資源配分を管理的調整という見える手によるそれへと置き換えるうで決定的役割をはたしたのである¹⁹⁾。

さて、以上はチャンドラーによって展開された企業組織発展の論理を主題に必要なかぎりですら要約したものにすぎないが、要するにここで語られているのは企業内分業の一つである管理職能の分業が市場内分業を包摂し、その結果として生成する内部組織の管理職能を担当する専門家集団の登場ということである。その限りでは、これは資本蓄積にともなって進行する一つの基礎的過程であり、この点を詳細に明らかにしたチャンドラーの業績は高い評価を受けなければならない。しかし、ここではその過程が同時に企業形態の発展（株式会社形態の普及およびそれを前提としての株式所有の分散の進展）と二重になって展開されているため、専門経営者の企業内権力の確立の根拠がいわば理論的に混乱された形で展開されていることも指摘されねばならないであろう。チャンドラーがその展開の中で明示的な要因としてはとりあげていないように、専門経営者層の形成およびその一定の自立性の確立は必ずしも企業形態としての株式会社の成立を前提とはしない。それはいわば資本運動を実質的に基礎づける経営管理一般に共通して認められる傾向なのである。だから、この過程で形成されるこれら専門家集団もいわば企業内分業の展開として資本機能の一部を組織的に担うという性格をもっているのである。したがって、これら集団の企業

18) Chandler, "The United States," in Chandler & Daems, *op. cit.*, p. 31. もちろん、創業型企業においても家族のメンバーがトップ・レベルの意思決定に加わっている例が存在するが、そのようなケースは彼らが経営者としての包括的な訓練と経験をもつ場合にのみ可能であったという (*ibid.*, p. 31).

19) Chandler, *Visible Hand, Introduction*; 邦訳(上)序論、チャンドラーは序論においてこの大著の意図を8つの命題に要約している。

内における一定の裁量の余地、自立性の根拠もそれ自身は決して株式所有の分散の進展に基礎をもつものではない。ここでは株式会社形態そのものが必ずしも前提とされてはいないのだから。彼らの企業内権力の根拠は企業内分業が市場内分業を包摂していく過程にこそ求められるべきであり、その過程の結果として生みだされる独占あるいは寡占的存在となった巨大企業の管理機能を組織的に代行していくところにその実体的根拠がある。いいかえれば、彼らの自立性、あるいは裁量の余地とは企業の独占あるいは寡占という状態の反映なのである。この点については後にとりあげよう。

さて、専門経営者層の形成・自立化という論点にかかわって取締役会の構成の問題をとりあげる必要がある。というのは、通常「経営者支配」論の中では

第2表 取締役会に占める役員割合

1962年

	産 業		運 輸		公 益		合 計	
	会社数	比 率	会社数	比 率	会社数	比 率	会社数	比 率
50%以下	83	69.2	20	100	20	100	123	76.9
50~99%	37	30.8	0	0	0	0	37	23.1
100%	0	0	0	0	0	0	0	0
合 計	120	100	20	100	20	100	160	100

1975年

	産 業		運 輸		公 益		合 計	
	会社数	比 率	会社数	比 率	会社数	比 率	会社数	比 率
50%以下	100	83.3	19	95	20	100	139	86.9
50~99%	20	16.7	0	0	0	0	20	12.5
100%	0	0	1	5	0	0	1	0.6
合 計	120	100	20	100	20	100	160	100

(出所) サンプルの選択は Fortune 誌の業種別ランキング、1963年版、1976年版にもとづく。ただし、すべて資産額によるランキングに統一した。取締役会の構成については、Moody's Industrial Manual, Moody's Transportation Manual, Moody's Public Utility Manual の1963年版、1976年版にもとづき集計した。

専門経営者の企業内権力の確立の指標として役員 (= 執行経営層)^{20, 21)} と取締役 (= 受託経営層) との同一化が指摘されるからである。これは事実関係の問題であるから、我々も最近の資料を利用しよう。第2表は1962, 1975の各年について取締役会に占める役員割合によって、その分布状況をみたものである。産業企業120社にかぎってみても、役員=取締役が過半数を占める会社数は1962年, 37社 (30.8%), 1975年, 20社 (16.7%) と減少している。この数値は運輸, 公益も含めた160社についてみた場合にはより一層低下——1962年, 37社 (23.1%), 1975年, 20社 (12.5%)——している。また、ウォール・ストリート・ジャーナル紙によると、外部取締役が過半数を占める会社数は対象企業487社 (非製造業も含む) に対して1971年, 64.4%, 1978年, 70.1%, 1980年, 87.6% と明確に外部取締役中心の取締役会の増加傾向が著しい²²⁾。さらにコンファレンス・ボードによる調査もまったく同一の傾向を指摘している²³⁾。

