

アメリカの機関投資家と コーポレート・ガバナンス： 研究視角設定の試み

渋谷 博史

要 旨

健全な市場経済を維持するには、民主主義的なチェックが働くという条件が必要であるというのが、本稿で取り上げる米国議会公聴会記録における民主党リベラル派の哲学である。その公聴会では、民主党リベラル派が、大金融機関や大会社における株式所有関係や重役兼任関係を通したいいわゆる「エスタブリッシュメント」の形成や、その関係を通した密室的な取引慣行を、反「自由企業社会」的であると批判した。なぜなら、社会構造の中心にある企業領域が、民主主義的な基準からみて「ブラック・ボックス」になっているなら、アメリカ社会の民主主義なるものは「尻抜け」構造といわざるを得ないからである。

そういう意味で、コーポレート・ガバナンス論は、21世紀に市場経済が民主主義あるいはその背後にある人間社会と折り合いをつけていけるのかという、きわめて大きな枠組みの中心に据えられるべきものである。決して「儲けの分け前の行方」というように矮小化して論じる問題ではないと考えたい。今日の「日本的」な経済システムの改革において基準とされる「アメリカ的な市場論理」が、どのような条件の下で機能すべきなのかを理解するための基礎的な情報提供というのが、本稿執筆の動機であった。

目 次

I. はじめに——「社会統治と会社統治」という問題意識——

II. 先行研究

III. 1974年の議会公聴会

1. メトカフ上院議員の開会演説

2. マスキー上院議員の開会演説

3. ノートン氏の証言

4. リンガ氏（ファースト・ナショナル・シティ・バンク上級副社長）の証言

IV. 結びに代えて

I. はじめに——「社会統治と 会社統治」という問題意識——

アメリカは世界経済の中心であると同時に、世界経済の各パートに様々な支配を及ぼしている。もしその支配という言葉がふさわしくないとしても、かなり大きな影響を及ぼしていることは確かである。そのアメリカ経済、社会を支配するのは何者なのか？ おそらく封建的社会における支配者のような、明確で分かり易い支配形態ではなかろう。民主主義と市場経済という政治・経済メカニズムを通しての、ある人間あるいは集団が、他者を強制的な方法で使用したり、搾取できる仕組みは否定されている。民主主義的なルールや市場での自由な交換を通しての「大義名分」に担保される社会秩序、経済秩序の中での支配あるいはコントロールであろう。

市場経済的な秩序を通しての「企業統治」と、民主主義的な秩序を通しての「社会統治」は、密接な関係を有している。アメリカ社会を経済的に支える企業の領域において、「企業統治」が非民主的であると、社会的に認識されることは、アメリカ社会の民主主義的な秩序にとって、致命的なダメージを与えるのである。政治の領域で、いくら法制度的な整備が行われていようと、実際の社会構造の中心に企業領域が据えられているのであり、そこが民主主義的な基準からみて「ブラック・ボックス」になっているなら、アメリカ社会の民主主義的なものは「尻抜け」構造といわざるを得ない。

ところで「企業統治」に限らず、市場経済的な秩序は、単純な利潤動機を基準として形成されると、反人間的なものに転化する危険性が大

きい。「儲かるなら、なにをしてもよい」ということになるかもしれないし、その「なに」が反人間的にならないような法規制や罰則規定が整備されても、反人間的な「なに」をすることによる「儲け」と、罰則が科される確率を比較しながら、場合によっては反人間的な「なに」であることを承知の上で行うという行動さえ「合理的である」と評価されかねない市場秩序が生まれるかもしれない。市場経済の中に民主主義的な秩序が内在化されない限り、あるいはそれを支える民主主義への大衆的信頼と整合すべしという基準に支えられない限り、人間社会に危険な仕組みとして機能する可能性がある。

その市場にとっての民主主義的基準（民主主義的秩序、大衆的信頼の維持）は、通常は、そんなに無理をしなくても満たされてきた。そうでなければ、現在ほどの市場経済の展開、浸透が実現しなかった。おそらく、宗教的基準や政治的基準で抑圧されたはずである。

しかし、歴史過程のどこかの時点ないしは段階で、単純な利潤動機が民主主義的基準を排除するようになってきた。おそらく、技術的要因や金融的要因で大規模企業が要請され、また可能になり始めた辺りからであろう。経済主体としての企業が大規模化したことで、上記の民主主義的な基準を体現しうる個人が、その企業の決定や活動の中で、うまく民主主義的基準を織り込むことが次第に困難になってきたのである。個人のレベルで、利潤動機と民主主義的基準の折り合いを内的につけてきた段階から、大規模企業の利潤動機と民主主義的基準の社会ルールを外的につきあわせる段階に移行したのであり、したがって、現代の課題は、大規模企業の内部に民主主義的な基準をいかに内在化できるかということである。

そういう意味で、コーポレート・ガバナンス論は、すぐれて政治的な問題であり、21世紀に市場経済が民主主義あるいはその背後にある人間社会と折り合いをつけていけるのかという、きわめて大きな枠組みの中心に据えられるべきものである。決して、「儲けの分け前の行方」というように矮小化して論じる問題ではないと考えたい。

