

機関投資家と経営者支配 (1)

佐 賀 卓 雄

1. 問題の所在
2. 機関投資家の資産規模と株式保有
3. 機関投資家の権力行使
 - (i) 会社経営に対する行動原理 (以上本号)
 - (ii) テイク・オーバーと機関投資家
4. 経営者支配論と機関投資家
 - (i) 経営者支配論の構造
 - (ii) 機関投資家の役割
5. 結 語

1. 問題の所在

企業形態としての株式会社は私的所有制のもとで生じる占有の社会的性格からくる制約を打破するものとして発展してきた。企業規模の増大とともに、必要資金が個人的所有では賅えない段階にいたると、積極的に社会的資金を集中することによってこの矛盾は回避される。株式会社はこうした資本集中の最高度に発展した形態である。⁽¹⁾したがって、株式会社はその本来的機能からいって社会的な資金の集中、その反面として所有の分散を帰結する潜在的可能性を最初からもっているわけである。

ところで、株式会社の規模が増大してくると、その所有が広範に分散し、ついには支配的株主のいない段階にいたるということを最初に体系的・実証

原稿受領 1976年9月2日

- (1) 企業形態の歴史的発展のケース・スタディとして拙稿「イギリスにおける有限責任法の成立」(『経営研究』127号)、「イギリスにおける法人格なき会社の発展」(『証券経済学会年報』第9号)を参照されたい。

的に論じたのは A.A. Berle and G.C. Means, *Modern Corporation and Private Property*, 1932 である。B-M は経済力の集中にともなって、それを可能ならしめたものとして株式所有の広範な分散があらわれたとする。1929年の時点で、会社数にして0.07%にみたない最大非金融会社200社が資産総額の49.2%を占めており、他方で、これらの会社数の44%が最大株主の株式保有が20%にみたない「経営者支配」の状態にあることを明らかにしたのである。

この B-M の理論の根幹をなすものは株式の分散という現象であり、彼らは会社の支配形態がその分散の程度にしたがって、私的所有支配、過半数持株支配、少数持株支配、法的手段による支配、経営者支配という段階を経ると考えたのである。この B-M 命題は広く受け入れられ、経済理論、社会理論の分野にも多大の影響を与えてきた。B-M 命題に内在する問題点を取りあげることはここでの主要な課題ではないので、支配形態の分類があまりにも持株比率のみによって機械的に分類されている点を指摘するにとどめよう。われわれの興味はむしろその後の米国巨大企業の支配形態を B-M がどのようにとらえていたかという点にある。

共著者の一人バーリはその後『20世紀資本主義革命』、『財産なき支配』などの著作においてこの問題を扱っている。1950年代にかかれたこれらの著作では、これまでとはやや異なった論拠で経営者支配論が主張されている。すなわち、バーリは第2次大戦後のミューチュアル・ファンドや年金基金などの機関投資家への株式保有の集中という新しい事態に注目し、これを『近代株式会社と私有財産』における経済力の集中→株式保有の分散→経営者支配というシェーマの中にとりこもうとする。彼は機関投資家への株式保有の集中によって、機関投資家が協調行動によって取締役の選任に影響を及ぼす可能性があることを認める。しかし、大部分の機関投資家は現経営陣に不満な時には、取締役の選任にコミットするよりはむしろ持株の売却という行動をとるであろう。それ故、彼らは会社支配に対しては中立的であり、経

営者をますます自己永続的なものにしていく、というのである。⁽²⁾

このように、バーリは第2次大戦後急速に発展してきた機関投資家の株式保有を巨大企業における経営者支配を補強するものと理解していたのである。いうまでもなく、ここでの問題はバーリのように無視しえぬ存在となった機関投資家がどのような状況下でも会社の経営にタッチしないと考えるべきなのかどうかである。この疑問を裏づけるかのように、60年代後半から機関投資家の問題はSEC、政府関係委員会などでとりあげられ、機関投資家の投資活動の実態が明らかにされていったのである。このうち、パットマン下院議員を委員長とする国内金融小委員会は1968年に『商業銀行とその信託活動—アメリカ経済への拡大する影響』と題する報告書を公刊し、そこにおいて機関投資家の資産総額の6割強を占める商業銀行の信託活動が企業に対する支配力を行使していることを明らかにしたのである。