このようにいずれの調査結果をみても取締役会における外部取締役の増加傾

-
- 20) この呼称については一定していない。「統括経営層」(P. E. Holden et al., *Top-Management*, 1941; 岸上英吉訳『トップ・マネジメント』ダイヤモンド社, 第2章), 「全般経営層」(小野豊明著『証言・日本の経営』マネジメント社, 昭和55年, 28-30頁) といった用語が使用されることもある。
- 21) 「会社内部の被傭経営者 (salaried manager) がまもなく取締役会における外部金融業者にとってかわった」(Chandler, "*United States*," p. 31). なお拙稿「経営者報酬の構造と経営者支配論」『証券経済』134号, 1980年, 8-10頁を参照されたい。
- 22) L. Ingrassia, "Outsider-Dominated Boards Grow, Spurred by Calls for Independence," *Wall Street Journal*, Nov. 3, 1980, p. 33. また、日本経済新聞の紹介記事によると、平均取締役数13人中9人が社外取締役であった。なお、売上高50億ドル以上の製造企業の場合には平均取締役16名中10名が社外取締役となっている。(日本経済新聞, 昭和56年5月13日)
- 23) The Conference Board, *The Board of Director*, 1977. 過去に被雇用者であったものを外部取締役とみなす場合とみなさない場合では、外部取締役が過半数を占める製造会社はそれぞれ83% (調査対象138社), 60% (同99社) であった。(ibid., pp. 84-5). この調査報告では最近の取締役会の独立性の強化の現われとして、他に外部取締役のみからなる監査委員会 (Audit Committee) の強化, 取締役会メンバーの多様化 (女性, 黒人などのマイノリティ・グループの代表, 専門的取締役の登用) をあげている。また, J. M. Pennings の1970年の調査によっても外部取締役 (過去, 現在ともに会社と雇用関係をもっていないもの) が過半数を占める会社の比重は645社中55.5%となっている。(cf. J. M. Pennings, *Interlocking Directorates*, 1980, p. 77, Figure 8).

向は動かしがたいのであるが²⁴⁾、問題はこの外部取締役の性格である。もしこれらが従来まで問題にされてきた取締役の兼任の盛行の結果生じているのであれば、あきらかに「経営者支配」論のいう経営者の自立性をゆるがしかなない事態の発生といわねばならない。というのは、「経営者支配」論に対する有力な批判として P. M. スウィージー以来「利益集団」(interest group) の存在が強調されてきたのであるが²⁵⁾、それはまさに持株、融資関係とならんで集団の紐帯としての取締役の兼任を一つの根拠としてきたからである。しかし、この点については今のところ結論をくだすべき資料が存在しない。近年増加しだしたといわれる専門的な独立取締役 (independent director) がこのような外部取締役増加の中心であるのか、あるいは「利益集団」の紐帯強化のための取締役兼任の増加なのかを判断すべき情報がまとまった形では与えられていないのである²⁶⁾。しかし、いずれにしろかつてその根拠とされた受託経営層と執行経営層の一体化という傾向は最近では認めがたくなっているという点だけは疑いがない。

24) 拙稿においては、この点は確認できなかったため留保している(拙稿「経営者報酬…」9頁、参照)。

25) 利益集団に関する代表的なものとしては以下の文献がある。V. Perlo, *The Empire of High Finance*, 1957; 浅野孝訳『最高の金融帝国』合同出版社, S. Menshikov, *Millionaires and Managers*, 1969; 太田譲訳『アメリカ金融寡頭制の構造』ミネルヴァ書房, J. C. Knowles, *The Rockefeller Financial Group*, 1973.

