

# 株式保有構造の日米比較への一視角

—マーク・ローの所説の検討—

北 條 裕 雄

## 要 旨

マーク・ローによって行われた研究は、アメリカにおける政治や制度の特殊なあり方が金融機関の株式大量保有を抑制した結果、アメリカの株式保有構造が分散化し経営者が強力で株主が相対的に弱体な企業統治が形成されたことを歴史分析と国際比較によって明らかにした。このためこの研究によって政治や制度が金融機関規制に影響を与え、金融機関規制が株式保有構造と企業統治のあり方を規定するという国際比較のための一般の枠組みが提示された。しかしこの枠組みを日米比較に適用することには問題はないだろうか。

本稿では、このような観点から、ローが経済的パラダイムと呼ぶパーリ＝ミンズ説の検討と政治的パラダイムの内容、金融機関規制の歴史的検証、日本およびドイツの株式保有構造と企業統治のアメリカとの比較等の点について立ち入った検討を加える。そしてローの分析には、規制の説明は行われていても規制緩和をどうとらえるか、歴史的分析が規制パターンの類似性の指摘にとどまっているのではないか、はたして1980年代以降株式保有の集中化が見られるのかどうか等について検討の余地があることを明らかにする。

このためローの提起する分析枠組みについては、なおいくつかの留保が必要であるが、ローの提起する分析枠組みは基本的には、各国の金融システムの特殊性と自律性を理解するために有効であると考えられる。そこで最後にローの提起する分析枠組みによる株式保有構造の日米比較研究において検討すべき課題を考察する。

## 目 次

はじめに—課題の設定—

I. 構成と論旨—政治的パラダイムの重要性—

II. 実証と政策勧告—主要な論点の検討—

1. 経済的パラダイムの検討

2. 金融機関規制の歴史的検証

3. 株式保有構造と企業統治の国際比較

4. 政策勧告

III. 提起された論点の整理

むすびにかえて

## はじめに 一 課題の設定一

日本では株式持ち合いの解体や純粋持株会社の解禁への動きが報じられており、アメリカでも株式保有の集中化や機関投資家の積極主義の台頭が伝えられている。このような動きは、基本的には経済の成長構造が低成長基調に転換する中で、従来の金融システムが再編の時期を迎えており、この事が経済主体の株式保有行動の変化をもたらしていることの反映であると考えられる。このため各国で金融システムの再編が試みられているが、その方向を検討するためにも、各国の金融システムの特長と自律性を解明することはますます重要性を帯びている。事実、各国の市場や制度も視野にいれた国際比較研究が重視されるようになり、様々なアプローチが試みられている<sup>1)</sup>。

とはいえ一口に金融システムの国際比較研究とはいっても、その対象は広大であり様々な接近方法がありうる。本稿では、このような接近方法のうち繰り返し行われてきた株式保有構造の国際比較を対象として、それへの接近方法を考察することをとりあえずの課題とする。しかし日米でおこなわれた株式保有構造の国際比較研究を振りかえってみると、株式保有構造の比較は一国全体や個別企業を含めて繰り返し行われてきたが、金融システムのあり方全体を視野にいれた研究は必ずしも多くはない。例えば株式持ち合いによって日本の株式保有構造を説明したり、機関投資家の成長によってアメリカの株式保有構造を説明する研究は多数存在するが、それでも株式持ち合いの形成された背景や機関投資家の成長の根拠を各国の制度的枠組みまで立ち入って明らかにした研究は多くはな

ったように思われる<sup>2)</sup>。

しかし最近アメリカで刊行された研究は、このような株式保有構造研究に新しい展望を与えているように思われる。マーク・ローによって1994年に刊行されたこの研究は、アメリカの株式保有構造がアメリカに特有な政治的かつ制度的要因によって影響を受けつつ形成されてきた金融機関規制によって規定されていることを主張しており、以上の観点から見て興味深い内容を持っている<sup>3)</sup>。もっともこの研究についてはすでに一部の紹介が行われているため、本稿ではその紹介ではなくむしろ検討に重点を置いて、株式保有構造という切り口からの金融システムの比較研究の方法を探ることにしたい<sup>4)</sup>。

ところでこのような観点からすれば、ローの研究は次のようなメリットを持っている。第1に、政治や制度→金融機関規制→株式保有構造→企業統治という規定関係を取り出すことによって金融システムのあり方と株式保有構造研究の新たな関連を明らかにした。第2に、経済要因だけでなく政治要因も分析の枠組みにとり入れた。このためアメリカ特有の政治制度(連邦制)やイデオロギーの役割が明確になった。第3に、非銀行金融仲介機関も含む金融機関規制の歴史的視点からの分析を行った。このため包括的な金融システムのイメージを得ることができた。最後に、株式保有構造と企業統治についての日米を含む国際比較をおこなった。このため日本の株式持ち合い等についての積極面も明らかにされた。

