

「経営者支配」仮説とコーポレート・ガバナンス

水 口 雅 夫

目 次

- I. はじめに
- II. 株式所有構造の変化と株主の機関化現象
 - 1. 株式所有構造とコーポレート・ガバナンス
 - 2. 株主の機関化現象
- III. 各機関の分析
 - 1. 企業年金基金
 - 2. 公的年金基金
 - 3. 投資会社（ミューチュアル・ファンド）
 - 4. 保険会社
 - 5. 商業銀行信託部
- IV. むすびにかえて

I. はじめに

現代の大企業を支配する主体は誰（何）か、またその支配は何を根拠にして成立しているか（支配の正統性は何か）という問題は、経営学や経済学にとどまらず、広く、研究考察の対象となっている。そして、このテーマに関しておこなわれた多くの理論的・実証的研究と論争を通じて、膨大な研究成果が蓄積されてきている⁽¹⁾。本稿は、これらの研究の成果に可能な限り依拠しながら、近年アメリカで改めて係争点となっているコーポレート・ガバナンス（Corporate Governance）問題について考察をすすめる

ことを課題としている⁽²⁾。

本論にはいる前に、予め、これまでの論争の主題になってきた株式会社支配（論）とコーポレート・ガバナンス問題の関連性について述べておきたい。

会社支配論が理論的出発点とする「所有と経営の分離」は、現代のアメリカでも高度に進展し、1932年に Berle と Means⁽³⁾が立論した「経営者支配」仮説はますます実証されつつあるということもできる。専門経営者が現実の経営過程で極めて大きな権限を有するようになっていることは、その後の研究⁽⁴⁾によっても捕捉されている。

このような点を捉えて、「経営者支配」論は展開されてきているのである。しかし、ひるがえって考えてみると、「経営者支配」論が、株主の事実上の地位をどのように把握するかという点については、必ずしも十分な考察がなされていないように思われる。すなわち、「経営者支配」論は、株主が会社の構成者（社員）としての権限と地位を喪失し、したがって会社の支配権は無所有の専門経営者に移動してしまっているとするのか、それとも、経営に関する様々な権限は専門経営者に委譲しながらも、株主は様々な経路を通じて経営者に対して影響力を行使し、本質的な支配力は依然として保持していると把握するのかという点である。

もとより、株主の支配力なり影響力なりが完全に否定されるのであれば、今提起した問題そのものは存在しないことになるが、そこまで株主の地位を否認する議論は、説得力を持つとはいえないように思われる。おそらく、これらの点の理解が、「経営者支配」（論）をめぐる論争の一つの焦点であるといってよいだろう。そして、この問題を追究していくと、「経営者支配」それ自体についても、改めて考察されなければならないと考えられる。すなわち、「専門経営者」と株主（とりわけ現代の“大株主”である機関株主）

との関係やそれらの利害関係，そして，“専門”経営者の株式所有について，立ち入った考察が必要であろう。コーポレート・ガバナンス論争(Corporate Governance Debate)は，これらの問題をめぐってなされていると考えることができる⁽⁵⁾。

ただし，本稿は，この点を理論的に検討する準備が十分できているわけではなく，むしろ，株主の機関化の中で把えにくくなっている株主権の所在を求めるべく，株主による株式保有状況を資料的に明らかにしながら，理論的検討の予備作業をおこなうことに主眼をおいている⁽⁶⁾。

注

(1) この主題に関する文献は極めて広範囲にわたっており，それらの範囲を確定することは容易ではないが，アメリカの文献については，さしあたり正木久司『株式会社支配論の展開（アメリカ編）』文真堂，1983年，および中村瑞穂「株式会社研究の現状」『明大商学論叢』，第66巻第5・6・7号，1984年，を参照されたい。

(2) Corporate Governance という用語・概念については，「会社の支配・統治」という訳語も可能であるようにも思えるが，本稿では「コーポレート・ガバナンス」という表記をとることにしたい。

また，アメリカにおける論争については，さしあたり以下の文献を参照されたい。

① Kenneth E. Scott, “Corporation Law and the American Law Institute Corporate Governance Project” *Stanford Law Review*, v35, May 1983.

② D. D. Prentice, “Some Aspects of the Corporate Governance Debate” in D. D. Prentice and P. R. J. Holland(ed.), *Contemporary Issues in Corporate Governance*, 1993.

③ Martin Lipton and Morris Panner, “Takeover Bids and United States Corporate Governance”, in D. D. Prentice and P. R. J. Holland(ed.), *ibid.*.

④ Margaret M. Blair(ed.), *The Deal Decade: What Takeovers and Leveraged Buyouts Mean for Corporate Governance*, 1993.

⑤ 出見世信之「『株式会社統治』をめぐる諸説の考察」，日本経済短期大学『紀要』第23巻第1号，1992年。

⑥ 同「アメリカの『株式会社統治』に関する一考察」，日本経済短期大学『紀要』第23巻第2号，1993年。

(3) A. A. Berle and G. G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*,

1932 (北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』文雅堂銀行社, 1958年)。

(4) ここでは次の文献を挙げておきたい。

① Myles L. Mace, *Directors: Myth and Reality*, 1971 (道明義弘訳『アメリカの取締役』文真堂, 1991年)。

② Jay W. Lorsch, *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, 1989.

③ Michael T. Jacobs, *Short-Term America: The Causes and Cures of Our Business Myopia*, 1991.

(5) 経営者の有する支配力について、たとえば Edward S. Herman, *Corporate Control, Corporate Power*, 1981, は「制約された経営者支配 (constrained control)」という概念を示している。

また、John Scott 等の一連の研究 (① John Scott, *Corporations, Classes and Capitalism*, 1979 (中村瑞穂・植竹晃久訳『株式会社と現代社会』文真堂, 1983年), ② John Scott and Catherine Griff, *Directors of Industry: The British Corporate Network 1909-1976*, 1984 (仲田正機・橋本輝彦訳『大企業体制の支配構造』法律文化社, 1987年), ③ John Scott, F. Stockman and R. Ziegler(ed.), *Networks of Corporate Power: A Comparative Analysis of Ten Countries*, 1985 (上田義朗訳『企業権力のネットワーク』文真堂, 1993年), ④ John Scott, *Capitalist Property and Financial Power*, 1986 (現代企業研究グループ訳『現代企業の所有と支配』税務経理協会, 1989年)) は、経営者と(大)株主の間のネットワークを重視して、理論構築を図りつつあるとあってよい。

さらに、この点で一つの理論的立場を示すのが、Agency Theory である(たとえば、E. Fama, “Agency Problems and the Theory of Firm” *Journal of Political Economy*, v88, 1980, および Fama and Jensen, “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, 26, 1983)。しかし、Corporate Governance をめぐっては、この Agency Theory も批判と再検討の対象になっている (David Band, “Corporate Governance: Why Agency Theory is not Enough,” *European Management Journal*, v10n4, December 1992)。