26) ちなみに、先のウォール・ストリート・ジャーナル紙の記事では「独立」取締役を「会社と家族、事業その他のつながりをもつ経営者でない取締役」と定義したうえで、これらが過半数を占める取締役会は55%以上を占めるとのべている。しかし、他方ではメトカーフ委員会報告の一つである『米国主要会社における取締役兼任』(1978年)では人的結合を通じる企業間の紐帯が価格安定、供給統制、競争制限、政府への影響力の行使などの危険性を生みだすことを警告している(U. S. Senate, *op. cit.*, pp. 280-81)。同報告書は投資顧問会社7社を除いた123社について調査した結果、合計して直接的結合530回、間接的結合12,193回に達し、各企業は平均して約半数の会社と直接的・間接的結合を行っていることを明らかにした。しかもこの人的結合を通じる紐帯は資産規模をみた上位企業における集中が著しく、上位9社は90-99社、次の22社は80-89社、次の22社は70-79社、とそれぞれ結合していた(*ibid.*, p. 280)。そして、このような弊害を除去するために同報告書は少くとも取締役メンバーのうち3分の1程度は消費者、マイノリティ、従業員、公衆一般から代表を選出すべきであると提案している(*ibid.*, pp. 282-3)。なお、それ以前の兼任制についての歴史的傾向は、P. C. Dooley, "The Interlocking Directorates," *Ame. Eco. Rev.* Vol. 59, 1969; D. Bunting & Barbour, "Interlocking Directorates in Large American Corporations, 1896-1964," *Business History Review*, Vol. 45. No. 3, Autumn, 1971; M. P. Allen, "The Structure of Interorganizational Elite

4. 資本市場の制約

O. ウィリアムソンは資本市場の統制として、1. 直接的統制、企業資金の調達についての資本市場の審判、2. 誘因による統制、株式購買制（ストック・オプション制度）、内部者取引、3. 経営者交替による統制、委任状、企業合同、といったものをあげている²⁷⁾。株式会社企業が現実資本と擬制資本という二重の運動局面において制約を被る以上、製品市場の構造による制約以外のすべてをウィリアムソンのように資本市場における統制とみなすことも可能である。しかし、ここではより狭く解釈して最後の経営者交替による統制を考えてみよう。

B-M のいう経営者支配は株式所有の分散と結びついた経営者の自己永続的権力の保証、具体的には取締役の任免権の確保ということであるから、これまでは株主総会における委任状の争奪戦 (proxy fight) が問題とされてきた。しかし、H. マンが指摘するように委任状の争奪戦は「最も劇的ではあるが、最も使用されることの少いティク・オーバーの方法」²⁸⁾であり、現実には稀にしか行なわれない。それは株式そのものを直接に所有するのとは異なり、株主総会における議決権行使に影響力を及ぼそうというのであるから、委任状勧誘に多額の費用が必要であり、確実性も低い。しかも、たとえいったん会社支配を実現することができたとしても、それ以後の保証はない。要するに、高価な割には効率的ではないのである。それよりはむしろ株式そのものの取得の方が会

Cooptation," *Ame. Soc. Rev.* Vol. 39, において明らかにされている。Dooley は 1935, 64 年の両年における兼任を比較し、変化がみられないこと、したがって自己永続的な経営者層の存在は疑問であることを指摘し (Dooley, *op. cit.*, pp. 314-22), Bunting と Barbour はそれを批判する形で前世紀末から 1964 年までの検討を行って兼任制の衰退傾向を主張している (Bunting & Barbour, *op. cit.*, p. 239, p. 335)。Allen も 1935, 70 各年をとって一般的な兼任は一定に推移していることを見いだしているが、同時に金融機関との兼任は大幅に増加していることを指摘している (Allen, *op. cit.*, p. 403)。

27) O. W. Williamson, *Corporate Control and Business Behavior*, 1970; 岡本康雄, 高宮誠共訳『現代企業の組織革新と企業行動』丸善, 第 6 章参照。

28) H. Manne, "Some Theoretical Aspects of Share Voting," *Columbia Law Review*, Vol. 64, p. 1433.