とはいえこの研究もメリットばかりではなく、次のような問題点も併せ持っているように思われる。第1に、ローが政治と呼んでいるもの(利益集団、公共目的)は、すでに経済分析に取り上げられており、単なる政治ではない。第2に、

歴史的分析の内容が、個々の規制のケースを取り出して類似したパターンを見出すことにとどまっている。このため個々の規制の成立において作用した要因の歴史的変化を検出することができない。第3に、日本との比較では日本の高度成長期のシステムが想定されており、低成長期におけるその弊害が十分に検討されていない。最後に、官僚制という言葉は散見されるが、アメリカの行政機関の役割についてはあまり言及がない。しかし日米比較を行う場合には、このことは無視できないのではないかと。

とはいえこの研究は、アメリカ型金融システムの独自性を、株式保有構造という視点から銀行制度、非銀行金融機関、企業統治等の広範な分野で制度的枠組みや政治を視野に入れて分析した著作であることには変わりはない。このため本稿では、ローの所説を株式保有構造と金融システムのあり方との関連についての一仮説として検討し比較研究の方向性を探ることにしよう。

## I. 構成と論旨—政治的パラダイムの重要性—

まずローの主張を要約するとともに、本書の構成を素描しておこう。

日本では、アメリカの株主は強く経営者はいつも株主に気がつかっているという理解が普及している。この理解は、ほとんど無視されている日本の個人株主と比較すれば誤りではないが、アメリカの専門家から見るとアメリカでも個々の株主は弱い。日本との違いは、それでも個々の企業にとってウォール・ストリート・ルールによるM&Aによるかは別にして市場の規律が作用していることである。パーリー=ミーンズ以来アメリカでは、分散した株式保有構造を持つ大企業では株主は企業の持ち主ではあるが経

営には関心を失い、経営者が企業を支配するようになるといういわゆる経営者支配論が有力になっていった<sup>5)</sup>。

ローは、パーリー=ミーンズ以来主張されていた通説を「経済的パラダイム」と呼びそれに批判を加える。1部で展開される通説とは、アメリカの大企業の分散した株式保有構造とそれに伴う経営者支配は、経済的かつ技術的な発展の必然的産物であるというものである。そして新たな主張として「政治的パラダイム」を主張する。2部で説明されるこの内容は、アメリカ特有のポピュリズム等のイデオロギー、預金者や投資家保護等の公共目的、連邦主義や官僚制等の政治理論等が様々な機会に株式保有を分散する方向へ経済的パラダイムを修正したというものである。

ローは、これを実証するために金融機関規制の歴史的検討と企業統治構造の国際比較を行う。第3部では、銀行、保険会社、ミューチュアル・ファンドおよび年金基金が検討され、このような機関による株式の大量かつ集中的な保有が、政治、規制、法律、税制等によっていかに抑制されてきたかが詳細に解明される。そしてこのような抑制の結果、アメリカでは機関投資家が株式の2分の1を保有しながらも、個々の機関投資家は個々の企業の株式の1パーセントも保有しないという分散的な株式保有構造が形成されたとする。第4部では、アメリカで形成された株式保有構造と企業統治が日本およびドイツのそれと比較検討され、日本ではポピュリズムが強力ではなかったこと、ドイツでは共同決定制度が存在していたことがその違いをもたらした要因として指摘される。そしてアメリカでも別の選択がありえた可能性が検討され、M&Aに対する企業の対応や最近台頭しつつあ

る機関投資家の積極主義が注目される。

政治的パラダイムが正しいとすれば、現在のアメリカの企業形態はアメリカにとって必然のものではないという立論がなりたつ。そこで別の企業形態は導入可能かどうかを検討される必要が生じる。第5部では、アメリカの株式保有構造の将来が様々な主張を検討しつつ展望される。そして様々な企業組織を認め、その競争の結果を受け入れることが最善であることが示される。

このようにローの主張の主内容は、経営者支配論の批判的検討であり、アメリカに特有な政治的制度的要因がアメリカ型金融システムを規定していたことを説明することによって、アメリカの企業統治のあり方が今後変わりうるものであることを示そうとする意図を持つものである言えよう。しかしこのような理論構成は、制度的政治的要因をアメリカに特有なものであると理解した瞬間に、アメリカの企業統治の変化の可能性が否定されてしまう弱点がある。このためこれを防ぐためにはアメリカに特有な要因も歴史的に変化してきたことを確認しなくてはならないであろう。このことは、ポピュリズムの勃興、反トラストおよび利益集団政治の盛衰が歴史的観点から再把握されることを要求する。そこで以下個々の論点に立ち入って検討を行ってみよう。