このように、機関投資家の株式保有の増大とともに企業の経営権との関係をどのように理解するかが問題となってくる。本稿では、主としてSEC、政府関係委員会報告書などを中心としてこれらの問題を考察することを主題とする。いわゆる「経営者支配論」は現代企業の支配構造を問題にするだけでなく、それにもとづいて所有制約から解放された経営者支配企業の行動原理を明らかにする点に特徴があるが、本稿では前者の問題についてのファクト・ファイndingを中心にとりあげ、後半でこれまでの研究の検討を行なう。

(2) A. A. Berle, *Twentieth Century Capitalist Revolution*, 1954; 桜井訳『20世紀資本主義革命』34~35頁; *Power without Property*, 1959, p. 56; 加藤他訳『財産なき支配』82頁。バーリは前者において自己金融現象についてふれ、会社の資本市場からの独立性をのべ、周知の会社良心論を展開している。しかし、いうまでもなく所有制約から解放された経営者が会社の利害関係者の調整者たりうるかどうかはそこからは確定されない。(村上泰亮『産業社会の病理』中公叢書, 65~66頁, 参照)。なお、いわゆる「経営者支配論」は完成された形では、(1)株式の所有分散→経営者の所有制約からの解放、(2)自己金融の定着→資本市場の制約からの解放、の2つの論理の組合せによって構成されるが、後者については後にあらためてとりあげる。この点については *The Quarterly Journal of Economics* のシンポジウムでのペータソンに対するバーリのコメントを参照されたい。(同誌, Vol. LXXIX, No. 1, 1965. 2)。

2. 機関投資家の資産規模と株式保有

ここでいう機関投資家とは個人投資家に対するものとして使用されてはいるが、明確な定義があるわけではない。

ニューヨーク株式取引所 (NYSE) は機関投資家を次の三種に分類している。⁽³⁾

- (1) 貯蓄機関——貯蓄、投資を目的とした一般大衆の資金を管理し、保険金、年金、利子、配当の形でサービスを提供する機関（生命保険、年金基金、投資信託など）。
- (2) 非貯蓄機関——貯蓄を目的とせず、一般大衆あるいは特別の部門からの資金を管理する機関（火災、損害保険、大学基金、慈善団体、財団など）。
- (3) 仲介機関——(1), (2) のグループが管理する資金は各機関の資産の一部として投資されているが、このグループは受託者または代理人として、個人および機関投資家など第三者の資産を投資する（銀行信託部、信託会社など）。

このような雑多なグループを総称して機関投資家 (institutional investor) とよんでいるわけである。これらの機関投資家はその性格によって行動原理が異なると考えられるが、その地位を知るために全体的な大きさを問題としていこう。

機関投資家の総資産は1967年現在で1兆40億ドルに達している。そのうち最大のもは商業銀行の金融資産であるが、信託部門資産も商業銀行が管理しているから、約1兆ドルの機関投資額中6,070億ドル、約60%が商業銀行によって保有されていることになる（第1表）。機関投資家と企業との金融的關係は、(1)長期負債の保有、(2)会社株式の保有、に分けられる。非金融会社の長期負債調達にはたす機関投資家の役割はきわめて重要であり、

(3) D. J. Baum & N. B. Stiles, *The Silent Partner—Institutional Investors and Corporate Control*, 1965; 坂野幹男訳『機関投資家と会社支配』東洋経済、解説、202頁。

第 1 表 合衆国の金融機関投資家の総資産* (単位 10 億ドル)

	資 産	%
商業銀行金融資産	357	34.4
銀行信託部門資産 (1967年11月～12月)	250	24.0
相互貯蓄銀行資産	61	5.9
貯蓄・貸付組合	134	12.9
生命保険会社	162	15.6
その他保険会社	40	3.8
オープン・エンド投資会社	34	3.3
合 計	1,040	100.0

(注) (1) 上掲の合計額のうち 6,070 億ドルは商業銀行の支配下にある。これは全体の 58.4% に相当する。

(2) * この合計額には信用組合 (Credit Union) の 100 億ドルと金融会社の 448 億ドルはふくまれていない。この両者はその資産をほとんど少額の、比較的短期の個人消費向け融資にあてられている。

出所: *Federal Reserve Bulletin*, February 1968; bank trust department assets, Subcommittee Survey.