II. 先行研究

アメリカの機関投資家という研究テーマについては、故北條裕雄博士による大著『現代アメリカ資本市場論：構造と役割の歴史的变化』があるが、同書は、その副題にも示されているように、先進的な資本主義国アメリカの「豊かな社会」において形成される家計部門の貯蓄が、「株式市場を中核とする資本市場において企業に供給される」という資本市場の構造と役割が歴史的にどのように変貌し、再編したのかを明らかにすることに主眼がある。また「アメリカの企業の資本蓄積のために整備されたアメリカの資本市場は、その後における非銀行金融仲介機関（投資信託、保険会社、年金基金等を指す：引用者）の成長とともにその構造と役割を変貌させ」という記述にみられるように、同博士の視角は、アメリカ資本主義の成長過程のマクロ的な枠組み、あるいは資本市場のマクロ的な役割の中に、上記の非銀行金融仲介機関としての投資信託や保険会社や年金基金を位置づけて、「豊かな社会」で形成される家計貯蓄を企業の蓄積に動員するそれらの役割に、注目するものである¹⁾。そういう意味で同書は、機関投資家による貯蓄動員機能を、経済成長にとって必要不可欠なものとして、積極的に評価して

いると考えてよい。

おそらく、北條博士が重視する経済成長過程のマクロ的な枠組みにおける機関投資家の役割が、その社会全体にとって重要かつ有用なものでなければ、機関投資家がこれほど大きな存在にはなれなかったはずである。しかしその反面、それほど重要な機能を有する領域であるならば、そこにもっと生々しい利害関係があり、その利害関係に突き動かされて進む経済活動が、上記のマクロ的な機能のエネルギー源になるという面も見逃してはならない。

そのような側面に関する研究の先達が松井和夫教授である。同教授は、その労作『現代アメリカ金融資本研究序説』で、アメリカ議会による調査報告書や、あるいはその報告書に基づく研究書を丁寧に紹介しながら、北條博士とは逆に、商業銀行の信託部を中核とする機関投資家によるアメリカ資本主義の支配構造という側面に焦点を当てている。本稿の次節で取り上げる1974年の議会公聴会記録は、同教授が特に詳しく紹介した『メトカーフ報告』の作成過程の重要な一環として開催されたものである。

同書で松井教授は、大手金融機関や大会社の株式の所有関係や重役の兼任関係を通じた支配構造の諸報告、諸研究を詳しく紹介するとともに、その紹介の中で長年の研究からの積極的な自説も展開している。たとえば、「銀行と企業間の重役兼任関係は、大抵の場合、両者の間に取引関係が継続されている限り、両者の幹部職員が引退した後も新任者を通じて維持されるのであり、この種の重役兼任関係は、他の種類のそれとは区別される特殊な意味を持つものであり、また、他のタイプの重役兼任関係のうちには銀行と企業の重役兼任関係から派生して生じるものも少なくないのであり、」こうした

大企業と大銀行の関係をベースにおかず、たんに機関投資家による大企業の株式の保有比率のみを重視して支配構造を云々するのが最近の風潮であるが、こうした接近方法は、少なくともアメリカの場合ミスリーディングである」として、D. コッツの研究を批判するくだりは、大いに納得させられる²⁾。

もちろん、上述の北條博士の研究とこの松井教授の研究は矛盾するものではなく、アメリカ資本主義の蓄積構造あるいは成長過程を分析するときの視角と視野の相違であろう。本稿では視野を、松井教授が指摘する「金融資本的な支配構造」に置き、視角を少しずらして、それが「支配構造」というマイナス・イメージで問題視される理由について検討したい。もう少し正確に言えば、「金融資本的な支配構造」は経済学的な現象であるが、それがなぜ大きな問題として米国の連邦議会で取り上げられるのかを検討することで、アメリカの機関投資家とコーポレート・ガバナンスを本格的に分析するための視角を、その社会的、政治的な面も加味して、改めて設定し直すことを目指したい。

Ⅲ. 1974年の議会公聴会

「会社の情報公開」³⁾

ここで取り上げるのは、1974年に米国議会上院の行政委員会 (Committee on Government Operation) が開催した「会社の情報公開 Corporate Disclosure」という公聴会記録である。正確には、同委員会の中の予算管理小委員会 (Subcommittee on Budgeting, Management, and Expenditures) と政府間関係小委員会 (Subcommittee on Intergovernmental Relations) の共同開催の公聴会であ

る。まずそれらの2つの小委員会の委員長であるメトカフ上院議員 (L. Metcalf, モンタナ州選出, 民主党) とマスキー上院議員 (E. S. Muskie, メイン州選出, 民主党) の開会演説から検討しよう。

1. メトカフ上院議員の開会演説⁴⁾

まずメトカフ議員は、この公聴会の目的について以下のように述べることから始めている。

「アメリカの多くの大会社が、政府の政策に多大な影響を及ぼしている。しばしばそれらは、官僚以上に影響を与えている。しかしその会社のコーポレート・ガバナンスの重要な諸側面についての知識がない。もしアメリカ国民が、私的なものであれ公的なものであれ、もっと (国民に：引用者) 対応してくれる統治 (government) をもたらす体制にしようというのであれば、基本となる手段は、規制業種における大会社の株式の主たる部分を有して、(株主総会で：引用者) 投票できる機関 (投資家：引用者) や個人の住所や名前を容易に把握できるようにすることである。」