## II. 実証と政策勧告—主要な論点の検討—

ローは、以上の主張の裏付けとなる実証を3つの分野で展開している。その1は、経済的パラダイムの検討であり、その2は金融機関規制の歴史的検証であり、その3は企業統治の国際比較である。そしてそのうえで政策勧告を行っ

ている。そこで各々の論点について検討を加えてみよう。

### 1. 経済的パラダイムの検討

最初の問題は、経済的パラダイムの再検討である。ローはこの問題に第1部と第2部を当てている。まず第1部「株式保有はなぜ分散しているのか—経済的パラダイム—」では次のように主張される(Roe,1994,pp.1-18)<sup>6)</sup>。

巨大企業、集中した経営、分散投資を求める分散した株主の組み合わせによって企業の支配は経営者に移行したというのが、バーリ=ミーンズのパラダイムであった。そしてこのような企業は、統治問題を解決しながら生き延びてきた。

だが分散化に伴うコストは、見過ごされてきた。コストには、経営者の問題、証券市場の問題、産業組織の問題がある。株主による経営者の監視が弱体化することは、経営者の怠慢を許してきた。また証券市場の投資家の短期志向は、経営者を不安定にする。さらに産業組織も脆弱であった。しかしバーリ=ミーンズの企業のベネフィット、経営の専門化、資本調達能力の増大、組織的柔軟性も大きかった。

しかしローは、分散化のコストがベネフィットを上回るようになったと主張しているわけではなく、その点の検討は5部の課題だという。そしてここでの問題は、なにが分散化をもたらしたかを知ることだと指摘する<sup>7)</sup>。

次に第2部「株式保有はなぜ分散しているのか—政治的パラダイム—」では次のように述べられる(Roe,1994,pp.19-50)。アメリカの株式保有構造は、技術と企業規模拡大によっては説明できない。金融機関が政治によって事業会社を支配することを抑制されたことを補足する必要

がある。このような金融機関のあり方は政治によって規定されてきた。

政治的パラダイムは、2つの部分からなる。それは第1に、20世紀を通じて金融機関の株式保有が様々な法によって制約されてきたことである。そしてこの結果は、利益集団とイデオロギーは「一緒になって金融機関の分散化を達成した」と要約される。

しかし政治的パラダイムの要素は複雑である。イデオロギーとしてのポピュリズムは、世論を形成するとともに、利益集団、進歩主義、反トラスト、プジョーおよびペコラ調査、ニューディール等と結びつき金融機関の分散化を進めてきた。また預金者、契約者および投資会社株主保護、利益相反の排除、反トラスト、政治的安定等の公共性という目的も分散化を促進した。地方銀行や中小企業等の利益集団もそれを支援した。このような諸力は、連邦主義と議会の構造(政治システム)に組み入れられてさらに強化され、金融を分散化させる方向に進んだ。

しかしこのような諸要素の相互関係についてはローはかならずしも明確にしていない。たしかにこのような諸要素は類似したパターンをもつかもしれない。しかし、ポピュリズムや反トラストは一九世紀に起源を持つとしても、利益集団政治や公共目的は国家の経済への介入が深まるとともに強まったのではないだろうか。そして利益集団や公共目的はすでに経済分析にもとりあげられており果たして単なる「政治」なのだろうか<sup>8)</sup>。そこで上述の観点からすれば、政治的パラダイムの諸要素をアメリカ型福祉国家の盛衰という観点から再構成することが必要になる可能性もある<sup>9)</sup>。

## 2. 金融機関規制の歴史的検証

政治的パラダイムは、金融機関規制の歴史のなかで具体的に検証される。第3部「金融仲介機関はどのように制約されてきたか—歴史的例証—」では4種類の金融機関の株式保有規制の歴史的検討が行われ、各々の金融機関の株式保有規制には共通したパターンがあることが検出される(Roe,1994,pp.51-146)。

検討の原点におかれるのは、1836年の第二合衆国銀行の消滅である。19世紀初期からアメリカの連邦主義は、銀行の分散を促進し、分権主義と弱小な地方銀行の政治力を強めていった。アメリカで最初の近代企業であった第二合衆国銀行の消滅は、利益集団とポピュリズムの産物でもあった。このことは19世紀末のアメリカの産業の資金調達方法つまりアメリカ型金融システムのあり方を決定した。

