

米国金融市場における 機関化の帰結と日本への示唆

鎌 田 信 男

要 旨

米国金融市場における機関投資家の資産残高は、1960年代以降拡大が続き、現在では26兆ドル、名目GDPの2倍の規模にまで膨れ上がっている。いわゆる「金融の機関化」現象が進展してきているのだ。この現象が進む背景として、①銀行部門における預貸業務の相対的後退、②金融市場の環境が保険、年金、投資信託など機関投資家の活動に適したものに变化してきたことなどが指摘される。機関投資家のプレゼンスの高まりは、企業社会の価値判断にも強い影響を与え、株主価値が高くありさえすればいいという短期的視野に基づく株価至上主義的な傾向を生みだしている。この株価至上主義は、時として企業経営者を粉飾決算操作へと誘い込む。その典型的ケースが、エンロン事件だ。これに対応して、米国当局は、コーポレート・ガバナンスの視点から、影響力の強くなった機関投資家に経営者監視を強く促し始めた。

さて、日本でも、機関投資家が台頭し始めており、米国型企业犯罪も珍しくなくなってきた。しかし、日本では、機関投資家にガバナンス行動を具体的に規定する法体系が整備されていない。株価至上主義が浸透する一方で、株主として機関投資家の影響力が強まる際には、日本の機関投資家による株主行動を具体化した法体系の早急な整備が不可避であることを、米国の機関化の帰結は教えている。

キーワード： 金融の機関化 機関投資家 コーポレート・ガバナンス 株
 価至上主義 エンロン事件

はじめに

世界の金融市場においては、1960年代を境に機関投資家の資産量が増加の動きをみせ、その動きは1980年代に急激に加速している。一般に金融市場での機関投資家の台頭を称して「金融の機関化」現象と呼んでいるが、とりわけ、米国においては、機関投資家の資産規模の伸びは世界で最もめざましく、今や26兆ドル、名目GDPの約2倍の規模に達している。金融の機関化の背景としては、さまざまな要因が指摘されているが、大きくは2つの点、即ち銀行の預貸業務活動が相対的に後退し始めた一方で、金融市場の環境が機関投資家の活動に適したものに变化してきたことが指摘される。

表1 米国の金融機関資産残高の推移

(年末値)	1950		1960		1970		1980
	億ドル	%	億ドル	%	億ドル	%	億ドル
総資産額	3,549	100	6,880	100	15,335	100	46,806
通貨当局	495	14	526	8	861	6	1,737
預金取扱機関(注1)	1,900	54	3,473	50	7,875	51	23,417
保険会社(注2)	744	21	1,422	21	2,516	16	6,463
年金基金	187	5	747	11	2,117	14	7,860
企業年金基金	71	2	409	6	1,239	8	5,130
公的年金基金	116	3	338	5	878	6	2,730
投資信託	53	1	234	3	568	4	1,493
MMMF	0	0	0	0	0	0	764
ミューチャル・ファンド	33	1	170	2	468	3	618
その他投資信託(注3)	20	1	64	1	100	1	111
証券化商品発行機関(注4)	0	0	2	0	48	0	1,140
その他金融機関	170	5	476	7	1,350	9	4,696
政府支援金融機関	33	1	116	2	466	3	1,951
金融会社	97	3	291	4	708	5	2,131
証券仲介業・ディーラー	40	1	67	1	162	1	454
ファンディング会社	0	0	2	0	14	0	160

(注1) 商業銀行、貯蓄金庫、信用組合を含む。(注2) 生命保険会社、損害保険会社を含む。(注3) クローズされる。(出所) Flow of Funds Accounts of the United States of Governors of the Reserve System June

本論では、まず銀行活動と機関投資家の動向が変化した背景を、金融制度に焦点をあてて探る。ついで米国金融市場における機関化の帰結と、そこから日本が学ぶべき教訓の検討を行う。

1 米国における金融の機関化の動き

まず、戦後の米国金融市場における銀行部門から機関投資家への資金のシフトを通しての、機関投資家の成長経過を概観してみよう。第二次大戦直後の預金取扱機関としての銀行は、金融仲介業務において重要な役割を担っていた。しかし、その役割は時間の経過と共に変化し、預金取扱機関として役割は低下してきている。表1は、米国金融機関の資産残高の推移を示している。金融機関全体の資産残高における預金取扱機関の占める割合は、1950年に54%占めていた。しかし、その後ウェイトは低下を続け、1990年には