社支配の実現のための方法としては確実かつ永続的である。このために最も良く採用される方法はティック・オーバー・ビッド (TOB) である。他の可能性としては経営陣と平和裡に合併する方法も考えられるが、さしあたり利害の対立している状況ではほとんど現実性がない。TOB は技術的には市場経由である程度の株式を買い入れてから実行されるケースが多いが、株主から一定の価格（通常は時価に相当のプレミアムをプラスした価格）であらかじめ公示された割合まで株式を買い入れるというものである。この場合のプレミアムは理論的にはビッドが TOB の対象とする企業に対して自己が予想する潜在的価値において規定されることになる。すなわち、対象とされた会社の現経営陣の経営政策がもし別のものであればあげうるであろう利益に対する予想に依存している。もし株価が会社経営の効率性を正確に反映するとすれば、ここにマンのいう「会社支配のための市場」(market for corporate control) が形成されることになる²⁹⁾。株式が所有者に所有権の変質としての株主権を付与するものであるかぎり、それぞれの属性に対応した株価形成の可能性を与えることになるが、現在のように広汎な株式所有の分散が進行し、その大部分の所有動機が支配相当におかれている状況ではその支配的形態は利潤配当証券としての株式の価格である³⁰⁾。しかし、たとえ現実の意思決定過程の中で埋没させられているとはいえ、一株一票制という近代株式会社の法律的構成の下では中小株主の保有する株式といえども潜在的には支配証券としての性格を完全に抹消されてはいない。この属性は会社支配権移転の中で現実的なものとして機能してくることになるが、従来までの「経営者支配」論の文脈の中ではいわばその一形態にすぎない議決権行使のみがとりあげられてきたにすぎない³¹⁾。もちろん、この側面にかぎってさえ機関持株の増大にともなって大きな問題とされてきたので

29) Manne, "Margers and the Market for Corporate Control," *Jour. of Political Economy*, Vol. 73, 1965, rpd, in Gilbert (ed.), *op. cit.*

30) 川合一郎著『株式価格形成の理論』著作集第3巻、有斐閣、昭和56年、36-7頁。

31) この点については留保が必要である。たとえば、典型的にはマリス・モデルがそうであるが、経営者行動についての制約という形でこれまでも論じられている。「もし株主が一般に経営に対する対抗力をもつとするならば、おそらくそれはまた議論すべき要因にもとづくものに違いない。すなわち株式の譲渡性および組織的な株式市場の存在である。」(R. Marris, *The Economic Theory of "Managerial" Capitalism*,

はあるが、会社経営者にとってそれ以上の脅威はむしろ株主による持株の売却という行動であろう。現実に経営者にとって強い制約となるのはこのような資本市場における株式の移転である。重要なことは、これは株式所有の分散や自己金融といったこととは一応無関係に経営者の行動に対して制約となることである。委任状機構が従来大株主の存在と結びつけられていたのに対し、これは株式所有一般から生みだされる制約なのである。いいかえれば、これは少くとも株式会社という企業形態が前提されさえすれば経営者に対して課せられざるをえない制約であり、従来「経営者支配」論の論拠とされてきた諸契機とは無関係であるということである。この会社支配市場としての資本市場の制約はこれまで「経営者支配」論の中ではほとんど議論されてこなかったのであるが、経営者の自己永続的権力の保証という点にかかわってもっと深刻に受けとめられるべき問題なのである。

5. 報酬構造と経営者行動

これまでとりあげてきた諸点はいずれも「経営者支配」論全体のうち現代株式会社の所有・支配構造に直接関係するものであったが、次に問題となってくるのは所有・支配構造の変化——具体的には所有者支配から経営者支配へ——によってその企業行動がどのような方向性を示すのかという点である。この問題についてもこれまで経営者行動に関する仮説の形で理論的・実証的な研究が積み重ねられてきたが、そこでの主要な論点は経営者の動機を規定すると思われる報酬がどのような構造をもつのかということである。この論点がかつて拙稿³²⁾において歴史的傾向を検討したことがあるので、ここではそれを補足する意味で研究史の動向、および1964年以降の動向についてふれよう。

拙稿においては、戦後の報酬構造をもっぱら W. G. レウエルンに依拠して論じたのであるが、その理由は何よりも従来までの報酬構造の検討がサラリー

1964; 大川勉他訳『経営者資本主義の経済理論』東洋経済新報社、18頁)と TOB を重視している。なお、この論点については、W. A. McEachern, *Managerial Control and Performance*, 1975, pp. 35-9. を参照されたい。