(6) なお、筆者は、すでに「アメリカにおける機関株主と会社支配」, 九州産業大学『商経論叢』第33巻第4号, 1993年1月, を発表しているが、本稿は旧稿発表後収集した文献・資料を付け加え、また、旧稿では触れることができなかった論点について論じ、再構成したものである。

II. 株式所有構造の変化と株主の機関化現象

1. 株式所有構造とコーポレート・ガバナンス

コーポレート・ガバナンスをめぐる論争の高まりの背景の1つとしては、明らかに、株式所有構造の変化、すなわち、株主の機関化現象が現出したことが考えられる。株式保有額を高めてきた機関株主は、第一に、会社支配権（支配証券）の市場としての株式市場における株式売買行動を通じて、投資先企業に影響を与えるようになった。特に、この側面は1980年代の企業の吸収・合併運動の中で注目された⁽⁷⁾。また、このことと関連して注目すべき第二の点は、機関株主が、株主権の行使を通じて、会社の経営陣に対して、影響力を及ぼすようになったことである。

つまり、コーポレート・ガバナンスに関する議論は、1980年代の大規模な企業の吸収・合併の盛行とそれが企業の業績と利害関係者にもたらした影響および結果を如何に把握し、どのように評価するかということを中心としているといつてよいように思われる。

したがって、コーポレート・ガバナンスをめぐる論争は、従来の会社支配論と比較した場合、その理論分野を微妙に異にしているとも考えられるが、しかし、現代社会における巨大株式会社の企業行動原理を、所有と支配の側面から解明しようとする点では、共通した主題を追究しており、また換言すると、同じ主題が新たな地平の上で展開的に議論されているといふことができる。

2. 株主の機関化現象

さて、アメリカの機関株主については、議会の各種委員会や証券取引委員会などによって、独占禁止政策や証券市場政策を遂行する立場から、こ

れまで多くの調査・研究がなされてきた。そこでとりあげられた機関株主は、多くの場合、銀行信託部であった。しかし、近年、調査の対象として、年金基金（企業年金基金と公的年金基金）やミューチュアル・ファンドも加わり⁽⁸⁾、同じ機関株主という用語で表される機関が多様化している。

株式市場における機関化現象が注目を集め始めたのは1960年代末から1970年代にかけてである。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、既発行株式数に占める個人株主の保有割合が減少し、いわゆる機関株主（institutional shareholder；なお機関投資家 institutional investor という用語もしばしば用いられるが、株式所有構造論あるいは会社支配論の観点から考察する本稿では、機関株主として捉えることにする）の保有する割合が増大することである。そして、第二に、個人株主の多くが、直接的に株式投資をおこなうのではなくて、信託会社・商業銀行信託部やミューチュアル・ファンドなどを通じて、保有資産を運用していることである（ただし、信託などを通じて資産を運用しているのは、個人資産家だけではなく、年金基金などの機関投資家も含まれることは、後述のとおりである）。

これを第1表「アメリカの所有者別株式保有額と構成の推移 1960—1992年」によってみると、全株主の中に占める個人株主保有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、機関株主の保有する割合が増大しつつある。

アメリカにおける株主の機関化現象には、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、確かなことである。そして、これらの個人株主には、いわゆる資産家の他に、会社の業績と経営者の報酬をリンクさせ、以つて会社の業績を向上させるために導入されたいわゆるストック・オプション（incentive stock option）の権利を行使して自社株を取

第1表 アメリカの所有者別株式保有額と構成の推移 1960—1992年 (単位:10億ドル, ()内は比率:単位%)

	1. 家計等 ¹⁾	2. 企業年金基金 ²⁾	3. 州・地方 政府 年金基金 ³⁾	4. 投資 会社 ⁴⁾	5. 生保 会社	6. その他 の保険 会社	7. 相互貯 蓄銀行	8. 商業 銀行	9. プロ カー ティ ラー	10. 外国人	合 計 ⁵⁾
1960	378.4(87.2)	16.5(3.8)	0.6(0.1)	14.8(3.4)	5.0(1.2)	7.5(1.7)	1.3(0.3)	—	0.5(0.1)	9.3(2.1)	434.0(100.0)
1965	600.4(84.1)	40.8(5.7)	2.5(0.4)	30.9(4.3)	9.1(1.3)	12.0(1.7)	2.3(0.3)	—	0.5(0.1)	14.6(2.0)	713.7(100.0)
1970	682.7(79.4)	67.1(7.8)	10.1(1.2)	39.7(4.6)	14.6(1.7)	13.2(1.7)	2.8(0.3)	0.1(0.0)	2.0(0.2)	27.2(3.2)	859.4(100.0)
1975	598.6(70.5)	108.0(12.7)	24.3(2.9)	33.7(4.0)	27.5(3.2)	14.2(1.7)	4.4(0.5)	0.2(0.0)	3.4(0.4)	35.3(4.2)	849.5(100.0)
1980	1,111.3(70.7)	223.5(14.2)	44.3(2.8)	42.4(2.7)	46.3(2.9)	32.3(2.1)	4.2(0.3)	0.1(0.0)	3.3(0.2)	64.6(4.1)	1,572.3(100.0)
1981	1,051.2(69.9)	218.5(14.5)	47.8(3.2)	37.4(2.5)	46.2(3.1)	32.4(2.2)	3.2(0.2)	0.1(0.0)	3.5(0.2)	64.4(4.3)	1,504.7(100.0)
1982	1,128.4(65.6)	306.7(17.8)	60.2(3.5)	49.4(2.9)	52.9(3.1)	38.5(2.2)	3.3(0.2)	0.1(0.0)	4.9(0.3)	76.3(4.4)	1,720.7(100.0)
1983	1,267.8(62.7)	368.7(18.2)	89.6(4.4)	74.4(3.7)	62.2(3.1)	48.1(2.4)	4.3(0.2)	0.1(0.0)	10.0(0.5)	96.4(4.8)	2,021.6(100.0)
1984	1,264.5(62.6)	365.5(18.1)	96.5(4.8)	80.4(4.0)	60.3(3.0)	44.7(2.2)	4.1(0.2)	—	8.9(0.4)	96.1(4.8)	2,021.2(100.0)
1985	1,611.4(62.4)	462.6(17.9)	120.1(4.6)	113.7(4.4)	74.0(2.9)	57.0(2.2)	5.2(0.2)	0.1(0.0)	14.1(0.5)	125.6(4.9)	2,583.7(100.0)
1986	1,750.7(59.5)	553.7(18.8)	150.2(5.1)	161.2(5.5)	76.4(2.6)	61.2(2.1)	7.0(0.2)	0.1(0.0)	17.7(0.6)	168.9(5.7)	2,947.1(100.0)
1987	1,600.3(55.9)	574.4(20.0)	169.6(5.9)	181.7(6.3)	80.5(2.8)	65.1(2.3)	7.0(0.2)	—	10.7(0.4)	175.6(6.1)	2,864.9(100.0)
1988	1,718.9(54.7)	632.8(20.1)	219.7(7.0)	187.6(6.0)	89.3(2.8)	71.4(2.3)	8.5(0.3)	—	12.2(0.4)	201.0(6.4)	3,141.6(100.0)
1989	2,004.1(52.5)	784.1(20.5)	300.1(7.9)	250.5(6.6)	106.5(2.7)	84.0(2.2)	11.0(0.3)	4.7(0.1)	14.1(0.4)	260.6(6.8)	3,819.7(100.0)
1990	1,841.5(52.5)	706.2(20.1)	296.1(8.4)	233.2(6.7)	97.9(2.8)	79.9(2.3)	8.8(0.3)	2.2(0.0)	9.6(0.2)	231.2(6.6)	3,506.6(100.0)
1991	2,349.1(50.1)	966.4(20.9)	400.8(8.7)	351.1(7.6)	116.2(2.5)	111.9(2.4)	10.7(0.2)	4.5(0.1)	14.3(0.3)	305.1(6.6)	4,630.0(100.0)
1992	2,535.3(49.4)	1,052.0(20.5)	464.4(9.1)	466.4(9.1)	124.8(2.4)	129.6(2.5)	11.6(0.2)	4.9(0.1)	11.9(0.2)	326.9(6.4)	5,127.7(100.0)

