

・ 視点・

明治学院大学 国際学部 教授

岡部 光明

歪曲された企業理解

—人間を重視した企業論の確立を

M & A の増加に伴い、その研究が活

発化している。とくに米国で教育を受けたファイナンス論の研究者の参入が目立つており、政策のあり方についても彼らの見解が次第に影響力を持っている。

M & A の標準的理解と政策論

M & A とそれに関する政策論は、多分次のような理解が最も標準的なものであろう。すなわち（一）株主は企業の所有者であり企業に対する最終的支持権を持つ。（二）株式売買は企業支配権の獲得競争であり、他者よりも効率的な経営ができる（自ら経営するこ^{とによって企業価値を高め追加的利益を得ることができる}）と考える者が当該企業

の株式を取得することになる。したが

つて（三）株式市場では売買主体がどういう属性であるかを問わず（国内外あるいは投資ファンデンドであるか否かを問わずそして敵対的買収であるか否かを問わず）原則として取引阻害要因を除去して売買競争を促進することが重要であり、公共政策はそれに取り組むべきである、と。本誌読者の方々にも、こうした理解と政策論に親しみを感じる方が多いのではないか。

確かに、M & A には種々の望ましい効果が期待できる。ちなみに、筆者が行った日本の M & A についての実証研究においても、M & A が経営効率を高める効果を明確に検出できた（注）。

このため M & A は、日本経済の構造改

革にとって一つの大切な手段であると評価できる。

しかし、近年の日本における大半の M & A 研究においては、ファイナンス理論の極度に単純化された前提をもとに議論しているはずであるにもかかわらず、その前提を失念した妥当とは言

いがたい議論や偏向した政策論が闊歩している。その点について筆者は大きな懸念を抱く。それは、結局「企業とは何なのか」に関してあまりに一面的な理解が多いことを意味する。

議論の単純化に潜む落とし穴

M & A に関するファイナンス論からの接近は、端的にいえば「企業の本質はカネ（資金）であり企業はカネの提供主に所属する」ことを前提とした理論である。これは企業を単純化して理解する場合、ファイナンス・アプローチの前提が最もふさわしいかどうかは別問題である。

解する一つの視点であり、その前提是シングルかつ分かりやすい。またその場合には日々の株価データを活用して分析できるので定量分析も容易である。上記（一）などの前提を基にする限り、企業価値を企業が保有する全資産として提える場合、貸借対照表を想起すれば明らかのように、それは株式の現在価値（株式時価総額）だけでなくそれに負債（借入金ないし社債）を加えた合計額である、と理解できる。株式所有

たとしても何ら不思議はない。この議論には論理整合性があり、前提を認めるとり導かれる結論はほぼ自明ともいえる。社会現象を理解する場合、一般的に何らかの視点に立った鋭利な切り込み（モデル化）が不可欠なので、それは一つの有用な分析である。

しかし、M & A に関する近年の各種研究や政策論（例えば経済産業省「企業価値報告書」や五月に公表された有力機関投資家団体による「日本の企業統治に関する提言」）では、その前提をあまりにも当然のことと見なしているばかりか、それがるべき姿であるという主張（規範論）へすり替わっている面すらある。前提は前提でしかありえない。多面性を持つ企業を理解する場合、ファイナンス・アプローチの前提が最もふさわしいかどうかは別問題である。

第一に、企業はそもそも理論上株主のものとはいえない。例えば、仮に企業価値を企業が保有する全資産として明らかのように、それは株式の現在価値（株式時価総額）だけでなくそれに負債（借入金ないし社債）を加えた合計額である、と理解できる。株式所有

者は、その他形態の資金提供者の場合よりもより大きなリスクを負う分、それに見合つて経営に影響力を持つことが当然保証されているが、その場合でも企業資産の全部ではなく一部に対する請求権を持つに過ぎない。株式所有者を企業所有者ないし最終的な企業支配権者とみなすことは、論理的に大きな飛躍がある。

第二に、企業は実体的にみて資金提供者に加え（貸借対照表にはあらわれないものの）労働提供者も同様に重視すべき組織体である。企業は単に株主だけでなく従業員など多くの利害関係者がコミットしているという実体を認識した理解の仕方、いわゆる「ステークホルダー」の視点からの企業理解」がより適切である。さらにいえば、企業はその活動によって社会全体が利益を受けるための組織にほかならないから、それは特定の人間グループに所属するものではなく、最も根源的には社会のもの（公器）である。長年にわたって優れた経営成果を上げている企業は「社会のため人間の幸福のため」による経営理念を掲げている企業であることが日本を問わず明らかにされている（株価上昇はその結果に過ぎない）の

は、この見方が企業の本質をついているからである。

こう考えれば、企業の定量的分析は確かにかなり困難化する。だからといつてこの視点が劣位にあるわけではない。重要なのは、いずれの視点が実体をより的確に捉えるのか、そして企業が本来の目的を達成するうえでより望ましい公共政策が導けるか、である。

第三に、ファイナンス論的な前提と立論は、倫理上かなり問題があるのでないか。そこでは企業価値の上昇、つまり株主利益最大化が関心事であり、重要なステークホルダーである従業員はそれにとっての「コスト」という否定的な位置づけしかなされていないからである。企業の従業員は、日中の最も活動的な時間帯（九時から五時）に嘗々としてそこで働く人間である。それを単に労働力の提供主体あるいはコスト、としてしか認識しないのは実体に即していない。また、一つのモデル化とはいえそれは寂しい発想ではないか。人が働くのは、もちろん生活費獲得が大きな目的である。しかし、従業員は働くことを通じて得られる自己実現や達成感などの喜び、あるいは仕事を通じる自己成長（エンパワーメント）

ないし潜在能力開花なども、程度はと

もかく期待しているはずである。企業において企業の重要なステークホルダーである従業員の経営関与

論そしてM&Aを巡る議論においては、この点を重視する必要性が大きい。

企業ガバナンス組織の制度整備を

先般聞いた某学会の会長講演の題目は「敵対的企業買収はなぜ必要か」というものであった。ファイナンス論の視点からみればこれは当然な主張であろう。このような論説と政策思考が跋扈（ばっこ）するなかでい

ま求められるのは、人間を重視した企業論の確立、そしてそれに基づく企業制度整備である。ここでは二つを指摘しておきたい。

一つは、ファイナンス的接近に著しく偏している現在のM&Aに関する研究において、労働経済研究者ならいし社会学研究者などを呼び込むこと、あるいはそれら研究者との共同研究を促進することである。そうすればM&Aの意義や望ましい公共政策についてバランスのとれた議論と政策提言

【表】従業員の経営参加に関する国際比較

	従業員による取締役選出の有無	従業員協議会の設置を法定	従業員の経営参加を憲法に記載
オーストリア	○	○	×
デンマーク	○	○	×
ドイツ	○	○	×
ノルウェー	○	×	○
スウェーデン	○	×	×
スペイン	×	○	×
フランス	×	○	○
イタリア	×	×	○
日本	×	×	×
オーストラリア	×	×	×
スイス	×	×	×
英国	×	×	×
米国	×	×	×

(出典) 岡部光明『日本企業とM&A』2007年。原資料はOECD。