ニューディールは、マクファデン法によって銀行の支店設置規制を維持し、1933年銀行法によって証券業務を分離するとともに預金保険を設立することによって銀行業の分散化を確立した。これを促進したのは地方の小銀行であった。1956年銀行持ち株会社法は銀行持ち株会社の子会社による株式保有の規制(5%まで)を行った。この時にもポピュリストと地方の小銀行が重要な役割を果たした。1991年のグラス・ステイガル法改正法案も、地方の小銀行と保険会社の反対によって葬られた。

とはいえ銀行規制緩和の動きも1980年代以降強まったことも想起されるべきである。1982年には預金金利規制の自由化が進行し、1994年には州際業務規制緩和が定められたが、このような規制緩和の動きはどのように評価されるのだろうか。

保険会社は、20世紀初頭には証券引き受けを行うとともに銀行を保有する最大の金融機関であった。しかし、1905年に行われたアームストロング調査は、保険会社の株式保有を禁止するニューヨーク州法の制定をもたらした。進歩主義運動の高揚、ポピュリストの世論への影響力、政治的に強力な銀行業界の圧力等の要因がこの規制を促進した。

しかし保険会社規制も徐々に緩和された。その後1951年には同州法が緩和され保険会社の資産の3%までおよび投資対象企業の株式の2%までの保有が認められた。1984年には、規制は保険会社の資産の20%までに緩和された。しかし生命保険会社は、州保険法によって資産の2%超を一社に投資できない州外子会社への投資を制限されている受動的な投資家にとどまっている。ローによれば1951年の規制緩和は生命保険会社の要望によるとされているが、1984年の規制緩和については説明は行われていない。

ミューチュアル・ファンドは、1930年代に企業監視や経営参加に関与したが、この傾向は規制された。1940年投資会社法は、投資会社が企業の発行済み株式の10%以上または資産の5%以上を1企業に投資することを規制し分散投資を強制した。また取引規制は、会社支配の可能性も抑制した。1936年歳入法も、ミューチュアル・ファンドの二重課税回避のための免税要件を厳しくして株式の大量保有と会社支配を抑制した。この背景としては、ポピュリストを中心とした反ウォール・ストリート感情、投資家保護等の公共の利益への配慮、反カルテル主義が指摘されているが、公共の利益の観点が強かったようである。

ローによればミューチュアル・ファンドは、現在では企業統治に重要な役割を果たしている

とされている。またとりわけクローズドエンド型は、規制緩和を行い中期ファンドも検討すべきと指摘されている。

年金基金は、最大規模の機関投資家であるが、その株式保有構造は分散している。企業年金の形成期に、経営者は年金基金の労働者管理と年金基金が他の企業の統治へ干渉することに反対したため、経営者による年金支配とポートフォリオの分散化が強まった。この背景には大企業の労使関係の摩擦と司法省による反トラスト法の適用への恐れがあった。

1974年には被用者退職所得保障法 (ERISA) が成立し、分散投資と他の金融機関の模倣を義務づけた。また信託法が利益と損失の差引きを禁じていることも大量保有を制約している。さらにERISAの慎重な専門家基準は、年金受託者の企業役員との兼任を制約する。1980年代には、企業買収に対抗するための年金基金のポートフォリオの再構築が行われた。しかしこの点は第5部で検討される。

このようにローによれば規制には共通の意図とパターンが見られるとされている。たしかにアメリカにはポピュリストの伝統が強く流れており、利益集団政治が展開され、公共目的からの規制も行われてきた。そして規制の制定過程でローが指摘する類似したパターンが見られるのも事実であろう。しかし少し見方を変えれば、初期の規制には連邦制やポピュリズムの要素が強く影響していたのに対し、時代が下るとともにニューディール期には利益集団の影響や公共目的という要素が強まり、さらに第二次大戦後には規制緩和さえ行われるようになると理解することもできそうである。むしろローの真意がアメリカへの新たな企業形態の導入にあるとすれば、政治力の構造や影響も時期によって異なる

と理解すべきなのではなかろうか。

### 3. 株式保有構造と企業統治の国際比較

このような金融機関規制の結果、アメリカでは分散的な株式保有構造が形成され、独自の企業統治が生まれた。第4部「アメリカの実状および国際比較からの例証」では、アメリカの政治が金融機関を分散させたこととすれば、それがどのような問題を発生させたかが1980年代以降を対象として検討され、その条件がない場合には何が起こるだろうかという問題が外国の例によって検討される(Roe, 1994, pp. 147-230)。