1950 年以降長期負債の 90% 近くが機関投資家によって保有されている⁽⁴⁾。この役割と経営者支配論との関係はのちにとりあげる。会社株式の保有規模は機関投資家の資産運用形態から明らかとなる。全体として約 1 兆ドルの資産総額のうち、2,500 億ドル程度が会社株式の保有に向けられていた。1968 年の会社株式の時価総額は約 1 兆 500 億ドルであるから、大ざっぱにみつもって会社株式の 25% 程度を機関投資家が保有していたことになる⁽⁵⁾。SEC の報告書では 1968 年で機関投資家の比重は 27 ないし 28% を占めるものとみている⁽⁶⁾。

機関投資家を全体としてみた場合の規模ももちろん重要であるが、これだけでは機関投資家の会社経営に対する役割をやや過少に評価することになり

(4) J. Lintner, "The Financing of Corporation," in *The Corporation in Modern Society*, ed. E. Mason, p. 192.

(5) R.W. Goldsmith ed., *Institutional Investors and Corporate Stock—A Background Study*, 1973, の Table 3-29 (p. 144), Table IA-20 (p. 325) より引用。なお、機関投資家の株式保有比率の推移については同書 Table 3-31 (p. 148) を参照されたい。

(6) *Institutional Investor Study Report of SEC*, Vol. 1, p. 115.

第2表 機関投資家の持株比率 (1969. 9. 30)

