

アメリカにおける機関株主と会社支配

——州・地方政府年金基金とコポレート・ガバナンス——

水 口 雅 夫

目 次

- I. はじめに
- II. 州・地方政府年金基金の概要
 - (1) 公的年金制度と州・地方政府年金基金の概要
 - (2) 保有資産額と資産構成の推移
 - (3) 小括
- III. 州・地方政府年金基金の資産運用過程
 - (1) 資産運用・投資規制
 - (2) 投資規制の緩和と資産運用過程
- IV. 州・地方政府年金基金の Activism と影響力の行使
 - (1) 企業の吸収・合併運動と機関株主
 - (2) 州・地方政府年金基金の会社経営に対する関与
- V. むすびにかえて

I. はじめに

アメリカで株式市場と株主の機関化現象 (institutionalization) が注目されはじめから久しい⁽¹⁾。この現象は、さしあたり、次の二つのことを含意しているといつてよい。第一に、既発行株式の所有者の中に占める個人株主の割合が減少し、いわゆる機関投資家 (institutional investor) の保有する割合が増大することである。第二に、個人株主の多くが、株式に対して直接的に投資を行うのではなく、ミューチュアル・ファンドなどを通じて、

所有資産を運用していることである。

これを、第1表「アメリカの所有者別保有株式構成の推移 1960～1989年」によってみると、まず全株主の中に占める個人株主の割合が傾向的に低下していることがわかる。そしてこれと対照的に、既発行株式の中で、機関投資家の保有する割合が増大しつつある。このアメリカにおける株主の機関化現象には、日本およびイギリスのそれと比較して、個人株主の占める割合が依然として高いという特徴があることは事実である。しかし先にも述べたように、アメリカの個人資産家の多くが商業銀行信託部への個人信託やミューチュアル・ファンドなどを通じて、保有資産の投資・運用を行っているということを考慮に入れると、アメリカの株式投資過程の機関化は実質的には第1表で示されるより、大きな程度で進展していると思われることができよう。

ここでいう機関投資家とは、年金基金、投資会社(open-end investment trusts [いわゆるミューチュアル・ファンド]と closed-end investment trust がある)、保険会社などが代表的なものであるが、商業銀行信託部などを含めることもある。いずれにせよ、株式市場と株主及び株式投資過程の機関化は、これらの機関株主(株式所有構造ないし会社支配論の観点から機関化現象を考察する本稿では、上記機関を「機関投資家」というよりも、「機関株主(institutional shareholder)」としてと捉える)が保有し、あるいは運用する資産額の増大として現れる。第1表の株式所有者は、最後の外国人を別にして、保有比率の高いものから順に並べたものである。この表によると、中でも、年金基金(公的年金基金と企業年金基金)の保有資産額と保有比率の伸びが特に大きいことが注目される(なお、連邦準備制度の資料に基づいて作成した第1表には、商業銀行信託部と事業会社が現れてこない。この中で銀行信託部については次章で別の資料を用いて

第1表 アメリカの所有者別保有株式構成の推移 1960—89年
(単位 上段：10億ドル 下段：比率%)

年	1960	1965	1970	1975	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
1. 家計等 ¹⁾	378.4 87.2	600.4 84.1	682.7 79.4	598.6 70.5	1,124.9 70.9	1,052.4 69.9	1,174.4 68.3	1,324.0 65.5	1,322.5 65.5	1,681.5 65.1	1,845.5 62.6	1,691.9 59.1	1,815.3 57.8	2,136.9 55.9
2. 企業年金基金 ²⁾	16.5 3.8	40.8 5.7	67.1 7.8	108.0 12.7	223.5 14.1	218.5 14.5	261.9 15.2	313.6 15.5	308.7 15.3	393.6 15.2	460.0 15.6	483.9 16.9	537.6 17.1	667.0 17.5
3. 州地方政府年金基金 ³⁾	0.6 0.1	2.5 0.4	10.1 1.2	24.3 2.9	44.3 2.7	47.8 3.2	60.2 3.5	89.6 4.4	96.5 4.8	120.1 4.6	150.2 5.1	169.6 5.9	219.7 7.0	290.2 7.6
4. 投資会社 ⁴⁾	14.8 3.4	30.9 4.3	39.7 4.6	33.7 4.0	42.4 2.7	37.4 2.5	49.4 2.9	74.4 3.7	80.4 4.0	113.7 4.4	161.2 5.5	181.7 6.3	187.6 6.0	239.5 6.3
5. 生命保険会社	5.0 1.2	9.1 1.3	14.6 1.7	27.5 3.2	46.3 2.9	46.2 3.1	52.9 3.1	62.2 3.1	60.3 3.0	74.0 2.9	76.4 2.6	80.5 2.8	89.3 2.8	116.7 3.1
6. 生保以外の保険会社	7.5 1.7	12.0 1.7	13.2 1.7	14.2 1.7	32.3 2.0	32.4 2.2	38.5 2.2	48.1 2.4	44.7 2.2	57.0 2.2	61.2 2.1	65.1 2.3	71.4 2.3	94.3 2.5
7. 貯蓄相互銀行	1.3 0.3	2.3 0.3	2.8 0.3	4.4 0.5	4.2 0.3	3.2 0.2	3.3 0.2	4.3 0.2	4.1 0.2	5.2 0.2	7.0 0.2	7.0 0.2	8.5 0.3	11.0 0.3
8. 商業銀行	— 0	— 0	0.1 0	0.2 0	0.1 0	0.1 0	0.1 0	0.1 0	— 0	0.1 0	0.1 0	— 0	— 0	— 0
9. プローカー/デューラー	0.5 0.1	1.2 0.2	2.0 0.2	3.4 0.4	3.3 0.2	3.5 0.2	4.9 0.3	10.0 0.5	8.9 0.4	14.1 0.5	17.7 0.6	10.7 0.4	12.2 0.4	14.1 0.4
10. 外国人	9.3 2.1	14.6 2.0	27.2 3.2	35.3 4.2	64.6 4.1	64.4 4.3	76.3 4.4	96.4 4.8	94.5 4.7	123.7 4.8	166.6 5.7	173.4 6.1	197.0 6.3	250.6 6.6
合計 ⁵⁾	434.0 100.0	713.7 100.0	859.4 100.0	849.5 100.0	1,572.3 100.0	1,504.7 100.0	1,720.7 100.0	2,021.6 100.0	2,021.2 100.0	2,583.7 100.0	2,947.1 100.0	2,864.9 100.0	3,141.6 100.0	3,827.0 100.0

[出所] Board of Governors of the Federal Reserve Systems, *Flow of Funds Accounts, Assets and Funds Liabilities Outstanding 1957-80, Financial Assets and Liabilities, Year-End, 1966-89*, および *Balance Sheets For the U.S. Economy, 1945-89* から作成。

- 注1) Households の他に Personal Trusts, Nonprofit Organization が含まれる。
- 2) いわゆる保険型と非保険型とが含まれる。
- 3) 州・地方政府職員年金基金以外の、たとえば連邦政府公務員退職基金は含まない。
- 4) Open-End Investment companies, いわゆるミュージュアルファンド。

検討したい)。

さて、このような株主の機関化は株式市場において大きな影響を及ぼすだけではなく、株式の所有構造にも変化をもたらすことになり、ひいては会社支配や企業行動にも影響を及ぼさずにはおかないだろう。

さて、同じ機関株主という用語で表現されるいくつかの機関には、会社の支配構造において果たしている機能という点から見ると、多かれ少なかれ、無視できない相違点があるように思われる。そのような観点から、本稿では、1980年代以降、会社経営陣に対して影響力を行使するようになった年金基金、とりわけその中心となっている大規模な州・地方政府年金基金に焦点を絞って考察をすすめる、その背景にどのような事態が進行しているかを明らかにしたい。そして、その限りで、機関株主の資産保有額と株式保有額の増大がアメリカの企業経営に何もたらしているかということ考察することにした⁽²⁾。

注

- (1) アメリカの機関投資家に最初に注目し、調査・分析を試みたのはSECである。

この時の調査は1968年7月に着手され、その結果は Securities and Exchange Commission, *Institutional Investor Study Report of Securities and Exchange Commission*, New York. として、1971年3月10日の議会で報告された。

この調査は、最初、銀行、保険会社、ミューチュアル・ファンド、従業員年金基金（企業年金基金）、財団・大学基金を機関投資家としてとらえ、その中で、ミューチュアル・ファンドと企業年金基金とを二大投資家としていた。そして、この2つに、調査の結果重要性が認識された銀行信託部を加えたものを、この時点の三大機関投資家と見ることができる（小林和子「SEC機関投資家調査の背景と影響」、『証券研究』Vol. 11, 1982年）。

また北条裕雄氏は、機関投資家取引は、時期的には、1950年代から60年代前半にかけて端緒的に現れ、1960年代後半から70年代にかけて定着してきた（同氏『現代アメリカ資本市場論』同文館、1992年）といわれている。

- (2) ふりかえってみると、もともと株式会社の発達と規模拡大の中で、個人資本家の出資能力の限界をこえて生み出された資本需要に対応する中で株式の分散化が進展

注表1 各国の所有者別普通株所有構成比の比較
〔1970年, 1988年〕 (単位: %)

	アメリカ	日 本	イギリス	ド イ ツ
〔1970年〕				
機関株主	15.8	34.9	40.9	12
商業銀行	0	11.6	0	8
保険会社	2.9	15.4	12.2	
年金基金	8.2	7.8	9.0	4
その他	4.7		19.7	
非金融会社	9.1	23.1	5.4	35
個人	72.2	39.9	47.4	29
外国人	2.9	3.2	6.6	15
その他	0	0.2	2.6	10
〔1988年〕				
機関株主	30.4	51.2	52.8	15
商業銀行	0	18.9	4.3	9
保険会社	4.6		19.6	
年金基金	20.1	12.7	48.5	6
その他	5.7			
非金融会社	14.1	24.9	10.1	40
個人	50.2	22.4	28.0	16
外国人	5.4	4.0	6.5	21
その他		0.7	2.5	8

〔出所〕 Stephen D. Prowse, "Comments on the Role of Institutional Investors in the Financial and Governance Markets", Arnold W. Sametz (ed.), *Institutional Investing: Challenges and Responsibilities of the 21st Century*, 1991, p. 50. (原資料 Carolyn Kay Brancato and Patrick A. Gaughan, Columbia Institutional Investor Project, Columbia Center for Law and Economics.)