[出所] Board of Governors of the Federal Reserve Systems, *Flow of Funds Accounts, Assets and Liabilities Outstanding 1957-80, Flow for Funds Accounts Flow and Outstandings (Forth Quarter 1992)*, *Financial Assets and Liabilities, Year-End, 1966-89*, および *Balance Sheets For the U. S. Economy, 1945-92*, より作成。

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基金(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, いわゆるミューチュアルファンド。

5) 株式価額合計は時価 (Market value)。

第2表 アメリカの機関株主の金融資産保有額の推移 1960—1992年 (単位10億ドル, ()内は比率：%)

	1. 企業年金 基金	2. 州・地方 政府年金 基金	3. 投資会社	4. 生保会社	5. その他の 保険会社	6. 相 互 貯蓄銀行	7. 商業銀行	8. プローカ ー・デ ィー ー	合 計
1960	38.1(8.4)	19.7(4.4)	17.0(3.8)	115.8(25.6)	26.2(5.8)	1.0(0.2)	228.3(50.4)	6.7(1.5)	452.8(100.0)
1965	73.6(9.9)	34.1(4.6)	35.2(4.7)	154.2(20.7)	36.5(4.9)	59.1(7.9)	340.7(45.8)	10.3(1.4)	743.7(100.0)
1970	112.0(10.4)	60.3(5.6)	46.8(4.3)	200.9(18.6)	49.9(4.6)	78.6(7.3)	517.4(47.8)	16.1(1.5)	1,082.0(100.0)
1975	225.0(12.8)	104.8(6.0)	43.0(2.4)	279.7(15.9)	77.3(4.4)	120.1(6.8)	885.5(50.4)	21.3(1.2)	1,756.7(100.0)
1980	469.6(15.3)	198.1(6.4)	61.8(2.0)	464.2(15.1)	182.1(5.9)	169.9(5.5)	1,481.7(48.2)	45.4(1.5)	3,072.8(100.0)
1981	486.7(14.4)	224.2(6.6)	59.8(1.8)	507.5(15.0)	194.4(5.7)	173.7(5.1)	1,681.6(49.6)	59.8(1.8)	3,387.7(100.0)
1982	675.9(17.9)	262.5(6.9)	76.9(2.0)	567.5(15.0)	212.3(5.6)	172.7(4.6)	1,731.0(45.8)	83.3(2.2)	3,782.1(100.0)
1983	811.2(19.0)	311.2(7.3)	112.1(2.6)	632.7(14.8)	235.2(5.5)	192.7(4.5)	1,887.3(44.2)	90.5(2.1)	4,272.9(100.0)
1984	880.2(20.5)	356.6(7.5)	136.7(2.9)	697.2(14.6)	250.9(5.3)	203.1(4.3)	2,127.2(44.6)	118.4(2.5)	4,770.3(100.0)
1985	1,038.4(18.8)	404.7(7.3)	240.2(4.3)	796.1(14.4)	298.6(5.4)	217.0(3.9)	2,374.8(43.0)	156.0(2.8)	5,525.8(100.0)
1986	1,198.4(22.2)	469.4(8.7)	413.5(7.7)	905.9(16.8)	353.6(6.6)	237.1(4.4)	1,625.3(30.1)	184.6(3.4)	5,387.8(100.0)
1987	1,216.4(17.8)	517.0(7.6)	460.1(6.7)	1,005.3(14.7)	405.0(7.4)	260.5(3.8)	2,770.7(40.6)	137.9(2.0)	6,817.9(100.0)
1988	1,313.1(17.9)	606.1(8.2)	478.3(6.5)	1,132.7(15.4)	453.9(6.2)	284.5(3.9)	2,949.6(40.1)	135.9(1.8)	7,354.1(100.0)
1989	1,536.0(18.4)	734.9(8.8)	566.2(6.8)	1,251.3(15.0)	499.9(6.0)	283.5(3.4)	3,229.3(38.7)	236.6(2.8)	8,337.7(100.0)
1990	1,505.8(17.5)	751.5(8.7)	602.1(7.0)	1,367.4(15.9)	529.2(6.1)	263.8(3.1)	3,334.0(38.7)	262.1(3.0)	8,615.9(100.0)
1991	2,180.0(21.7)	890.9(8.9)	813.9(8.1)	1,505.3(15.0)	591.6(5.9)	248.8(2.5)	3,481.0(34.7)	332.5(3.3)	10,044.0(100.0)
1992	2,346.5(21.5)	987.8(9.0)	1,056.5(9.7)	1,624.5(14.9)	628.7(5.8)	245.2(2.2)	3,629.3(33.2)	405.4(3.7)	10,923.9(100.0)

[出所] Board of Governors of the Federal Reserve Systems, *ibid.*

第3表 アメリカの機関株主別保有資産額と株式保有額の占める割合の推移 1960—1992年

(単位：10億ドル、()内は保有株式の占める割合；単位%)