ところでこのような観点からは、アメリカの1980年代の企業買収も再解釈される。企業買収は、アメリカ特有の分散的な株式保有構造を条件として活発化し、経営者は株主から保護を得られなかったため政治に訴えた。有権者の乗っ取りに対する敵対心は、保護を求める利益集団の活動を容易にしたが、連邦政府の反乗っ取り法制定の可能性は1985年の最高裁判決で否定されたため、連邦制によって増幅された利益集団の政治力は州レベルで反乗っ取り法を制定した。反乗っ取り法は、乗っ取りのコストを上昇させたため政治はまたしても企業統治に影響を与えた。

ローは明示的に述べてはいないが、このことは分散した株式保有は企業支配市場を活発化させ市場規律を徹底したことを意味するとおもわれる。しかしこのことは「社会」に受け入れられなかったため、外国で大量株式保有者が果たした市場安定化の役割はアメリカでは政治によって代行されたという解釈も可能であろう。そうだとすればこのことはアメリカ型金融システムの問題点を最も鋭く示した出来事であった。

政治が企業形態に影響を与えるという仮説が

正しければ、外国では異なった企業形態が見られるはずである。ドイツでは、巨大な銀行が寄託株式代理権行使制度を利用して大量の議決権を行使しているが、共同決定方式によって監査役の半分は従業員から選出されているため、企業を支配するわけではない。日本では、大企業と金融機関は系列会社の株式を集積しており、社長会を通じて構造的な相互作用を及ぼしている。つまり日本とドイツの企業統治はアメリカのそれとは異なり、大量の株式保有が一定の役割を果たしている。

それでは、両国のシステムはアメリカに導入できるのだろうか。ドイツ型のユニバーサルバンクは、マクファデン法、銀行持ち株会社法、銀行法、証券取引所法、信託法等あらゆるアメリカの銀行規制と衝突するだろう。日本のメインバンクの役割を演じようとするアメリカの銀行にとって、グラス・ステイーガル法の株式保有禁止規制は直接の障害となる。また規模が小さいことはマクファデン法の支店設置規制と銀行持ち株会社法による投資対象企業の5%までの株式保有についての受動性規則による制約を強化する。つまり政治が異なった金融機関を生み出し、異なった金融機関は異なった企業を生み出す。

ここで注意すべきはローのこの結論は、両刃の剣であることである。すでに指摘したように、もし異なった政治が異なった金融機関規制を生み出し、これが異なった株式保有構造と企業統治を生み出すならば、各国制度の導入等は基本的に困難になる。

ドイツと日本ではどのような政治的諸力が作用したのだろうか。ドイツでは、資本主義と社会主義の間を行くために20世紀に入って共同決定方式が生まれたが、この方式が企業に普及

し被雇用者の代表が取締役会の半数を占めている。このためドイツの金融機関は強力だが、企業を支配しているわけではない。また国家主義的統制が長かったことも、銀行の集中の一因である。日本では、ポピュリストや反銀行の精神が不在であり中央集権国家であったため1920年代以降銀行集中が進行した。また財閥解体によって産業は分散されたが銀行は分散されなかったため、銀行は日本版グラス・ステイーガル法を乗り越えることができた。日本の銀行への圧力は増大しているが利益集団の争いが制度再編を妨げている。

ここについては多くの異論の余地があるが、戦後の日本について言えばやはり貯蓄形成が低水準で資金需要とのギャップが大きかったという経済状態が強い規定性を持つものと思われる<sup>10)</sup>。

アメリカでは1990年代には金融機関の役割に変化の兆候が見られる。株式保有の集中化が見られるとともに、機関投資家は企業経営への圧力を高め、法的障害を緩和し、企業に役員を送り込むようになりつつある。このことはアメリカの企業構造がドイツ型および日本型へ変化しつつあることを示唆する。事実1980年代におけるM&Aの活発化は、経営者の政治的反撃を生み出しポイズンピル等が導入されたが、経営者は友好的な企業による株式の大量保有も求めていた。アメリカでは、株式持合いの基盤となるのは、配当に課税される企業ではなく年金基金であろう<sup>11)</sup>。

ローは、このようにアメリカの変化の可能性を示唆するが、アメリカの金融システムを規定した「政治」はどのように変わったのだろうか。株式保有の集中化や機関投資家の「会社支配」に対する批判は現在では沈静化しているのであ