し、個人株式の持株比率が低下していくのは資本主義の一般的傾向である。しかし、その具体的過程は資本主義によって異なる。それはさしあたり、創業者とその家族によって譲渡された株式及び増資発行された株式をどの株主がどの程度引き受けるかに依存しているといつてよいだろう。注表1「各国の所有者別普通株所有構成の比較 1970年, 1988年」によってその過程をみると、それぞれの国によってかなり相違点がみられる。ここで、この表にあらわされた現象を総括的に分析することはできないが、機関株主の保有株式の既発行済株式価額に占める割合が高まっている

ことは、様相が異なるドイツを含めるかどうかは別にして、共通していると見てさしつかえないだろう。

ただ、本文でも言及したように、アメリカにおける株主の機関化には、個人株主の占める割合が依然として大きいという特徴がある。また個人株主の所有株式も、上位所得者層に集中している。松井和夫氏の研究によると、1972年の時点で、最上位0.5%の所得層が家計保有株式全体の40%を占め、この比率を上位1%の所得層でみると、50%に達する（同氏「アメリカの個人投資家の株式所有」、『証券研究』Vol. 66, 1982年12月, 186～7ページ）。もとより、その後この数値そのものには変化があろうが、いずれにせよ、このような株式所有構造は、資本主義と企業の発展の結果であると同時に、企業行動にもある種の影響を及ぼさずにはおかないであろう。

II. 州・地方政府年金基金の概要

(1) 公的年金制度と州・地方政府年金基金の概要

本節では、州・地方政府年金制度を含めたアメリカのいわゆる公的年金（public pension）の制度的概要を述べる。公的年金制度は、ニューヨーク市の警察官のための退職年金制度が1857年に発足したことに始まる⁽¹⁾。その後、1899年連邦職員任用委員会（U.S. Civil Service Commission）が、全額または一部を拠出する連邦職員退職制度の採用を勧告し、1920年に至って連邦職員退職・疾病基金（The Federal Civil Service Retirement and Disability Fund）が創設され、さらに1935年には鉄道職員退職制度が発足した。そして同じ1935年に制定された社会保障法（Social Security Act）に基づいて老齢年金制度がスタートしたのが、1937年のことである。

このような歴史的経過の中で出発したアメリカの公的年金制度は、現在、社会保障制度（OASDHI）⁽²⁾、連邦職員退職制度（federal government retirement system）⁽³⁾、州・地方政府職員退職制度（state and local government retirement system）：なお本稿では「州・地方政府年金基金」として

いる) および鉄道職員退職制度 (Railroad Retirement System) の 4 つからなっている。その中で州・地方政府年金基金は、主に1930年代と1940年代に設立・整備され、特に公務員が社会保障法制度に適格ではないとされた1937年以降の17年間に、急速に発展した⁽⁴⁾。

公的年金制度は、それぞれ独立した管理者によって運営・管理されている基金 (Fund) として存在している。入手した1977年時点の資料によると、Public Pensions として数えられているのは、5,788の基金である。その中で州・地方政府レベルで管理されているものは3,075である。第2表は州・地方政府年金基金の基金数、加入者、受給者、収入、支出、および資産を示したものである。この表から、加入者、保有資産額いずれを見ても、基金数で全体の6.4%を占める州政府の基金への集中度が高いことがわかる。

次に、州・地方政府年金基金の資産構成については次節で触れることにして、収入について述べておく。基金の収入は、雇用者拠出金 (Government Employer Contribution)、被用者拠出金 (Employee Contribution)、そして資産運用益 (Investment Earnings) からなっている⁽⁵⁾。

州・地方政府年金基金資産の運用・管理については、州によって名称と

第2表 州・地方政府年金基金制度の概要 (1977年)

	基金数	全加入者 (100万人)	受給者 (100万人)	収入 (10億ドル)	支出 (10億ドル)	資産 (10億ドル)
州政府	197	9.41	2.27	19.29	7.06	94.91
地方政府	2,878	1.54	1.66	6.06	2.71	28.57
合計	3,075	10.95	2.27	25.35	9.77	123.48

[出所] John E. Petersen, "Pension Fund Management", J. Richard Aronson and Eli Schwartz (ed.), *Management Policies in Local Government Finance*, International City Management Association, 1981, p. 368.

構成員が異なり, retirement board, board of trustees あるいは特定の管理部門 (particular department or office) などの組織があたっている。

(2) 保有資産額と資産構成の推移

次に, 州・地方政府年金基金の保有資産額と資産構成を時系列的にみておこう。なおその際, 州・地方政府年金基金の機関株主の中における位置関係を明確にするために, 少しふりかえって, 商業銀行信託部を含めた他の機関株主の保有資産額および株式保有額と比較しながら考察する。

まず最初に示すのは, 第3表「機関株主別保有資産額と増加率の推移1981—1988年」である。この表から, 機関株主の中で, 全年金基金の占める割合が大きいということがわかる。また, 1988年の時点で, 州・地方政府年金基金の保有割合は11.6%を占め, 全機関株主の中で全企業年金基金31.3% (非保険型に限ると21.4%), 生命保険会社15.0%, ミューチュアル・ファンド14.9%, 商業銀行信託部14.8%に次いで, 第5位の位置にある。次に, 第4表「各年金基金別資産額の推移と増加率1950—1990年」によって, 全年金基金保有資産額に占める州・地方政府年金基金保有資産額の割合の推移をみると, 1950年の27.7%からその後漸減していったが, 1980年をボトムにして再び増加傾向にあり, 1989年には過去最高の29.2%に達している。では株式保有者としての位置はどうであろうか。

そこで, 「機関株主別株式保有額と占率の推移1981—1986年」を示した第5表によると, 株式時価総額に占める割合において, 州・地方政府年金基金は4.8%となり, 企業年金基金15.9%, 銀行信託部9.4%, ミューチュアル・ファンド6.5%に次いで第4位となり, 先の資産額におけるより順位を上げている(1986年時点)。しかしここで注目すべきは, 1981年以降5年間の州・地方政府年金基金の株式保有割合の5年間の伸び率が高いものにな

第3表 機関株主別保有資産額の推移と増加率 1981—1988年

	資 産 額 (単位：10億ドル ()内は比率)				年 増 加 率			
	1981年	1986年	1987年	1988年	1987—88年	1981—86年	1981—87年	1981—88年
年金基金〔小計〕	891.2 (42.5)	1,815.5 (42.6)	1,980.3 (43.0)	2,239.6 (42.9)	13.1%	15.3%	14.2%	14.1%
企業年金 (非保険型)	486.7 (23.2)	938.5 (22.0)	1,003.5 (21.8)	1,116.7 (21.4)	11.3%	14.0%	12.8%	12.6%
企業年金 (保険型)	180.3 (8.6)	406.5 (9.5)	459.8 (10.0)	516.8 (9.9)	12.4%	17.7%	16.9%	16.2%
州・地方政府年金基金	222.4 (10.6)	469.5 (11.0)	516.8 (11.2)	606.1 (11.6)	17.2%	15.9%	14.9%	15.3%
投資会社〔小計〕	248.3 (11.8)	727.0 (17.1)	790.4 (17.1)	816.0 (15.6)	3.2%	23.9%	21.3%	18.5%
Open-End Mutual Funds	241.4 (11.5)	716.5 (16.8)	769.9 (16.7)	777.8 (14.9)	1.0%	24.3%	21.3%	18.2%
Closed-Ends 投資信託	6.9 (0.3)	10.7 (1.3)	20.5 (0.4)	38.7 (0.7)	88.7%	9.2%	19.9%	27.9%
保険会社〔小計〕	559.0 (26.6)	992.8 (23.2)	1,011.2 (22.0)	1,258.8 (24.1)	24.5%	12.2%	10.4%	12.3%
生命保険	347.0 (16.5)	618.8 (14.5)	584.5 (10.5)	781.8 (15.0)	33.8%	12.3%	9.1%	12.3%
損害保険他	212.0 (10.1)	374.0 (8.1)	426.7 (9.3)	476.9 (9.1)	11.8%	12.0%	12.4%	12.3%
銀行信託部 ¹⁾	334.9 (16.0)	614.6 (14.4)	693.4 (15.1)	774.6 (14.8)	11.7%	12.9%	12.3%	12.7%
基金/養老年金 (Foundation/Endowments)	56.0 (2.7)	114.9 (2.7)	130.6 (2.8)	133.0 (2.5)	1.8%	13.4%	15.2%	13.2%
総 計	2,099.4 (100.0)	4,263.0 (100.0)	4,605.9 (100.0)	5,222.0 (100.0)	13.4%	15.2%	14.0%	13.9%

〔出所〕 Brancato, "The Pivotal Role of Institutional Investors in Capital Market", Arnold W. Sametz ed., *Institutional Investing*, 1991, p. 14.
(原資料 Brancato and A. Gaughan, *op. cit.*)