32) 拙稿「経営者報酬…」参照。

及びボーナス、あるいはせいぜい延払報酬 (deferred compensation) の一部を経営者報酬と規定し、それと企業利益、あるいは売上高との相関係数を求めるという統計的処理が行なわれているのに対して、レウェルンの報酬構造のとらえ方が所有（経営者持株及びそれに対する配当・資本利得）を含めた包括的なものであることによっている。前者の傾向を代表する研究としては、R. マリスが経営者行動を導きだすさいに論及している³³⁾、D. ロバーツの研究が古典的なものである。彼は1948-50年について報酬としてサラリー、及びボーナス、延払報酬をとりあげ、それらの利益、売上高との相関関係を検討し、売上高との相関の方が高いことを主張する³⁴⁾。さらに、J. W. マクガイアーらの研究も1953-59年についてサラリー及びボーナスと売上高及び利益との相関関係を検討し、前者との相関係数の方が高いことを示している^{35, 36)}。

これらの研究には二つの問題点がある。第一は、選択期間にかかわる。かつて拙稿において戦後の報酬構造をとりあげたさいにふれたように、ストック・オプションなどの導入による報酬構造の多様化は50年代末から明瞭となっている。それは後にとりあげるように米国証券市場における株価の成長という事態に促迫される一面をもっていたのであるが、問題はこれ以前の時期には戦前から経営者の方も経営者報酬の形態として安定的なサラリー及びボーナスという形態を選好する理由をもっていたという点にある。すなわち、大恐慌につづく長期不況の下では経営者自体が安定的な報酬を選好したし、その傾向は戦後の高い累進課税の導入まで続くのである。だから、R. G. ゴードンらの研究が経営者報酬の安定性を検出する結果になったのは、いわば当然の帰結なのである³⁷⁾。問題はそれをどう理解するかである。

33) Marris, *op. cit.*, 前掲邦訳, 61-2頁。

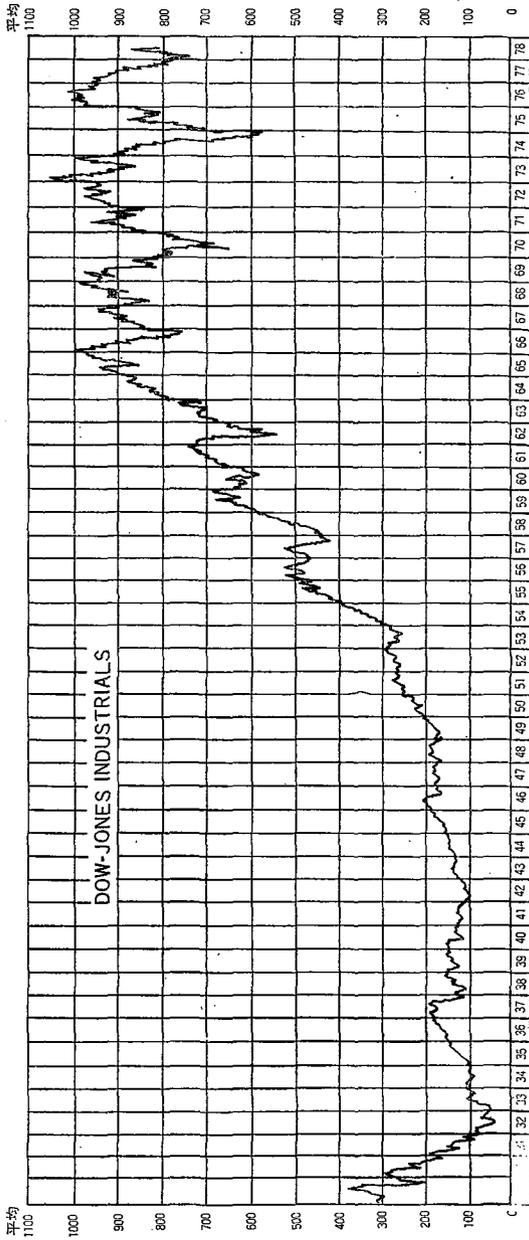
34) D. R. Roberts, *Executive Compensation*, 1959, p. 62.