ろうか。そのようにとれる叙述もあるが、そうであればその原因も明らかにされる必要がある<sup>12)</sup>。

#### 4. 政策勧告

なお第5部「政策のための勧告—企業統治の将来—」では、金融機関の集中的な株式保有がアメリカの企業に与えるメリットという政策的課題が検討される(Roe,1994,pp.231-287)。金融機関による集中的な株式保有は、経営者に対する穏やかな監視機構を形成しそのアカウントビリティを増大させる。また経営者にとっての株主の人格化およびネットワークによる意思決定の改善をもたらす可能性がある。また金融機関による集中的な株式保有は、企業情報の収集によって短期売買という金融機関の欠点を減らす可能性がある。また貸付市場の円滑化や複数の金融機関による株式保有から生じる協力関係に伴うメリットがある可能性もある。さらに金融機関による集中的な株式保有は、産業組織の問題を軽減する可能性がある。企業との関係としては、資本の集中を伴う垂直的統合と機会主義的行動の可能性を排除できない完全契約があるが、契約に伴う部分的な株式持合いは両者の中間的形態である。しかし企業は株式保有が困難であるから金融機関が両者の株主となりうる。

このため株式保有の集中を促進する理由はないが、組織形態の多様性を認める法律を求める必要がある。銀行は、いくつかの制度改革が行われたとしても小規模で準備不足なため企業統治についての役割は果たさない。ミューチュアル・ファンドについては、ポートフォリオ規則や共同活動の規制を改正できるし、中期ファンドも許可されるべきである。年金基金は、IRAsやケオプランによって経営者支配からぬけ

れば株式大量保有や役員派遣の可能性はある。また株主間の協力を制約している証券取引法の委任状規則の緩和は、株主の積極的な行動を促進するであろう。企業間配当課税の、見直しは株式持合いを促進するであろう。しかしこのような改革が実行されても変化が起こらないかもしれない。それは「既存の方向への依存性」があるからである。このことは将来のアメリカの変化は、役員会と株主の関係の質的向上である可能性を示している。

最後に結論が要約される。大事なことは、政治は金融システムの形成に深い影響を与えたことを理解することである。「バーリー=ミーンズ的企業は、アメリカ史が生み出した金融システムに適合する形態であったが、それはその形態にすぎなかった」(Roe,1994,p.287)。

### Ⅲ. 提起された論点の整理

以上検討したようにローの所説は、「政治」が金融機関規制のあり方を左右し、規制された金融機関の株式保有行動が株式保有構造を規定することを明らかにした点に最大のメリットがあり、さらにここから企業統治のあり方が論じられる点に最大の魅力がある。このことは、制度的枠組みの金融規制の形成過程に占める重要性を明らかにしたと言い換えることもできよう。しかしローの所説は反面において様々な課題も提起しており、その主張を受け入れるためには検討を要する論点も少なくない。そこで主要な論点を整理してみよう。

第1に、ローの企業統治論は、アメリカ型金融システムの問題点を明示している。過度に分散化した株式保有構造は、個別企業については経営者と比較して株主による経営監視を弱体化

するが、社会全体でみれば同時にM&Aによる企業統治市場を活性化するため、市場の規律は企業支配権の売買を通じて貫徹される。しかしアメリカでは政治はこのような市場規律に介入し、ポイズンピルのような反乗っ取り法が制定された。このことはアメリカ型金融システムといえども市場万能ではなく、いわば社会による市場の規制を前提としていることを示している。このためローの企業統治論は、現代が金融規制の再編の時期にあたっているという理解と整合する可能性が高い。

第2に、ローの命題「企業組織は政治によっても規定される」は、アメリカでも実証的に正しいかどうか。一口に政治といっても農民を中心としたポピュリズム、中小企業や金融機関による反トラスト、既得権益をめぐる利益集団の争いおよび極端な貧困や不平等を容認できない事から行われる公共目的に基づく国家の介入は、確かに類似した方向性を持つかもしれないが、その基盤や性格は異なっているのではないか。

例えば預金者や投資家の保護政策は、預金保険については地方の中小銀行の利害が重要な役割を果たしたとしても、例えば投資家保護政策はどのように説明されるのだろうか。やはり1930年代における国家の役割の拡大という文脈で説明されるべきではないか。つまりローの議論は、歴史的な観点から諸要因の影響の変化を考慮しつつ再整理されるべきではないだろうか。

第3に、アメリカの金融仲介機関の規制の形成過程については興味深い説明が行われているが、規制緩和についての説明があまりみられない。たしかに生命保険会社の株式保有規制の緩和が指摘されているが、その説明に政治が有効

証券経済研究 第1号 (1996.5)

