

理念としてのアメリカ型企业ガバナンス

渋谷博史

要 旨

本稿は、2年前の渋谷博史 [1999] 「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」の続編である。そこに共通する問題意識は、経済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」になると、アメリカ社会の民主主義も市場経済も、不健全なものになってしまうので、そういう意味で、企業ガバナンス論は、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かという、極めて大きな枠組みの中心に据えられるべきものであり、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、というものである。

前作では、大金融機関と大企業における株式所有関係や重役兼任関係を通した密室的な取引慣行を素材として、その反「自由企業社会」的な性格を検討した。本稿では、第1に、理念としてのアメリカ・モデルにおいて、透明な企業ガバナンスのメカニズムが奉仕すべき対象として設定される株主の中で、基幹的な労働者を中心とする大衆投資家も大きな比重を占めていることを明らかにし、第2に、その基幹的な労働者の代理人である年金基金等の機関投資家が、そのアメリカ・モデルにおいていかなる役割を要請されているのかを、考察する。

そして最後に、このような経済社会構造にとっての意味付けを行った企業ガバナンス論の意味を、20世紀の現代史の中で位置付けて考察する。今後の日本や東アジアにおける経済構造改革に対して示されている「アメリカ的な論理」なるものには、本稿でいうアメリカ・モデルの核となるファクターである企業ガバナンス論を視点が欠けていることを指摘する。その含意は、「企業の存在意義と目的は、社会の多数をなす労働者大衆の幸福」であるという最重要な事柄が等閑にされていることへの抗議である。

目 次

- I. 「ララビー産業」のお伽話：資本主義的な市場経済と民主主義
- II. 個人株主の直接所有と間接所有（機関投資家）
 1. 「豊かな社会」における大衆労働者の「小貯蓄者」化
 2. アメリカ・モデルにおける個人株主：1954年の議会公聴会
 3. 間接所有としての機関投資家：1989年の議会公聴会
- III. 結びに代えて：現代史への位置付け

I. 「ララビー産業」のお伽話：資本主義的な市場経済と民主主義

1950年代、アメリカの大財閥の中核企業であるララビー産業では、大株主のララビー家の長男である社長がワンマン経営的に新事業参入等の重要事を決定していた。サブリーナがそのララビー社長に「もっと金ほしいのか」と問うと、「金が目的であれば事業などしない。金は副産物だ。」と答え、さらに「目的は何だ。権力か。」と問うと、「新しい産業が興る。低開発地域が潤う。工場が建ち、港ができる。その結果、貧しい人々が豊かになり、ハダシの子供が靴を履くようになる。市民に図書館、病院、グラウンド、それに映画館を与えるのがなぜ悪い。」と答えた。

（『サブリーナ』より）

このララビー社長の哲学をアメリカ社会全体が共有している。人々の生活水準が「ハダシ」から「靴を履く」レベルまで上昇するにも、また、図書館・病院等の集団的消費の充実についても、資本主義的な経済活動による社会全体の経済力の高まりが前提されなければならない。病院が資本主義的に運営されるのか、あるいは、その建設・運営が租税資金による公的部門に負担されるのかは、二次的な選択の問題だといえるであろう¹⁾。

さて、この『サブリーナ』という映画がお伽話である所以についてである。それは、ラスト・

シーンで大株主であるララビー家の人々の愛と人情が発現して、冷徹な資本論理が破棄され、ララビー社長と運転手の娘サブリーナの愛が成就されるというハッピー・エンドで終わる。現実のビッグ・ビジネスの場合には、固定資本等で巨額の事業資金が必要になるので、家族的大株主だけではファイナンスは不可能であり、ウォール・ストリート等の大金融機関の融資や株式上場を通して外部から資本や資金を導入する。したがって、経営者以外の株主や資金の貸し手と、内部経営者との利害調整が大きな問題となる。そのような所有と経営の分離が企業ガバナンス問題をもたらしたのであり、株主や貸し手からみた経営者側の透明性は、冷徹な資本論理に適用ルールや運営基準が確立されることで保証される。資本論理以外の人間的な価値基準を経営に持ち込むと、場合によって混乱をもたらし、大きな損失あるいは企業の倒産にまでつながるリスクがある。

そういう意味で、「儲け」のための合理的・効率的な行動という資本論理を背骨とする規律が企業経営の発展性、ひいては経済全体の健全性を担保することになる。その「儲け」のための合理的・効率的な企業経営では、労働者はいかなる位置付けになるのであろうか。たしかに企業の発展は「ハダシ」から「靴を履く」レベルへの上昇につながり、また、ララビー社長付きの運転手の娘であるサブリーナがパリの料理学校に留学できるくらいに運転手の給料も引き上

げられる。ララビー産業の発展がその運転手家族の生活水準を引き上げている。しかし、それでも、賃金引上げはコスト増加となって「儲け」を浸食する要因となるので、労使関係は対立的な構造といえる。

この労使関係と、使用者である経営者と株主の企業ガバナンス問題との関連について、マーク・ロー [2001] は以下のように述べている。日欧と比較してアメリカにおいて株式所有の分散が可能であるのは、ヨーロッパの社会民主主義的な仕組みや日本の終身雇用のような制度によってエイジェンシー・コストが高められないからである。そういうものがないアメリカでは投資家が、ある程度安心して経営者の行動に任せることが可能であり、また、そのような企業ガバナンスに必要な仕組みが形成された。とりわけ、会計情報等の公開を前提とする証券市場制度の整備が重要であった、というのである²⁾。

それでは、アメリカ・モデルでは、企業経営が冷徹な資本論理を徹底化することで、労使対立は激化するのみかという点、必ずしもそうとはいえない。アメリカ・モデルの最大の特徴として、日本のような企業内における協調主義的な労使対立を緩和する仕組みに代わって³⁾、社会全体を融和・調和させるメカニズムが用意されている。それは、企業経営の合理化・効率化の徹底による利潤や成果を、株主として享受できる機会を労働者大衆に提供する仕組みである。市場経済の発展力による「豊かな社会」の中で、労働者大衆が資産を形成しながら、株式投資を介して企業の所有にもかかわり、利益を享受する社会的なメカニズムが円滑に機能するという状況が、調和的な大衆民主主義の経済的基盤になるというのが、アメリカ・モデルの完

成型である⁴⁾。

ちなみに、アメリカの株式所有における個人株主の比重を、連邦準備制度の統計資料から計算すると以下ようになる⁵⁾。2000年における全株式発行分の市場価格合計17兆261億ドルの所有分布は、家計部門41.1%、企業年金11.8%、州地方公務員年金7.9%、投資信託 (mutual fund) 19.1%、生命保険5.5%、外国人10.1%であり、家計部門と2つの年金の合計だけでも60.8%になる。さらに、投資信託に対する投資シェアでは家計部門が68.7%、企業年金が18.8%であるので、株式所有における投資信託の比重19.1%に87.5% (68.7%プラス18.8%) を乗じると16.7%となり、それを、上記の60.8%に加えると、全株式の77.5%が家計部門の直接所有、あるいは年金制度の通した間接所有ということになる。

このようにアメリカ・モデルにおいて、経営者が奉仕すべきであると設定される株主は主として家計部門であり、また、後に詳しく検討するように、その中で、基幹労働者を中心とする大衆投資家も次第に大きな比重を占めるようになったのである。

以上のような問題意識から本稿では、次の第Ⅱ節でその主たる株主である家計部門の直接的な所有の構造、さらに間接的な所有である年金基金や投資信託という機関投資家について検討する。第Ⅲ節では、そのように家計部門すなわち労働者大衆が広く企業ガバナンスにかかわるメカニズムが形成される「豊かな社会」というアメリカ・モデルの意味を、現代史の大きな視野の中に位置付けながら、日本や東アジアへのインプリケーションを考えている。

