

三和裕美子著

『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス——アメリカにおける史的展開——』

(日本評論社, 1999年7月)

渋谷博史

I. 書評の問題意識

評者(渋谷)は、「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」という研究プロジェクトに参加し、しかも「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」(『証券経済研究』第22号, 1999年11月)という論文を執筆した直後に、本書を入手した。若干慌てたのも事実であるが、この際、しっかりと勉強させていただき、自分が設定を試みた分析視角から、議論をさせていただくのが礼儀であると思い、この書評をさせていただくことにした。

したがってまず最初に、評者の問題意識を簡単に述べることから始めなければならない。評者は、そもそも、コーポレート・ガバナンスに限らず、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と考えている。「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おこなうという行動さえ「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、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、大衆の信頼の維持)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、実際に経済主体としての企業が大規模化したことで、民主主義的な基準を有する個人が、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ためである。個人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時代から、大規模

企業の時代に移行すると、民主主義的基準の社会ルールを企業の外から強制するしかなくなったのであろう。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、すぐれて社会全体の問題であり、21世紀に市場経済が民主主義あるいはその背後にな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のである。

II. 本書の内容

第1部では「機関投資家の変遷と株式会社との関係をみる」ために「証券市場が発達する以前の萌芽的機関投資家の形成・発展過程」が分析されるが、まずその前に第1章「機関投資家とはなにか」で、機関投資家を「証券投資からの収益を効率的に高めたいという一般投資家（その多くは個人投資家）のニーズに応えることを目的として、証券市場やその他の市場で投資活動を行う機関」と定義し、さらにその現代的な問題点として、「機関投資家が発達する」と、「資金循環構造において非銀行金融仲介機関を介して証券市場への資金流入量が増大し」て「実物経済がより証券市場の動向に左右される」ようになり、「株価変動も大きくなる」ことや、「パフォーマンス競争の激化により、機関投資家の資金運用が短期になりがち」で、アメリカ企業の経営者に長期的な投資戦略をたててを困難にした」ことが指摘されている。

第2章では19世紀の機関投資家の事例として

マサチューセッツ病院生命保険会社 (MHLI) を取り上げている。MHLI の実態は、ボストンの豪商グループを中心とするコミュニティ内部での信託業務であり、資産運用先としてはマサチューセッツ州内の銀行や繊維産業が中心であった。19世紀前半においてはニューイングランド産業に対する最大の資金源となっており、「ボストン商業資本を産業に投下する金融仲介の役割を担っていた。」また、MHLI の信託業務には「今日の機関投資家にとって重要な意味を持つ受託者責任、分散投資の原型」がみられた。

もう一つの特筆すべき点は、MHLI の信託契約はボストン豪商グループ内部の契約が多く、また同社の株主も同グループであったために、資本家でもあり、株主でもあり、さらには機関投資家でもあった同グループが、中心となって「信頼関係に基づく」形で、ボストンのコミュニティ全体を含むコーポレート・ガバナンスを構築していたことである。このような事例を紹介することで、「20世紀になり株式会社が大規模化し証券流通市場が発達するとともに、このようなコーポレート・ガバナンス・システムにおける信頼関係に基づいた受託者責任は希薄化し、資金の拠出に基づいた受託者責任が強調される事態」との対照が指摘されている。

第3章では「19世紀から20世紀初頭における機関投資家」として、世紀転換期における生命保険会社と、1920年代に活躍した投資会社を取り上げている。

この時期には、アメリカ経済が発展し、その中で企業合同や企業結合が活発になり、株式会社の巨大化が進み、独占企業の時代を迎え、鉄道や公益企業や鉄鋼業や農業機械や電気機器や石油精製の分野が「ビッグ・ビジネスと呼ばれ

る巨大株式会社の支配する領域」となった。その過程でウォール・ストリートの投資銀行が公開を促進した株式は、「比較的少数の個人の富裕層や、保険会社や投資銀行自身によって」引き受けられた。

その証券発行市場で積極的に証券引受をおこなったのがミューチャル生命保険会社、エクイタブル生命保険会社、ニューヨーク生命保険会社であった。この3大生命保険会社は、特定の企業集団と密接な関係を結び、「集団内企業の証券発行については、一定の割合で持続的に証券引受をおこな」い、企業集団の中核の一つとなっていた。ただし、当時の生命保険会社は「株式投資をおこなう金融仲介機関という意味では」機関投資家であったが、株式保有が支配目的であったために「現代的な機関投資家ではなかった」のであり、しかもそれは「限られた富裕層を中心とする金融仲介業務」であったことが指摘されている。