時価総額 (000)	会社名	機関投資家数														総数
		発行株式に対する比率														
		1.0	2.5	5.0	10.0	15.0	20.0	25.0	30.0	35.0	40.0	45.0	50.0	60.0	75.0	
39053632	INTL BUSINESS MACH	1	1	2	3	6	10	18	30	47	81					203
27669168	AMER TEL & TEL	2	7	22	130											184
21100224	GEN MOTORS	1	2	4	13	31	79									174
14812601	STAND OIL NJ	1	1	3	6	13	27	49	101							191
11792785	EASTMAN KODAK	1	1	1	2	5	10	18	30	50	102					164
10587153	SEARS, ROEBUCK & CO	1	1	1	1	1	1	4	9	20	40	106				142
8278281	TEXACO, INC	1	1	2	5	11	21	36	62							174
7737125	GEN ELECTRIC CO	1	1	3	6	13	24	40	69							165
7707383	XEROX CORPORATION	1	1	1	2	3	6	9	13	18	26	41	76			154
6928883	GULF OIL CORP	1	1	1	1	1	2	3	8	16	28	48	102			163
5908713	MINN MINING & MANUFAC	1	2	4	8	13	21	35	63							133
5487733	MOBIL OIL CORP	1	1	2	5	11	19	33	61							163
5340485	DLPONT	1	1	2	7	21	51									136
4750872	STAND OIL OF CALIF	1	1	1	4	10	20	37	76							139
4712441	FORD MOTOR CO	1	1	1	1	1	1	2	2	4	8	18	41			148
4425458	AVON PRODUCTS INC	1	1	1	2	2	3	5	7	10	16	37				103
4262104	ATLANTIC RICHFIELD CO	1	2	4	8	15	23	41	80							158
4247341	POLAROID CORP	1	1	1	2	3	6	10	15	22	34	55				128
3970687	PROCTER & GAMBLE CO	1	1	1	1	4	8	19	36							110
3836332	STAND OIL INDIANA	1	1	1	2	6	13	25	50							140
3428972	MEPCK & CO	1	1	1	3	5	8	12	18	25	36	52	92			128
3428389	INTL TEL & TEL	1	1	2	3	7	11	19	33	65						121
3409212	GEN TEL & ELECTRONIC	1	2	6	16	38	129									142
2915516	AMER HOME PROD	1	1	2	5	9	16	25	40	107						112
2784892	ELI LILLY & CO	1	1	2	5	12	48									78
2724936	INTL NICKEL OF CANADA	1	1	2	4	8	19	39	109							132
2633946	RCA CORP	1	1	2	8	23	62									108
2553053	PUPROUGPS CORP	1	1	1	2	4	5	8	12	17	26	41				115
2530556	PENNFV, J.C. COMPANY	1	1	1	3	5	11	19	31	52						119
2471793	UNION CARBIDE CORP	1	1	3	7	17	29	53								119
2223281	WESTINGHOUSE ELECTRIC	1	1	2	3	6	10	17	29	54						125
2090500	PHILLIPS PETROLEUM	1	1	1	5	13	25	53								114
2002140	CONTROL DATA CORP	1	1	1	2	3	5	7	11	16	24	39	95			120
1997334	U S STEEL CORP	1	1	1	4	56										89
1987205	GOODYEAR TIRE & RUBBER	1	1	2	4	8	12	20	33	55	105					133
1916294	PAC GAS & ELEC	1	2	3	9	20	44									110
1880347	BOISE CASCADE CORP	1	1	2	5	9	14	21	34							93
1787840	CPRYSLER CORP	1	1	1	3	5	9	15	32	87						119
1765290	PFIZER, CHAS. & CO	1	1	3	5	8	11	16	24	41	76					105
1647598	INTL PAPER CO	1	1	1	1	3	6	12	21	36	63					125
1644646	REYNOLDS TOBACCO	1	1	1	2	3	13									84
1504397	SPERRY RAND CORP	1	1	1	2	2	4	6	10	17	35					104
1500399	NATIONAL CASH REGISTER	1	1	1	2	3	5	8	13	21	33	55				115
1403040	ELECTRONIC DATA SYSTMS	8														22
1320725	SO CALIFORNIA EDISON	1	1	2	4	7	12	20	31	47	79					128
1310951	TENNECO INC	1	5	17												81
1299271	CONN GEN INS	1	1	1	2	4	6	8	12	15	21	29	48			96
1254925	OCCIDENTAL PETROLEUM	1	2	9												84
1247450	BETHLEHEM STEEL CORP	1	2	3	8	40										83
1216539	LITTON INDUSTRIES INC	1	1	2	4	8	14	23	45							105
1079513	PEPSICO INC	1	1	1	2	4	8	12	21	45						83
1062011	WOOLWORTH, F.W.	1	2	3	9	19	38									94
1037899	CONSOLIDATED EDISON NY	5	20													72
1023069	AETNA LIFE & CASUALTY	1	1	1	2	2	3	4	7	11	19	31	60			92
1007040	GEN ELECTRIC LTD															2

出所: SEC, op. cit, Vol. 5, pp. 2564-5.

かねない。それというのも、機関投資家が信託的性格をもっていることから、これらの投資が NYSE の「人気 50 銘柄」に集中する傾向をもっているからである。第 2 表は 1969 年 9 月 30 日現在で上場株式の時価が 10 億ドル以上の企業 55 社について機関投資家の持株比率を計算したものである。保有比率はもちろん個々の企業によって異なるが、Ford Motor Co. の場合のように機関投資家 2 社で 30% 以上を保有しているケースをはじめとして、数十社で 40% をこえる保有比率を示しているケースが相当数存在する。もちろん、一口に機関投資家といっても均質なグループから形成されているわけではないから、この数字から直接に機関投資家の会社支配を結論づけるこ

第 3 表 機関投資家の株式保有比率 (資産規模別)