35) McGuire et al., "Executive Incomes, Sales and Profits" *Ame. Eco. Rev.*, Vol. 52, Sep. 1962.

36) 研究史自体の整理はLewellenも行っている (cf. W. G. Lewellen, *The Ownership Income of Management*, 1971, pp. 3-5). ここでは最近の研究動向もふまえた McEachern, *op. cit.*, pp. 25-30, によっている。

37) これらの諸点については前掲拙稿「経営者報酬……」12-14頁参照。なお、サラリー及びボーナスを報酬と規定すれば、現在でもなお資産規模とのきれいな相関が認められる (cf. *Fortune*, May 1976).

第1図 株価の推移



(出所) *Moody's Industrial Manual*, 1978年版, p. a 50.

第二に、経営者報酬としてどの範囲までとりあげるかである。ロバート、マクガイアなど、の研究はフローとしてのサラリー及びボーナス、あるいはせいぜい延払報酬の範囲までしかカバーしていないのであるが、実際には経営者持株がストック・オプション制度の継続的实施とともに厩大な額に達しているのであり、この点を見無視して経営者の金銭的動機をとりあげることはほとんど無意味である。推測するに、彼らは非所有経営者という「経営者支配」論の通俗的観念にわざわざされた一面がないとはいえないのである。

さて、次に最近の経営者報酬の特質についてとりあげよう。かつて拙稿においては1964年までの経営者報酬の特質として株式形態に関連した部分の比重の急増、したがって報酬額の株価への依存という点を指摘した。しかし、このような傾向は課税面での対応という一面の他に、自己金融による一株あたり収益の増大を反映した戦後の株価運動の特質（つまり成長株価）によって規定されることも大きかったといわねばならない³⁸⁾。このような株価運動は66年以降循環局面へと移行していくが(第一図参照)、何よりもそれ以降の特質は機関投資家の株式市場への急激な参入によって規定されることになった。つまり、1971-74年のいわゆる株価の二重構造 (two-tier market) は機関投資家の特定銘柄への集中投資によって生みだされたものであったし、それ以降の循環的な株価運動も機関投資家が分散投資へ移行することによって規定される一面を有していた³⁹⁾。

このような株価の動向は経営者報酬の形態にも重要な影響を及ぼすことになった。少なくとも長期的に株価上昇が見込まれる株価成長期には経営者報酬の形態としてのストック・オプションはきわめて有効なインセンティブを与えることが可能であった。ある意味では従来ストック・オプション制度普及の背景として指摘されてきた現金報酬に対する高い課税率の存在以上に、この株価運動

38) 成長株価については、川合一郎、前掲書、263-8頁参照。

39) 70年代前半における機関投資家の特定銘柄への集中投資から分散投資への移行によって生じた株式市場の状況については、C. J. Loomis, "How the Terrible Two-tier market Came to Wall Street," *Fortune*, July, 1973; "The Irrational One-tier Stock Market," *Fortune*, July, 1978; 入江恭平「アメリカの企業金融と株式市場」『証券経済』第132号、1980年6月、195-200頁などを参照されたい。

第3表 長期インセンティブ・プランの種類と内容

	無資格ストック・オプション	業績株	株式評価権	参加権
内容	オプション認可時に定められた価格で株式を購入する権利	業務目標達成を条件としたストック・ボーナス	延払の現金ボーナス。将来株価によって決定される金額を支払う取決	延払の現金ボーナス。将来業績によって決定される金額を支払う取決
誘因	株価上昇にもとづく長期報酬	業績と株価にもとづく長期報酬。与えられる株数は業績によって変化	株価上昇あるいは「幽霊株」にもとづく長期報酬	会社、子会社、あるいは部門単位の業績にもとづく長期報酬
課税	行使時：オプション価格をこえる利得が所得として課税 売却時：行使時の市場価格をこえる利得が資本利得として課税	株式発行時：市場価格が所得として課税 売却時：発行時の価格をこえる利得が資本利得として課税	支払時：支払われる金額が所得として課税	支払時：支払われる金額が所得として課税
資金調達問題	経営者はオプション行使及び株式保有期間の資金調達問題を考える必要あり	経営者の資金調達問題はない	経営者の資金調達問題はない	経営者の資金調達問題はない

(出所) J. F. Carey, "Successors to Qualified Stock Option" *HBR*, Jan-Feb. 1978, p. 144 より。