であるという理論構成にはなっていない。また一部に反トラストやポピュリズムが弱体化したという指摘はあるが、それがどのような原因で生じ、そしてこのことが規制緩和を導く理由の説明が必要であろう。

第4に、アメリカでは株式保有の分散化があったために1980年代にはM&Aが活発化したとされているが、1990年代には株式保有の集中化と機関投資家の投資姿勢の変化 (Institutional Activismの台頭)がみられるとされており、アメリカの企業はもはやバーリ=ミーンズ的企業ではないという叙述も行われている(Roe, 1994, p.223)。それでは株式保有の集中化は、1980年代の反動として進行しているのか、それともそれ以前から進行しておりM&Aによって加速されたのか。この点については株式保有構造についての立ちいった実証分析が必要である。

第5に、ローの把握している日本の金融システムのあり方は実証的にも正しいか。中央集権的政治システムとポピュリズムの不在が、日本の銀行集中をもたらしたのか。おそらくそうではなくて、日本の銀行が政府指導を受け入れざるおえないより厳しい状況に直面していたにちがいない。

また株式持ち合いやメインバンク制は、高度成長期には有効な役割を果たしたことは否定できないが、低成長期には弊害もあらわれている。例えばアメリカと異なって株式持ち合いの場合には、大株主は強い経営監視を行えるかもしれないが、市場の規律は直接は働かないであろう。また住専問題に見られるようにメイン・バンクによる経営監視の有効性にも疑問の余地がある<sup>10)</sup>。ローもこのことを指摘しているが、株式持ち合いやメインバンク制の役割についてその歴史的变化にも着目すべきではないかという

疑問も残る。

第6に、処方箋についてはローの姿勢は急激な変化に対しては慎重であるが、企業組織の多様化を認めるというものである。またSECによる委任状規則の緩和が評価されており、金融機関の規制を緩和して中期ファンドの創設を認めるべきであるという提案も行われている。このため全体としては規制緩和の方向が提案されている。

しかし現在が規制の再編過程にあるという理解からすれば、一方における規制緩和は他方では別の規制を生み出すはずである。例えば企業への受け取り配当課税をなくすとすれば、そのことから生じる弊害は反トラスト法の強化で対応すべきなのかどうか検討の余地もある。事実日本では、持ち株会社解禁論をめぐってその弊害規制の可能性が議論的になっており、立ち入った検討が要求されている。

### むすびにかえて

以上のようにローの所説は様々な問題点も提起したが、同時に株式保有構造の国際比較研究にも多くの方法的示唆を与える。そこでローの分析枠組みを再検討の上日本にも適用して日米比較を行うとすれば、基本的には次のような株式保有構造研究の課題が浮上してくる。

第1に、株式保有構造がローの主張するように金融規制によって規定されるとすれば、金融機関の株式保有行動を規定する制約条件を分析することである。このうちには、銀行の株式保有禁止のような法による金融規制だけでなく、ローがミューチュアル・ファンドの分析で示した税制 (Roe, 1994, p.106) や企業年金の分析で示唆したその支配構造 (企業による企業年金支

配) (Roe, 1994, pp.127-132)も含まれる。

このため日本における様々な非法律的規制も金融機関の行動を制約する要因として取り上げられる必要がある。このような制約としては行政指導、業界団体および商習慣等も分析の対象となる。

第2に、ローは部分的に指摘するにとどめているが、日米比較を行う上では事業法人の株式保有行動の分析が不可欠である。事実推計によれば、アメリカの事業法人は1990年には株式の7%程度を保有していた可能性があり、同じ年に日本の事業法人は30%を保有していた<sup>11)</sup>。ローは、アメリカの企業は「常に資本を別の目的に使用したがるため、大量の株式を保有するのに適していない」(Roe, 1994, p.229)と指摘しているが、これはなぜなのか解明されるべきであろう。おそらくローも指摘している企業間配当課税(Roe, 1994, p.107)が最大の要因であると思われるが、反トラスト法等のその他の要因も関連している可能性もある。

また逆に、日本の企業が1990年代に株式投資収益率が低下しているにもかかわらずなぜ大量の株式を保有できるのかも検討される必要がある。企業が株主のものであるという見解からは、株主の資本を収益率の低い資産に固定化しておくのは必ずしも合理的ではない。それにもかかわらず日本の1部上場企業の7割は株式持ち合いを「維持」しようとしていると伝えられている<sup>12)</sup>。

第3に、株式保有に影響する要因が上述のように広く検討されるべきだとすれば、株式保有への優遇面も検討されるべきであろう。例えば個人投資家は、1933年証券法や1934年証券取引所法によって投資家保護政策の対象とされてきたが、投資家保護政策は個人にとっての情報収集費用を削減することによって株式保有につい