	1. 企業年金 基金	2. 州・地方政 府年金基金	3. 投資会社	4. 生保会社	5. その他の 保険会社	6. 相 互 貯蓄銀行	7. 商業銀行
1960	38.1(43.3)	19.7(3.0)	17.0(87.0)	115.8(4.3)	26.2(28.6)	1.0(-)	228.3(0.0)
1965	73.6(55.4)	34.1(7.3)	35.2(87.8)	154.2(5.9)	36.5(32.9)	59.1(3.9)	340.7(0.0)
1970	112.0(59.9)	60.3(16.7)	46.8(84.8)	200.9(7.3)	49.9(26.5)	78.6(3.6)	517.4(0.0)
1975	225.0(48.0)	104.8(23.2)	43.0(78.4)	279.7(9.8)	77.3(18.4)	120.1(3.7)	885.5(0.0)
1980	469.6(47.6)	198.1(22.4)	61.8(68.6)	464.2(10.0)	182.1(17.7)	169.9(2.5)	1,481.7(0.0)
1981	486.7(44.9)	224.2(21.3)	59.8(62.5)	507.5(9.1)	194.4(16.7)	173.7(1.8)	1,681.6(0.0)
1982	675.9(45.4)	262.5(22.9)	76.9(64.2)	567.5(9.3)	212.3(18.1)	172.7(1.9)	1,731.0(0.0)
1983	811.2(45.5)	311.2(28.8)	112.1(66.3)	632.7(9.8)	235.2(20.5)	192.7(2.2)	1,887.3(0.0)
1984	880.2(41.5)	356.6(27.1)	136.7(58.8)	697.2(8.6)	250.9(17.8)	203.1(2.0)	2,127.2(0.0)
1985	1,038.4(44.5)	404.7(29.7)	240.2(47.3)	796.1(9.3)	298.6(19.1)	217.0(2.4)	2,374.8(0.0)
1986	1,198.4(46.2)	469.4(32.0)	413.5(39.0)	905.9(8.4)	353.6(17.3)	237.1(3.0)	1,625.3(0.0)
1987	1,216.4(47.2)	517.0(32.8)	460.1(39.5)	1,005.3(8.0)	405.0(16.1)	260.5(2.7)	2,770.7(0.0)
1988	1,313.1(48.2)	606.1(36.2)	478.3(39.2)	1,132.7(7.9)	453.9(15.7)	284.5(3.0)	2,949.6(0.0)
1989	1,536.0(51.0)	734.9(40.8)	566.2(44.2)	1,251.3(8.5)	499.9(16.8)	283.5(3.9)	3,229.3(0.1)
1990	1,505.8(46.9)	751.5(39.4)	602.1(38.7)	1,367.4(7.2)	529.2(15.1)	263.8(3.3)	3,334.0(0.1)
1991	2,180.0(44.3)	890.9(45.0)	813.9(43.1)	1,505.3(7.7)	591.6(18.9)	248.8(4.3)	3,481.0(0.2)
1992	2,346.5(44.8)	987.8(47.0)	1,056.5(44.1)	1,624.5(7.7)	628.7(20.6)	245.2(4.7)	3,629.3(0.1)

[出所] Board of Governors of the Federal Reserve Systems, *ibid.*

得した会社幹部経営者も含まれている⁽⁹⁾。しかし、第1表によると、既発行株式に占める個人株主の保有割合も、1992年には50パーセントを割っている。また、アメリカの個人資産家の中には、商業銀行信託部やミューチュアル・ファンドなどを通じて保有資産を運用している点を考慮にいと、アメリカの株式市場と「株式投資・運用過程」の機関化は、第1表に示されるよりも、大きな程度で進展していると見ることができる。

ここでいう機関株主には、年金基金(Pension Fund)、投資会社(Investment Company)、保険会社(Insurance Company)、商業銀行信託部(Trust Fund)、各種基金⁽¹⁰⁾などがある。そして、株式市場および株主の機関化は、これら機関株主の保有株式、あるいは運用株式の価額の増大として現れる⁽¹¹⁾。

また、これらの機関株主の保有株式の増大は、それぞれの機関の保有資産額の増大を背景にしている(第2表「アメリカの機関株主の金融資産保有額の推移 1960—1992」および第3表「アメリカの機関株主別保有資産額と株式保有額の占める割合の推移 1960—1992年」を参照)。

次に、章を改めて、これらの各機関株主の分析をおこなう。

注

(7) 1980年代におこなわれた大規模な企業の吸収・合併運動の特徴については、拙稿「1980年代米国企業の吸収・合併運動と合併金融」、九州産業大学『商経論叢』第34巻第1号、1993年8月、を参照されたい。

(8) アメリカでおこなわれた機関株主に関する調査には、次のものがある。

① *Commercial Banks and Their Trust Activities: Emergencing Influence on the American Economy*, Staff Report for the Subcommittee on Domestic Finance of the Committee of Banking and Currency, House of Representatives, Bank Ownership and Control, 1966; *Control of Commercial Bank and Interlocks among Financial Institutions*, 1968 (志村嘉一訳『銀行集中と産業支配』東洋経済新報社, 1970年)。

- ② Securities and Exchange Commission, *Institutional Investor Study Report of the Securities and Exchange Commission*, 1971.
- ③ *Voting Rights in Major Corporations, A Staff Study*, Prepared by the Subcommittee on Reports, Accounting and Management of the Committee on Government Affairs, United States Senate, 1978.
- ④ *Interlocking Directorates Among the Major U. S. Corporations, A Staff Study*, Prepared by the Subcommittee on Reports, Accounting and Management of the Committee on Government Affairs, United States Senate, 1978.
- ⑤ *Structure of Corporate Concentration, Institutional Share holders and Interlocking Directorates among Major U. S. Corporations, A Staff Study*, Committee on Government Affairs, United States Senates, 1980.

また近年では、Columbia 大学がプロジェクトを組み、精力的に調査研究をおこなっており、以下の一連の報告がなされている。

- ⑥ Carolyn Kay Brancato and Patrick A. Gauhan, *The Growth of Institutional Investors in the U. S. Capital Markets*, The Institutional Investors Project, Columbia Center for Law and Economic Studies, 1988.
 - ⑦ Brancato and Gauhan, *Institutional Investors and Capital Markets: 1991 Update*, The Institutional Investors Project, Columbia Center for Law and Economic Studies, 1991.
 - ⑧ Brancato, *Institutional Investor Concentration of Economic Power: A Study of Institutional Holdings and Voting Authority in U. S. Publicly Held Corporations*, October 1991.
- また、1991年5月には、同じくColumbia 大学がスポンサーとなり、“The Future of Corporate Governance”というテーマでConferenceが開催されている。
- (9) アメリカの個人株主についての分析は、松井和夫「アメリカの個人投資家の株式所有」『証券経営』Vol. 66, 1982年、およびKevin F. Winch, *Individual Investors in the Stock Market*, 1992, を参照されたい。
 - (10) 各種基金には、foundation (一般的には教育的・慈善的目的のための非営利的組織で、様々な寄附によって設立されることがしばしばある)やendowment trust(寄附基金：学校、美術館、研究機関などのような特殊な機関・施設のために資金を提供するために設立されたもの)などがある(Brancato, Gauhan, *op. cit.* (注(8)⑥), p. 50)。
 - (11) 第1表は、アメリカ連邦準備制度理事会が作成した資金循環統計に基づいて作成したもので、わが国で機関化現象について論じられる際にしばしば用いられるものである。しかし、株式の投資・運用過程の機関化の結果、株主権の所在を究明するには、「保有」株式だけではなく、機関株主によって「運用」されている株式につい