注1) 年金基金によって信託された資産は含まれていない。

第4表 各年金基金別資産額の推移と増加率 1950—1990年

年	保有資産額〔年末, 単位: 10万ドル, () 内は%〕			年増加率 (5%)		
	企業年金 (非保険型)	企業年金 (保険型)	州・地方政府 退職年金基金	企業年金 (非保険型)	企業年金 (保険型)	州・地方政府 退職年金基金
1950	7.1(40.3)	5.6(32.0)	4.9(27.7)	17.9	NA	13.3
1955	18.3(45.3)	11.3(28.0)	10.8(26.7)	21.2	15.1	17.4
1960	38.1(49.7)	18.9(24.6)	19.7(25.7)	15.8	10.7	12.7
1965	74.4(54.8)	27.4(20.1)	34.1(25.1)	14.3	7.7	11.5
1979	112.0(52.6)	40.8(19.1)	60.3(28.3)	8.5	8.3	12.1
1975	225.0(56.3)	70.1(17.5)	104.8(26.2)	15.0	11.4	11.7
1976	251.9(55.0)	85.9(18.7)	120.4(26.3)	11.9	22.5	14.9
1977	271.7(54.2)	97.5(19.4)	132.5(26.4)	7.9	13.5	10.1
1978	326.2(54.9)	114.1(19.2)	153.9(25.9)	20.1	17.1	16.1
1979	386.1(56.1)	132.5(19.2)	169.7(24.7)	18.4	16.1	10.3
1980	469.6(56.9)	157.2(19.1)	198.1(24.0)	21.6	18.7	16.7
1981	486.7(54.6)	180.3(20.2)	224.2(25.2)	3.7	14.6	13.2
1982	575.8(54.9)	211.3(20.1)	262.5(25.0)	18.3	17.2	17.1
1983	682.4(55.0)	246.4(19.9)	311.2(25.1)	18.5	16.6	18.5
1984	713.9(52.6)	286.4(21.1)	356.5(26.3)	4.6	16.2	14.6
1985	848.1(53.1)	343.5(21.5)	404.7(25.4)	18.8	19.9	13.5
1986	941.9(51.8)	406.6(22.4)	469.4(25.8)	11.1	18.4	16.0
1987	1,003.5(50.7)	459.8(23.1)	520.0(26.1)	6.3	13.1	10.8
1988	1,116.7(49.9)	516.8(23.1)	606.1(27.1)	11.3	12.4	17.2
1989	1,232.5(49.9)	641.7(20.9) ¹⁾	721.3(29.2)	10.4	NA	19.0
1990 ¹⁾	1,125.0(—)	713.2(—)	—	—	—	—

〔出所〕 Brancato, *op. cit.*, p. 17-18.(原材料 The Employee Benefit Research Institute, *Quarterly Pension Investment Report*, Vol. 4, March 1990, p. 43)注1) American Council of Life Insurance, *1991 Life Insurance Fact Book Update*.

っていることである。この高い伸び率の延長上にあるのが先に示した第1表である。そこで、その後の推移を第1表によって補って見ると、1988年から州・地方政府年金基金とミューチュアル・ファンドとの株式保有額は逆転している。先にも言及したように、第1表には銀行信託部の運用株式額が出てこないのので、機関株主全体の株式保有額を比較することはできないが、もし第3表によって銀行信託部を入れたとしても、1988年以降、州・地方政府年金基金は株式保有額で機関株主中少なくとも第3位となり、そ

第5表 機関株主別株式保有額と占率の推移 1981—1986年

(資産額単位；10億ドル)

1981年	資産額	うち株式の 占める割合	株 式 保有額	株式時価総額 に占める割合
年金基金	891.2	32.0%	285.2	18.5%
企業年金（非保険型）	486.7	45.9%	223.4	14.5%
企業年金（保険型）	180.3	8.7%	15.7	1.0%
州・地方政府年金基金	224.2	21.0%	47.1	3.1%
投資会社	248.3	—	—	—
Open-End Mutal Funds	241.4	16.0%	38.6	2.5%
Closed-Ends投資信託	6.9	NA	—	—
保険会社	55.9	15.6%	87.3	5.7%
生命保険	347.0	9.1%	47.7	3.1%
損害保険他	212.0	18.7%	39.6	2.6%
銀行信託部	344.9	45.0%	155.2	10.1%
基金/財団 ¹⁾	56.0	50.0%	28.0	1.8%
全機関株主合計	2,099.4	—	594.3	38.5%

1986年	資産額	うち株式の 占める割合	株 式 保有額	株式時価総額 に占める割合
年金基金	1,814.5	35.0%	635.1	20.4%
企業年金（非保険型）	938.5	48.6%	456.1	14.7%
企業年金（保険型）	406.5	9.1%	37.0	1.2%
州・地方政府年金基金	469.5	32.0%	150.2	4.8%
投資会社	727.0	—	—	—
Open-End Mutal Funds	716.5	28.0%	200.6	6.5%
Closed-Ends投資信託	10.7	NA	—	—
保険会社	992.0	14.2%	141.0	4.5%
生命保険	618.8	9.7%	60.0	1.9%
損害保険他	374.0	21.7%	81.0	2.6%
銀行信託部	614.6	47.7%	293.0	9.4%
基金/財団 ¹⁾	114.9	50.0%	57.5	1.8%
全機関株主合計	4,263.0	—	1,327.2	42.7%

〔出所〕 Brancato, *op. cit.*, p. 20.(原材料 Brancato and Caughan, *op. cit.*)

注1) Foundation/Endowments

第6表 州・地方政府年金基金の保有資産額と資産構成の推移 1950—1991年

年	資産額 (単位10億ドル)						比率 (%)							
	株式	社債	連邦債	州・地方債	モータージ現金勘定	その他	株式	社債	連邦債	州・地方債	モータージ現金勘定	その他	合計	
1950 ^{a)}	— ^{b)}	0.6	2.5	1.5	0.1	0.1	0.0	12.2	51.0	30.6	2.2	2.2	0.0	100.0
1955	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1957 ^{c)}	0.2	3.4	5.1	3.3	0.4	0.2	0.2	26.6	39.8	25.8	3.1	0.2	0.2	100.0
1960 ^{a)}	0.6	7.1	5.9	4.4	1.5	0.2	3.0	36.6	29.9	22.3	7.6	0.1	0.0	100.0
1966 ^{c)}	1.8	17.3	7.0	2.5	4.1	0.3	5.1	49.1	19.9	7.1	11.6	0.9	5.1	100.0
1970 ^{a)}	10.0	35.0	6.6	2.1	5.9	0.6	16.6	58.2	11.0	3.3	9.8	0.1	0.0	100.0
1975 ^{a)}	25.8	60.9	6.8	2.5	8.2	1.7	24.3	57.5	6.4	2.4	7.7	1.6	0.0	100.0
1976	22.5	52.9	9.1	3.8	8.3	0.6	21.6	50.7	8.7	3.6	8.0	0.6	6.9	100.0
1977	25.0	55.5	11.7	3.5	9.1	0.7	21.6	48.0	10.1	3.0	7.9	0.6	8.7	100.0
1978	27.0	56.7	18.8	4.0	10.1	1.2	20.6	43.3	14.4	3.1	7.7	0.9	10.1	100.0
1979	30.9	62.3	24.6	3.9	11.1	1.8	20.1	42.2	16.7	2.6	7.5	1.2	8.7	100.0
1980	36.5	67.2	32.3	4.1	12.0	2.0	21.8	40.1	19.3	2.4	7.1	1.2	8.1	100.0
1981	43.1	72.2	39.2	4.0	14.2	2.3	22.5	37.7	20.5	2.1	7.4	1.2	8.6	100.0
1982	49.7	73.5	50.9	3.8	17.2	2.9	22.8	33.7	23.2	1.7	7.9	1.3	9.4	100.0
1983	67.1	72.3	64.5	2.6	22.2	2.6	26.0	28.0	25.0	1.0	9.0	1.0	10.0	100.0
1984	78.1	75.0	78.6	1.5	29.1	6.3	26.0	25.0	26.2	0.5	9.7	2.1	10.5	100.0
1985	100.5	77.6	97.4	0.7	26.6	10.3	28.9	22.3	28.0	0.2	7.6	3.0	10.0	100.0
1986	128.4	81.0	112.5	0.5	29.0	12.8	32.1	20.3	28.2	0.1	7.2	3.2	8.8	100.0
1987	153.7	1.6	135.6	0.5	22.6	35.5	33.0	19.7	29.1	0.1	4.9	7.6	5.6	100.0
1988	167.4	102.5	154.5	0.3	19.3	37.0	32.3	19.8	29.8	0.1	3.7	7.1	7.1	100.0
1989	180.9	118.5	161.6	0.3	22.9	35.5	31.2	20.4	27.9	0.1	4.0	6.1	10.4	100.0
1990	200.0	135.8	169.1	0.5	20.5	37.6	31.6	21.6	26.9	0.1	3.3	6.0	10.7	100.0
1991	228.6	144.8	175.0	0.4	22.6	40.4	33.4	21.1	25.5	0.1	3.3	5.9	10.7	100.0

〔出所〕 U.S. Department of Commerce, BUREAU OF THE CENSUS, *Governments Quarterly Report, Finances of Selected Public Employee Retirement Systems*, various issues より作成。

注 a) John E. Pertersen, *op. cit.* p. 383.

b) 500万ドル以下。

c) Roger F. Murray, *Economic Aspects of Pensions*, 1968, p. 105.