II. 個人株主の直接所有と 間接所有（機関投資家）

1. 「豊かな社会」における大衆労働者の 「小貯蓄者」化

上述のように、2000年における全株式発行残高の約4分の3が、家計部門によって所有されており、しかも約4割が家計部門の直接所有であった。まずその直接所有の部分からみよう。

ここでは財務省内国歳入局の租税統計を利用して、家計部門の株式所有の構造を分析したい⁶⁾。

1990年の個人所得税申告統計によれば総申告数は113.7百万件である。その時点におけるアメリカの人口が250百万人、労働力人口が125.0百万人であり、失業者の7.0百万人を除くと就業人口は118.0百万人になるので、また夫婦合同申告もあることから、この総申告数113.7百万件という数値は、就業者のほとんどが申告していることを意味している。人的控除や種々の所得控除を差引いた後の「課税所得」を有する申告数は89.9百万件であり、配当所得を有する申告数は22.9百万件であった。すなわち、配当所得を有する申告は、申告数全体の20.1%であり、「課税所得」を有する申告数の25.5%である。株式所有がかなりの広がりを見せているといえよう。

ちなみに、朝鮮戦争直後の1955年の状態をみると以下のごとくであった。人口は166百万人、労働力人口は65.0百万人であり、失業者の2.9百万人を除くと就業人口は62.1百万になる。総申告数が58.3百万件であり、やはり夫婦合同申告もあることから、就業者のほとんどが申告していると考えてよい。配当所得を有する

申告は3.7百万件であったので、その総申告数58.3百万件に対する比重は6.3%であり、「課税所得」を有する申告44.9百万件に対するそれは8.2%である。

次に表1で、1990年における非課税申告数の比重を所得階層別にみよう。全申告数113.7百万件に対して、課税申告数が89.9百万件（79.0%）、非課税申告数が23.9百万件（21.0%）である。当然のことながら、所得が低いほど非課税申告数の比重は高いが、10-15千ドル層（比重29.5%）と15-20千ドル層（比重7.4%）のところで明白な格差がある。すなわち、世帯人数によって事情は異なるにしても、15千ドル以下の階層では、人的控除や種々の所得控除を差引いた後に課税所得が残らない程度の経済力の納税者がかかなり存在するということである。そこで、本稿では便宜的に15千ドルを上回る程度の所得がある部分を、社会あるいは家計における基幹となる所得稼得者（労働者、納税者）と考えることにする。ちなみに、15千ドル以下の階層の非課税申告数を合計すると、22.6百万件となり、非課税申告数合計の95%を占めている。

他方、表2で1955年における同様の統計データをみると、全申告数に占める非課税申告数の比重は23.3%であり、所得階層別にみると、同比重が10%を下回るのは4-4.5千ドル層のところである。ちなみに4千ドル以下の階層における非課税申告数を合計すると13.0百万件であり、それは非課税申告数合計の96%である。したがって、1955年については4千ドル超の階層を基幹稼得者と考えることにする。

そうすると1990年における基幹稼得者は67.5百万件であり、その対人口比率は27.0%であり、1955年におけるそれは25.1百万件、15.1%

表 1 1990年における非課税申告の比重

調整総所得階層別(ドル)	全申告数	課税される申告数	非課税の申告数	非課税申告の比重(%)
合計	113,717,138	89,862,434	23,854,704	21.0
ゼロ	904,876	7,386	897,490	99.2
1－ 5,000	16,478,272	4,899,673	11,578,599	70.3
5,000－ 10,000	14,952,855	8,879,783	6,073,072	40.6
10,000－ 15,000	13,922,750	9,822,147	4,100,603	29.5
15,000－ 20,000	11,543,228	10,688,803	854,425	7.4
20,000－ 25,000	9,572,317	9,429,905	142,412	1.5
25,000－ 30,000	7,838,225	7,750,103	88,122	1.1
30,000－ 40,000	12,282,786	12,216,500	66,286	0.5
40,000－ 50,000	8,837,067	8,812,426	24,641	0.3
50,000－ 75,000	10,944,102	10,924,763	19,339	0.2
75,000－ 100,000	3,276,142	3,271,711	4,431	0.1
100,000－ 200,000	2,329,562	2,325,498	4,064	0.2
200,000－ 500,000	644,027	643,104	923	0.1
500,000－1,000,000	130,252	130,062	190	0.1
1,000,000－	60,677	60,571	106	0.2

備考：aは0.05未満

〔出所〕 *Statistics of Income*, 1990より作成。

であった。

以上の検討を少し整理しておこう。1955－1990年の長期的な経済成長の下で、第1に連邦個人所得税の申告件数の対人口比率が35%から45%に、すなわち10ポイントも増加しており、その原因としては、女性を中心とする就業化率の上昇が考えられる。第2に、それに伴って、基幹となる所得稼得者の同比率も10ポイント増加している。逆からみれば、申告件数の中で、課税最低限に満たない非課税申告数の部分の対人口比率は、1955年が8.0%、1990年が9.5%である。

また、家計を賄うことのできる基幹的な稼得者（この中には少数であるが経営者や資産家も含まれている）に対する「配当所得を有する申告数」の比率は、1955年に14.7%であったのが

1990年には33.9%に増加している。少なくとも透明かつ効率的な企業ガバナンスのメカニズムを通して奉仕されるべき株主の中に、労働者大衆がかなり入ってきたことがイメージできる。次に、その株主としての労働者大衆について、所得階層別の所有構造に立ち入ってみよう。

表3は1990年における所得階層別でみた申告数、調整総所得（課税ベース）、給与・賃金所得、課税利子所得、配当所得の比重及び累積比重の状態を示している。

第1に、申告数の累積分布をみると、所得が15－20千ドル層のところで申告数の累積分布が50.8%となっており、そこがいわゆるメジアン値といえる。第2にその申告数分布のメジアン値にあたる15－20千ドル層で、調整総所得の累積分布をみると14.2%であった。この2点か

表 2 1955年における非課税申告の比重

調整総所得階層別 (ドル)	全申告数	課税される申告数	非課税の申告数	非課税申告の比重(%)
合計	58,250,188	44,689,065	13,561,123	23.3
ゼロ	432,024	0	432,024	100.0
600以下	3,839,333	0	3,839,333	100.0
600－ 1,000	3,202,710	1,437,846	1,764,864	55.1
1,000－ 1,500	4,523,556	2,483,242	2,040,314	45.1
1,500－ 2,000	4,125,462	2,447,663	1,677,799	40.7
2,000－ 2,500	4,116,843	2,961,513	1,155,330	28.1
2,500－ 3,000	4,311,841	3,318,528	993,313	23.0
3,000－ 3,500	4,329,594	3,669,251	660,343	15.3
3,500－ 4,000	4,335,429	3,860,057	475,372	11.0
4,000－ 4,500	4,169,883	3,931,760	238,123	5.7
4,500－ 5,000	3,838,738	3,687,445	151,293	3.9
5,000－ 6,000	5,862,618	5,754,968	133,015	0.8
6,000－ 7,000	3,871,849	3,855,290		
7,000－ 8,000	2,400,131	2,395,179		
8,000－ 9,000	1,412,757	1,411,320		
9,000－ 10,000	912,095	911,711		
10,000－ 15,000	1,518,296	1,517,076		
15,000－ 20,000	425,989	425,730		
20,000－ 25,000	210,289	210,172		
25,000－ 30,000	120,617	120,427		
30,000－ 50,000	190,707	190,589		
50,000－ 100,000	77,604	77,563		
100,000－ 150,000	12,960	12,902		
150,000－ 200,000	3,946	3,937		
200,000－ 500,000	4,022	4,009		
500,000－1,000,000	628	624		
1,000,000以上	267	263		