ても、調査することが必要になる。そこで、本稿は、機関株主が「運用」している株式額を示した別表を準備しており、後に掲げる。

III. 各機関の分析

1. 企業年金基金

先の第1表によると、年金基金の保有する資産額とその伸びが特に大きいことが注目される。年金基金は、私的年金（企業年金）と公的年金に分類される。

まず、企業年金基金から分析を始める。アメリカの企業年金制度は、1875年の American Express 社に始まる⁽¹²⁾。その後、次項で分析する公的年金制度や社会保障制度の影響を受けながら発展してきた。そして、1948年から50年にかけての、労働組合の攻勢にもとづく企業年金制度のブーム的發展（いわゆる pension drive）と、1950年以降の革新時代（new era of great progressiveness）を経て発展してきた。

そして、1974年に従業員退職所得保障法（Employee Retirement Income Security Act of 1974: ERISA）が制定されたことによって、アメリカの企業年金制度はさらに成長を遂げ、成熟化していった。そして現在の労働市場と資本市場において、重要性を増しつつある。すなわち、企業年金制度は、ますます多くの退職者に給付を行い、また、アメリカの資本市場においてますます大きな部分を占めるようになってきている。

1980年代初頭の時点で、およそ75万におよぶ基金が設立され、その中で、約20万の基金が「給付建て退職年金制度（defined benefit plans）」を採用し、残りの約55万の基金は「掛金建て退職年金制度（defined contribution plans）」を採用している⁽¹³⁾。

企業年金全体の株式保有額と資産額は、先の第1, 2表にも示されているが、ここでは機関株主が保有・運用している株式額と資産額に関する資料を示す必要がある。それが第4表と第5表である。

このうち、第4表によると、企業年金基金は1990年の時点で、6,793億ドル、全発行済株式のうち、19.9%を占め、機関株主の中では最も大きなグループとなっている。また、その保有・運用する株式総額の伸びは、それが最も高いミューチュアル・ファンドや州・地方政府年金基金に比べると相対的に低いとはいえ、株式保有・運用額が着実に増えつつあることを示している（なお、第5表は企業年金基金が保有・運用する資産額の推移を示したものである）。

次に、運用経路の点からすると、アメリカの年金制度は、保険型年金制度 (insured pension plan) と非保険型年金制度 (non-insured pension plan) とに区分される。そのうち、保険型年金制度は、事業主が生保会社との間

第4表 機関株主別株式保有・運用額と占率の推移 1965—1990年

(単位：10億ドル、()内は比率 単位：%)

	1965年 ⁽¹⁾	1981年	1986年	1990年
年金基金	105.8(53.2)	285.2(18.5)	643.4(21.8)	961.8(28.2)
企業年金基金		239.1(15.5)	493.4(16.7)	679.3(19.9)
州・地方政府年金基金		47.1(3.0)	150.2(5.1)	282.5(8.3)
Mutual Fund		38.6(2.5)	200.6(6.8)	245.8(7.2)
保険会社		87.3(6.7)	141.0(4.8)	253.7(6.9)
生保会社	}	47.7(3.1)	60.0(2.0)	140.8(4.1)
その他の保険会社		39.6(2.6)	81.0(2.8)	94.9(2.8)
商業銀行信託部	93.0(46.8)	155.2(10.1)	298.7(10.1)	314.0(9.2)
基金／財団	—	18.5(1.2)	37.9(1.3)	61.7(1.8)
機関株主合計	198.8(100.0)	584.8(36.0)	1,321.8(44.8)	1,819.0(53.3)

[出所] Carolyn Kay Brancato and Patrick A. Gaughan, Columbia University, Center for Law and Economic Studies, Institutional Investor Project, *Institutional Investor and Capital Market: 1991 Update*, September 12, 1991, Table 10.

注(1) U. S. Congress, House of Representatives, Committee on Interstate and Foreign Commerce, 89th Cong., 2nd Sess., "Report of the securities and Exchange Commission on the Public Policy Implications of Investment Company Growth," 1966, p. 296.

第5表 機関株主別保有・運用資産額と占率の推移 1981—1990年

(単位：10億ドル，()内は比率 単位：%)

	1981年	1988年	1989年	1990年
年金基金	891.2(42.5)	2,352.0(45.2)	2,484.0(39.8)	2,491.3(38.2)
企業年金基金	667.0(31.8)	1,662.0(32.9)	1,749.1(28.0)	1,734.6(26.6)
非保険型	486.7(23.2)	1,123.0(21.6)	1,169.0(18.7)	1,140.0(17.5)
保険型	180.3(8.6)	539.0(10.4)	580.0(9.3)	594.6(9.1)
州・地方政府年金基金	224.2(10.7)	690.0(13.3)	734.9(11.8)	756.3(11.6)
投資会社	248.3(11.8)	816.0(15.7)	1,035.6(16.6)	1,121.9(17.2)
Open-end/Mutual Funds	241.6(11.5)	777.3(14.9)	982.0(15.8)	1,069.1(16.4)
Closed-end/Investment Trust	6.9(0.3)	38.7(0.7)	53.6(0.9)	52.8(0.8)
保険会社	559.0(26.6)	1,258.8(24.2)	1,826.8(29.3)	1,935.2(29.7)
生保会社	347.7(16.5)	781.8(15.0)	1,299.8(20.8)	1,608.2(21.6)
その他の保険会社	212.0(10.1)	676.9(9.2)	527.9(8.4)	527.0(8.1)
商業銀行信託部 ⁽¹⁾	344.9(16.4)	645.8(12.4)	747.6(12.0)	785.0(12.0)
基金/財団	56.0(2.7)	133.0(2.6)	152.0(2.4)	187.0(2.9)
合計	2,099.4(100.0)	5,206.0(100.0)	6,246.0(100.0)	6,520.4(100.0)