の特質はストック・オプションの広汎な普及を説明する要因である。というのは、株価の二重構造の発生とともに、特定銘柄以外の株価は軒並み低 PER 状態に甘んぜざるをえず、ストック・オプション制度がそれまでもっていたインセンティブの機能を大幅に減退させてしまったからである⁴⁰⁾。そこで、ストック・オプション制度に代替するもの、あるいはそれを補完するものとして最近着実な増加を示しているのが、一定の長期的な財務業績の達成に関連づけられたインセンティブ・プランの登場である(第3表参照)。これらはもちろんストック・オプション制度とならんで採用されているのであるが、その特徴は一

40) "Are the Institutions Wrecking Wall Street?," *Business Week*, June 2, 1973, p. 60.

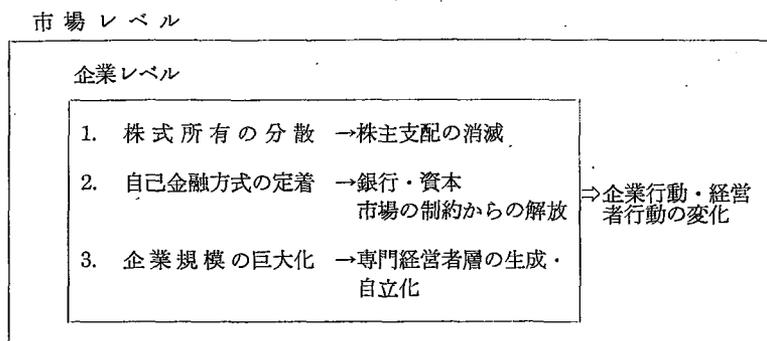
一般的に株式市場のもつ不安定性の影響を除去するために長期の会社目標が株価の上昇に関連づけられずに、直接的な部門利益率、あるいは全社的な利益率に基礎をおいていることである⁴¹⁾。したがって、報酬の企業利益への依存性はますます強まっていると考えられる。

以上では、拙稿に対する補足的な研究史の整理も含めて最近の経営者報酬制度の特徴についてふれてきたが、一般的にはそれがますます株価を介さずに直接的に企業利益との関連を強めつつある傾向が顕著となっている。したがって報酬構造からみるかぎり、経営者行動の方向性はかつて論じた以上に明確に長期的な利益志向を強めていると考えることができるのである。

おわりに——株式会社の構造と「経営者支配」論

以上ではこれまでの「経営者支配」論をめぐる諸論点を梗概してきた。それらを整理すれば第2図のようになる。第2図はいわばこれまで断片的に論じられてきた「経営者支配」論を一種の理念型として構成したものであり、それに対する批判もまたこれらすべての論点にわたるものでなければならない。それでは、これらの論理的諸契機は株式会社の発展構造の中にどのように位置づ

第2図 「経営者支配」論の構造



41) Conference Board, *Executive Compensation*, 1980, p. 5. 製造業の長期インセンティブ・プランの普及度は1974年8%, 1976年11%, 1978年15%, 1980年25%であり着実に増加している。これに対し、非製造業では1980年で10%以下であり、2年前と変化していない (*ibid.*, p. 5).