株式時価 総額 (百万ドル)	会社数	機関投 資家数	発行株式に対する比率														
			1	2.5	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50	60	75	
1000以上	55	1	51	48	24	5	3	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		2以下	52	50	38	18	6	3	1	1	0	0	0	0	0	0	0
		3以下	53	50	45	24	12	5	2	1	0	0	0	0	0	0	0
		5以下	54	51	48	37	20	9	5	1	1	0	0	0	0	0	0
		10以下	55	52	50	46	31	19	12	5	2	1	0	0	0	0	0
500-999	70	1	66	61	32	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		2以下	67	65	59	24	5	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		3以下	67	66	62	37	16	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		5以下	68	67	65	53	34	11	4	0	0	0	0	0	0	0	0
		10以下	68	67	65	61	53	35	16	4	1	0	0	0	0	0	0
250-499	80	1	70	58	79	5	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		2以下	71	62	130	14	5	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0
		3以下	73	68	144	38	11	4	2	1	0	0	0	0	0	0	0
		5以下	73	69	151	49	31	11	8	2	1	1	0	0	0	0	0
		10以下	73	70	153	54	47	30	18	10	5	1	1	1	0	0	0
100-249	111	1	94	82	48	13	5	4	3	2	2	0	0	0	0	0	0
		2以下	95	91	76	33	12	5	3	3	2	2	1	0	0	0	0
		3以下	98	92	86	47	25	7	4	3	3	2	2	0	0	0	0
		5以下	100	92	89	65	39	20	13	5	3	3	2	2	0	0	0
		10以下	100	92	89	78	48	37	30	11	5	4	2	2	0	0	0
10-99	340	1	253	179	101	24	5	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0
		2以下	271	206	149	62	22	7	3	2	0	0	0	0	0	0	0
		3以下	275	218	166	91	36	15	5	2	1	1	0	0	0	0	0
		5以下	279	223	174	99	58	25	10	3	1	1	0	0	0	0	0
		10以下	279	224	183	109	68	38	18	7	2	1	1	1	0	0	0
10以下	71	1	38	27	14	5	2	2	2	2	1	0	0	0	0	0	0
		2以下	40	30	17	7	4	2	2	2	2	1	1	1	1	0	0
		3以下	40	31	17	9	4	3	2	2	2	1	1	1	1	0	0
		5以下	40	31	17	10	4	4	2	2	2	1	1	1	1	0	0
		10以下	40	31	17	10	4	4	3	2	2	1	1	1	1	0	0

出所: SEC, op. cit, Vol. 5, p. 2582.

とは誤りである。しかし、もしこれらのグループの間で協調行動がとられるようなことがあれば、会社経営に対して強大な影響力を行使できる潜在的可能性があることも認めざるをえないであろう。

機関投資家の保有比率を対象会社 (portfolio company) 規模別により詳しくみておこう。第3表は対象会社の規模別に、機関投資家の保有比率をみたものである。表より、10億ドル以上の時価総額をもつ会社は55社あり、機関投資家1社で株式の10%以上を保有している対象会社が5社あることがわかる。同様に、5社ないしそれ以下の機関投資家数で対象会社の株式の10%を保有しているケースが55社中37社ある。さらに、時価総額5億～9.99億ドルに分類される70社については、機関投資家5社で株式の10%を保有しているケースが53社ある。このように、機関投資家の株式保有は大規模会社の株式に著るしく集中する傾向がみられる。

ところで、対象会社に対する支配力の行使という点では、保有比率もさることながら、議決権つき株式に対する保有比率が問題である。この場合に間

第4表 法人受託者の株式議決権に関する州法の内訳

	州の数	州名
I. 受託者の議決権制限なし.	24	Arizona, Alaska, Delaware, Florida, Georgia, Hawaii, Idaho, Kentucky, Maine, Maryland, Massachusetts, Minnesota, Mississippi, Missouri, Montana, Nebraska, Nevada, New Hampshire, South Carolina, South Dakota, Tennessee, Vermont, Wisconsin, Wyoming.
II. 信託資産として所有される株式の議決権を受託者に認められている.	13	California, Colorado, Indiana, Kansas, Louisiana, Michigan, New Mexico, New York, Ohio, Oklahoma, Rhode Island, Utah, Washington.
III. 信託資産中の自社株につき法人受託者の議決権に特別の権限を与える.	6	Connecticut, Illinois, Iowa, New Jersey, Pennsylvania, West Virginia.
IV. 信託資産中の自社株の議決権行使をとくに禁じている.	7	Alabama, Arkansas, North Carolina, North Dakota, Oregon, Texas, Virginia.

出所: Staff Report for the Subcommittee on Domestic Finance, *Bank Stock Ownership and Control*, 1966 p. 810; 志村訳『銀行集中と産業支配』25頁.