そして次に同議員は、会社所有についての非公開に関するもう一つの問題点として、防衛産業も含めた大会社に及ぼす外国の影響を指摘している。上院行政委員会による報告書『Disclosure of Corporate Ownership』によれば、「1972年において、Litton Industries や Penn Central の株式が10%以上もスイスの銀行に所有されていた」というのである。

第3に、株式会社が連邦機関に行う諸報告において、株主の欄に「Cede & Co.」を使用しているが、それは、ニューヨーク株式取引所の子会社である証券預託会社 (Depository Trust) を意味しており、このような報告で

は、株式所有の実状が明らかにならないという問題を取り上げている。そして今回の調査において、その証券預託会社が協力してくれたおかげで、その「Cede & Co.」の実際の内容を知ることができたし、今後、連邦政府諸機関やGAO（会計検査院）が求めれば、同様の協力が得られるようになっていと述べている。

第4に、SEC等の連邦諸機関の調査によれば、「少数の銀行が、航空、放送、医薬品、電機、コングロマリット会社、石油の業界において、多くの競争するはずの会社の支配的株主になって」おり、また、銀行の株式所有と銀行・企業間の人的交流や取引関係の統計的相関関係が強いことも証明されており、そのような経済力の集中に対して、今春の株主総会シーズンには、これまでのような少数の個人（大株主：引用者）や機関投資家からの株主提案だけではなく、教会や労働団体や環境団体等の諸団体、さらには個人からの株主提案が数多く提出され、討議されることになるという、民主主義的な盛り上がりがこの公聴会の背後にあることを強調している。

2. マスキー上院議員の開会演説⁵⁾

同議員も、この公聴会とその前に実施された上院行政委員会の調査報告書の目的について、より明確に以下のように述べている。

「報告書『Disclosure of Corporate Ownership』によって、近年驚異的に進んでいる経済力の集中が明らかにされた。すなわち、巨大銀行が機関投資家として機能することを通して、わが国の大会社の多くの健全性と福利に対するコントロールを行うポジションにあるという事実である。」「本報告書は、今日の会社所有の実態について事実認識するものであり」、「そ

れは、規制を困難にしたり、小規模な投資家や企業を不利にしたり、自由企業を駄目にするほどに『利益相反 conflicts of interest』を引き起こすような、会社所有システムにある事情や投資状況についての報告書である。」「連邦規制機関への報告において、代理名義人（nominee）の名で株式所有が報告されることで、銀行等の機関投資家による株式所有の集中という事実が隠蔽される。」「会社所有の公開は、単に代理名義人の背後のいる機関投資家を特定するのみではなく、信託勘定を有するそれらの機関投資家が、株主投票権も含めて、自由なコントロールを行う力をも明らかにする。」

ただし、この連邦議会の中で行われる財界批判は、アメリカの体制そのものを否定するものではなく、むしろ、株式所有等による経済力の集中が、自由企業社会に及ぼす悪影響を明らかにし、健全な資本主義体制を維持する対策のための調査であることも述べている。

すなわち民主党リベラル派の中でもかなり過激であると思われるマスキー議員でさえも、決して、アメリカの資本主義・民主主義体制を根底的に否定しようとするのではなく、それを守り、維持するために、透明性を高めて、自浄する力を確保しようとしているのである。このことは、労働組合の方が常に財界以上に、反社会主義的であり、国内外の社会主義勢力の提案する社会改革よりも、アメリカ的な政治社会システムがすぐれていることを強調する傾向が強いことと整合している。

3. サイモン氏（Norton Simon、企業経営者で金融業者）の証言

次に取り上げるサイモン氏は、財界人ではあるが、いわゆるエスタブリッシュメントからは

はずれている人物であり、後で登場する First National City Bank (以下では FNCB と略記する) 等の財界主流との葛藤をこの議会公聴会で暴露している。サイモン氏個人の意図は個別の経済的な利害にあるようであるが、財界内部で一流企業の経営者、重役を歴任してきた人物の議会証言であるだけに、きわめて貴重な事実が提供されており、それに対する FNCB 側の反論とあわせ読むことで、大会社や大金融機関によって構成される経済グループ (いわゆる金融資本的な組織) の実状の一部をかいま見ることができる。

まず同委員会のスタッフで、この調査及び公聴会の準備を中心的に進めてきたターナー氏 (Turner, Counsel of the Committee) が、最近のワシントンポストによるサイモン氏へのインタビューの中で、同氏が「アメリカの大会社の重役としての経験から、封建国家におけるカルテル体制の中で働いていると感じた」と述べたことを取り上げたのに対して、同氏は「すべての会社がそのようなベースで機能しているとは思わないが、私の関係した限りではほとんどがそうである」と答えた⁶⁾。