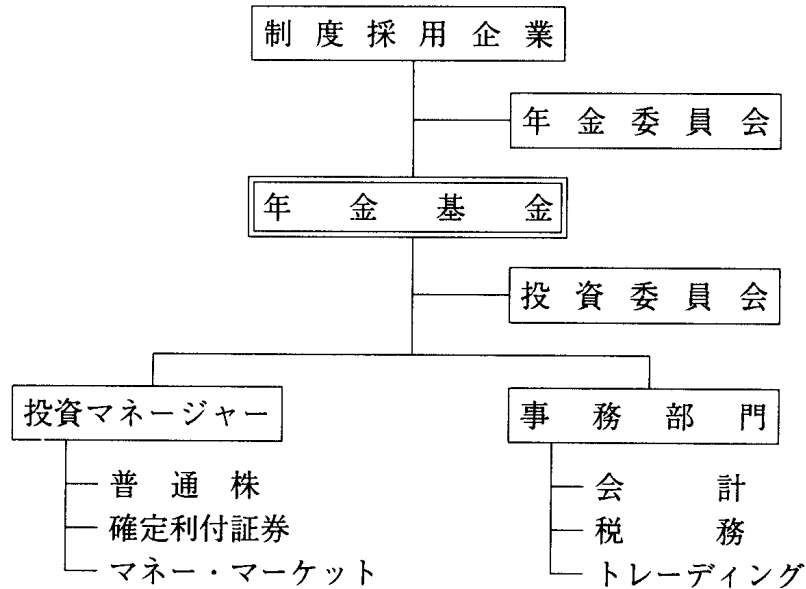
[出所] Carolyn Kay Brancato and Patrick A. Gaughan, Columbia University, Center for Law and Economic Studies, Institutional Investor Project, *Institutional Investor and Capital Market: 1991 Update*, September 12, 1991, Table 4.

注(1) 年金基金の資産で商業銀行信託部に信託されているものは年金基金の資産に含まれていない。したがって、本項目には計上されていない。

に保険契約 (insured contract) を締結し、従業員のための年金給付を準備する方式である。全年金基金の全資産額の約3分の1はこの保険型である⁽¹⁴⁾。

それに対して、非保険型年金制度では、consultant actuaryが採用されて、信託に付されるべき拠出金、積立金が計算される。そして、年金制度を採用する企業から独立した法人格をもつ基金 (fund) が、払込まれた拠出金を蓄積・管理し、年金給付をおこなっている。また、年金制度を採用する企業の役職員が信託宣誓 (trust declaration) をおこなって受託者 (trustee) となる場合 (内部管理型) と、信託会社もしくは銀行信託部との間に信託契約 (trust agreement) を締結し、信託会社や銀行信託部が受託者となる場合 (外部管理型) がある。特に大企業は内部管理 (自家運用)

第1図 企業年金基金の自家運用の機構



[出所] 生命保険協会『欧米主要国の企業年金と資産運用』, 1981年, 181ページ。

をおこなう傾向があるといわれている（自家運用の機構については第1図参照）⁽¹⁵⁾。

いずれにせよ、このような経路を通じて年金基金の保有資産は投資・運用され、その際、投資顧問業者（銀行、信託会社、生保会社、証券会社・弁護士・会計士など：投資顧問業の分類については第6表参照）⁽¹⁶⁾や年金コンサルタント（pension consultant: consulting actuary）の業務を主体とするコンサルティング会社のうち、年金のコンサルティングに特化したもの）が大きな役割を果たしている。

2. 公的年金基金

アメリカの公的年金制度は、現在、

第6表 投資顧問業者の分類

機関名	準拠法
①投資顧問 A. 助言サービス B. 出版サービス	1940年投資顧問法
②証券ブローカー	1934年証券取引法
③銀行・信託会社	1933年銀行法
④生保会社	1969年保険法
⑤弁護士・会計士	なし
⑥出版業者	なし

[出所] 生命保険協会『欧米主要国の企業年金と資産運用』, 1981年, 188ページ。

次の4つの制度，すなわち，社会保障制度 (Old Age-Survivor-Disability-Health-Insurance : OASDHI)，連邦職員年金制度 (federal government retirement system)，鉄道職員年金制度 (railroad retirement system)，州・地方政府年金制度 (state and local government retirement system) からなっている。

このような公的年金制度は，それぞれの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 (したがって，これ以降，各「制度」は「基金」とする)。1977年時点の資料によると，public pensions として数えられるのは，5,778の基金である。その中で，州・地方政府のレベルで管理されているのは，3,075である。第7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，および資産額を示したものである。この表から，加入者，資産額のいずれを見ても，基金数で全体の6.4パーセントを占める州政府の基金への集中度が高いことがわかる。

本項は公的年金一般ではなく，機関株主としての年金基金を考察の対象としている。ところが，州・地方政府年金基金以外の公的年金基金は株式にはほとんど投資していない。そこで，以下では，株式保有額が高い州・地方政府年金基金が分析の対象となる。

さて，州・地方政府年金基金の株式保有額の伸びが大きいことについては，第1表によって先にみたが，ここで，第4表によって商業銀行信託部

第7表 州・地方政府年金制度の概要 (1977年)

	基金数	全加入者 (100万人)	受給者 (100万人)	収入 (10億ドル)	支払 (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.

を加えて比較しても、1990年時点で、株式保有・運用額（州・地方政府年金基金は、受託運用をしていないので、保有額と運用額がほとんど変わらないということは、第1表と第4表との比較検討からわかる）は2,825万ドル、全株式中8.3%にのぼり、機関株主中、第3位にまでその地位を高めていることがわかる。また、同じく第4表によると、1981年以降の保有・運用株式額の増加率は、ミューチュアル・ファンドに次いで高い。

次に、第8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。

このように、州・地方政府年金基金の資産が運用されるにあたっては、株式投資へのシフトが顕著である。この運用対象のシフトは、投資政策の転換と資産運用規制の緩和を背景におこなわれたのである⁽¹⁷⁾が、いずれにせよ、大規模な州・地方政府年金基金（含一部大規模市年金基金）は、増大した資産と株式保有に基づいて、自らが投資している国内企業の経営行動に、何らかの影響力を及ぼすようになっていくのである。

3. 投資会社（ミューチュアル・ファンド）

アメリカの投資信託（investment trust）は、1890年代から1900年代の初頭にかけてイギリスから導入され、1920年代から急速に発達し、現在に到っている。ここでいう投資信託は、法的には会社組織に基づいているものが大半を占めているので、投資会社（investment company）と呼ばれることが多い。この投資会社には、open-end investment company と closed-end investment company とがある。