題となることは、受託者である機関投資家が議決権の行使において受益者とのような関係におかれているかである。この関係は州法によって法的規制が異なる。第4表は法人受託者の株式議決権に関する州法の内訳をみたものであるが、50州中43州において、受託者が受託者として保有する株式について議決権を行使することが事実上なんらの法的規制を受けることなく認められているのである。したがって、機関投資家は保有株式の大部分について、自由に議決権を行使することが可能である。先ほどの機関投資家の保有比率を議決権を自由に行使できる株式について集中度を修正したものが第5表である。議決権を考慮に入れると、機関投資家の保有比率は若干低下する

第5表 機関投資家が議決権を行使している株式保有比率（資産規模別）

株式時価 総額 (百万ドル)	会社数	機関投 資家数	発行株式に対する比率														
			1	2.5	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50	60	75	
1000以上	55	1	50	33	18	4	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		2以下	51	43	29	9	3	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0
		3以下	52	50	38	17	5	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0
		5以下	52	51	44	23	13	5	2	0	0	0	0	0	0	0	0
		10以下	52	51	50	34	21	11	6	1	0	0	0	0	0	0	0
500-999	70	1	65	53	18	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		2以下	66	65	47	8	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		3以下	67	65	54	20	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		5以下	67	65	65	40	14	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		10以下	67	66	65	51	34	14	6	1	0	0	0	0	0	0	0
250-499	80	1	69	53	22	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		2以下	71	60	51	12	4	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
		3以下	72	66	57	22	8	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0
		5以下	72	67	61	44	19	8	3	1	1	0	0	0	0	0	0
		10以下	72	69	63	52	34	19	9	4	2	1	0	0	0	0	0
100-249	111	1	92	75	38	7	2	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
		2以下	93	90	65	22	7	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0
		3以下	95	90	81	38	15	4	1	1	0	0	0	0	0	0	0
		5以下	95	92	83	46	27	11	4	1	1	0	0	0	0	0	0
		10以下	95	92	85	62	38	22	12	4	3	0	0	0	0	0	0
10-99	340	1	225	155	80	10	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		2以下	240	177	131	36	8	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0
		3以下	243	187	143	60	16	4	1	1	1	0	0	0	0	0	0
		5以下	244	191	147	73	31	13	2	1	1	1	0	0	0	0	0
		10以下	245	191	150	80	40	18	6	1	1	1	1	0	0	0	0
10以下	71	1	24	16	7	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		2以下	26	20	8	4	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		3以下	26	20	8	4	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		4以下	26	20	8	4	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		10以下	26	20	8	4	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0

出所：SEC, op. cit, Vol. 5, p. 2675.

が、それでも時価総額 10 億ドル以上の 55 社中、機関投資家 5 社で保有比率 10% に達するものは 23 社に及び、10 社ないしそれ以下で 10% に達する会社数は 34 社と半分をこえている。機関投資家の保有比率はもちろん個々の対象会社によって異なるし、以上の機関投資家全体の保有比率から直接に会社経営に対するその支配的地位を結論することはできない。それにしても機関投資家が平均して 3 割程度の議決権を保有している場合には会社経営に対する強大な権限をもちうる可能性を示している⁽⁷⁾。もちろん、この場合、単に議決権だけでなく機関投資家と対象会社との間での重役兼任など人的な結合関係も考慮に入れる必要があるが、保有比率だけからでも機関投資家の経営権に対する潜在的な支配力をうかがうに充分である。

これまでのところ、機関投資家は対象会社の経営には積極的に関与しないものとされてきた⁽⁸⁾。もし対象会社の現経営陣の方針に不満な場合、機関投資家はその会社の保有株式を売却するという方針を明言してきた。しかしながら、保有比率が高くなり、浮動株が少なくなるにつれて、機関投資家のこうした行動原理は保有株式の売却によって生じうるキャピタル・ロスの危険から修正されざるをえない可能性をはらんでいると考えられる。そこで、次節では機関投資家の行動原理をややたちいってとりあげてみたい。