続けて同氏は、株主総会では、多数株主が代理を立て、実質審議はなく、「茶番劇」であると述べ、さらに一つの実例として、自分が Wheeling Steel 社の重役であったときに、自分は少数派の重役であったために、同社に反トラスト法違反で有罪判決がおりていたにもかかわらず、その時点でまだ事情説明を受けていなかったという事実をあげた。その時点で、多数派を構成していたのは、FNCB のスターリング氏や Blau-Knox の経営者というように、借入先や仕入先であった⁷⁾。

さらに同氏は、銀行が株式所有することを明

らかにするよりも、各銀行の株式所有の背後にある「トラスト」が明らかになることが重要であると述べるが、それは銀行とローン会社、投資信託、その他の機関投資家の重役が、それぞれの重役を兼務していることから金融グループが形成されるという事実を指している。また「重役会が、原料仕入先、輸送会社、銀行で構成されていると、安全であり、誰も何も始めようとはしない」(改革的なことが行われないう意味：引用者) し、実際「Wheeling Steel 社において、私が、7%の株式所有に基づいて、(そのような：引用者) 重役会の総入れ替えをしようとした時、同社以外の鉄鋼業界が、自動車業界や他の業界に対して、『Wheeling Steel 社はアウトサイダーなので、そこから購入するな』という警告」を発して、妨害した事実を明らかにした⁸⁾。

次にサイモン氏は、Wheeling Steel 社の企業年金にかかわる問題を証言した。この部分については、サイモン氏の証言が整理のつかない状態で事実を羅列する傾向があったので、以下のように箇条書きで整理しておきたい⁹⁾。

①当時、現在は Hanna Mining 社の社長になっている人物が Wheeling Steel 社の重役会にいた (当時、これらの2つの会社の重役を兼任していたこと、あるいは Hanna Mining 社の関係者が Wheeling Steel 社の重役になっていたことを指す：引用者)。そして、その Hanna Mining 社からの鉄鉱石購入契約の内容の変更を自分の主導で実施した (重役兼任等の人的関係を通して、Hanna Mining 社に有利な契約内容になっていたのを、それを是正したという意味：引用者)。

②「当時、FNCB が同社の年金基金の運用を行っていたが、ある時、自家運用に変更するこ

とにした。というのは、同銀行自身が大会社に貸し付けている大型ローンの note に、(年金基金の資産を：引用者) 投資させていたからである。その一つが、Hanna Mining 社へのローンであった。しかしそれは、Hanna Mining 社自身による保証はなく、ある特定の資産によってのみ担保される劣後債であった。それを知って私は同銀行に抗議した。その時点までに、(市場：引用者) 金利は(その Hanna Mining 社向けローンの：引用者) 3 1/2% から 5% に上昇していた。」

③行政委員会スタッフのターナー氏が、「その時点までに、Wheeling Steel 社側は定期的な情報提示を受けていたのか」と質問したのに対して、サイモン氏は、FNCB から Wheeling Steel 社へ報告書は提出されており、その note について Wheeling Steel 社側も良好資産であると判断していた、と答えた。

④「しかしその後、金利がもっと上昇すると、FNCB がその note を額面で買い戻す措置をとった。しかし、当時の市場の高金利からすれば、(3 1/2%の利子である：引用者) note の市場価格は額面を割っていたはずである。」その金融操作のコストは、FNCB が負担したことを述べた後で、サイモン氏は、「債務者 (Hanna Mining 社：引用者) は、FNCB の大口取引先である。しかし、そのような(取引関係の：引用者)「網 web」は複雑である」と続けた。

⑤ターナー氏が、「本小委員会は、重役会での討議に関心があ」り、「サイモン氏の証言は、被用者の利害にかかわる企業年金の保護規定に違反している」が、「他の重役は反対しなかったのか」と質問したのに対して、サイモン氏は、「私が反対したときでも、他の重役は、

FNCB は決して不正を行わないと述べた」と答えた。さらにターナー氏が「他の重役は FNCB を恐れているのか、それとも FNCB と何らかの関係があるから擁護したのか」と質問したのに対して、サイモン氏は、やや焦点をずらしながら、表面的には Wheeling Steel 社の重役はその note が良好資産としてサイモン氏の意見を却下したが、「その後、その事実から、年金基金の運用を FNCB 1 社に任せる政策を変更したと聞いている」と証言した。

⑥ターナー氏が、この問題は、FNCB 内部の Commercial Loan Department と Trust Department 内の投資運用の間の隔壁 (a Chinese wall) にはどのようにかわるのか、質問したのに対して、サイモン氏は、実状は、Commercial Loan Department が、大口取引先である Hanna Mining 社の業績と債券を信用するバイアスを持っており、Trust Department は、「隔壁」越しに、その意見を聞いて、その債券を年金基金に投資させたということであろう、と述べている。

以上のサイモン氏の証言は、FNCB 等のような大金融機関を軸とする財界エスタブリッシュメントの「網 web」のようなシステムが存在し、そのシステムの中で何か不透明な取引関係が行われていることを述べているが、以下での証言では、その「網 web」システムを破壊するような行為に対する防衛手段について述べられている。