の位置を高めていることがわかるのである。

次に、第6表「州・地方政府年金基金の保有資産額と資産構成の推移1950—1991年」は、同基金の資産額と株式保有額がほぼ安定的に増加していることを示し、今述べたことを裏づけている。

なお、同じ第6表によって債券保有額の動向を補足しておく。社債と公債とではやや異なっており、その意味で債券は少し複雑な動きをしている。まず債券全体の動向については、絶対額は増加しているが、基金の全資産に占める割合は低下し続けている。その中で、連邦債は1975年のボトムの後増加傾向に転じたが、1989年以降停滞気味である。州・地方政府債券は1960年代まで30%から20%以上を占めていたのに、その後急速に比率を下げ、長い間減少傾向を続けて現在に至っている（この背景については、次章で検討する）。社債については、その占める割合の低下は地方債ほどではないし、絶対額でも少なくはないが、比率で見るとピーク時の3分の1強にまで落ち込んでいる。

(3) 小括

さてこれまで、第1節で州・地方政府年金基金の制度としての側面を公的年金制度の中に位置づけ、第2節で州・地方政府年金基金が保有資産と株式保有額の点から、機関株主の中でどのような位置づけにあるかを見てきた。とくに第2節の考察から、1960年代～1970年代から資産と株式の保有額を増大させてきた州・地方政府年金基金は、1980年代末には保有資産額で機関株主中第5位、株式保有額で同じく機関株主の中で、少なくとも第3位の位置につけるまでになってきたことがわかった⁽⁶⁾。つまり、保有資産額そのものの増大と同時に、投資・運用対象の株式へのシフトが行われたのである。

このシフトは投資政策の転換と資産運用規制の緩和を背景にしていたのであるが、この点はいずれにせよ、この年金基金は増大した資産と株式保有に基づき、自らが投資している会社経営陣に対して何らかの影響力を及ぼすようになっていくのである。そこで次に、会社経営に対してどのような関与を行うようになったかということを検討しなければならないが、その前に、資産運用過程について考察しておく必要がある。

注

- (1) Archbald L. Patteraon, *Public Pension Administration*, 1982, p. 6.
- (2) 1935年に老齢年金制度が制度化された後、1939年に遺族年金制度、1956年には廃疾年金制度が制定され、1965年に発足した老齢者健康保険制度とあわせて社会保障制度 (Old Age-Survivor-Disability-Health-Insurance: OASDHI) と呼ばれ、アメリカの社会保障制度の根幹をなしている (第一生命保険相互会社編『欧米における年金基金』, 社会保険広報社, 昭和56年, 27~28ページ)。
- (3) 連邦政府職員は、「老齢遺族年金・傷害年金・老人医療保険」の適用対象から除外されている。
- (4) 地方政府 (自治体) 職員は上記「老齢遺族年金・傷害年金・老人医療保険」に任意加入できるが、ほとんどは加入していない (Jeas-Jacques Rosa, *The World Crisis in Social Security*, 1982, 高山憲之訳『年金・崩壊の危機』東洋経済新報社, 1983年, 156ページ)。
 なお、大規模の州・地方政府年金基金の半数は1931年から1950年の間に創設され、地方政府の小規模の基金の3分の1は1950年以降創設されたものである (John E. Petersen, "Pension Fund Management", J. Richard Aronson and Eli Schwartz (ed.), *Management Policies in Local Government Finance*, International City Management Association, 1981, p. 372)。
- (5) このことから、州・地方政府年金制度は contributory plan と呼ばれている。
- (6) 公的年金基金全体が保有する資産額については注表2参照。なお、連邦政府年金基金の中で大宗を占める連邦公務員年金基金は、証券投資を連邦政府証券に限っている (呉天降, 「アメリカの公的年金基金の証券投資」, 『証券研究』Vol. 90, 1989年11月, 10ページ)ので、本稿でとりあげる民間会社の支配問題とは直接的な関連性は出てこない。

注表2 公的年金の保有資産額の推移 (単位:100万ドル)

	連邦職員 年金基金	鉄道職員 年金基金	州・地方政府 年金基金	OASDHI
1950	4,344	2,553	5,154	13,721
1960	10,790	3,740	19,600	22,613
1965	16,516	3,946	33,100	19,841
1970	23,922	4,398	58,200	38,068
1975	39,248	3,100	103,700	44,342
1980	75,802	2,086	185,226	26,453
1985	148,166	5,109	373,932	42,163
1990	247,513	9,891	634,978 ⁽¹⁾	225,277

〔出典〕 American Council of Life Insurance, *1991 Life Insurance Fact Book Update*.

注1) 1989年の数値。

III. 州・地方政府年金基金の資産運用過程

(1) 資産運用・投資規制

州・地方政府年金基金の保有資産の投資・運用については、一般的にそれぞれの州法によって規制がなされている。すなわち「公的年金基金は伝統的に各州法によって、政府債券、優良社債、そして不動産担保貸付に対して投資されるように規制をうけてきている。また政府職員年金基金は当該政府の発行した公債に投資することは許可され、あるいは推奨されていたが、株式への投資はしばしば厳格に禁止されるか、保有資産の中のわずかな比率に制限されていた⁽¹⁾。その結果1940年代から1950年代頃までの間、資産運用は特に州・地方政府債券に大きく傾斜していた。ところが、細かく見ると州によって遅速があるが、多くの州では1950年代頃から、第2次世界大戦後の普通株市場の興隆と株価および利回りの高騰を背景に⁽²⁾、「基金の社債と株式への投資を緩和する法律改正が行われ、基金資産のより弾力的な運用が可能になった⁽³⁾」。

(2) 投資規制の緩和と資産運用過程

その結果、州・地方政府年金基金は1960年代以降、株式の主要な保有者になり始めた。この時、年金基金の manager と trustee は普通株市場へ参入することによって資産管理・投資管理上の新たな問題と大きな不安定性がもたらされることを認識していたが、インフレーションに対処し、また資産運用益を極大化させるために、株式投資へのシフトを始めた。このことが、さらに多くの州・地方政府の資産運用規定の改訂ないし規制緩和に導いていった。かくして、1960年代にはこの規制緩和と株式へのシフトが相互作用的におこなわれ、株式への投資規制は大きく緩和されるか、州によっては完全に廃棄される場所もあった⁽⁴⁾。

その結果、1970年以降、年金基金資産は株式へ本格的に動いていったのであって、このことは、先の第6表にも顕著にあらわれている。そして、州・地方政府年金基金はその後も順調に株式保有額を伸ばし、機関株主の中で、株式保有額において、1988年以降ミューチュアル・ファンドを凌駕して第3位までに至っていることは先にみたとおりである。

さて、資産管理と基金全体の運営について責任を負っている board および管理者 (administrator) は、年金基金資産管理上の問題に直面して、しばしば専門家の支援に依存していった。

基金管理者にとって、多くの形態の投資顧問が利用可能である。たとえば第1に、大規模な基金は、日々の投資運用業務を管理するためだけではなく、投資顧問としての業務を遂行させるために、基金内部のスタッフを育成・採用する方法を選択する。第2に、基金の投資運用業務を投資委員会や他の政府機関（たとえば州の投資局）に委託する方法がある。しかし、もっとも広く採用されているのが次の第3の方法である。それは、投資資産を管理し、あるいは投資についての意思決定に関して助言を得る

ために、外部の投資専門家を雇用することである。投資マネージャーおよび投資顧問業者として雇用されるこれらの専門家には銀行信託部、生命保険会社、および独立の投資顧問業者がある⁽⁵⁾。

これらの外部業者と基金との関係は様々なケースがあるが、多くの場合、契約によって結ばれており、この契約によって、これらの業者には、実際の投資ポートフォリオを組み合わせることだけではなく、売買する証券を選定する日常業務に関しても広範な責任と意思決定の権限が付与されている⁽⁶⁾。

このような広く採用されている外部の専門家に依存する方法に基づいて保有資産が投資運用されていくのは、1960年代から始まり、1870年代に本格化していった。そして、このような保有資産の投資・運用方法は、州・地方政府年金基金だけに限られないで、他の機関株主についても同様である。そして、これらの機関株主は「取引単位の大口性、取引を行う市場の選別性および一部銘柄への集中性」⁽⁷⁾という特徴と同時に、資産運用過程で短期売買を繰り返すという特質をもっていたといわれる。

なお、後に見るカリフォルニア州職員年金基金（California Public Employee Retirement System：以下 CalPERS とする）の内部運用資産と外部運用資産の比率は第7表のようになっている。

第7表 カリフォルニア州年金基金保有資産の経路別運用比率

In-house manager による運用資産	75%
External manager による運用資産	25%

〔出所〕 筆者が1992年9月におこなったインタビューに対する同基金の投資運用最高責任者（Chief Investment Officer）DeWitt Bowman 氏の回答。

注

- (1)~(2) Patterson, *op. cit.*, p.79.
- (3) 吳天降, 前掲稿, 6 ページ。
- (4) Petersen, *op. cit.*, p.385.
- (5)~(6) Petersen, *op. cit.*, p.386。なお, 年金基金資産の証券投資をおこなう資産運用担当者を fundmanager という。
- (7) 北条裕雄, 前掲書, 172ページ。

VI. 州・地方政府年金基金の Activism と影響力の行使

(1) 企業の吸収・合併運動と機関株主

前章では年金基金の各種類毎の保有資産額と株式保有額をみた。しかし、主要な機関株主が会社の支配・統治状況でどのような役割を果たしているかを見るには、さらに、個別の機関株主、あるいは機関株主が投資している会社の側面から検討する必要がある。そこで、第8表「上位20年金基金の資産保有額1984-1992年」と第9表-1~2「米国ビッグ・ビジネス上位10社の既発行株式総額に占める上位20基金・fundmanagerの保有比率」、第10表「ビッグ・ビジネス上位50社における機関株主の株式保有比率」、および各主要産業部門における主要機関株主の持株状況をあらわした第11表—1~3（資料としてはやや古く1980年段階のものである）を示す。

まず最初の、第8表によると、上位20の基金の保有する資産額の中で、州・地方政府年金基金が保有する資産の占める割合は1984年の段階で54.5%であったものが、1992年になると59.7%まで上昇し、大規模な公的年金基金への資産額の集中がすすんでいることがわかる。次の第9表（個別基金の角度からの資料では必ずしもないが）は、1985年から1989年までの約4年間に、ビッグ・ビジネスの既発行株式総額に占める年金基金保有の割合が増大していることがわかる。さらに第10表は、機関株主が上位50社の

第8表 上位20年基金基金の保有資産額の推移と公的年金の占める割合 1984—1992年

(単位：100万ドル)