	1990		1995		2000		2006	
	%	億ドル	%	億ドル	%	億ドル	%	億ドル
100	138,616	100	214,122	100	363,909	100	573,781	100
4	3,423	2	4,719	2	6,360	2	9,082	2
50	48,774	35	58,174	27	81,275	22	126,358	22
14	18,849	14	28,039	13	39,977	11	60,469	11
17	26,994	19	47,670	22	75,573	21	96,461	17
11	16,291	12	28,988	14	44,675	12	55,242	10
6	10,703	8	18,682	9	30,898	8	41,219	7
3	11,831	9	27,649	13	65,191	18	105,013	18
2	4,933	4	7,413	3	18,121	5	23,125	4
1	6,084	4	18,528	9	44,331	12	70,683	12
0	814	1	1,708	1	2,739	1	11,205	2
2	12,876	9	22,332	10	39,752	11	80,848	14
10	15,869	11	25,539	12	55,781	15	95,550	17
4	4,776	3	8,974	4	19,650	5	28,419	5
5	5,961	4	7,054	3	12,131	3	18,913	3
1	2,621	2	5,681	3	12,214	3	27,417	5
0	2,511	2	3,830	2	11,786	3	20,801	4

ド・エンド型投信、ETF、REITが含まれる。(注4) ABS及び連邦政府モーゲージ・プールが含まれる。2007より作成

表2 個人及び非営利組織の金融資産残高の推移

(年末値)	1950		1960		1970		1980
	億ドル	%	億ドル	%	億ドル	%	億ドル
総資産額	7,360	100	13,490	100	25,281	100	65,549
預金	1,243	17	2,376	18	5,358	21	14,662
債券・短期証券	785	11	1,174	9	1,923	8	4,325
連邦・地方政府債、政府関係機関債	721	10	1,042	8	1,460	6	3,228
社債及び外国債	60	1	106	1	297	1	574
CP及びCD	4	0	26	0	166	1	523
株式(注1)	4,232	58	7,490	56	12,880	51	31,668
投資信託	33	0	170	1	445	2	1,165
MMMF	0	0	0	0	0	0	644
ミューチュアル・ファンド	33	0	170	1	445	2	521
年金・保険準備金	793	11	1,791	13	3,845	15	11,903
その他	273	4	489	4	829	3	1,829

(注1) 企業持分を含む (出所) Flow of Funds Accounts of the United States, Board of Governors of the

35%、2006年には22%になった。一方、保険、年金、投資信託など機関投資家¹⁾の占める割合は、80年代に入り急速に高まってきている。表1の保険、年金、投資信託における機関投資家の資産の割合は、1950年に国内金融機関の資産総額の27%だったが、1990年には42%へと上昇し、2006年には46%に達している。プロフェッショナルな資産運用機関の資金量は、金融市場において大きな影響力を持ち始めているのだ。

経済における最大の貯蓄主体は、個人金融資産を保有する家計部門である。表2は、1950年以降の構成別資産残高の推移を示している。個人金融資産残高の総額は、戦後拡大を続けたが、その内訳をみると、預金のウェイトは、1970年末、1980年末に2割強あったが、90年代に入り低下している。1995年には13%へ、さらに2000年には、10%に低下している。また、株式のウェイトは、70年末までは5割強を上回っていたが、1980年以降低下の動きを示し、1990年に34%、2006年には31%に低下している。一方、機関投資家が管理する年金・保険と投資信託の合計のウェイトは、1980年の20%から急速に上昇し、2000年以降は40%台を推移している。巨額の金融資産を握る家計が、1980年以降、資産運用の比重を銀行預金や株式の直接運用