すなわち、サイモン氏が、「経営権を掌握した時点で、FNCB から年金基金の運用資産をすべて引き上げようとした」が、他の重役は傍観するのみであった。ところが、ちょうどその時に Wheeling Steel 社に倒産の危機が訪れ、債権者は FNCB や Prudential 保険等であっ

た。しかし、ほとんどすべての鉄鋼会社と関係を持っていた Hanna Mining 社のジョージ・ハンフリーと話を付けた後、銀行や保険会社は不渡りを中止してくれた。」「そのような金融的危機のために、鉄鋼会社は、銀行や保険会社の人物を重役会のメンバーに加える。」

この事実は、サイモン氏が「網 web」システムの要の位置にある「Hanna Mining 社のジョージ・ハンフリーと話を付け」ることで、その「網 web」システムが Wheeling Steel 社を救済することになり、同社がそのシステムの中で位置することを継続したことを示している。この議会証言の中で、サイモン氏とハンフリー氏の「つけた話」の内容は明らかにされなかったが、サイモン氏の、最後の土壇場で倒産は免れたが、もし倒産させていたら、反トラスト法問題も法廷で明らかにできたと思われる、という趣旨の発言から、鉄鋼業界の原料取引、製品取引、金融関係等の全般にかかわる問題が取り上げられたことが想像される。

次の問答は、上記の「網 web」システムの構造にかかわるものである¹⁰⁾。

メトカフ議員が、「FNCB が年金基金の運用を任されている時点で、FNCB はかなりの Wheeling Steel 社株を所有あるいはコントロールしていたのか」と質問したのに対して、サイモン氏は「そんなに多くの株式でない」と答え、さらにメトカフ議員が「それではなぜ同銀行が選ばれたのか」と問うたのに対して、サイモン氏は「National Steel 社とハンフリー氏の長期的な関係の故であり、FNCB は National Steel 社の手形を扱い、ハンフリー氏は Hanna Mining 社を通して National Steel 社をコントロールしており、「このように『網 web』は延々と続くのである」と答え

ている。

Wheeling Steel 社の年金運用が FNCB に任された経緯についての議論で、「National Steel 社とハンフリー氏の長期的な関係」があげられるのは唐突であるが、おそらく、Hanna Mining 社と National Steel 社と FNCB の濃い関係を軸として、鉄鋼や鉄鉱石の分野に形成される「網 web」システムが前提となっていて、それが、Wheeling Steel 社の重役会にも反映し、その中で、同社の年金運用についての決定も行われるという意味であろう。

さらに、メトカフ議員が、「さっきのマスター議員の開会演説にあるように、われわれ委員会側の関心は、銀行の株式所有が（所有された会社の：引用者）重役会の様々な活動にいかに影響するののかということである」が、「あなたは、株式所有は重要ではなく、銀行が信用関係をコントロールする事の方が重要というのか」と質問した。そして、サイモン氏は、「重役たちは、その会社が銀行とよい関係を持つことを望む」のであり、「プライムレイトよりも少し高い金利を支払うのは、明確な記録や発言に現れないような『雰囲気 atmosphere』の中で決定される」と述べている。

すなわち、サイモン氏の長年にわたる実務経験からの証言によれば、財界エスタブリッシュメントによる「網 web」システムの影響は、株式所有関係や所有比率等の明確な数値から立証されるものではなく、「雰囲気」と呼び得るような曖昧なものの中で作用しているのである。

サイモン氏が証言したもう一つの興味深い事例は、大会社の金融部門とウォール・ストリートの特異な関係を示すものであった¹¹⁾。

サイモン氏は Burlington Northern 社の重

役も兼任していたが、同社は鉄道会社であり、その重役会に名を連ねる経営者の石炭会社や木材会社に対して、通常運賃よりも安い運賃の契約を結ぶという、上記の「網 web」システムに沿うような行動様式をとっていた。同社の重役会は、通常は月末の29ないし30日に開催され、その案内は22ないし23日に到着することになっていた。

ところが、Morgan Stanley をアンダーライターとする社債発行の案件が、その Finance Committee と重役会の前に、実質的に決定され（12月4日）、その重役会への提案文書が重役会メンバーに配布された時点（12月23日）には、すでに Morgan Stanley と同社社長が、多くの金融機関とコンタクトをとっていたということがあった。

この事例について、メトカフ議員が、同社の社債発行に関して、22年間も重役であったサイモン氏も情報が与えられる前に、ウォール・ストリートが「特別情報 special information」を得ていたと、考えてよいのかと確認したのに対して、サイモン氏は、重役として情報を得る前にウォール・ストリートに金融情報が流されていたので、同社の既発行分社債の取引が止まってしまったほどであり、実際には同社から直接に情報を得る前に、ウォール・ストリート側からその情報が入ってきたと答えている。

以上のようなサイモン氏の議会証言は、メトカフ及びマスキー議員等の民主党リベラル派の意図に基本的に沿う形で、具体的な事例をあげながら、いわゆる「金融資本的な支配構造」の存在を明らかにするものであった。ただし、民主党リベラル派が望むほどには明白に実証していないが、それは、サイモン氏のいうように複