備考：① a は0.05未満
② 非課税申告数の5,000－6,000ドル層の申告数は5,000ドル以上層全体の合計
③ 非課税申告の比重の欄の5,000－6,000ドル層の数値は、5,000ドル以上層の申告数全体16,891,760件を分母にして算出している。
〔出所〕 *Statistics of Income*, 1955より作成。

表 3 所得階層別の財産所得の分布 (1990年)

(単位 ドル, %)

調整総所得階層別	申告数	申告数の 比重	申告数の 累積比重	調整総所得	調整総所得の 比重	調整総所得 の累積比重
合計	113,717,138	100.0		3,405,427,348	100.0	
ゼロ	904,876	0.8	0.8	-45,809,664	-1.3	-1.3
1- 5,000	16,478,272	14.5	15.3	41,497,039	1.2	-0.1
5,000- 10,000	14,952,855	13.1	28.4	111,951,215	3.3	3.2
10,000- 15,000	13,922,750	12.2	40.7	173,376,264	5.1	8.3
15,000- 20,000	11,543,228	10.2	50.8	201,638,041	5.9	14.2
20,000- 25,000	9,572,317	8.4	59.2	214,321,942	6.3	20.5
25,000- 30,000	7,838,225	6.9	66.1	215,207,577	6.3	26.8
30,000- 40,000	12,282,786	10.8	76.9	426,384,692	12.5	39.3
40,000- 50,000	8,837,067	7.8	84.7	394,730,512	11.6	50.9
50,000- 75,000	10,944,102	9.6	94.3	657,214,261	19.3	70.2
75,000- 100,000	3,276,142	2.9	97.2	279,524,997	8.2	78.4
100,000- 200,000	2,329,562	2.0	99.3	305,567,590	9.0	87.4
200,000- 500,000	644,027	0.6	99.8	188,004,834	5.5	92.9
500,000-1,000,000	130,252	0.1	99.9	87,142,014	2.6	95.5
1,000,000-	60,677	0.1	100.0	154,676,032	4.5	100.0

調整総所得階層別	給与・賃金	給与・所得の 比重	給与・所得 の累積比重	課税利子	課税利子の 比重	課税利子の 累積比重
合計	2,599,401,271	100.0		227,083,888	100.0	
ゼロ	6,365,390	0.2	0.2	4,689,250	2.1	2.1
1- 5,000	34,441,886	1.3	1.6	4,272,890	1.9	3.9
5,000- 10,000	82,284,507	3.2	4.7	11,005,175	4.8	8.8
10,000- 15,000	128,659,099	4.9	9.7	15,687,037	6.9	15.7
15,000- 20,000	155,727,759	6.0	15.7	15,589,412	6.9	22.6
20,000- 25,000	171,275,351	6.6	22.3	13,954,510	6.1	28.7
25,000- 30,000	178,689,937	6.9	29.1	10,857,878	4.8	33.5
30,000- 40,000	355,079,160	13.7	42.8	22,196,424	9.8	43.3
40,000- 50,000	327,775,204	12.6	55.4	18,518,927	8.2	51.4
50,000- 75,000	544,653,869	21.0	76.4	30,865,516	13.6	65.0
75,000- 100,000	219,784,196	8.5	84.8	15,822,528	7.0	72.0
100,000- 200,000	204,011,887	7.8	92.7	22,012,131	9.7	81.7
200,000- 500,000	103,185,625	4.0	96.6	15,932,978	7.0	88.7
500,000-1,000,000	42,188,146	1.6	98.3	8,340,823	3.7	92.4
1,000,000-	45,279,253	1.7	100.0	17,338,408	7.6	100.0

調整総所得階層別	配当	配当の比重	配当の 累積比重
合計	80,168,536	100.0	
ゼロ	898,886	1.1	1.1
1- 5,000	1,167,183	1.5	2.6
5,000- 10,000	2,091,813	2.6	5.2
10,000- 15,000	3,250,864	4.1	9.2
15,000- 20,000	2,955,293	3.7	12.9
20,000- 25,000	2,998,670	3.7	16.7
25,000- 30,000	2,773,270	3.5	20.1
30,000- 40,000	5,468,532	6.8	26.9
40,000- 50,000	5,157,733	6.4	33.4
50,000- 75,000	11,596,347	14.5	47.8
75,000- 100,000	6,135,668	7.7	55.5
100,000- 200,000	10,847,074	13.5	69.0
200,000- 500,000	8,817,758	11.0	80.0
500,000-1,000,000	4,858,801	6.1	86.1
1,000,000-	11,150,643	13.9	100.0

〔出所〕表 1 と同じ。

表 4 所得階層別の財産所得の分布 (1955年) (単位 ドル, %)

調整総所得階層別	申告数	申告数の の比重	申告数の 累積比重	調整総所得	調整総所得の 比重	調整総所得 の累積比重
合計 ゼロ	58,250,188	100.0		249,429,182	100.0	
600以下	432,024	0.7	0.7	898,865	0.4	0.4
600 - 1,000	3,839,333	6.6	7.3	1,261,713	0.5	0.9
1,000 - 1,500	3,202,710	5.5	12.8	2,566,114	1.0	1.9
1,500 - 2,000	4,523,556	7.8	20.6	5,616,459	2.3	4.1
2,000 - 2,500	4,125,462	7.1	27.7	7,212,429	2.9	7.0
2,500 - 3,000	4,116,843	7.1	34.7	9,275,007	3.7	10.8
3,000 - 3,000	4,311,841	7.4	42.1	11,858,501	4.8	15.5
3,000 - 4,000	8,665,023	14.9	57.0	30,320,415	12.2	27.7
4,000 - 5,000	8,008,621	13.7	70.8	35,930,570	14.4	42.1
5,000 - 10,000	14,459,450	24.8	95.6	95,542,198	38.3	80.4
10,000 - 15,000	1,518,296	2.6	98.2	17,923,575	7.2	87.6
15,000 - 20,000	425,989	0.7	98.9	7,300,263	2.9	90.5
20,000 - 25,000	210,289	0.4	99.3	4,683,237	1.9	92.4
25,000 - 30,000	120,617	0.2	99.5	3,289,658	1.3	93.7
30,000 - 50,000	190,707	0.3	99.8	7,142,830	2.9	96.5
50,000 - 100,000	77,604	0.1	100.0	5,151,675	2.1	98.6
100,000 - 150,000	12,960	0.0	100.0	1,549,762	0.6	99.2
150,000 - 200,000	3,946	0.0	100.0	675,565	0.3	99.5
200,000 - 500,000	4,022	0.0	100.0	1,143,650	0.5	100.0
500,000 - 1,000,000	628	0.0	100.0	417,978	0.2	100.1
1,000,000以上	267	0.0	100.0	567,583	0.2	100.4