1984年9月30日現在		1986年9月30日現在		1988年9月30日現在		1992年1月20日現在	
年基金	資産額	年基金	資産額	年基金	資産額	年基金	資産額
1. TIAA-CREF	34,500	1. TIAA-CREF	52,300	1. TIAA-CREF	67,141	1. TIAA-CREF	99,600
2. NY State Common RS	22,800	2. CA Public ERS	37,700	2. CA Public ERS	45,940	2. CA Public ERS	64,658
3. General Motors	22,799	3. General Motors	32,900	3. NY State/Local	37,918	3. NY State & Local ERS	50,081
4. CA Public Employee RS	22,717	4. NY State Common RS	31,533	4. General Motors	37,600	4. NY City ERS	48,876
5. AT & T	21,455	5. NY City ERS	30,839	5. NY City RS	35,537	5. AT & A	45,028
6. NY City Employee RS	21,154	6. AT & T	30,340	6. AT & T	35,143	6. General Motors	40,800
7. General Electric	13,338	7. General Electric	22,891	7. General Electric	25,300	7. CA State Teachers RS	37,367
8. NY State Teachers RS	12,826	8. NY State Teachers	20,235	8. CA State Teachers RS	24,721	8. NY State Teachers RS	32,514
9. CA State Teachers RS	12,300	9. CA State Teachers	19,361	9. NY State Teachers RS	22,779	9. State of New Jersey PERS	31,280
10. IBM	10,918	10. IBM	18,191	10. IBM	21,761	10. General Electric	31,078
11. Texas Teachers RS	9,753	11. New Jersey Investment	16,901	11. New Jersey Investment	20,092	11. Texas Teachers RS	29,477
12. Ford Motors	9,300	12. Ford Motors	14,600	12. Ford Motors	19,650	12. IBM	29,000
13. New Jersey Investment	9,166	13. Michigan State ERS	13,580	13. Texas Teachers RS	19,439	13. Florida State Board	25,517
14. Michigan State ERS	8,951	14. Ohio Public ERS	13,567	14. DuPont	16,489	14. Ohio Public ERS	24,272
15. Wisconsin Investment	8,692	15. Wisconsin Investment	13,500	15. Wisconsin Investment	16,419	15. Wisconsin Investment	22,790
16. Ohio Public ERS	8,584	16. Texas Teachers RS	13,198	16. Ohio Public ERS	16,408	16. Ford Motors	20,501
17. Ohio Teachers RC	8,507	17. Ohio Teachers RS	12,484	17. Michigan State ERS	15,798	17. DuPont	20,501
18. DuPont	8,120	18. DuPont	12,218	18. Ohio State Teachers RS	15,348	18. North Carolina RS	20,261
19. North Carolina RS	7,967	19. NYNEX	11,962	19. Florida State Board	14,411	19. Ohio State Teachers RS	20,200
20. Exxon	7,388	20. Florida Dep. Administration	11,544	20. North Carolina RS	13,800	20. Michigan State RS	20,120
A. 上位20基金の資産額合計	281,235		429,844		521,694		716,120
B. 内公的年金基金(ゴシック体)の資産額合計	153,417		244,442		298,610		427,413
C. B/A (%)	54.5		54.5		57.2		59.7

(出典) *Pensions & Investments. The Newspaper of Corporate and Institutional Investing, Crain Communication Inc., Various Issues.*

注) RS: Retirement System

ERS: Employee Retirement System

第9表—1 米国ビッグ・ビジネス上位10社の既発行株式
総額に占める上位20基金・fundmanagerの保
有比率 1985年(%)

	株式時価総額 に占める上位 20基金保有額 の割合	株式時価総額 に占める上位 10fundmanager 保有額の割合	株式時価総額に 占める20基金・ 10fundmanager 保有額の割合
IBM	8.1	8.1	16.2
Exxon	5.0	5.4	10.4
General Electric	6.9	6.7	13.6
General Motors	6.5	6.2	12.7
AT & T	4.5	4.2	8.7
DuPont	5.2	5.4	10.6
Sears Roebuck	6.5	3.0	9.5
Bell South	6.0	4.4	10.4
Amoco	5.3	6.4	11.7
Ford Motors	8.5	7.6	16.1
平均	6.2	5.7	12.0

第9表—2 米国ビッグ・ビジネス上位10社の既発行株式
総額に占める上位20基金・fundmanagerの保
有比率 1989年(%)

	株式時価総額 に占める上位 20基金保有額 の割合	株式時価総額 に占める上位 10fundmanager 保有額の割合	株式時価総額に 占める20基金・ 10fundmanager 保有額の割合
IBM	9.1	7.9	17.0
Exxon	7.4	6.7	14.1
General Electric	8.5	8.6	17.2
AT & T	6.1	5.6	11.8
Philip Morris	9.0	9.9	18.9
General Motors	10.6	7.4	18.0
Merck	5.7	10.5	16.2
Ford Motors	8.3	8.2	16.5
DuPont	4.8	6.3	11.2
Amoco	7.9	6.8	14.7
平均	7.7	7.8	15.5

[出典] Carolyn Kay Brancato, *op. cit.*, p. 27-28.

(原資料は data from *Pensions and Investments*.)

第10表 ビッグ・ビジネス上位50社における機関株主の株式保有比率 1989年
(単位：%)

1. IBM	49	27. Boeing	58
2. Exxon	35	28. NYNEX	39
3. General Electric	51	29. PepsiCo	57
4. AT & T	26	30. Southwestern Bell	41
5. Philip Morris	65	31. Wasrte Management	55
6. General Motors	43	32. American Home Prdts	60
7. Merck	55	33. Walt Disney	42
8. Bristol Myers-Squibb	91	34. Texaco	63
9. Amoco	45	35. American Intern'l Group	49
10. DuPont	40	36. Abbot Laboratories	53
11. Wal-Mart Stores	32	37. Sears Roebuck	52
12. Bell South	29	38. US West	41
13. Mobil	49	39. Eastman Kodak	48
14. Chevron	39	40. Schlumberger	44
15. Coca-Cola	56	41. American Express	63
16. Ford Motors	54	42. McDonald's	57
17. Proctor & Gamble	43	43. Westinghouse Electric	52
18. GTE	56	44. Hewlett Packard	45
19. Atlantic Richfield	56	45. Anheuser-Busch	52
20. Johnson & Johnson	62	46. Pfizer	63
21. 3M	66	47. Digital Equipment	71
22. Pacific Telesis Group	40	48. USX	46
23. Dow Chemical	52	49. Pacific Gas & Electric	37
24. Bell Atlantic	33	50. Capital Cities/ABC	88
25. Eli Lilly	69		
26. Ameritech	31	平均	50

〔出典〕 Carolyn Kay Brancato, *op. cit.*, p. 22.
(原資料は Business Week's Database)

既発行株式の平均50%を所有していることを示している。そして、次の第11表-1~3によると、公的年金基金がアメリカの主要企業の主要な株主の一つになっている。

前節で見た巨額の資産と株式の保有、さらにビッグ・ビジネスへの集中的株式投資（上位50社の既発行株式の中で機関株主保有の割合は、1987年の48.7%から1989年の50.0%増大している。上位51社~100社の既発行株式

第11表—2 テレコミ業界大手5社の機関株主の持株状況(1980年)