雑で、「雰囲気」のようなものの中で暗黙のうちに進められる決定が積み重ねられて、結果的に存在するという様式であるので、仕方がないともいえよう。

4. リンガ氏（George M. Lingua, FNCB 上級副社長）の証言

リンガ氏は、FNCB の信託部門である Citibank's Investment Management Group を担当する上級副社長であり、サイモン氏が証言した FNCB の行動に関する部門の責任者として反論するために証言するのである。まず同氏は、FNCB 信託部門について以下のような説明をすることから始めた。

「1973年末時点で、FNCB 信託部門は、市場価値157億ドルの資産について、受託人、投資顧問、あるいは管理者として機能している。さらにそれ以外の勘定についても管理している。もちろん同銀行自身は、自己勘定で株式所有は行っていない。銀行内のすべての株式は、顧客に帰属している。」同銀行全体としての証券の取引や保有残高を公表するが、しかし他方では、「顧客との私的関係を維持する義務もあり」、「同銀行の顧客の証券所有に関する特定の取引の公開は、同銀行の基礎的かつ長期的な政策、すなわち正当な召喚状あるいは法的手続きのない場合には、顧客の事情を他人に公開しないという政策に反することになる。」¹²⁾

続けてリンガ氏はサイモン氏の証言に対して以下のように反論している¹³⁾。

1957年に FNCB が、Wheeling Steel 社の企業年金基金のうちの2つについて受託機関として任命されたが、それは、FNCB の上級副社長である Mr. Sterling Bunnell 氏が、同社の重役になる3年前であった。さらに、サイ

モン氏は、問題の証券が、Hanna Mining 社の発行した note であると述べたが、実際には、Hanna Mining 社及び 6 社の鉄鋼会社 (Wheeling Steel 社も含む) が投資していた会社が発行した証券であった。サイモン氏は、その証券が価値のないものと述べたが、その note の元利払いはすべて常に期限通りに行われていた。サイモン氏の主張とは異なり、その note は (市場 : 引用者) 価格が維持されていた。また、その note は FNCB 信託部門、あるいは Wheeling Steel 社の重役を兼任していた FNCB の重役によって、押しつけられたものではなかった。

そして、リング氏は、具体的な経過について詳しく、以下のように説明した¹⁴⁾。

①1961年に、FNCB と Bankers Trust の商業銀行部門が、Carol Pellet 社の代理人であった Hanna Mining 社から、アプローチを受けた。Carol Pellet 社は、Hanna Mining 社と 6 社の鉄鋼会社によって所有されるジョイント・ベンチャーで、カナダのラブラダーで、鉄鉱石処理事業のための工場を建設しようとするものであった。ちなみに Carol Pellet 社株式の所有比率は、Bethlehem Steel 31.94%、National Steel 18.54%、Hanna Mining 11.59%、Armco Steel 9.98%、Republic Steel 9.98%、The Youngstown Sheet & Tube 9.98%、Wheeling Steel 7.99%であった。

②その資金計画の概要は、70百万ドルの必要資金のうち、20% (14百万ドル : 引用者) は上記 7 社の出資によって提供され、残り (56百万ドル : 引用者) を、FNCB 及び Bankers Trust からの借り入れや、1980年期限の長期 note の機関投資家への私募で賄うものであった。それ

らの借り入れの元利支払いは、同社から出資会社への鉄鉱石の販売が長期契約によって保証されることで、担保されていた。上記 2 行の銀行は、Travelers Insurance や John Hancock Mutual Life や Shell Pension、さらに自行の信託部門に打診した。交渉の結果、機関投資家は、1980年満期で 5 1/4% の条件で了承した。その 5 1/4% という利率は、ムーディーズによる同格付けのものの 4.57% から 4.79% という市場相場より、(貸し手にとっては : 引用者) 有利な条件であった。

③結果的に、70百万ドルのうち、14百万ドルは上記の株主からの出資、20.8百万ドルは上記 2 銀行から 1969年満期、4.75% の貸付、残りの 35.2百万ドルは 5 1/4% の長期 note となった。FNCB の信託部は、資産受託者として、37の信託基金と同じく 37の年金基金のために、6.6百万ドルの note を購入し、そのうち、0.545百万ドルを Wheel Steel 社の年金基金の運用に回した。

④この運用については、Wheeling Steel 社に報告しているし、1962年、1963年、1964年に会計報告を行い、同社から問題もなく了承をもらっている。

⑤その間、サイモン氏が 1963年 4 月 24 日に Wheeling Steel 社の重役に就任し、さらに 1964年 11 月 13 日に会長に就任した。1965年になると、同社側から、(FNCB が受託している : 引用者) 2 つの年金基金について、その投資運用結果全体に対して不満が表明され、同年 11 月 11 日付で、同社は、FNCB の受託契約 (契約期限同年末) を解約した。代わって、同社のサイモン会長とモリス (R. Morris) 社長が、その年金基金の個人受託者となり、サイモン氏の仕事仲間であるハント食品会社のリチャード

氏 (R. L. Richards) が、それらの個人受託者の代理人となった。そして、FNCB の保有する年金基金の証券を Goldman Sachs に引き渡すように依頼され、その通りにした。