調整総所得階層別	給与・賃金	給与・所得 の比重	給与・所得 の累積比重	利子	利子の比重	利子の 累積比重
合計 ゼロ	200,712,105	100.0		2,583,609	100.0	
600以下	131,633	0.1	0.1	28,000	1.1	1.1
600 - 1,000	1,074,269	0.5	0.6	29,683	1.1	2.2
1,000 - 1,500	1,970,417	1.0	1.6	49,508	1.9	4.1
1,500 - 2,000	4,378,953	2.2	3.8	97,353	3.8	7.9
2,000 - 2,500	5,688,277	2.8	6.6	110,399	4.3	12.2
2,500 - 3,000	7,603,711	3.8	10.4	99,520	3.9	16.0
3,000 - 4,000	10,165,026	5.1	15.5	104,748	4.1	20.1
4,000 - 5,000	27,079,405	13.5	28.9	174,864	6.8	26.9
5,000 - 10,000	32,788,655	16.3	45.3	196,226	7.6	34.5
10,000 - 15,000	85,563,600	42.6	87.9	622,810	24.1	58.6
15,000 - 20,000	12,313,204	6.1	94.0	282,214	10.9	69.5
20,000 - 25,000	3,655,396	1.8	95.9	167,421	6.5	76.0
25,000 - 30,000	1,947,202	1.0	96.8	114,601	4.4	80.4
30,000 - 50,000	1,285,890	0.6	97.5	86,428	3.3	83.8
50,000 - 100,000	2,628,218	1.3	98.8	195,793	7.6	91.3
100,000 - 150,000	1,680,933	0.8	99.6	135,470	5.2	96.6
150,000 - 200,000	407,839	0.2	99.8	37,487	1.5	98.0
200,000 - 500,000	142,553	0.1	99.9	15,302	0.6	98.6
500,000 - 1,000,000	167,679	0.1	100.0	23,153	0.9	99.5
1,000,000以上	31,409	0.0	100.0	6,483	0.3	99.8
	7,836	0.0	100.0	6,146	0.2	100.0

	配当	配当の比重	配当の 累積比重
合計 ゼロ	7,850,903	100.0	
600以下	30,954	0.4	0.4
600 - 1,000	13,273	0.2	0.6
1,000 - 1,500	35,254	0.4	1.0
1,500 - 2,000	73,884	0.9	2.0
2,000 - 2,500	86,559	1.1	3.1
2,500 - 3,000	95,903	1.2	4.3
3,000 - 4,000	109,095	1.4	5.7
4,000 - 5,000	219,896	2.8	8.5
5,000 - 10,000	225,344	2.9	11.3
10,000 - 15,000	986,005	12.6	23.9
15,000 - 20,000	745,815	9.5	33.4
20,000 - 25,000	560,954	7.1	40.5
25,000 - 30,000	447,336	5.7	46.2
30,000 - 50,000	382,213	4.9	51.1
50,000 - 100,000	1,022,511	13.0	64.1
100,000 - 150,000	1,128,788	14.4	78.5
150,000 - 200,000	503,036	6.4	84.9
200,000 - 500,000	239,560	3.1	88.0
500,000 - 1,000,000	471,294	6.0	94.0
1,000,000以上	187,071	2.4	96.4
	286,158	3.6	100.0

〔出所〕表2と同じ。

ら、納税申告者の内で所得が低い半分は、総所得の約7分の1しか稼いでおらず、逆に所得の高い半分の納税者は総所得の約7分の6を獲得しているということである。

第3に、調整総所得の累積分布では40-50千ドル層がメジアン値になる。そこは申告数の累積分布は84.7%であり、上記の基幹的稼得者（15-20千ドル層以上）の中でみても、上から約4分の1にあたる⁷⁾。かなり単純化していうと、基幹的稼得者の上位4分の1で所得の2分の1と獲得していることになる。

第4に、この40-50千ドル層が基幹的稼得者の上位4分の1と下位の4分の3を分ける階層になるのであるが、そこでの給与・賃金、課税利子や配当の累積分布をみると、以下のようになっている。給与・賃金と課税利子はどちらの50%台であり、総調整総所得の累積分布に近いものである。ところが配当の場合は、その階層で33.4%となっており、基幹稼得者の所得上位4分の1の部分で配当の3分の2を獲得していることになる。すなわち給与・賃金を中心とする調整総所得の分布におおむね比例して、課税所得を生み出すような預金や債券という金融資産は分布しているが、配当を生み出す株式所有については、所得上位の階層に比重が偏っているといえよう。

次に比較のために表4で1955年について検討しよう。

第1に申告数の累積分布は2.5-3千ドル層で42.1%、3-4千ドル層で57.0%であるので、3-4千ドル層の真中あたりが累積分布50%のメジアン値にあたると思われる。第2にその申告数分布におけるメジアン値あたりで調整総所得の累積分布を算出すると35.3%⁸⁾となる。すなわち、納税者の内に所得の低い半分は

総所得の約3分の1を稼いでおり、上の1990年の7分の1と比較すると、この間の長期的な経済成長の中で不平等が強まってことになる。しかしそれは、先にみたように、女性を中心とする就業率の上昇に伴う限界的な労働者の増加による面が大きく、その影響を考慮する必要がある。

第3に、調整総所得のメジアン値にあたるところを註3と同様の方法で算出すると、5-10千ドル層の中の下から申告数比重で5.1%にあたるところであり、その位置での申告数の累積分布は75.9%となる。それを、1990年度の84.7%と比較すると低いので、すなわち、1955年には申告数分布の上位25%程度で調整総所得の半分を稼得していたのに対して、1990年には上位15%程度で半分を稼得するのであるから、この間に不平等が強まったということになる。しかし、やはり上記の基幹稼得者（4千ドル以上層）の中でみると、3-4千ドル層の申告数累積比重が57.0%であるので、4千ドル以上の階層は43.0%を占めることになり、その中で、調整総所得のメジアン値の位置が申告数累積分布でいえば75.9%（上からいえば24.1%の位置）になるので、そこは基幹稼得者の中では上から56.0%の位置になる。すなわち、1955年の場合には、基幹稼得者の上位半分強で全体の調整総所得の半分を稼得したことになり、やはり、1990年の4分の1と比較すると、この間に格差が広がったといえよう。

第4に、同様に調整総所得についてのメジアン値にあたる場所における各所得別の累積分布を算出すると給与・賃金が54.2%、課税利子所得が39.5%、配当所得が13.9%であった⁹⁾。給与・賃金のそれは調整総所得に近いが、金融資産から生じる課税利子や配当は所得上位層に

偏っており、1990年の偏り方よりも大きいことがわかる。すなわち、1955-1990年の期間の経済成長による「豊かな社会」の形成の中で、基幹的な稼得者による金融資産の蓄積が進み、それに伴って、1955年に比べて1990年の方が、広い範囲にわたって金融資産所有とそれに伴う所得が分布するようになったといえよう。

特に本稿の立論にとって重要なのは、株式所有の分布を表す配当所得であるが、例えば、1955年に10-15千ドル層における配当所得の累積分布が33.4%であり、申告数のそれが98.2%であった。そのことは、申告者の上位約2% (約1百万件) が配当所得の3分の2を獲得することを意味する。1990年には40-50千ドル層における配当所得及び申告数の累積比重が33.4%と84.7%である。すなわち、申告者の上位15% (約17百万件) が配当所得の3分の2を稼得することになる。

以上のことから、戦後アメリカの経済発展による「豊かな社会」の中で、株式所有構造における最大の部門である家計部門はかなり大衆化する方向で大きく変化したといえよう。

2. アメリカ・モデルにおける個人株主：1954年の議会公聴会

1954年の税制改革は、まさにパクス・アメリカナの基軸国としてアメリカがさまざまなコストを負担することを、納税者に明確に説明し、民主主義的な手続きのもとで承認を求めるという歴史的な意義を有するものであった。したがって、基軸国としてのアメリカの財政及び経済の健全性を維持するために、財界及び保守派は、今でいうサプライ・サイド的な発想で資本蓄積を促進する税制の必要性を主張した。その一環として配当二重課税の調整等の租税優遇