ての補助金を与えてきた可能性もある<sup>13)</sup>。

また税制面の違いも分析される必要がある。例えば日本では株式取引に対しアメリカにはない有価証券取引税等が課せられるし、アメリカでは配当の二重課税についての調整がないことが指摘されている。

最後に、アメリカの連邦制、ポピュリズム、利益集団、公共目的、反トラスト等に相当する日本の要因は何かという問題がある。この問題への回答は容易ではないが、利益集団や公共目的は日本でもくり返し指摘されているし、天皇制や農本主義等のイデオロギーが存在したことも事実であろう。しかしここで指摘しうるのは、ローがあまり論じていない行政の役割が重視される必要があるということである。

- 1) 筆者が所属する現代金融研究会は、このような試みの一つとして金融規制の日米比較を試みてきたが、この成果の一部はすでに刊行されている。渋谷博史、北條裕雄、井村進哉編著『日米金融規制の再検討』日本経済評論社、1995年。
- 2) 株式保有構造の研究史については以下を参照されたい。拙稿「アメリカにおける企業による株式保有比率の推定—株式保有構造の日米比較への基礎作業—」日本証券経済研究所『証券経済』第194号、1996年3月、pp.7-11。
- 3) Mark J. Roe, *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton, 1994. (北條裕雄、松尾順介訳および監訳『アメリカの企業統治—なぜ経営者は強くなったか—』東洋経済新報社、1996年)。なお以下では本書からの引用は本文中に括弧に入れて示す。
- 4) 松尾順介「アメリカ金融システムの分散化と企業統治—Mark J. Roe, Strong Managers, Weak Owners, 1994によせて—」日本証券経済研究所『証券経済』第193号、1995年9月、pp.1-21。
- 5) この点については異論もある。Robert Fitch=Mary Oppenheimer "Who rules the Corporation?" in *Socialist Revolution* Vol. 1, 1970 (岩田敏雄、高橋昭三監訳、フィッチ=オッペンハイマー「だれが会社を支配するか」ミネルバ書房、1978年)。

- 6) 以下各部からの引用はあまりに複雑なため各部のページをまとめて示すことにする。
- 7) この設問によれば株式保有の分散は政治的パラダイムの結果生じたことになるが、しかし経済的パラダイムは分散をもたらさないのだろうか。それとも経済的パラダイムだけでは、株式保有の分散と集中を決定できないと主張されているのであろうか。この点についてはなお疑問が残る。なおこの問題は、現代金融研究会席上で加藤栄一教授よりご指摘いただいた。
- 8) 利益集団等を取り扱ういわゆる規制の経済学の発展については、以下を参照されたい。Sam Peltzman, "The Economic Theory of Regulation after a Decade of Deregulation." *Brookings Paper on Economic Activity. Microeconomics*, Washington D. C., 1989, pp.1-61.
- 9) 福祉国家については、林健久、加藤栄一編「福祉国家財政の国際比較」東京大学出版会、1992年を参照せよ。
- 10) 銀行分割回避の具体的過程については、伊藤修「日本型金融の歴史的構造」東京大学出版会、1995年、pp.100-104。
- 11) このような機関投資家の最近の動向についてはすでに紹介が行われている。荒巻健二「コーポレート・ガバナンス(企業統治の在り方) - 米国の経験と我が国企業のガバナンスの実態、今後の課題 - (上) (下)」『ファイナンス』1994年7月号、pp.62-76. 8月号、pp.34-43.
- 12) 例えばローは、「時代が変わり大銀行に反対するポピュリズムもかつてのように強力ではなくなっている」と述べている (Roe.1994.p.100)。
- 13) メインバンクの機能について多くの文献があるが、とりあえず次の文献を参照せよ。有賀健「企業金融と情報の経済学 - メインバンクと株式持合いをめぐって -」大蔵省財政金融研究所「フィナンシャル・レビュー」October 1989, pp.69-103.
- 14) 前掲拙稿、p.25。全国証券取引所協議会「株式分布状況調査・平成6年度」1995年8月、p.135。
- 15) 「株式持合い比率企業の大半が現状維持」『日本経済新聞』1993年5月10日。
- 16) 証券取引委員会による情報開示については、その効率性を批判する見解もある。Homer Kripke. *The SEC and Corporate Disclosure: Regulation in Search of A Purpose*. New York. 1979.

(当所大阪研究所主任研究員)

[追記：本稿は、石井記念証券研究振興財団平成7年度研究助成金の成果の一部である。]