機 関 投 資 家	AT & T			GT & E			IT & T			IBM			RCA		
	順位	%A	%B	順位	%A	%B	順位	%A	%B	順位	%A	%B	順位	%A	%B
J.P. Morgan & Co. Inc.	24	.06	.15	52	.02	.13	5	.65	1.33	1	2.12	2.70	1	3.46	4.59
MFG. Hanover Corporation	3	.24	.66	3	.11	1.12	70	.06	.13	2	1.02	1.69	52	.09	.11
TIAA/CREF	1	.90	.90	1	1.75	1.77	1	1.77	2.02	6	.97	.97	2	4.48	4.57
Citicorp	4	.12	.50	12	.37	.58	65	.04	.13	4	.58	1.03	46	.01	.12
Chase Manhattan Corp.	15	.15	.19	99	.05	.06	2	1.20	1.69	5	.70	1.01	3	1.68	1.92
National Detroit Corp.	73	.07	.08	2	1.45	1.56	9	.77	1.00	9	.73	.79			
Manufacturers National	18	.04	.18	36	.07	.23	11	.09	.78	17	.06	.54	22	.07	.32
Capital Group Inc.	21	.04	.16	13		.57	100	.04	.06	16	.17	.57			
Mellon National Corp.	8	.22	.36	6	.36	.89	35	.33	.29	13	.50	.66	101	.09	.04
Prudential Insurance Co.	7	.37	.37	4	1.05	1.07				10	.77	.77	8	.85	.87
Bankers Tr. New York Corp.	5	.48	.49	32	.24	.25	44	.17	.19	3	1.03	1.04	27	.22	.24
Crocker National Corp.	43	.10	.12	49	.14	.14	32	.24	.31	56	.18	.23	109	.03	.03
Wells Fargo & Company	6	.40	.41	11	.62	.66	6	.90	1.08	23	.45	.46	20	.36	.37
Fayez Sarofim & Company	188	.02	.02	169	.02	.02	38	.02	.25	14		.61	13	.02	.49
First Natl. Boston Corp.	9	.24	.34	171	.01	.01	120	.07	.04	18	.44	.53	134	.02	.02
General Electric Company	11	.30	.30	20	.34	.35	29	.30	.34	15	.59	.59	23	.30	.30
Sears Roebuck & Company	97	.05	.05	40	.21	.20				148	.06	.06			
Western Bancorporation	50	.10	.11	78	.06	.09	60	.08	.15	42	.24	.30	110	.03	.03
Bancal Tri-State Corp.	26	.06	.15	7	.06	.87	25	.08	.40	28	.30	.40	12	.01	.51
Chemical New York Corp.	14	.15	.21	65	.08	.11	50	.18	.18	8	.68	.91	28	.17	.24
Ameritrust Corporation	16	.17	.19	21	.27	.34	51	.14	.17	29	.37	.39	16	.37	.45
Harris Bankcorp.	13	.22	.25	54	.09	.13	8	.97	1.06	26	.38	.45	68	.06	.08
Calif. Pub. Emp. Ret. System.	30	.14	.14	17	.42	.43	7	1.05	1.06	27	.43	.43			
U.S. Trust Corporation	28	.12	.15	130	.03	.03	54	.14	.16	7	.81	.97	103	.02	.04
Wellington Management Co.	34		.14	14	.07	.49	134		.03	53	.02	.24			
Wilmington Trust Company	93	.04	.05	37	.17	.22	199		.01	57	.17	.23			
First Chicago Corp.	17	.16	.18	154	.02	.02	20	.38	.50	24	.41	.45	59	.09	.10
Marsh & McLennan Company	316			104		.05				12	.42	.69	69		.07
N.Y. State Teachers Ret.	12	.25	.25	10	.70	.71				46	.27	.27			
Northern Trust Corp.	38	.11	.13	38	.17	.21	22	.38	.42	21	.38	.47	10	.49	.62
Bank of New York Co. Inc.	45	.09	.12	139	.03	.03	153	.02	.02	11	.67	.72	121	.03	.03
Walter E. Heller Intl.	10	.27	.31	26	.27	.32	31	.22	.32	38	.28	.32	25	.25	.30
U.S. Steel & Carnegie Pens.	72	.08	.08	82	.08	.08	16	.58	.67	34	.34	.34	43	.13	.13
Bank America Corporation	89	.05	.06	51	.12	.13	184	.01	.01	64	.14	.20	114	.02	.03
Equitable Life Assur/U.S.	183	.02	.02				113	.04	.05	30	.38	.38	32	.21	.21
First Union Bancorp.	53	.10	.10	25	.27	.32	95	.05	.06	45	.28	.29	5	1.41	1.43
Lord Abbett & Company	90	.06	.06	9	.82	.83				82	.14	.14			
Price T. Rowe Associates	241		.01	16	.07	.44	10	.11	.88	19	.15	.49			
Continental Corporation	19	.17	.17	195	.01	.01				25	.45	.45			
Provident National Corp.	35	.12	.14	50	.10	.14	81	.08	.09	47	.21	.27	9	.72	.76
FMR. Corporation	176		.02	72		.09	14		.67	78		.16	149		.01
Girard Company	20	.16	.16	45	.17	.17	69	.11	.13	40	.31	.31	122	.02	.03
State Street Res & Mgmt.	116	.04	.04				28	.32	.37	22	.44	.47			
Security Pacific Corp.	51	.09	.11	86	.07	.07	105	.03	.05	75	.14	.16	106	.03	.03
Ohio State Teachers Ret.	37	.13	.13	35	.23	.24	19	.43	.50	73	.17	.17	7	.93	.95
First Banksystem Inc.	49	.07	.11	91	.05	.07	49	.12	.18	37	.22	.32	105	.02	.04
Continental Illinois Corp.	63	.06	.08	126	.03	.04	47	.15	.18	59	.13	.22	72	.04	.07
Scudder Stevens & Clark	91		.06	84		.08	116		.04	41	.01	.31	86		.05
University of California	44	.12	.12	5	.92	.94	159	.02	.02	62	.20	.20	15	.46	.47
Ford Foundation	23	.15	.15							55	.23	.23	11	.52	.53

(出典) 松井和夫, 前掲稿, 31ページ。

(原資料は *Structure of Corporate Concentration*, p. 135.

注) Aは機関投資家側に議決権の行使権のあるもののみ。Bは特殊全体。

第11表—3 情報処理事務機器大手5社の機関株主の持株状況(1980年)

機 関 投 資 家	IBM			Sperry			Honeywell			Xerox			Easern Kodak		
	順位	%A	%B	順位	%A	%B	順位	%A	%B	順位	%A	%B	順位	%A	%B
J.P. Morgan & Co Inc.	1	2.12	2.70	1	4.47	6.07	4	.22	1.89	1	2.41	3.05	4	.34	1.28
MFG. Hanover Corporation	2	1.02	1.69	14	.03	1.07	89	.02	.09	2	.28	1.74	2	.77	1.73
TIAA/CREF	6	.97	.97	18	.98	.98				28	.63	.63	7	.94	.94
Citicorp	4	.58	1.03	73	.06	.15	1	3.35	4.79	25	.40	.65	8	.16	.92
Chase Manhattan Corp.	5	.70	1.01	3	2.09	2.62	91	.08	.08	11	.80	.99	6	.92	1.13
National Detroit Corp.	9	.73	.79							7	.98	1.10	3	1.24	1.36
Manufacturers National	17	.06	.54	19	.02	.89	28	.04	.58	15	.13	.94	14	.06	.58
Capital Group Inc.	16	.17	.57	2	1.57	4.03				5	.68	1.25	10	.24	.63
Mellon National Corp.	13	.50	.66				128	.03	.03	77	.07	.19	9	.33	.70
Prudential insurance Co.	10	.77	.77	26	.61	.61	7	1.57	1.57	8	1.07	1.07	48	.23	.23
Bankers Tr. New York Corp.	3	1.03	1.04	8	1.51	1.51	16	.97	.97	9	1.06	1.07	18	.46	.47
Crocker National Corp.	56	.18	.23	28	.35	.61				163	.06	.06	46	.23	.24
Wells Fargo & Company	23	.45	.46	44	.34	.35	42	.36	.36	44	.40	.40	16	.49	.50
Fayez Sarofim & Company	14		.61							33		.56	54	.20	.20
First Natl. Beston Corp.	18	.44	.53				17	.90	.96	3	1.00	1.49	5	1.06	1.27
General Electric Company	15	.59	.59	6	1.79	1.79				13	.97	.97	11	.62	.62
Sears Roebuck & Company	148	.06	.06	24	.68	.68				47	.27	.38	61	.19	.19
Western Bancorporation	42	.24	.30	51	.25	.27	22	.65	.73	40	.28	.44	53	.13	.22
Bancal Tri-State Corp.	28	.30	.40	102	.01	.06	101	.03	.06	49	.10	.38	24	.10	.41
Chemical New York Corp.	8	.68	.91	47	.10	.30	43	.12	.34	14	.69	.96	37	.20	.30
Ameritrust Corporation	29	.37	.39	129	.01	.02	60	.20	.21	46	.38	.39	30	.34	.36
Harris Bankcorp.	26	.38	.45	98	.05	.07	.47	.28	.30	6	1.17	1.23	55	.16	.20
Calif. Pub. Emp. Ret System	27	.43	.43				6	1.80	1.80	19	.79	.79	13	.60	.60
U.S. Trust Corporation	7	.81	.97	37	.36	.44	30	.48	.56	27	.53	.63	15	.47	.57
Wellington Management Co.	53	.02	.24	38		.41	40		.40	16	.07	.91	42	.02	.25
Wilmington Trust Company	57	.17	.23	99	.06	.07	96	.06	.06	148	.05	.07	66	.14	.17
First Chicago Corp.	24	.41	.45	46	.31	.31	66	.17	.17	48	.34	.38	17	.45	.50
Marsh & McLennan Company	12	.42	.69	11	.35	1.16	34	.23	.49	42	.37	.44	106		.09
N.Y. State Teachers Ret.	46	.27	.27	15	1.07	1.07				10	1.04	1.04	12	.61	.61
Northern Trust Corp.	21	.38	.47	77	.12	.13	62	.16	.18	39	.36	.45	26	.35	.40
Bank of New York Co. Inc.	11	.67	.72	16	1.02	1.04	68	.07	.16	41	.20	.44	22	.45	.45
Walter E. Heller Intl.	38	.28	.32	49	.24	.29	53	.24	.26	55	.28	.33	33	.27	.31
U.S. Steel & Carnegie Pens.	34	.34	.34				29	.56	.56	26	.63	.63	32	.32	.32
Bank America Corporation	64	.14	.20	4	1.58	2.49	77	.12	.12	34	.49	.56	184	.01	.04
Equitable Life Assur/U.S.	30	.38	.38				58	.22	.22	217	.03	.03	200	.03	.03
First Union Bancorp.	45	.28	.29	80	.12	1.12	81	.09	.09	93	.11	.14	93	.11	.11
Lord Abbett & Company	82	.14	.14	7	1.56	1.56	10	1.44	1.44						
Price T. Rowe Associates	19	.15	.49				9	.28	1.47	4	.43	1.41	108	.03	.09
Continental Corporation	25	.45	.45				135	.02	.02	87	.16	.16	28	.38	.38
Provident National Corp.	47	.21	.27	58	.20	1.22	94	.05	.07	101	.10	.12	110	.07	.09
FMR. Corporation	78	.16		13	.01	1.08	12		1.22	51		.37	215		.03
Girard Company	40	.31	.31	122	.02	.02	56	.24	.24	85	.16	.16	63	.18	.18
State Street Res. & Mgmt.	22	.44	.47	95	.07	.07	49	.19	.28	141	.08	.08	111	.09	.09
Security Pacific Corp.	75	.14	.16	54	.23	.27				169	.05	.05	70	.15	.16
Ohio State Teachers Ret.	73	.17	.17	5	1.90	1.90				69	.22	.22	20	.46	.46
First Banksystem Inc.	37	.22	.32	142	.01	.01	26	.46	.63	61	.20	.26	38	.20	.28
Continental Illinois Corp.	59	.13	.22	33	.36	.48	72	.11	.14	59	.21	.30	25	.18	.41
Scudder Stevens & Clark	41	.01	.31	32	.08	.50	33		.54	21	.10	.77	114		.09
University of Balifornia	62	.20	.20							36	.49	.49	27	.39	.39
Ford Foundation 55	.23	.23	.61	.21	.21				105	.12	.12	.29	.37	.37	

(出典) 松井和夫, 前掲稿, 36ページ。
 (原資料は Structure of Corporate Concentration, p. 136)
 注) Aは機関投資家側に議決権の行使権のあるもののみ。Bは特殊全体。