措置を支持する議会証言の中で、企業ガバナンスと大衆投資家の関係について以下のようなことが述べられたのである¹⁰⁾。

第1はニューヨーク証券取引所のファインストーン理事長の証言である。

金融界は、株式所有の拡大を促進し、法人企業の民主主義を強化し、アメリカの法人企業が株式金融から十分な資金を獲得するのを容易にするような税制改正を望む。株式を公開している法人企業については650万人ないし700万人の株主があり、加えて非公開の法人企業については150万人の株主がいるので、合計で850万人程度になる。近年、低所得層でも株式所有が増加する傾向がある。アメリカの競争的な私企業システムを維持するには、その繁栄・成長するシステムに大衆が直接的な所有関係を有するようにして、大衆を資本主義的なシステムのパートナーにするのが最善である。

そのために必要な租税優遇措置として、ファインストーン理事長は、配当二重課税やキャピタル・ゲイン重課税の調整が必要であることと提言した後、株式所有の大衆化の実例としてUSスティール社について次のように述べている。

同社には、従業員300千人に匹敵するほどの286千人の株主がいる。同社自身の調査によれば、個人所有分の20.5百万株のうちで、所得5千ドル未満の階層が53% (10.8百万株) を所有している。さらに生命保険や銀行信託部や投資信託が所有する数百万株も実質的には個人に帰属するものである。

第2は、代表的な資本集約的業種であるペンシルバニア電力会社のオークス会長であり、やはり、配当課税の租税優遇措置を求めて次のように述べている。

財務省のデータによれば、所得4.5千ドル未満の階層にある27.6百万人の納税者の中で配当所得があるのは (すなわち株式所有を意味する：引用者) わずかに1.3百万人であり、残りの26.3百万人は潜在的

な投資家である。4.5-10千ドルの階層では6.8百万人の納税者の中で1.1百万人が配当所得を申告しているが、残りの5.7百万人はやはり潜在的な投資家といえる。

もし適当な税制上のインセンティブが与えられれば、これらの（現在の：引用者）潜在的な投資家からかなりの人々が株式投資に向かうはずである。

さらに同会長は、アメリカ経済の発展の土台となる電力産業のインフラ投資を、大衆的な株式投資でファイナンスすることは経営面での健全性（借入ではなく自己資本であること：引用者）を意味するだけではなく、社会主義と比較して経済体制全体の問題としても望ましいとした上で、ペンシルバニア電力会社自体の株主調査について以下のように述べている。

第1に株主の98%が個人株主であり、第2に個人株主の16%が退職高齢者であり、第3に個人株主の72%が50株未満の小株主であり、第5に個人株主の50%以上が60歳以上の高齢者である。

以上みたように、基軸国アメリカが対社会主義の軍事力を賄うための税制を議論するとき、社会主義モデルに対抗して民主主義と市場経済のアメリカ・モデルとして、「人民資本主義」(people capitalism) 的な大衆の株式投資をひとつの重要な核と位置付ける考え方が提示されたのである。この時点ですでに一流企業については大衆株主化が進行していたことが示されたが、その後、前項でみたように一層の大衆化が進展したのであり、そういう意味で大衆投資家の利益につながる企業ガバナンスの整備というアメリカ・モデルが実現したともいえる。

次に項を改めて、大衆労働者の間接的な株式所有ともいえる企業年金等の機関投資家について考察しよう。

3. 間接所有としての機関投資家：1989年の議会公聴会

ここで取り上げるのは、1989年に議会上院の銀行委員会証券小委員会で開催された「企業ガバナンス、乗っ取り、資本市場への機関投資家のインパクト」という公聴会の記録である¹¹⁾。この公聴会は、年金基金等の運用を委託される専門的なマネーマネージャーが、短期的な運用成績をあげるために投機的な経済活動に加担する傾向が出ているので、連邦政府の規制を強化すべきか否かを議論するものであったが、ここでは、本章のテーマであるアメリカ・モデルとしての企業ガバナンスの仕組みにおいて機関投資家がどのような役割を果たすことが求められているのか、という視点から検討したい。

まず冒頭で証券小委員会のドッド委員長が以下のような挨拶を行った。

機関投資家の投資行動は主としてファンド・マネージャーによって決定されており、四半期ベースの短期的な成績に重点を置いているという説もあるが、他方では、機関投資家とりわけて年金基金は、長期的な資金提供を行う「忍耐力のある資本」(patient capital) の源泉であるという説もある。

長年の間われわれは、企業の株主に対する責任を議論してきたが、近年は、株主の責任も議論するようになった。1930年代の Berle & Means の研究以来、株主は「分散的で、非力な個人」と想定してきたが、近年では、「目的意識のはっきりした一群の機関投資家」が主要企業のガバナンスに影響力を有している。

機関投資家のほとんどが企業年金基金であると言われる。これは、何百万人ものアメリカ人の退職給付が将来のわが国における資本形成の資金の源泉となることを意味している。そして、(企業年金の：引用者) 受託者が、アメリカの主要企業のガバナンスと経営の方法を決定する権限を持つようになるので

ある。

大手企業の代表としてシグラー氏 (Champion International Corporation の会長) が、現在株式市場の約半分が機関投資家によって所有されており、特に我が社のような大規模な企業の場合には75ないし80%が所有されているが、その原因は、第1に、年金基金の膨張であり、(資産規模は：引用者) その2兆ドルを超えて増加を続けているし、第2に、個人の株式投資についても投資信託のような機関投資家に依存するようになったことである、と述べた後、『敵対的乗っ取りとLBOにおける年金基金の役割とそのアメリカ経済へのインパクト』(ビジネス・ラウンドテーブルの企業ガバナンス検討会による報告書)を添付資料として提出した。その要旨は以下のごとくであった。

①長期的な計画や投資は経済成長に不可欠であるが、現在は、即時の短期利益を求める経済圧力が強く、そのことがしばしば長期的な成長や開発を損なっている。

②年金基金は、アメリカ企業にとっての最大の投資家であるとともに、会社買収への資金提供の2つの手段であるジャンク・ボンドとLBO貸付への出し手である。

③年金基金の資金残高は2兆ドルを超えて増加中であり、その3分の2は企業年金でERISA法統の規制下にあり、残りの3分の1は公務員年金で同様の規制を受けている。

④Fortune誌によれば、年金基金がアメリカの上場株式の25%を、ニューヨーク取引所上場株式の50%を、そしてS&P最大500社の株式の65%を所有している。コロンビア法律大学院の法経済研究センターの機関投資家プロジェクトによれば、1987年の株式価格残高の最大50社について機関投資家が33%以上を所有し、その50社の内の41社については41%を、さらに27社については50%以上を所有している。

⑤すでに市場に占めるシェアが大きいので、企業年金は平均以上の運用成果をあげるには、ジャンク債やLBOによる高利回りを得ようとする傾向がある。たしかに年金基金の資産残高に占めるこのような高リスク・高利回りの運用の比重は小さいが、ジャンク債やLBOの側からみれば年金基金は大きな投資家である。年金基金が直接購入するのはジャンク債の15%であるが、年金基金資産を運用している保険会社、投資信託、マネー・マネージャーの購入を合計すると60%になる。

⑥年金加入者である被用者にとって勤続年数が年金給付額算定で重要なファクターであるので、雇用をもたらす企業の健全性と成長性が重要である。しかし、乗っ取りやLBOから生じた高負債の企業は、事業規模縮小、レイオフ、資産売却の必要が生じて、労働者にとって安定的な雇用を保障できる存在ではない。さらに、仮にそのような高リスクから高利回りが獲得できても、それは、確定給付型年金の場合には雇用主の拠出負担を切り下げることであっても、給付水準の引き上げにはつながらない。

⑦租税優遇措置や給付保証保険が政府によって与えられているので、年金基金は受給者のためのみならず、経済繁栄による雇用安定を促進するという広い公的な課題にも貢献すべきである。