その「限られた富裕層」から「一般大衆」に対象が拡大されるのは、1920年代の投資会社の時期であった。

1927年以降、管理型投資会社（証券発行によって不特定の投資家から資金を調達し、その資金を独自に管理・運営して証券投資をおこなうもの）を中心に投資会社が急速に発展し、それに伴って株主数も増加して1927年末に約30万人であったのが1930年末には約178万人になっていた。投資会社は「全国的な販売網を構築し大衆向けの宣伝活動を強化」し、「大衆の資金を株式市場に流入させ」、株式市場の厚みを増加させ、また株式保有動機も「投資収益、中でもキャピタル・ゲインを目的とするものが」増加したので、投資会社を「現代的な機関投資家」と評価できる面もあるが、他方では、「投

資銀行を中心とした金融機関の産業の支配のための手段として機能」した面もあり、さらには不適切な運用や脆弱な財務体質の故に1929年株式恐慌の一因にもなったことが指摘されている。

第2部「戦後の機関投資家の発展」では、まず第4章でミューチャル・ファンドが扱われる。ミューチャル・ファンドとは、管理型投資会社の中のオープン・エンド型投資会社であり、それはクローズド・エンド型とは違って、「随時追加発行ができ、償還の自由もあるので、流動性が高く、投資会社の中で最も預金に近い性格をもって」おり、「戦後大きく成長してきた現代的な機関投資家」である。その経営は、「投資顧問会社と提携関係にある経営陣によって組織され」、「投資会社と投資顧問会社の投資顧問契約」に基づいて投資顧問会社、あるいは投資顧問会社と関連のある主要な役員に委譲されている。1950-60年代の好調な株式市場でのパフォーマンス競争、1970年代のMMF、1980年代の企業年金からの資金流入を通して、ミューチャル・ファンドが機関投資家として成長を続けたことが指摘されている。

第5章では、企業年金と株式市場への影響を検討している。まず私的部門における「自発的所得保障制度」としての企業年金の発達、1974年エリサ法等の規制及び保護の諸立法とともに進んだことをみた後、重層的な受託者構造を解説し、さらに、資産運用の委託先別の運用方式をみている。ここでは、企業年金自体が、自家運用よりも委託運用が多く、したがって、株式市場や投資先企業とのコンタクトが比較の間接的であるためであろうか、企業年金の運用内容の分析には立ち入らず、運用委託先の指摘

まででとどまっている。

しかし、第6章の公務員年金の分析では、カリフォルニア州従業員退職基金 (CaLPERS) のデータを中心に、運用に関する具体的なデータを提示して、積極的な株式投資等の内容を分析している。CaLPERS等の公務員年金による株式投資行動の変化が、本書の後半部分の主要テーマである「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」の立論において極めて重要なファクターとなるのである。すなわち、1980年代後半以降、機関投資家の中に、これまでの「ウォール・ストリート・ルール」から「株主行動主義」に転換するものが増加して、アメリカのコーポレート・ガバナンスの状況に大きな変化がでてきたというのである。その転換の理由として、第1に「機関投資家の株式保有の規模が大きくなりすぎ」て、「株式の流動性が低下した」こと、第2にパッシブなインデックス運用という運用戦略の採用によって「ポートフォリオを市場の指標 (S & P 500 : 引用者) に合わせて設置しているため、容易に銘柄の変更ができない」ことがあげられている。

第3部では「コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割」が検討されるが、その前提として、第7章でコーポレート・ガバナンスの概念について従来からの議論が整理されている。

まずラテン語の「gubernare (舵取り)」という語源から説き起こして、ガバナンスの本来の意味は「ある組織の中の権利・義務関係を明確にし、選択された行動のアカウントビリティ (説明する義務) を求めるシステム」と規定し、そこから「コーポレート・ガバナンスとは、株式会社のガバナンスであるから、株式会

社という組織の中のアカウンタビリティを求めるシステム」とし、「コーポレート・ガバナンス論における問題点は、経営者の株主に対するアカウントビリティをいかに遂行させるかということに集約される」と述べている。そして、そのアカウントビリティが発揮される分野については、「株式会社は、株主のために極大利潤を追求する制度であり、利潤追求と関係のない事項にまで株主権の拡大がおこなわれるべきではない」という立場をとっているようである。