けられるべきなのか。この課題の十分な検討は別の機会に譲らざるをえないが、以下若干の論点を呈示して方向性を展望しておきたい。

株式会社が信用制度と企業形態の発展との交流地点において成立することはこれまでの諸論争をへて大筋での合意を得ていると思われる。いままでもなく株式会社それ自体は企業形態の一つであり、社会的生産力の発展にとまなう私的所有の対応という側面をもつ（社会的資本）。社会的生産力の増大に対する分散的・個別的私的所有という乖離は複数の出資者を結合することによって一応は克服されるが、そこに同時に対内的・対外的な問題を伏在させることになる。第1に、出資者相互間における意思決定の統一の問題。第2に、対外的な取引主体の問題。これは一方において、特有な意思決定方法（一株一票による持株多数決制）により、他方において「会社それ自体」=単一の主体の析出という客観的過程によって解決の方向を与えられる。これらの構造の法的形式が法人格の承認に他ならない。この過程は出資者数の増大とともにますます客観性を強められることになる。つまり、株式会社が資本結合の一形態であり、それへの出資が本来的には経営責任の負担を内容として含むにもかかわらず、所有主体である擬制的な法人格の創出によってそこに最終的な経営責任を帰属させ、その反映として出資者には追加的な出資義務の免除（いわゆる有限責任制）を可能にしたのである。この形態のもとでは所有権の内容は株主権という内容へと変化するとともに、企業活動にとまなう対外関係は法人格の承認という法的形式によって処理されることになる。この出資形態の債権形態への擬制によって社会的な遊休貨幣資本の株式擬制資本市場への参入が可能となり、出資証である株券の流通によってそこに特有の市場が形成された。こうして株式会社はそれ自身産業資本の一つの形態として資本蓄積活動を営むと同時に、そこから生みだされる利潤を出資者である株主に定期的に配当として支払うことによってそこに擬制的な資本を形成する（資本運動の二重化）。

株式会社が基本的にこのような構造において成立しているかぎりそれが現実の蓄積運動の過程で被る制約もまた二重である。すなわち、現実資本の運動過程では製品市場での競争が一定の制約を課することになるし、擬制資本市場で

は株式に付与された所有権の変質たる株主権をめぐる競合が間接的にではあれ現実資本の運動にやはり一定の制約を課することになる。

さて、株式会社という産業資本の定在が二重の制約を受けながら蓄積運動を遂行しているという構造のもとではその運動の一定の自立性の論拠もまた二重性をもつことになる。すなわち、製品市場をめぐる独占ないし寡占の成立と株式会社の所有構造及び資金調達構造に関連した擬制資本市場の制約からの解放である。いうまでもなく「経営者支配」論は主として後者の論拠にもとづいてその展開を主張してきた。しかし、上述の株式会社の構造からみて株式所有の分散や自己金融現象を根拠とした「経営者支配」論のいう経営者の自己永続的権力の獲得という主張はそのままでは容認しうるものではない。そこでは基本的に株式会社の資本蓄積過程で被る制約、いいかえればその基本的構造に対する認識が欠如しているからである。第1に、それは株式所有の分散、あるいは自己金融現象の進展を根拠に（大）株主支配の消滅を主張するのであるが、大株主支配の消滅と株主一般すなわち株式所有そのものの制約とは区別されねばならない。支配的大株主の不在は決して株式市場における支配権の移転の停止を意味してはいないのである。したがって、この段階にいたってさえ会社支配市場としての資本市場の機能が麻痺してしまう訳ではない。第2に、そこでは現実資本の運動にかかわる市場構造の分析がほとんど完全に欠落していることである（独占あるいは寡占分析の欠如）。この点を自己の論理体系の中に組みこまないかぎり、「経営者支配」論は通俗的観念の域を脱することはできないであろう。

それでは「経営者支配」的現象の根拠は何か。それは企業内分業が市場内分業を包摂することによって生じる経営単位の巨大化、それに促進されて生じる管理職能の細分化・専門化を槓杆とする専門経営者層の形成という過程のうち存する（3及び第2図参照）。この過程自体は経営管理一般に共通する歴史的傾向なのであるが、株式会社形態はそのうえにそれが本来胚胎させている所有構造の二重化——直接的所有主体としての「会社それ自体」と観念的所有主体としての株主——を株主数の増大によって実質化させ、株主の個人財産とは

分別された「会社それ自体」=社会的資本という観念をますます前面に押し出す。しかも、こうした傾向は巨大株式会社における自己金融現象によって一層顕現することになる。そして株式会社は複数の出資を結合した社会的資本という実質的内容を獲得するためにその運動過程を実体的に担う業務執行機関（取締役会、オフィサー）を形成するにいたる。専門経営者層とはかくして形成される株式会社の業務執行を組織的に遂行し蓄積活動を担っていくところにその本来的な性格をもつ。それ故、彼らの一定の自立性の根拠は巨大株式会社の市場における地位に規定されたものであり、逆にそれに対する制約もまた市場構造によって規定されざるをえないのである。

これまでとりあげてきた「経営者支配」論の個々の論点についてはその都度一定の評価をくだしてきたのであるが、株式会社論そのものにかかわる整理についてはなお補足的なものにすぎない。その十全な展開が次の課題である。