すなわちこの財界側の報告書の観点は、企業年金という制度を、連邦政府による保護が与えられた社会的な制度としての側面から、アメリカ経済社会全体の健全で安定的な運営に貢献すべきであるというものである。

同じく財界のカービー氏 (Capital Guardian Trust社の会長) も、年金基金は、第1に退職後所得保障という役割と同時に、第2に、企業の安定的かつ長期的な株主として、企業の長期的な経営戦力を理解し協力することで、アメリカ経済全体の安定的な成長力を促進、維持することに役立つという社会的役割を果たすべし、という立場から、以下のような証

言を行っている。

第2次大戦後のアメリカ社会のビジネス分野において2つの重大な進展があった。第1は、ほとんどの株式公開の会社で創立者あるいは家族経営者から専門的な経営者への移行である。第2は、資本を振り分ける過程の機関化（機関投資家を中心になる：引用者）であり、それは、公務員年金や企業年金や投資信託が急成長し、それらが専門的な投資マネージャーによって管理されているからである。

所有者でない専門的な経営者や、機関投資家の欠点はいかなるものであろうか。第1に、多くの経営責任者については、年収や、役職に付随する利益や、世界規模の資産や従業員に対する権限の大きさに比べて、自分が所有する自社株の価値は僅かである。すなわち経営者のプライオリティと、株主のそれが必ずしも一致しないのである（経営者個人の年収・役得や、職務権限の維持が、株主の所有者としてのプライオリティに優先する可能性を指している：引用者）。第2に、専門的なマネーマネージャーの役割は、株式公開会社とその無数の実際の所有者の間におけるコミュニケーションを維持することであるが、そのために、前期の成績が悪いときは経営者に文句を言い、あるいは、来期の予想収益を開示させるのである。さらに、機会主義的な株式の売買や、敵対的買収の過程で利益を上げようとする。

株主はいかなる責任も果たしていない。「企業民主制」（Corporate Democracy）はアメリカには実際には存在してこなかった。ほとんどの個人投資家にとって委任状の内容は理解不能である。機関投資家は長い間「足による投票」のやり方に従ってきた。それは、賛成できないことを経営者が実施しようとする時には、反対はしないが、その株式を売却して、他の企業に乗り換えるというやり方である。議会が年金基金や退職基金に租税優遇措置を提供するのは、投機的な取引を行わせるためではない。租税優遇を受けている機関投資家に対して、短期的な利益については課税すべきである。

このような批判に対して年金基金側から、コネチカット州公務員年金基金（資産規模約80億

ドル）の受託者として、また機関投資家協会の代表として、同州財務省出納局のボー・ジス局長が以下のような反論を行っている。

過去2年間、コネチカット州は、（株主）秘密投票や公正雇用慣行や企業ガバナンスについて積極的に立場を表明してきた。例えばU.S. Air Group社に対してワシントンで開催された年次総会で株主の秘密投票を実施することを要請した。わがコネチカット州財務省は企業から（株主としての：引用者）投票内容を変更するべく圧力をかけられた経験はないが、信頼できる情報源によると、多くの銀行や保険会社や投資マネージャーはそういう経験があるという事である。（銀行は株式所有ができないし、保険会社も制限があるので、ここの記述は、年金基金の資産運用を受託している部分についてのものと思われる。すなわち、州公務員年金基金の管理者である州財務省に対する直接の圧力はないが、その資産運用を受託している金融機関や投資顧問業者には、企業サイドから圧力がかけられているというのであろう。その圧力の根拠は、その企業自体の企業年金の受託ビジネスにからめてのものもあろうし、また企業本体の金融業務や資本調達業務にからめてのものもあるといえよう。そのような年金基金と企業と金融機関の関係については、渋谷博史[1999]で詳細に検討している：引用者）。また、北アイルランドに子会社を持つアメリカ企業に対して、（コネチカット州公務員年金基金は：引用者）株主として、北アイルランドにおけるカトリック教徒とプロテスタント教徒の非差別的な雇用を要請している。南アフリカにおいて事業を行う企業に対しても同様の要請を行っている。「投資の社会的責任」（social responsibility in investing）は、年金基金の運用成績をよくする。

（このように年金基金は社会性を有しており、：引用者）私の知る限り、ほとんどの信頼できる年金基金マネージャーは、「慎重に、かつ長期的な視点で投資を行っている」。時には短期キャピタル・ゲインを得ることもあるが、それにはしっかりとした理由がある。例えば企業サイドの投機的行動によって

株価が上昇した場合には、「慎重な」マネージャーでも売却の可能性を検討するが、これは例外的な事例であり、通常はほとんどの年金基金は長期的な観点から運用されている。

最後にモンクス氏 (Institutional Shareholder Service) の証言を取り上げよう。同氏は、レーガン政権期に労働省で企業年金行政の責任者を務めた経歴があり、年金基金による積極的な株主行動についての論客であった。しかし、民主党リベラル派のような市場介入主義者ではなく、自由市場における正当で合理的な行動を支える枠組みを維持するというスタンスが基本であり、短期的な利益追求の行動の弊害をなくすために、企業ガバナンスのメカニズムを回復させることが必要であると主張している。

企業ガバナンスのシステムが崩壊したことで、経営者は株主に対して説明義務を怠るようになった。それ故に、経営者サイドにも買収者サイドにも、株主の利益を損なうようなインセンティブと機会が生じるのである。そして、企業のエネルギーと創造力が、企業買収の攻防に向けられた。その唯一の原因は、株主と企業経営者の間の内的な契約関係が消えたも同然な状態になったことである。それは、株主総会における投票や議論を通しての株主としての重要な意思伝達手段をうまく行使しないからである。もし再び行使されるようになれば、企業の関係者にとってプラスになるような合併や買収しか、市場で許容されないはずである。

一つの実例をあげると、1989年の春に Honeywell 社の経営陣が役員任期を変更しようとした際に株主の承諾書面を省略する形で株主の権利に反することを提案した時に、株主は、株主投票を通して対抗し、成功した。所有者としての権利を守り、情報が提供される参加者として行動することで、株主が目的を果たした実例である。

現代社会では、企業による私的な決定が日常生活に

及ぼす影響は政府よりも大きい。経営者の普通の事業にかかわる決定が人々の生活、職業、衣食住を規定し、知識や学校や大学、さらには社会の将来にも影響を及ぼすのである。そのような企業の決定のプロセスに誰が参加すべきであろうか。代表民主制が公的権力の正当な基盤を確立したように、企業ガバナンスのシステムが私的権力の正当な基盤を確立した。その2つのシステムは、複雑な課題に対処するために専任のガバナンスにあたる専門家が必要になったことから生じた諸問題に取り組む試みであった。そこから、いわゆるエイジェンシー・コストの問題が生じ、アカウントビリティ (説明責任) が重要になった。機関投資家はアメリカ企業に堅固な資本供給の仕組みを提供できる。年金基金は、企業と株主の両方に利益をもたらすような投資戦略で長期利益を最大化できる。敵対的買収や株主投票が最後の手段ではなく、企業ガバナンスに建設的にかかわることで、エイジェンシー・コストを削減できるし、それは企業だけではなくアメリカ経済全体にとっても最良のやり方である。

周知のように、1980年代はレーガン共和党政権の下で「小さな政府」へ向けての規制緩和や減税が進められた時期であり、それまでの民主党リベラル派による市場介入主義的な「大きな政府」が、縮小、削減されていた。この公聴会でも、主として財界や共和党系の保守派が証言しており、その基本的スタンスは、上述のように、自由市場における正当で合理的な企業や株主の行動を支える枠組みを維持するために、企業ガバナンスのメカニズムを回復させようとするものであり、その中で新たに台頭した機関投資家の力を、積極的な株主行動を通して活用しようというのである。ただし、そこで大前提になるのは、本節の第1項及び第2項で述べたように、企業の所有持分である株式の分布は、直接的あるいは間接的な株式所有 (年金基金等の機関投資家) を通して、基幹的な労働者を中心