の中で機関株主保有の割合については、同じく1987年の58.6%から1989年の56.5%へと減少しているが、いずれにせよ集中度を示すこれらの絶対的数値は大きい⁽¹⁾に基づいて、大規模年金、特に公的年金は1980年代以降、会社の支配・統治状況の中にも登場するようになり、その積極的な行動に注目が集まっているのである⁽²⁾。

さて、これら機関株主の近年の積極的行動 (Institutional Activism) は今のところ、一部の公的年金基金を中心にして、その他のいくつかの株主団体によって担われている。これらの機関の積極性が資産と株式の保有を基礎においていることは確かであるが、さらに1980年代にはいつて現れてきた第四次吸収・合併運動の盛行とそのことによって引き起こされた経営者と株主との利害対立・軋轢の高まりと関連性があるとみてよいだろう。

行論に必要な限りでアメリカの企業合併運動について述べると、多くの研究によって、企業の吸収・合併は集中的・波状的に発生する傾向があり、その点では集中的発生の時期が過去4回あったことが明らかにされている。その中で1980年代に発生した第四次の合併運動はそれまでの吸収・合併運動におけると比較できないくらい金融的側面が強かったことが明らかにされている⁽³⁾。このような事態は、いわゆる敵対的な吸収・合併のケースに代表されるように、吸収・合併が経営者の主導のもとにおこなわれなかったものが少なくなかったということを示唆している。そこで、そのような事態に対して、経営者は、一方ではLBO (leveraged buyout) を用いた management buyout を行って会社を非公開化し⁽⁴⁾、他方では poison pill⁽⁵⁾ や golden parachute⁽⁶⁾などの対策を導入することによって自社が吸収・合併の対象にならないようにする手法をとった。このような事態の中で、経営者と資本出資者 (株主) との間で軋轢が生みだされたといわれている⁽⁷⁾。

(2) 州・地方政府年金基金の会社経営に対する関与

さて、このような状況下で、機関株主、特に巨大な公的年金基金は、会社経営者と株主との関係、あるいは会社の支配問題についてどのような認識をもち、また株主としてどのように行動しているか。この点については、1980年代以降、二つないしは三つの段階で変化があったように思われる。

まず第1に、会社と機関株主との関係は、投資した企業の経営にはほとんど関係せず、当該企業の業績が悪化し、また配当と株価が低下しても、会社経営（陣）に関与しないで、むしろその会社の株式を売却し、他の投資対象会社をさがすことを選択する機関株主の行動によって説明される。このような機関株主の行動は、投資すべき会社の株式を求めて Wall 街をさまよい歩くので、このような行動を Wall Street Walk とも、Wall Street Rule ともいわれる。

しかし、今の一般的な説明では触れなかったが、このような株主の行動は企業買収のための株式の公開買付（Tender Offer）が始まった時、顕著となる。すなわち、企業の吸収・合併をおこなおうとするものは、目標企業株式の公開買付によって必要な株数を所得しようとする⁽⁸⁾。そして、株式市場で保有比率を上げてきた機関株主は公開買付、ひいては買収の成否を決める重要な要因となった。そして、この場合の株式の購入者は時価より高い価格で株式を買い取るのであるから、株式の公開買付は株主にとって大きな利益を獲得する機会となる⁽⁹⁾。このようにして、1980年代になって敵対的な企業の吸収・合併が盛んにおこなわれ始めた時、多くの機関株主は、被買収企業の株主としてマネー・ゲームの中に巻き込まれ、積極的に、あるいは金融的紐帯⁽¹⁰⁾を通じて、株式の買注文に応じていった。

このような1980年代の金融的環境において、運用益を増大させるために、企業買収に伴う株式の売買と全く無関係であった機関株主はなかったと思

われる⁽¹¹⁾。そしてこれらの機関株主は、株式の短期的運用に結びつく企業買収絡みの株式売買に関与し、そのような点から会社の支配状況に影響を及ぼしていたとみることができる。

ただ、州・地方政府年金基金の投資運用行動は他の機関株主のそれと必ずしも同じではなかったと推測しうる側面もある。その根拠として、機関株主の株式売買の回転率を比較する。主要な機関と市場の平均売買回転率は第12表のとおりである。大規模の公的年金基金の株式の売買回転率についてに正確な資料は入手していないが、CalPERSの売買回転率は10%以下であり、また株式保有期間が8年ないしは9年であるといわれている⁽¹²⁾。この数値と第12表の数値との比較によって、州・地方政府年金基金は長期的投資をおこなっている株主であったことが推測されうるだろう。

第12表 機関株主の売買回転率 (%)

	1979年 ¹⁾	1986年 ²⁾	1987年	1988—89年 ³⁾
投資会社	44.5	—	100超	—
生保会社	32.8	—	—	33.9
損保会社	27.3	—	—	—
企業年金 (非保険型)	21.1	—	—	—
投資顧問会社	—	—	—	61.7
商業銀行信託部	—	—	—	26.7
NYSE 平均	—	64	—	—

〔出所〕北条，前掲書，253～4ページの叙述より作成。

注1) SEC, *Annual Report*, 1980.

2) Investment Company Institute, *Mutual Fund Fact Book*.

3) Brancato, *op. cit.*

ただし、この長期的投資家としての地位は、州・地方政府年金基金が経営者に対していわゆるサイレント・パートナーであったことを意味するわけではない。ここで詳しく述べることはできないが、公的年金基金は以前から、多くの懸案事項に関して実質的に議決権 (voting right) を行使する

傾向を持ち、これは委任状争奪戦（proxy fight）において、経営者とそれに対抗する勢力の間でおこなわれる争いの帰趨を決する重要な役割を果たすこともあった。

さて、第2の変化は、先に述べた経営者と株主との軋轢・対立の局面に州・地方政府年金基金が直接的に立ち現れてきたことによって生じた。この点は前節で言及した企業の吸収・合併の盛行に関係している。すなわち、経営陣による吸収・合併に対する防衛策に対して、機関株主は株主権を強く主張し始めたのである。というのは、本章第1節で言及した経営者の吸収・合併防衛策は株主の権限を制限するものであったからである。そして、株主権の主張を中心になっておこなっている株主が、大規模な州・地方政府年金基金である。

そしてさらに、1980年代中頃から第3の段階的变化が始まる。この変化は多少複雑である。まず一方では、機関株主の要求する内容とその方法に変化が生じた。その1つの例が株主提案である。1989年と1990年の委任状勧誘期間（proxy season）におこなわれた機関株主の提案件数はかなりの数にのぼった。

また、他方で他の機関株主との連携した行動をとるようになったことが特徴である。機関投資家協議会（Council of Institutional Investors：CalPERSは設立者の一人である⁽¹³⁾）が1985年に結成されたことはその象徴とみることができる。また、ニューヨーク州内の州と市の公務員退職年金基金や教員退職基金の事実上の管理機関であるNew York State Comptroller事務局とアメリカ最大の機関株主である教職員生命保険・年金／大学職員退職基金（Teachers Insurance and Annuity Association／College Retirement System：TIAA・CREF：保有資産額で全米第1位の年金基金。ただし「公的」基金ではなく、「非営利」の基金であり、統計上

は private pension fund に分類されている。第 8 表参照) が「会社に対して株主の議決権行使を秘密手続にすることを採択するように要請している」⁽¹⁴⁾ことも、この動きと連動にいると考えることができる。

また、1980年代に、会社における株主の権限は強まる傾向にあったということは既に述べたが、1990年代が始まると、法廷と規制当局は、会社の戦略方針の支配に関する決定力 (decisionmaking ability to control the strategic direction) の大部分を経営者に戻し始めたといわれている。この経営者への権限の揺り戻しは、機関株主、特に大規模の公的年金基金を、攻勢的 (militant) にした⁽¹⁵⁾。

このことの結果、機関株主は会社統治原理 (corporate governance principle) を変えるよう行動するようになった。その一つの例として次のことがあげられる。すなわち、最近改訂された委任状規則に関する SEC の提案は、1989年および1990年に CalPERS と株主連合協会 (United Shareholders Association: 数千人の小口投資家をメンバーとする団体) によって提出された請願書の結果行われた面が大きいといわれている⁽¹⁶⁾。

また、数年前から、機関株主は株主総会前に経営陣に対して、懸案事項に関する提案をおこなうようにかわってきたということについては既に述べたが、1992年になると、カリフォルニア州年金基金に代表されるように、株主提案を行わないで、「業界他社に比べて業績が芳しくないと考える12社を選別し、各社の最高経営責任者に対して、手紙を書き、会社の財務および営業成績の改善につながると CalPERS が考えている会社支配に関する変更を討議するための会合を要求」するという行動をとるようになっていく。そして、このような要求に対して、多くの役員は積極的に妥協する姿勢を示しているといわれている⁽¹⁷⁾。