3. 機関投資家の権力行使

(i) 対象会社の経営に対する行動原理

機関投資家が全体として対象会社の発行株式の 3 分の 1 について議決権を行使する権限をもっている場合、もはや対象会社の経営権に対して潜在的な

(7) B-M は少数持株支配と経営者支配の境界線を持株比率 20% のところにひいた。(パーリ・ミーンズ, 前掲訳書, 115 頁)。B-M の分類方法にしたがって 1963 年時点での会社支配形態の分類を行ったラーナーは境界線を 10% としている。(R. J. Larner, *Management Control and the Large Corporation*, 1970, p. 11)。もちろん、この数字に論理的根拠があるわけではない。

(8) これまでにも機関投資家が重要な役割をはたした例がある。たとえば、1967 年 2 月の MGM の取締役選任をめぐる委任状合戦では大手投信が経営者側に賛成投票したために僅少差で挑戦者側の敗北に終わった。(A. M. Louis, *The Mutual Funds Have the Vote*, p. 150, *Fortune*, 1967. 5)。

支配力を保持しているといつてよい。少なくとも議決権の3分の2を必要とする重要案件について彼らはただ自己の保有する議決権を行使しないことによって拒否できるからである。このような潜在的な支配力が行使されるケースの検討によって機関投資家の行動原理を明らかにすることが可能である。

SEC のアンケート調査によれば、回答のあった機関投資家 215 社中すべての議案に対して経営者に白紙委任をする方針であると答えたものは 60 社、すなわち約 28% にすぎない。いいかえれば、約 7 割の機関投資家が議案によっては明確な意思表示を行う方針を明らかにしている。そこで、1967. 1. 1 ~ 1968. 9. 30

第 6 表 白紙委任方針をとる機関投資家の数・比率

内 訳	回 答 総 数	白紙委任方針をとる機関投資家数	比 率
銀行信託	49	9	18%
投資顧問	76	15	20
損害保険	21	9	43
生命保険	26	8	31
従業員福祉年金	13	6	46
財 団	10	5	50
大学基金	20	8	40
合計又は平均	215	60	28%

出所：SEC, op. cit, Vol. 5, p. 2764.

の期間について、機関投資家の反対投票がどの程度行われたかを示すのが第 7 表である。みられるように、銀行信託の反対投票が回答の 57% と断然

第 7 表 機関投資家の反対投票 (1967. 1. 1~1968. 9. 30)

内 訳	少くとも一度反対投票した機関投資家					
	機 関 投資家数	比 率	反 对 投票数	平均反対投票株数	会 社 数	
銀行信託	49	28	57%	351	6,300	238
投資顧問	76	15	20%	143	67,000	103
損害保険	21	4	19%	17	27,000	16
生命保険	26	10	38%	62	75,000	36
従業員福祉年金	13	1	8%	10	113,000	9
財 団	10	—	—	—	—	—
大学基金	20	1	5%	1	17,000	1
合 計	215	59		584		403

出所：SEC, op. cit, Vol. 5, p. 2766.

多いのが注目されるが、生命保険、投資顧問なども相当回数の反対投票を行っている。この期間に行われた反対投票 584 件中 213 件が新株引受権（の廃止・制限）に関するものであった。それに次いで、議案承認のために必要な得票率を増加させる条項ないし定款の変更が 73 件と多かつた⁽⁹⁾。これらはいずれも機関投資家が投資受託者としての地位を防衛するという動機から行われたものと考えられる。したがって、この数字からは過去において機関投資家が対象会社の経営に積極的に関与してきたという事例はみられないようである。そこで、将来の機関投資家の動行を予想するためにも対象会社の経営に対する政策をより一般的にみておこう。

SEC のアンケート調査によると、合併以外の事例について不参加を表明した機関投資家は回答会社のうち 86 社 40% を占め、実際にも参加しなかったものが 48% を占めていた⁽¹⁰⁾。それ以外の約 50% が積極的に対象会社の経営に参加していたかといえはそうではなく、むしろ明確な政策をもっていない場合が多かつたという⁽¹¹⁾。合併以外の一般的な問題については回答数の 84% にあたる 181 社が当該期間に一度も参加しなかったと答えたが、このうち明確な政策をもっていたのは 48% ($\frac{86}{181} \times 100$) にすぎなかつた⁽¹²⁾。そこで最後に、機関投資家がどういった案件にどの程度参加しているかをみておこう。第 8 表に示されているように、機関投資家が参加するケースが最も多いのは、合併、資金調達の種類、条件という問題についてであり、それについて