そうした上で、アメリカでは、コーポレート・ガバナンスについて、もっと広い視点からの議論があることも紹介している。すなわち「会社の内部の責任体制をも含めて、会社権力の社会全体に対するアカウントビリティを求めるシステム」、あるいは「会社を利潤追求機能と社会奉仕機能とを持つ経済制度」とみる考え方である。筆者は、このような狭義と広義のコーポレート・ガバナンス論の対立を、伝統的な株式会社支配論の議論との関連で考察しようとする。

株式会社支配にかかわる議論としては、大きく分けて、バーリ・ミーンズ等による「経営者主義」と、パーロやフィッチのような「大資産所有者・大株主」支配論があり、前者が広義のコーポレート・ガバナンス論に、後者が狭義のコーポレート・ガバナンス論に相当するといっているのである。ただし、社会主義の崩壊等の政治環境の変化により「株式会社支配論」の根底にあった「資本主義は変貌したか、否か」に関する議論は終息し、「代わってその部分だけが捨象されたコーポレート・ガバナンス論が台頭し」たこと、また、前章でみたように大規模な機関投資家が、コーポレート・ガバナンスにかかわるようになった事態が、再び広義のコーポ

レート・ガバナンス論を活発化させていると述べている。

第8章では証券市場の機関化とコーポレート・ガバナンスについて検討される。株式市場における機関投資家の比重の増大に伴って生じるインパクトとして、例えば「機関投資家の取引量、回転率が上昇するにつれて、固定手数料制への不満が顕著になり」、自由化されたことや、インデックス運用が増加したことが取り上げられるが、もっと重要なこととして、機関投資家の成長と株式所有の集中が発行企業に与える影響が指摘される。

第1は、零細な投資家では会社運営に対する積極的行動は割高なコストになるが、「機関投資家のような大規模化した株主にとっては（コスト・ベネフィットの上でも：引用者）合理的になる」こと、第2に株式保有額の大規模化でいわゆるウォール・ストリート・ルールが放棄されて「株主行動主義」に転換したこと、さらに第3に、M&Aの時に株主としての機関投資家と経営者の利害対立が発生したことである。

第9章では「機関投資家のコーポレート・ガバナンスへの関与」の事例としていくつかの株主提案権行使の例、すなわち、Kマート社に対する「ポイズン・ビル（経営者が、敵対的な買収を阻止するために、株式を発行して特定の第三者に割り当て、買収者の持ち株比率を減少させる手段）に関する提案」、トランスアメリカ会社に対する「ゴールデン・パラシュート（経営者が、自らの法外な報酬を約束し、企業買収に応じること）に関する提案」、アモコ社に対する「秘密投票制度を要求する提案」、TRW社に対する「株主諮問委員会の設立を要求する提案」、トリブーン社に対する「独立した取締役を要求する提案」が取り上げられた。

これらは主として CaLPERS 等の公務員年金が中心となって進められたが、次第にそれ以外の企業年金やミューチャル・ファンドにも広がっていった。

第10章では、機関投資家のコーポレート・ガバナンスへの関与の一環としてリレーションシップ・インベストメントが検討される。それは、機関投資家の新しいスタイルの投資手法であり、会社の発行済株式の大量を保有して会社運営への関与を拡大することと定義されるが、「経営者との対話を重視し、コーポレート・ガバナンスに関与しながら投資価値を高める手法」である。具体例として「株主は忍耐をもち株式を長期的に保有し、会社経営者はこのような長期的な株主に対してアカウントビリティを果たさなければならない」という考え方の CaLPERS や、非交渉アクティブ投資のための委任状闘争等を手段とする Lens Fund（ミューチャル・ファンド）の事例が取り上げられている。ただし最後に、これらの株主行動は「投資収益を考えた」「株価の極大化」を目的としている点を確認している。すなわち、株式会社支配論とは違う次元のことであるというのであろう。

最後の「おわりに」という項で、株式会社は利潤追求競争の中で飛躍的に発展し、様々な利害関係者に少なからず影響を与えており、21世紀のコーポレート・ガバナンスにおいては「企業経営者そして機関投資家の投資戦略においても、株主だけではなく利害関係者の長期的利益が反映されるコーポレート・ガバナンス・システムが構築される必要がある」として、本書が締めくくられている。