⑥その間に、Carol Pellet 社が事業規模の倍増を計画し、その新計画の中で、National Steel 社と Hanna Mining 社が株式の所有比率の引き上げと、その引き上げ後の所有比率に応じた鉄鉱石の引き取りを希望した。ところが、当初の資金計画協定によると、すべての債権者の同意がなければ、Carol Pellet 社の販売契約を変更できないことになっていた。すなわち、どの債権者も、全体の事業契約の変更を阻止できる立場にあった。(どの債権者にとっても、その債権の質を規定する事業内容の変更に対する拒否権があったという意味：引用者)

⑦Wheeling Steel 社の企業年金基金の受託者であるサイモンおよびモリス両氏にも、他の債権者と同様に、1966年5月26日及び6月1日に、新資金計画の承諾と参加の依頼があった。サイモン氏が会長を務める Wheeling Steel 社自体は、この事業に賛成することを、6月1日に決定した。しかし、Wheeling Steel 社の年金基金の受託者として、サイモン及びモリス氏は、このプロジェクトの反対した。関係者の中で反対を表明したのはここだけであったので、事態を開解するために、Hanna Mining 社が、サイモン及びモリス氏が受託している年金基金の有する notes を、額面価格で買い取ることにした。

⑧その後、Hanna Mining 社は、その notes を転売したが、売買差損が発生した。すなわち (発行時の1961年の5 1/4%から：引用者) 1966年には6.5%に上昇していたので、売却価格は88.52ドルとなり、63,928.50ドルの損失で

あった。Hanna Mining 社側から、この損失は Wheeling Steel 社と FNCB の関係悪化に起因しており、FNCB が保証すべきであると、申し入れがあった。法的には義務はなかったが、FNCB は、事情を勘案して、保証した。

⑨ちなみに、このプロジェクトに対するムーディーズの評価は AA であり、Wheeling Steel 社のそれはAであった。

以上の FNCB のリング上級副社長の証言は、Carol Pellet 社の設立とそのファイナンスの事例を、Wheeling Steel 社の企業年金基金の運用と絡めて、説明するもので、そこから、鉄鋼業界の大会社とウォール・ストリートの大金融機関の形成する「網 web」システムの実状、あるいは効果的な機能が、生き生きと伝わってくる。

おそらく、FNCB 側の意図は、一つの業界の内部、あるいはその業界と金融界の間に存在する継続的な取引関係や、共同事業的な組織の有用性を示すとともに、サイモン氏の提供した事例に関する同氏の記憶の曖昧さを証明するために、詳しい経緯を正確に提示する事であった。建前上は、リング氏のいうように文字通りの共同事業としてのジョイント・ベンチャーである Carol Pellet 社の note であったかもしれないが、もしかすると、実質的には、そのジョイント・ベンチャーは、Hanna Mining 社の主導権の下で、需要先の鉄鋼6社が出資したものであるとすれば、Hanna Mining 社と FNCB がとりまとめ役になって、需要先の鉄鋼会社に出資の形で資金を提供させた上に、さらに、鉄鋼会社の年金基金の運用資産まで note を通して提供させたともみることできる。

いずれにしても、前出のサイモン証言にあっ

た「ある種の雰囲気」のなかで進められたファイナンス活動であり、どちらにでも解釈は可能であろうが、FNCB 側からの正確な経緯の説明によって、われわれは、「網 web」システムについて情報を得ることができたのである。

次にリング氏の補足説明の形で行われた FNCB のヘストン (P. W. Heston) 副社長の証言について検討しよう¹⁵⁾。

まず同氏は、信託部門の一般的な業務の説明から始めている。

たとえば、資産管理業務 (custodian) では証券が保管されるだけではなく、資産として運用益の受け取り等の業務が代行されるが、運用内容は、銀行の裁量によるものではなく、委託者との取り決めとしての指図書に基づくものであり、したがって株主投票権も委託者に属している。それに対して、FNCB が株主投票権を有するのは、個人信託勘定や年金信託勘定である。年金信託勘定の場合には、投資内容について FNCB が裁量権を持つが、その投資内容については、銀行内の調査部門の評価・アドバイスを受け、その上で投資政策委員会で討議し、決定する。

そのような教科書的な説明に対して、マスキー議員が、その手続きの後、(購入された株式は：引用者) ある会社にとって「相当量の支配的 (controlling proportion) な株主投票権になるのではないか」、あるいは「会社の意志決定に全面的なインパクトを与えるのではないか」と、質問したのに対して、同氏は「FNCB がかわる範囲では、支配 (control) という言葉は適合せず、説得によって影響を与える (influence) という表現が適当である」と答えている。

さらにヘストン氏は、「FNCB の影響、ある

いは会社側による FNCB (の意向：引用者) の尊重は、そういうもの (株式保有による支配という意味：引用者) ではなく、「もし会社が、会社自体や株主にとって長期的には損害をもたらすようなコースをとろうとすれば、FNCB はその株式を売却するのみであり、FNCB が株主投票権の 2 ないし 3 %、あるいは 5 % をもっていても、会社の『強い経営陣 a strong management』に対して、影響力を持ちうるとは思えない」し、「(株主の投票権ではなく：引用者) FNCB の専門的な評価や、FNCB が同意しないという事実が、強い影響力を持つもの」であり、数パーセントの株式保有をもって「強い経営陣」にコース変更への影響を与えたり、説得するよりも、株式売却の方が正しい方法であると信じていると、述べている¹⁶⁾。