(9) SEC, op. cit, Vol. 5, p. 2754. 「支配」概念を B-M 流に取締役の任免権ととらえると、数字からみるかぎり機関投資家は支配力を行使していないことになる。しかし、いうまでもなく支配力の保持と行使とはまったく別のことである。なお、巨大株式会社の構造上の特徴をあらわすために、「所有と経営の分離」、「所有と支配の分離」、「資本と経営の分離」などの概念が使用されることが多い。これらの概念は必ずしも正確な内容規定なしに使用される場合が多いが、本稿における「経営者支配」概念は、巨大株式会社における形式上の所有者である株主と経営職能の担当者である経営者の人格的分離を事実として認めたいうえで、これらの経営者に対する終局的な支配力、具体的には任免権を株主が持っているのかどうかを内容としている。この判定の 1 つの基準は持株比率の分布状態にある。

(10) *ibid*, Vol. 5, p. 2769.

(11) *ibid*, Vol. 5, p. 2756.

(12) *ibid*, Vol. 5, p. 2756.

第8表 機関投資家の対象会社経営への参加

機関投資家が参加 あるいは対象会社 が相談した事例	参加したタイプ別機関投資家									相談した社 相対対象会社		
	総計		銀行 信託 No.	投資 顧問 No.	損害 保険 No.	生命 保険 No.	従 業 員 No.	福 社 年 金 No.	財 団 No.	大 学 基 金 No.	No.	相 談 し た 社 数 の 合 計
	No.	参加機 関投資 家 に対する 割合										
a 改組	7	13%	0	6	0	1	0	0	0	10	13%	
b 資金調達の種類	22	42%	3	12	1	5	0	0	1	32	43%	
c 資金調達の条件	16	31%	1	9	1	4	0	0	1	27	36%	
d 資金調達への参与	12	23%	1	5	2	3	0	0	1	21	28%	
e 配当及び配分	12	23%	3	5	1	3	0	0	0	15	20%	
f 会計政策	14	27%	1	9	0	4	0	0	0	13	17%	
g 業務	13	25%	0	8	0	5	0	0	0	19	25%	
h 広告及びその他の販 売政策	5	10%	0	3	0	2	0	0	0	10	13%	
i ストック・オプション、 ワラント、あるいは 諸権利を認める 計画	10	19%	1	5	1	3	0	0	0	8	11%	
j その他の経営者報酬 計画	8	15%	0	4	0	4	0	0	0	5	7%	
k 補償	4	8%	0	2	0	2	0	0	0	4	5%	
l 取締役・役員の選挙	14	27%	3	9	0	2	0	0	0	5	7%	
m 取締役会の格付け	3	6%	1	0	0	2	0	0	0	0		
n 新株引受権	10	19%	3	3	1	2	0	0	1	4	5%	
o 累積投票	6	12%	1	3	0	2	0	0	0	1	1%	
p その他の会社の条項 ないし定款の変更	9	17%	3	3	0	3	0	0	0	4	5%	
q 合併	26	42%	7	13	1	4	0	0	0	38	51%	
参加機関投資家数	52		15	22	4	8	0	0	3			
総回答会社に対する割合	24%											
相談した対象会社総数										75		
回答した対象会社総数 に対する割合										24%		

出所：SEC, op. cit, Vol. 5, p. 2770.

会計政策，取締役・役員選挙に参加するケースが多くみられた。反対に，対象会社の方から機関投資家に相談するケースが多いのも合併（51%），資金調達の種類（43%），条件（36%）といった問題についてであった。

以上の考察から，機関投資家は受託者としての自己の責任を果たすために対象会社の財務政策にはどちらかといえば積極的に参加するケースが多いようである。ここで注意をひくのは，合併という会社の支配権に関する問題について機関投資家が参加するケースが比較的多いということである。はたして，これは機関投資家が会社支配権について積極的に参加していることを示すものであろうか，もしそうでないとするならば，機関投資家の果たす役割はいかなるものであろうか。次に，いくつかのケースについてこの問題を考察しよう。

（未完）