おそらく、本書では、著者（三和博士）のいう狭義のコーポレート・ガバナンスの次元に禁

欲的に分析が限定されたが、これから、広義の次元も含めて研究が進められるという意味であろう。楽しみである。

Ⅲ. 問題点

上にみたように、本書の内容は大きく分けて、第1に、19世紀初頭から現在までのアメリカ経済史の展開の中に機関投資家を位置付けて、文字通り本書の副題にあるように機関投資家の「史的展開」を追うという縦の筋があり、そして第2に、その「史的展開」の帰結としての現在の「機関投資家によるコーポレート・ガバナンスへの積極的な関与」についての意欲的な実証研究がある。

第1の点については、著者（三和博士）の学問研究の基礎的な広がりをおうかがうことのできる記述となっており、積極的に評価したい。19世紀以降の機関投資家の歴史的展開が、単に証券市場の中だけではなく、アメリカ経済全体の大きな構造変化の中で進められたということが、たとえ直接的な記述が多くなくとも、本書の構成の中に含まれており、したがって、他の関連分野・領域の研究成果や著作との連絡を取ることが可能なスタイルになっている。19世紀前半のボストンの繊維業、中盤以降の鉄道建設、後半からの金融独占資本の形成、20世紀の大衆資本主義、1929年大恐慌、戦後の成長経済下の株式ブーム、アメリカ型福祉国家（評者の定義では、ヨーロッパ型に比べて、企業年金等の民間部門の制度が活用されるシステム）の中での年金資産の株式運用というように、アメリカ経済史を牽引したファクターを直接的あるいは間接的に絡めながら、記述が進められている。

本書との比較のために、アメリカの機関投資家に関する先行研究の一つである、北條裕雄『現代アメリカ資本市場論：構造と役割の歴史的变化』（1992年、同文館）を取り上げたい。同書は、アメリカの家計部門の貯蓄が、「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を分析するものであり、また「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、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投資信託や保険会社や年金基金を位置づけながら、「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。

本書の場合も、願わくば、アメリカ経済史の縦糸をもう少しだけ前面に出して、それぞれの時期における機関投資家のアメリカ社会全体に対する役割を整理されても良かったのではないと思われる。そのことは、第2の点とも大いに関係してくる。

著者は、伝統的な株式会社支配論の議論が、社会主義の崩壊等の政治状況の変化の中で、その中心命題である資本主義の本質的な変化等の中心命題が忘れ去られたために、終息したのであり、かわって、株式会社企業におけるアカウンタビリティという問題を中心命題とするコーポレート・ガバナンス論が活発化しているとされる。しかも著者によれば、現代の機関投資家の特徴の一つは、投資収益の極大化を目的とするだけで、企業の長期的な支配には関心がないということである。しかし、もしかしたら、現代の「豊かな社会」における大衆貯蓄を集めて

大規模化した機関投資家が、それまでのアメリカ経済の支配秩序に対して「異議」を申し立てているのが、現在のコーポレート・ガバナンス論議かもしれない。本文の記述にもあったように、「一部の限られた富裕層」の資産だけではなく、文字通りの意味での「大衆の貯蓄」を集めて運用するのが現代の機関投資家であるとするれば、やはり、その元々の所有者である「大衆」の利害、しかも金銭的な大小だけではなく、人間社会としての善し悪しまで含めた利害が反映されることはそんなに不自然ではない。

ところで評者（渋谷）は、後半部分におけるCaLPERS等の資料を使つての実証的な論証は大いに評価するものであり、評者自身も、一度CaLPERSを訪問してじっくりと調査・分析してみたいと思っていただけに、羨ましい限りである。それだけに、そのCaLPERS等の大規模機関投資家が提起しつつある問題を、現

代の株式会社や資本市場、さらにはアメリカ経済システム全体のなかでじっくり考え直すことも望まれるような気がしてならない。

IV. 結びに代えて

冒頭に述べた評者の問題意識が先走ってしまったので、出来の良くない書評となってしまった。本書全体の記述に安心感と安定感をもたらしている著者の丹念な研究姿勢にもっと敬意を払いべきであり、また、歴史的な記述や制度的な説明には大いに学ばせていただいた。

それにもかかわらず、「問題点」の項で述べたようにケチをつけたのは、新進気鋭の著者が、このままの実証的なスタイルを維持した上で、今後さらに広がりをもつことで、学問的な貢献を進められることを望む故である。

（東京大学社会科学研究所教授・当所兼任研究員）