注

- (1) Carolyn Kay Brabcato, *op. cit.*, TABLE1-7, P. 21.
- (2) 年金基金が機関株主として、会社支配状況の中で何らかの役割を果たしているかという点を考えるとき、年金基金が統一された意志を持っているかどうかという点の一つの焦点になろう。ここで、この論点については十分明確にはなしえないが、少なくともカリフォルニア州やニューヨーク州など少数の大規模基金は投資とコポレート・ガバナンス問題に関する方針を決定し、積極的にとりくんでいる。
- また、従業員退職所得保障法 (Employee Retirement Income Security Act of 1974: ERISA) に基づいて制度化されている企業年金基金 (coporate pension fund) については、米国労働省 (The Deoartment of Labor) がイニシアティブをとって、受託者の責務を規定し、積極的株式所有者として、業績の悪い会社の経営者に対しては株主として影響を及ぼし、または交替を要求するよう求めているといわれている (Robert D.Rosenbaum and Michael E.Korens, "Institutional Shareholder Activism and Related Proposals for Legislative and Regulatory Changes to Corporate Governance Rules", Klaus Eppler and Thomas Gilry, *Proxy Contests, Institutional Investor Initiatives, Mamagement Responses 1990*, 1990.)。
- (3) アメリカ企業の吸収・合併運動については、内外に多くの文献があるが、さしあたり松井和夫・奥村皓一『米国の企業買収・合併』東洋経済新報社, 1987年, および Alan J. Auerbach (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. 1988. を挙げておきたい。
- また、1980年代の合併運動の金融的側面についての文献としては、他に Alan J. Albach (ed), *Mergers and Acquisitions*, 1988. がある。
- (4) LBOとは、企業買収をおこなう者が買収先企業の資産及びキャッシュ・フローを担保にした資金調達による企業買収の方法である。一般的にはM&Aを進める際の買収手段として利用されるが、買収されるのを防ぐために、経営者などが自社株式を取得して株式を非公開化するために用いられることもある。このような株式会社の非公開化 (going privatization) のためにおこなわれる経営者による自社株の取得を management buyout (MBO) という (渡邊顕『M&Aと企業防衛』総合法令, 1990年)。
- (5) 買収されそうな会社が、買収が実行された場合に、買収する側の会社が不利益を被るような買収対抗策を poison pill という (大和証券経済研究所編著『経営戦略としての「企業買収」』商事法務研究会, 1986年, 211ページ)。
- (6) golden parachute とは一般的には、企業が買収された場合には従来からの取締役が解任されることになるので、このような事態を想定して、解任される取締役に対して巨額の退職金を支払うことにする取り決めをいう。しかし、この取り決めは、レイダーが企業買収をおこない、取締役の更送を図った場合に、巨額の退職金の支出を余儀なくさせることを強いて、その負担の大きさから買収をしかけにくくする

予防策として用いられている（渡邊頭，前掲書，127ページ）。

- (7) The Working Group on Corporate Governance, “A New Compact for Owners and Directors”, *Harvard Business Review*, July-August 1991. pp. 141-143. なおこのような考え方について、あるいは年金基金が会社支配においてどのような役割を果たしているかということについては、同じく *Harvard Business Review* 誌で論争がおこなわれている (Clifton R. Wharton, Jr., Jay W. Rorsch, and Lord Hanson, “Advice and Dissent: Rating The Corporate Governance Compact”, *Harvard Business Review*, November-December 1991. pp. 136-143. および “Can Pension Funds Lead the Ownership Revolution”, *Harvard Business Review*, May- June 1991. p. 166-183)。
- (8) 企業買収には、株式市場で株式を少しずつ買い集める方法があるが、この方法によると、支配に必要な株式数を買い占めるまでに長時間が必要であり、また買い占めをすすめていくと、株価が値上がりし、株式の取得価額が上昇することがある。したがって、Raider にとっては、株式の買い占めに着手したものの、経営権を獲得するだけの株式を集められない危険性が高い。ところが、Tender Offer によれば、広告した予定の買い付け数量の株式が集まらなければ、公開買い付けをキャンセルすることができるし、何よりも、短時間のうちに、一定価格で一挙に大量の株式を取得することができる（渡邊頭，前掲書，241ページ以下）。
- (9) Tender Offer の際、目標会社 (target firm) に対する買付け人 (bidder) は「一般に、この offer を公示する前に、目標会社の少数の株式を市場でブローカーを通じて取得する (買付け人は発行済株式の 5% を取得した場合、10日以内に SEC に報告しなければならない)。その後、目標会社の株式を獲得するために買付けが公示される。株式買付けの広告が金融新聞に掲載され、買付けの内容を記載した郵便物が株主に送付される。／買付け人は、目標会社の株主が申し出た (“tendered”) 株式のすべてまたは一部を公示価格で買い取る。この買付けは、通常、決められた日までに目標会社の株主が最小の株数を提供することを条件としている。買収のオファーが最初におこなわれるとき、オファーされ価格 (tender price) は、その後上昇するが、一般に直近の市場価格よりもかなり高い値段がつけられる」(Gordon J. Alexander and William J. Sharpe, *Fundamentals of Investment*, 1989. 日興リサーチセンター訳『現代証券投資講座』日本経済新聞社，1991年，278—9 ページ)。
- The Wall Street Journal* には、株式の買いの可能性があるといわれただけで、10.125ドルから67.75ドルへ株価が急上昇した会社の例が掲載されている（同紙，1988年12月27日付）。
- (10) 機関株主とその保有資産の運用委託を受けた業者、及び買収を試みる会社との間は金融上の紐帯によって結ばれているといわれている（松井和夫・奥村皓一，前掲書，28ページ）。
- (11) 顧客獲得のために、fundmanager もこの短期的取引の傾向を強めた。なお、この

時期の各機関株主の資産運用過程と資産管理方式については、北条裕雄、前掲書を参照した。

- (12) CalPERS の Chief Executive Officer の Dale M. Hanson 氏による *Harvard Business Review*, May-June 1991. への寄稿論文。
- (13) 筆者のインタビューに対する DeWitt Bowman 氏の答による。
- (14) David G. Litte 「米国における株主総会」、『商事法務』No1300, 1992年, 44ページ。
- (15) Rosenbaum and Korens, *op. cit.*, p. 625.
- (16)~(17) David G. Litte, 前掲稿, 45—46ページ。

V. むすびにかえて

公的年金基金の行動にこのような変化が生じた理由には次のことが考えられる。第1に、機関株主の保有株式が増大し、経営者に対する負の評価の意志表示として株式を売却するという行動がとりにくくなったこと（特に1987年様式暴落以降）である。第2に、投資している会社の業績が悪化し、また配当が低下したとき、その会社の株式を売却する行動が経営者に対して牽制とチェックとしての機能を必ずしも十分果たさなくなり、むしろそのような機関株主の行動が企業の吸収・合併の盛行の中で、経営者をして企業の短期的利益を追及せざるをえなくせしめる結果となり、このことが生み出す結果について、株主としても無関心でいられなくなったことである。

州・地方政府年金基金を含めた公的年金基金制度の成熟化は、保有資産の高い運用利回りと運用益の増大を要求する（第13表）。その点で、一方では投資先の多角化（対外的投資を含めて）をおこないながら、他方では投資対象国内企業の経営（陣）に対して、何らかの形で株主権の行使と影響力を保持し続ける可能性は高い⁽¹⁾。そのような意味で、高度な専門性をもつ

第13表 州・地方政府年金基金の収入と支出の推移 1967年—1991年

年	収入 (単位:100万ドル 下段;比率%)				支出 (単位:100万ドル 下段;比率%)		
	雇用者 (政府) 拠出	被用者 運用益	資 産 運用益	合 計	給 付	脱 退	合 計
1667 ^{a)}	3,050 46.4	1,960 29.8	1,560 23.7	6,580 100.0	— —	— —	2,680 100.0
1976	2,357 45.2	1,162 22.3	1,694 32.5	5,213 100.0	1,722 85.5	292 14.5	2,014 100.0
1980	3,557 40.2	1,634 18.4	3,660 41.4	8,851 100.0	2,710 86.3	432 13.7	3,142 100.0
1985	5,252 30.9	2,175 12.8	9,554 56.3	16,980 100.0	4,889 92.3	407 7.7	5,297 100.0
1990	6,539 31.2	3,064 14.6	11,329 54.1	20,932 100.0	7,593 92.1	655 7.1	8,248 100.0
1991	6,497 25.2	3,496 13.5	15,836 61.3	25,829 100.0	8,833 94.2	547 5.8	9,380 100.0

〔出典〕 U.S. Department of Commerce, BUREAU OF THE CENSUS, *op. cit.*より作成。

注 a) John E. Petersen, *op. cit.*, p. 371.

大規模年金基金⁽²⁾が株式の短期的売買を繰り返す機関株主一般の投資・資産運用行動に何らかの変化をもたらし、また、会社内部における取締役会機能の形骸化傾向と最高経営（責任）者〔Chief Executive Officer: CEO〕の権限強化傾向⁽³⁾に如何なる影響を及ぼすか、注目されてよいだろう。

注

- (1) 1968年から1971年にかけておこなわれた前出のSEC, Study of Institutional Investorの「調査の結果では一機関側にとっての利益の期待が比較的明確であるテイク・オーバー等の会社支配権の委譲のケースを除いて一般に機関投資家は会社の意思決定に関与しないと報告」されている（小林和子, 前掲論稿, 109ページ）。この調査に公的年金基金が含まれていなかったことは既にのべたが、1980年代から1990年代にかけて、公的年金基金が従来の機関株主の行動規範をこえるかどうか、注目されるところである。
- (2) institutional investorという用語は、保有資産・資金が制度的 (institutionally), 専門的に (professionally) 管理されるという事実からきているといわれている (Carolyn Kay Brancato, *op. cit.*, p 30)。

- (3) アメリカの取締役会制度の歴史と現状、およびそれらをめぐっておこなわれた論争については、Myles L. Mace, *Directors: Myth and Reality*, 1971, (道明義弘訳『アメリカの取締役』文眞堂, 1991年), 伊藤宣生『取締役会制の意義』千倉書房, 1985年, Michael T. Jacobs, *Short-Term America, The Causes and Cures of Our Business Myopia*, 1991, を参照した。

本稿の執筆にあたって用いた文献および資料の多くは、九州産業大学の「1992年度共同研究」の一環として収集したものである。共同研究の機会を与えて下さった九州産業大学と、常日頃から研究上多くの指導と示唆をいただいている山本政一商学部長をはじめとする商学部の先生方にたいして、この場を借りてお礼を申しあげたい。また、文献、資料を収集するにあたってお世話になった北九州大学 晴山英夫教授、広島大学 鹿野忠生教授、ニッセイ基礎研究所 小川 功産業部長、同 大竹裕幸副主任研究員、熊本商科大学、山口大学、および九州産業大学のスタッフの皆様、アメリカ合衆国の各州政府東京事務所、とりわけカリフォルニア州政府とニューヨーク州政府の東京事務所の皆様にも感謝いたします。