またマスキー議員が、「FNCB が株式保有先の会社の経営に対して、できるだけ消極的な役割をとることが FNCB の政策と考えてよいのか」と問うたのには、同氏は、「株式を売却するかもしれないということは、消極的な意志表示ではなく、「これは、この業界で競争している、大銀行や生命保険や投資顧問に共通するやり方である」と答え、さらに、「われわれが、信託財産を、将来成長する会社に投資しないと、競争に負けてしまう」と述べている。

このヘストン氏の発言は、銀行の株式保有から支配が生まれるという民主党リベラル派の論理に対して、むしろ金融業界の中の競争が、持ち株を通してのインパクトによる健全経営や成長志向の方向での干渉を必要ならしめているという面を強調している。

日本におけるコーポレート・ガバナンスの議論は、通常、このような FNCB 側から提起さ

れた論理の上で行われている。競争的な資本市場における正当な運用収益を確保するという至上目的のために、株主が経営をチェックできるか否か、あるいはどうすればそのチェックが効率的にできるのか、という問題として論じられている。

しかし、この議会公聴会における委員会側の目的は、株式所有あるいは保有を通じた支配関係があるのか否か、さらにその支配関係を手段として、不法なことが行われないうかを、調べることであった。そういう意味で、「正当な市場」を構成する経済主体としての株式会社としての質を確保して、資本主義・民主主義体制の健全性を維持するための政策手段とする方向が見えてくる。

V. 結びに代えて

本稿で取りあげた議会公聴会の中で何回か「自由企業社会 free enterprise society」というキーワードが登場した。民主党リベラル派の議員は、大金融機関や大会社における株式所有関係や重役兼任関係を通したいいわゆる「エスタブリッシュメント establishment」が形成され、その「エスタブリッシュメント」関係を通じた密室的な取引慣行は、反「自由企業社会」的であると批判した。この言葉は、大変重い意味を持っていたのである。当時、アメリカは、その「自由企業社会」への国際的な攻撃に対する戦いとして、ベトナム戦争を戦い終えた時期であった。

そもそもベトナム戦争は、ケネディ・ジョンソンの民主党リベラル派の政権が上記の意義付けを行いながら拡大したものであった。そうして守っている「自由企業社会」の内部で、さら

にはその中枢で、反「自由企業社会」的な組織化が進行することは許されないことであったはずである。少なくとも、ここで取り上げたコーポレート・ガバナンス論は、矮小な「儲けの分け前」決定の問題ではなく、アメリカ社会全体の規律にかかわる問題であり、そこでの社会的信頼が喪失すれば、社会体制そのものの危機となるわけである。

ところで今の日本をはじめとする東アジア諸国にたいして、いわゆる「グローバリゼーション」の名で「アメリカ的な市場論理」あるいは「市場の評価」なるものが、至極当然のごとく強要されそうになっている。しかしアメリカ的な「市場の論理」は、アメリカ的な民主主義という制度的インフラとセットになって現実には機能しており、一方だけの導入はありえない。したがって、コーポレート・ガバナンスの問題も、「儲けの分け前」の分析とはせず、会社の規律と社会の規律のズレを修正し、一致させるという民主主義的な問題意識の土俵に乗せて議論されるという面も見逃してはならない。

もちろん、「日本的」な経営や慣行の中には改善すべき点が多々ある。しかし、その改善の基準とされる「アメリカ的な市場論理」の本当の姿をよく把握しておくべきであり、そのための基礎的な情報提供というのが、本稿執筆の動機であった。

注

- 1) 北條裕雄『現代アメリカ資本市場論』1992年、同文館、11-12頁。
- 2) 松井和夫『現代アメリカ金融資本研究序説』1986年、文眞堂、110-111頁。
- 3) United States Senate, Committee on Government Operation, Hearings, "Corporate Disclosure", 93rd Cong. 2nd Sess.
- 4) *Ibid.*, pp. 3-5.
- 5) *Ibid.*, pp. 9-10.
- 6) *Ibid.*, p. 7.
- 7) *Ibid.*, pp. 8-9.

- 8) *Ibid.*, pp. 10-11.
- 9) *Ibid.*, pp. 14-16.
- 10) *Ibid.*, pp. 16-17, 23.
- 11) *Ibid.*, pp. 18-23.
- 12) *Ibid.*, pp. 34-35.
- 13) *Ibid.*, p. 38.
- 14) *Ibid.*, pp. 39-40.
- 15) *Ibid.*, pp. 62-65.

- 16) ちなみにマスキー議員が『『弱い経営陣 weak management』の場合はどうか』と質問したのに対しては、同氏は、「その場合は、最初から投資しない」し、(途中から：引用者)「あるいは弱くなったと判断すれば、株式を売却してしまう」と答えている。

(1999年1月22日提出)

(東京大学社会科学研究所教授・当所兼任研究員)