とする中間層大衆にも広汎に広がっていることである。そういう株主の利益のために、企業経営における透明性が重要という構造で理解すべきである。実際には、前作の渋谷博史 [1999] で検討したように、一部の大株主や経営者の織り成す「網」のようなエスタブリッシュメントが、不透明な形で、広汎に存在する株主の利益に反する事例もあるかもしれないが、少なくとも、アメリカが基軸国として世界に示すアメリカ・モデルの理念としては、基幹的な労働者を中心とする中間層大衆による株式投資を通して、企業利益が社会に還元されるというシステムが提示されるのである。

このような理念としてのアメリカ・モデルは、財界や共和党保守派だけではなく、前作の渋谷博史 [1999] でみたように、民主党リベラル派も共有されており、したがってアメリカ経済社会の全体にあるコンセンサスと考えることができる。

Ⅲ. 結びに代えて：現代史への位置付け

アメリカが、20世紀のパクス・アメリカナ体制における基軸国としての役割を果たし、その編成コストを負担できたのは、大量生産・大量消費のための重厚長大企業における優越性に故であり、またその優越性を理由に、アメリカ・モデルを世界に提示できたのである。この重厚長大の製造業を経済発展の動力とする長期的な過程において、重化学工業や運輸通信業に必要な巨大な固定資本をファイナンスするために、「ウォール・ストリート」を頂点とする金融組織が重要な役割を果たしてきた。

その金融組織が錬金術のように固定資本を作

り出すわけではなく、その複雑かつ巧妙な金融メカニズムあるいは金融テクニクを通して、経済社会全体の資源配分の中で、重厚長大型の企業に必要な固定資本の形成に資源を振り向けさせたわけである。したがって資金や資本の提供者に対して、その金融組織は元金の価値保全と利益の配分を確かなものにする義務が生じるのであり、その義務が高い確率で履行され続けることで信用が高まり、さらなる新投資や新事業への資金・資本の提供が確保されるのである。借り手の側でも、その金融組織が貸し手側の信用を獲得して、必要な資金・資本を適宜融通してくれることについて信頼できるようになると、そこに、借り手と金融機関の関係でも、また、貸し手と金融機関の関係においても、定期的かつ密接なものが形成されるし、それを維持することで、お互いに情報コストやリスクを最小化できるようになる。

19世紀のアメリカ社会においても、おそらくシンクレア・ルイスの小説『本町通り』に出てきたような第1次大戦前の農村地域の中心にある町のメイン・ストリートの金融機関は、その町の商工業者や富農から集めた資金を商工業や農業への貸付に回して、上記の機能を果たしたのであり、その機能の故にその「メイン・ストリート金融機関」には、その地域全体の経済動向や、個別の経済主体の経営情報が集中し、かつまた、投資家や預金者に対して元利を確保するために債権保全を目的として、借り手の事業にも介入することも生じたであろう。それをもって、「メイン・ストリート金融機関」がこの地域の経済の支配者であると認識されたのかもしれない。

20世紀の経済発展が、巨大な固定資本を必要とする大規模経営の企業に主導されていたとす

れば、そのファイナンスは「ウォール・ストリート」を頂点とする全米規模の金融組織が引き受けるしかなく、上記のような「メイン・ストリート金融機関」と地域経済の関係が、「ウォール・ストリート金融機関」とアメリカ経済全体にも生じたとみるのが自然であろう。

以前に渋谷博史 [1995b] で、アメリカ経済社会における対立関係の枠組みを、ポピュリズムの大衆の労働成果を、金融機関が資金の債権債務関係を通して収奪する関係とし、さらにその金融機関の中で、大衆の労働現場に近い「メイン・ストリート金融機関」と、そのような小規模金融機関を組織した頂点に立つ「ウォール・ストリート金融機関」に分けて、前者を後者が支配するという設定を提起したことがある。

それを、株主が大衆化する前の19世紀的なシステムの中で考えてみると、企業には株主と経営者と労働者が利害関係者として存在し、株主は配当を、経営者は報酬を、労働者は賃金をそれぞれ最大化しようと努力したのであり、株主の所有権が優先されると経営者の報酬は株主による評価に規定されるので、経営者は賃金を含めたコストを引き下げて、企業の利潤を最大化しようとする。その株主・経営者の行動に対して、労働者は外在的に対立することになり、賃金を引き上げようとする。単純化すれば、利子率や配当率を切り下げてでも賃金水準を確保するのである。

1930年代から始まって1980年代初めの金融規制緩和の中で廃止されるまで続いた金利規制は、このような背景の中で理解されるべきである。銀行の健全経営や、銀行制度全体の安定性確保という政策目的も重要であるが、そのような政策目的のための政策手段としての金利規制が立法化される過程では、ポピュリズム的な農

民運動や、民主党リベラル派につながる労働運動が、上記のような反金融機関の考えから、金利の低水準やインフレ政策（実質金利の引き下げ）を強く望んでいたことが重要なファクターとして効いていたのである。すなわち、労働者や農民の大衆が、若干の預金や金融資産を蓄積するケースもあったにせよ、基本的には、資金の出し手ではなく、むしろ借り手であったので、低い金利水準に向かう政策は受け入れやすく、それを廃止する変更には抵抗があったのである。

しかし、1970年代あたりから、金融をめぐる経済社会構造に大きな変化があらわれた。長期的な経済成長による「豊かな社会」の中で、労働者大衆も金融資産を所有するようになったのである。労働者大衆の賃金は企業の利潤や配当を圧縮することで増大するが、その賃金を貯蓄して形成された金融資産の価値保全と利回り確保には、利潤や配当や利子を増加させる必要があった。とりわけ、戦後の繁栄の中で現役時代を過ごした世代が引退し始める1970年代に、おりからの石油ショック等による強インフレが発生し、しかも民主党リベラル派主導の金融政策は、インフレ対策としての引締策を徹底するものではなかった。

このように戦後の「豊かな社会」において、労働者大衆が企業経営やその利益配分のメカニズムとしての金融資本市場に次第に内在化するようになり、それに伴って、その経済的利害も、企業経営に対して外在的に賃金や雇用条件を要求するという労働者としても面だけではなく、小さいながらも資産所有者として配当や金利を確保するという大衆投資家の面も出てきたのである。

かつてドラッカーが「年金革命」と名付けた

ものは、労働者のための集団的な貯蓄手段としての企業年金が、優良な大企業の株式を大量に保有し、アメリカ経済の中核的な部分を支配するようになることで、実質的には労働者が経済を支配するという「社会主義」の課題が、暴力革命を通した社会主義ではなく、市場経済のメカニズムを通して実現されるという筋道であった。もちろん、このような説明に対して、企業年金等の資産を管理する商業銀行信託部や保険会社や投資信託という機関投資家が、資産管理機能だけではなく、独自の金融機関としての主体性を発揮するので、そこにアメリカにおけるヒルファディング的な意味での「金融資本」体制が形成されるという、いわゆる金融資本論の系譜からの反論があり得る。

もちろん現代の企業ガバナンスを論じるときに、大衆貯蓄を預かって運用する機関投資家が単なる代理人なのか、それとも主体的は支配者なのかという問題は重要であるが、ここでは、その一步前の問題として、戦後の「豊かな社会」において労働者が、かなりの濃淡はあるにせよ、小規模資産所有者という性格を有するようになったことを考えてみたい。