前者は無制限に（open-end）株式を発行して資金を調達する。この場合、投資家の要求があったときは、株式を正味資産価額（net asset value）

第8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	モーゲ ージ	現金勘 定	その他	合計	株式	社債	連邦債	州・地 方債	モーゲ ージ	現金勘 定	その他	合計
1950 ¹⁾	— ²⁾	0.6	2.5	1.5	0.1	0.1	—	4.9	0.0	12.2	51.0	30.6	2.2	2.2	0.0	100.0
1955	—	—	—	—	—	—	—	10.6 ³⁾	—	—	—	—	—	—	—	—
1957 ³⁾	0.2	3.4	5.1	3.3	0.4	0.2	0.2	12.8	0.2	26.6	39.8	25.8	3.1	0.2	0.2	100.0
1960 ¹⁾	0.6	7.1	5.9	4.4	1.5	0.2	—	19.7	3.0	36.6	29.9	22.3	7.6	0.1	0.0	100.0
1966 ³⁾	1.8	17.3	7.0	2.5	4.1	0.3	1.8	35.2	5.1	49.1	19.9	7.1	11.6	0.9	5.1	100.0
1970 ¹⁾	10.0	35.0	6.6	2.1	5.9	0.6	—	60.3	16.6	58.2	11.0	3.3	9.8	0.1	0.0	100.0
1975 ¹⁾	25.8	60.9	6.8	2.5	8.2	1.7	—	106.0	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	7.2	105.4	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	10.1	115.7	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	13.3	131.0	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	12.8	147.5	20.1	42.2	15.7	2.6	7.5	1.2	8.7	100.0
1980	36.5	67.2	32.3	4.1	12.0	2.0	13.6	167.2	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	16.5	191.7	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	20.5	218.4	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	25.8	258.0	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	31.5	300.1	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	34.6	347.7	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	35.3	400.0	32.1	20.3	28.2	0.1	7.2	3.2	8.8	100.0
1987	153.7	91.6	135.6	0.5	22.6	35.5	26.3	465.6	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	37.0	517.9	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	60.3	580.0	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	67.1	629.6	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	73.6	685.4	33.4	21.1	25.5	0.1	3.3	5.9	10.7	100.0

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

注1) John E. Pertersen, "Pension Fund Management", J. Richard Aronson (ed.), *Management Policies in Local Government Finance*, International City Management Association, 1981, p. 383.

2) 500万ドル以下。

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

で買い戻し、償還（解約）に応じなければならないのが、特徴である⁽¹⁸⁾。このようにして調達された資本は普通株を含めた様々な証券に投資され、その運用益が投資家に還元される。本来、ミューチュアル・ファンドは、この open-end 型の投資会社が発行する株式ファンドを示す用語であるが、通常はこの型の投資会社そのものを意味するものとなっている。

それに対して、closed-end 型の投資会社は、発行証券の買戻しをおこなわず、その発行証券は証券取引所もしくは店頭市場で売買される。

先の第5表では、投資会社の資産額はこの二つのタイプに区分して示されているが、資産額で見ると、open-end 型の方が圧倒的に多い。また第4表によってみると、ミューチュアル・ファンドは株式保有額で、1990年の時点で2,458億ドル、全発行済株式中7.2%を占め、特にその伸び率は高い。このことからわかるように、機関化現象の中で注目されてきている投資会社は、この open-end 型のミューチュアル・ファンドである。

また、1978年の資料によると、このミューチュアル・ファンドの約3分の1は、機関投資家のものであることが示されている。つまり、自家運用をめざす企業年金基金の中で、ミューチュアル・ファンドを利用するところが増えていることが指摘されている⁽¹⁹⁾。

4. 保険会社

保険会社は、保障機能を企業化した事業体である。しかしまた、「保険料前払い方式」の採用によって生じた保険料受領時点と保険金支払時点との間の時間の存在は、保険者（保険会社）が将来の保険金支払いという「債務」を履行するために蓄積した「責任準備金」に利子生み資本としての性格を付与する。そこで、「責任準備金」を投資運用する保険会社は金融機関としての機能（金融機能）をも持つことになる。また特に、この「責任準備金」

は、長期保険である生保の場合、巨額となる。

その点で、特にアメリカの生命保険会社は、アメリカの資本主義化過程の中で、工業化と資本集中を推進していく際の、資金・資本を提供する重要な役割を果たした。その点で、アメリカの生保会社は、19世紀後半から20世紀初頭にかけて、投資銀行 (investment banking) と結びついて会社支配に関与し、また支配の対象になった歴史をもっている⁽²⁰⁾。

しかし、1906年のアームストロング委員会調査に基づくニューヨーク州保険法改正によって生命保険会社の普通株式投資には規制が加えられ、現在でも、各州法によって、原則的に上限が定められている⁽²¹⁾。また、1970年代末以降の金融の自由化のなかで、いわゆるディスインターミディエーション (disintermediation : 資金が保険会社から金利規制のないミューチュアル・ファンドなどへ流れ込むこと) が発生し、保険会社の資金集中力は他の金融機関に比べて相対的に低下しつつあるともいわれている⁽²²⁾。

5. 商業銀行信託部

最後に、商業銀行信託部の分析をおこなう。受託者 (trustee) として、個人又は法人の財産の管理や保全をおこなう会社を信託会社 (trust company) というが、商業銀行が兼営している場合が多い。そのような会社が、商業銀行信託部である⁽²³⁾。

商業銀行本体は、株式の自己保有を原則的に禁止されている⁽²⁴⁾が、企業年金の保有資産の一部と個人資産などを信託部が受託運用している。この信託が議決権信託 (voting trust) である場合、商業銀行は、受託した株式の議決権を用いて、投資先会社に対して影響力を及ぼしてきたといわれている⁽²⁵⁾。

このような商業銀行信託部の運用株式額を、第4表によって改めて確認

すると、1990年時点で、3,140万ドル、全株式中9.2%を占め、機関株主の中で、企業年金基金に次いで第2位の位置を占めている（ただし、その株式運用額は、傾向的に低下しつつある。この点については、最後に言及する）。

また、第9表は、1980年から1987年までの信託部の運用資産額および年金基金の委託資産額の構成を示したものである。

第9表 商業銀行信託部の資産構成

(単位：10億ドル)

年	年金基金の 委託資産額	その他の 資産額	合 計
1980	229.0	342.2	571.2
1981	240.9	344.9	585.8
1982	398.0	291.0	689.0
1983	335.2	437.6	772.8
1984	347.7	454.0	801.7
1985	394.6	550.5	945.1
1986	450.7	614.6	1,065.3
1987	508.6	639.4	1,202.0

[出所] Carolyn A. Brancato, *The Growth of Institutional Investorw in U. S. Capital Markets*, Table II-7, November 1988 (原資料は *Trust Assets of Financial Institutions-1986*; and *New York Stock Exchange Data base*).

注

- (12) 以下の叙述は、特に断わらない限り、John A. Turner and Daniel J. Beller (ed.), *Trend in Pensions 1992*, U. S. Department of Labor, 1992, および生命保険協会、『欧米主要企業の企業年金基金と資産運用』昭和56年、に基づいている。
- (13) Brancato, Gauhan, *op. cit.* (注(8), ⑥), p. 24.
- (14) Brancato, Gauhan, *ibid.*, p. 40.
- (15) 生命保険協会, 前掲書, 179ページ〜。
- (16) 投資顧問業者の役割, 歴史などについては, 生命保険協会, 前掲書, 177ページ以下参照。
- (17) 秋山義則「アメリカの州・地方政府職員退職年金制度について」, 『証券研究』Vol. 101, 1992年, および前掲拙稿「アメリカにおける機関株主と会社支配」参照。
- (18) Irwin Friend, Marshall Blume and Jean Crockett, *Mutual Funds and Institutional Investors: A New Perspective*, A Twentieth Century Fund Study, 1970, p. 2.
- (19) 生命保険協会, 前掲書, 200ページ。また, ごく最近の open-end 型の投資会社については, John Greenwald, “The Siren Call of U. S. Mutual Funds”, *Time*, No. 45, November 1993, pp. 35-, 参照。

- (20) Morton Keller, *The Life Insurance Enterprise, 1885-1910: A Study in the Limits of Corporate Power*, 1963 (水島一也監訳『生命保険会社と企業権力』千倉書房, 1974年), Vincent P. Carosso, *Investment Banking in America*, 1970 (日本証券経済研究所訳『アメリカの投資銀行』、『証券研究』第55巻～第56巻, 昭和53年), 吳天降『アメリカ金融資本成立史』有斐閣, 1971年, 参照。
- (21) アメリカの生保事業に対する規制がおこなわれるに至った背景と根拠については, 拙稿「米国生命保険市場の発展と生命保険業規制の必然性 (1870～1906年)」, 西南学院大学大学院『経営学研究論集』第14号, 1990年, を参照されたい。
- (22) このことは, 先の第2表にもあらわれているとあってよいだろう。
 なお, アメリカの生保会社の動向については, 古瀬政敏『アメリカの生命保険会社』東洋経済新報社, 1985年, 同『アメリカ生保会社の新経営戦略』東洋経済新報社, 1989年, 中浜隆『アメリカの生命保険業』同文館, 1993年, を参照されたい。
- (23) 「米国においては, 銀行は自己の信託部門において信託業務を兼営することができる」(川口恭弘『米国金融規制法の研究』, 東洋経済新報社, 1989年, 72ページ)。
 国法銀行にこの信託業務が認められたのは, 1913年に制定された連邦準備法においてであった。その後, 1962年に大きな変化が生じた。すなわち, 国法銀行の信託業務に関する監督機関が連邦準備制度理事会から通貨監督官へ変更されると, 通貨監督官は「国法銀行の信託業務を限定的に解する従来の連邦準備制度理事会の見解」を改め, 「積極的に銀行による新種商品の開発を促進するという方針」を採用した。かくして, 多くの銀行が信託業務へ参入してきた。その結果, 「信託資産の大部分は商業銀行によって管理されている」のである(川口, 前掲書, 73ページ)。
- (24) もともとアメリカでは, 銀行が株式保有をできるかどうかという点については, 議論があった。それに対して, 判例は, 否定的であったといわれている。そこで, 銀行は, 証券子会社を通じて産業企業の発行する株式を保有していた。ところが, 1932年に制定されたグラス・スティーガル法は, その証券子会社による株式の保有と売買を禁止した。そこで, 商業銀行は, 本体ではむろんのこと, 証券子会社を通じてでも, 株式の保有あるいは取引ができなくなったのである。そこで, 銀行にとって, 銀行信託部を通じた運用が残された方法となった(Mark J. Roe, "A Political Theory of American corporate Finance," *Columbia Law Review*, v91: 10, 1991, pp. 10-67)。
- (25) *Commercial Bank and Their Trust Activities: Emergencing Influence on the American Economy* (注(8)①)。

IV. むすびにかえて

最後に、本稿の整理的考察によって明らかにできたことを記しておきたい。

機関株主の中で、株式保有・運用額が絶対額として大きいのは、企業年金基金である。また、絶対額では劣るが、その伸び率が大きいのは、ミューチュアル・ファンドと州・地方政府年金基金である。

また、機関化現象の中で従来注目されてきた商業銀行信託部の運用する株式が、現在でも依然として大きいことは刮目に値することである。このことは、旧稿（注(6)）では必ずしも十分明らかにしえなかった点である。

ただ、1980年代になってからの信託部の株式運用額と運用資産額が1960年代のそれに比べてかなり減少しつつあることは、看過できない。部門内競争によって銀行の信託勘定からの収益が減少しているので、商業銀行は信託部門から撤退する傾向があるといわれている⁽²⁶⁾。事実、信託部の保有・運用資産額も減少傾向を辿っている（第5表参照）。

また、5つの各機関（企業年金基金、州・地方政府年金基金、ミューチュアル・ファンド、保険会社、商業銀行信託部）の株式保有額および意思決定主体としての個々の個別機関（各Fund・行）の数からすると、個々の基金数と行数が少なく、それぞれ大規模な基金と銀行に資産が集中していると思われる州・地方政府年金基金と商業銀行信託部の保有比率が高いことが予想される。

いずれにせよ、株主と株式市場の機関化が株式会社の支配問題にもたらす難点は、株式の投資・運用過程（委託・受託関係、投資顧問業と機関株主との契約関係）の複雑化の結果、株主権は誰が行使するか、またその場合、特に個々の「株主」は権利行使の際に、何を目的とするか、というこ

とについて、必ずしも明確ではないということである。少なくともこれまでの研究による分析は、これらの点にまで十分及んでいないように思われる。

コーポレート・ガバナンス問題をめぐる議論が錯綜している理由の一端は、これらの点を曖昧にしたまま、論争がおこなわれている点にあると考えられる。

ただし、本稿もその点の検討はなしえてない。つまり、BrancatoとGaughanが指摘するように、機関株主は一枚岩的 (monolithic) ではないのであって⁽²⁷⁾、さらに個々の機関株主とかれらが投資している個別企業のレベルで、株主権の行使状況を含めて、機関株主と経営者とがどのような関係にあるかを、明らかにしていく必要がある。そして、このことは、従来、会社支配論でいわれてきた会社支配と関連性をもつ「金融勢力」の実態を把握することにも結びついてくるものと思われる。

注

(26) Brancato, Gaughan, *op. cit* (注(8)⑥), pp. 48-49.

(27) *Ibid.*, p. iii.

[付記]

本稿執筆にあたって用いた文献、資料の一部は次の方々の協力をえて収集することができた。記して、感謝の意を表したい。

[Acknowledgements]

I would like to express my appreciation to the following people for their assistance in collecting the literature and materials and for their helpful suggestions.

- DeWitt F. Bowman, Chief Investment Officer, *California Public Employees' Retirement System*.

- Michael Carter, Deputy Chief Executive Officer, *California State Teachers Retirement System*.
- Daniela Weiss, Senior Public Relations Specialist, *Teachers Insurance and Annuity Association/College Retirement Equities Fund*.
- Yukino Nakashima (中島幸野), Curator, Toshiba Library for Japanese Legal Research, *Columbia University Law School Library*.
- John M. Taylor, Senior Analyst, Global Shareholder Program, *Investor Responsibility Research Center Inc.*