少し視野を広げると、パクス・アメリカナにおいて一つの有力なモデルとして提示されるアメリカ型経済社会は、他に比べて厳しい市場の論理を背骨としながら、その市場論理の行き過ぎを大衆民主主義がチェックして人間社会を防衛するだけではなく、さらにもう一つ重要な要素として、経済発展がもたらした「豊かな社会」では労働者は資産を形成し、大衆投資家（企業年金の受益者も含む）という階層を構成するようになったのである。したがって、この大衆民主主義も、企業経営や金融利害や市場論理に対抗する「無産労働者」の運動とばかり捉

えるべきでなく、その「無産労働者」から「大衆投資家」も育ったのである。

そういう「豊かな社会」を内実とする市場経済・民主主義モデルが、「自由がなく貧しい」社会主義に対抗するために提示されたのである。すなわち戦後のパクス・アメリカナ下で提示されたアメリカ・モデルとは、社会全体を「大いなる中間層大衆」のレベルまで「底上げ」してしまうものであり、しかもその「大いなる中間層大衆」は現役期に引退後のための資産も貯蓄できる程度の所得があり、その貯蓄の中から基礎的な老後対策である公的年金や企業年金の積立が行われるのである。

さらに視野を広げて、アジアへのアメリカ・モデルの普及についても少しだけ考えておこう。企業ガバナンスにかかわるアメリカ・モデルの普及とは、企業経営の透明性や、投資家による経営に対する厳しいチェックという領域もあるが、もっと本質的には、上記のアメリカ型経済社会の中核を成す「大いなる中間層大衆」の形成が重要である。第1にその階層が貯蓄をして自立的に現役期及び引退期の生活の安定を確保し、第2にその貯蓄が金融資本市場を通して円滑に生産的で成長力のある領域に効率的に配分され、第3にその投資が適正に監視・管理されて収益をもたらす仕組みが維持されることが必要になる。

このことが、社会全体にとっての企業ガバナンス論の意味であろう。近年の日本におけるバブルをもたらした投資行動や企業経営、さらにその破綻後の不透明な処理等も、こういう位置付けの中で考察されるべきであろう。

注

- 1) 渋谷博史 [1993] 46-47頁。
- 2) 関口智 [2001] は、戦後改革期にアメリカが、企業ガバナンスの重要性から会計制度、会計情報の整備を求め

たのに対して、日本側は、会計制度・情報を税制整備の基礎条件と位置付け、さらに高度成長期には大蔵省や通産省が資本蓄積優遇という政策目的に、会計問題を従属させる政策体系を形成したことを指摘している。これは、上記のマーク・ローの国際比較の視点からみて、日本型企業ガバナンスと大いに関係する。日本のメインバンクや企業集団を軸とする内部情報型システムでは、「所有者としての株主」のための会計情報を公開する必要性が低く、会計情報はむしろ経営内部の管理、あるいはメインバンクのための情報として機能し、外部の株主、あるいは市場における潜在的投資家のための情報システムとして確立しないのである。

- 3) 日本の協調主義的な労使関係についてはC. ウェザーズ [2001] を参照。
 - 4) 小林和子 [2001] は、戦後の占領期に進められた証券民主化運動を、日本の経済社会全体の民主化とりわけ財閥解体と関連づけて考察しているが、その事例は本章の視点からみて極めて示唆的である。企業ガバナンスのアメリカ・モデルでは、大衆が企業に雇用される労働力としてだけでなく、企業の株主としても、企業の成長や利益に利害を有する関係が想定され、そのような経済関係を基盤として、大衆民主主義も設定される。戦後アメリカの「豊かな社会」とは、単に労働者が「自宅の裏庭でバーベキュー・パーティを楽しむ」程度に消費レベルを高めるというだけではなく、「健全な株式市場」というメカニズムを通して大衆も企業の所有に参加できることが重要なファクターとなっている。そのことは、社会主義体制における官僚主義的な党の支配下に企業のガバナンスが組み入れられているのとは対照をなすものである。
- アメリカ型の理念においては、民主主義と市場経済の関連は、第1には、市場経済の論理のゆきすぎを民主主義が抑制して人間社会を防衛するという関係であるが、第2には、市場経済の所有関係の中に労働者大衆も参加できるメカニズムを通して、敵対的になるかもしれない企業と労働者大衆の関係を融和して、調和的な民主主義の基盤を形成するものでもある。
- 5) Board of Governors of the Federal Reserve System [2001]
 - 6) U.S. Treasury Department [1955] & [1990]
 - 7) 10-15千ドル層の申告数の累積分布が40.7%であるので、それより上位の基幹稼得者が59.3%となる。40-50千ドル層より上位の階層の申告数は15.3% (100マイナス84.7) であるので、それを上記の59.3で割ると約4分の1になる。
 - 8) $3-4$ 千ドル層の調整総所得の比重14.4%に7.9/14.9を乗じると7.6%となり、それにひとつ下位の2.5-3千ドル層の累積分布27.7%を加えると、申告数分布のメジアン値における調整総所得の累積分布35.3%が算出される。
 - 9) たとえば給与・賃金については、5-10千ドル層の比重42.6%に7.9/38.3を乗じると8.9%となり、それにひとつ下位の4-5千ドル層の累積分布45.3%を加えると、調整総所得の分布のメジアン値における給与・賃金

の累積分布54.2%となる。

- 10) 詳しくは渋谷博史 [1995 a] 第5章を参照。本項で引用する議会証言の公聴会記録はU.S. Congress [1953] & [1954] である。
- 11) U.S. Congress [1989]

参考文献

- Board of Governors of the Federal Reserve System [2001], *Flow of Funds Accounts of the United States, Annual Flows and Outstandings 1995-2000*, (2001年6月8日のホームページより)
- U.S. Congress [1954], Senate, Committee on Finance, Hearings "*The Internal Revenue Code of 1954*", 83rd Cong., 2nd Sess.
- U.S. Congress [1953], House, Committee on Ways and Means, Hearings "*General Revenue Revision*", 83rd Cong., 1st Sess.
- U.S. Congress [1989], Senate, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Subcommittee on Securities, Hearings, "*The Impact of Institutional investors on Corporate Governance, Takeovers, and the Capital Markets*", 101st Congress 1st Session.
- U.S. Treasury Department, Internal Revenue Service, *Statistics of Income, Individual Income Tax Returns*, 1955 & 1990.
- C. ウェザーズ [2001] 「収斂への限界」, 渋谷博史・丸山真人・伊藤修 [2001] 所収
- 小林和子 [2001] 「戦後証券改革と企業の資金調達」, 渋谷博史・丸山真人・伊藤修 [2001] 所収
- 渋谷博史 [1993] 「福祉国家と市場」『社会科学研究』(東京大学社会科学研究所), 第45巻第1号
- [1995 a] 『現代アメリカ連邦税制史』丸善出版事業部
- [1995 b] 「アメリカの金融規制再編の歴史的分析」, 渋谷博史・北條裕雄・井村進哉編

『日米金融規制の再検討』所収

—— [1999]「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

渋谷博史・丸山真人・伊藤修 [2001]『市場化とア
メリカのインパクト：戦後日本経済社会の分析
視角』東京大学出版会

渋谷博史・井村進哉・花崎正晴 [2001]『アメリカ
経済社会の二面性：資本論理と社会的枠組』東

京大学出版会

関口智 [2001]「戦後日本の税制と会計の交渉過
程」, 渋谷博史・丸山真人・伊藤修 [2001] 所
収

マーク・ロー [2001]「労働政策と株主価値最大
化：証券市場の影響と株主の集中」, 渋谷博史
・井村進哉・花崎正晴 [2001] 所収

(東京大学社会科学研究所教授・当所客員研究員)