%	1990		1995		2000		2006	
	億ドル	%	億ドル	%	億ドル	%	億ドル	%
100	145,805	100	214,161	100	330,021	100	420,588	100
22	29,099	20	28,549	13	33,898	10	53,306	13
7	16,136	11	20,868	10	21,522	7	30,005	7
5	12,819	9	15,880	7	16,517	5	16,689	4
1	2,380	2	4,271	2	4,032	1	11,439	3
1	937	1	717	0	973	0	1,877	0
48	49,990	34	78,345	37	127,609	39	129,962	31
2	9,032	6	17,910	8	38,159	12	60,495	14
1	3,917	3	4,775	2	9,598	3	11,331	3
1	5,115	4	13,135	6	28,561	9	49,164	12
18	36,997	25	62,815	29	99,851	30	132,513	32
3	4,550	3	5,673	3	8,980	3	14,307	3

Reserve System June 7 2007 より作成

から、専門機関への委託運用に転じていることを反映したものとなっている。

2 金融の機関化の進展の背景²⁾

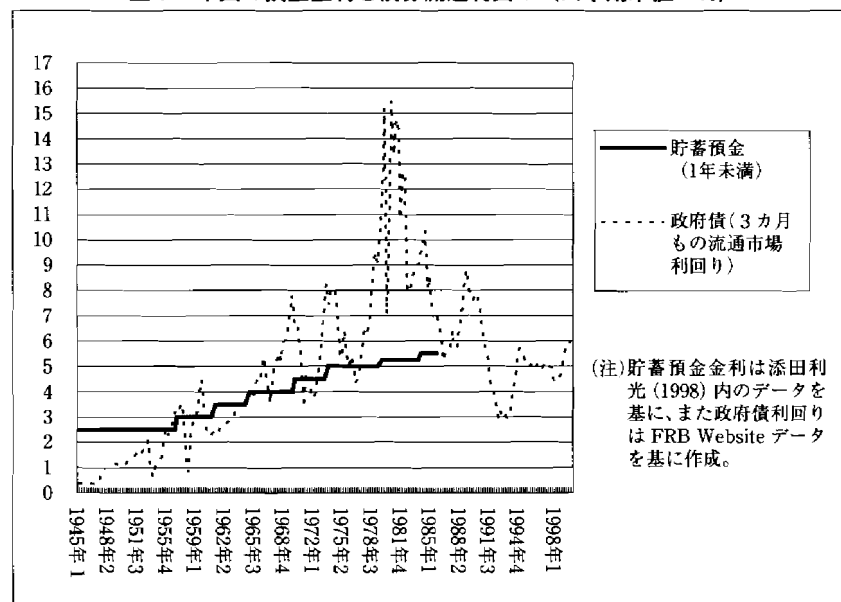
戦後の金融の機関化現象の進展の背景については、色々な要因が指摘されているが、特に金融システムにおける規制改革は、金融機関化の進展に最も強いインパクトを与えていると考えられる。本章においては、銀行の預貸業務の相対的後退と機関投資家の拡大に強い影響を及ぼした金融をとりまく環境の変化に焦点をあて、機関化の進展の背景を探ってみる。

(1) 銀行の預金取扱業務に影響を及ぼした金融をとりまく環境の変化

歴史的な視点から振り返ると、まず、1960年代から1970年代にかけて、銀行への預金金利規制が銀行の預貸業務活動の拡大に歯止めをかけた点が指摘される。

1933年銀行法は、1930年代不況の教訓から、銀行間の過剰な預金獲得競争を避けるために要求預金に対する付利禁止と定期・貯蓄預金に対する金利の上限を設定していた。この規制はレギュレーションQと呼ばれている

図1 米国の預金金利と債券流通利回り(四半期末値 %)



が、例えば期間1年未満の貯蓄預金金利についてみると、1933年に3%に設定された上限金利は1935年に2.5%に引き下げられた。同金利は、その後30年にわたり固定されていたが、1964年以降段階的に小幅に引き上げられた³⁾。一方、市場利子率についてみると、60年代後半からの物価上昇の加速⁴⁾を背景に、大幅な上昇を見せた。預金金利の上限が小幅な引上げにとどめられたため、銀行の提供する預金金利が市場実勢金利から大幅に乖離する「デイスインターメディアーション」の現象が生じた(図1参照)。こうした状況下、金利規制は、銀行預貸業務の資金吸収力を弱体化させた。これが、金融市場での機関化進展のきっかけをつくった。

さらに、1971年に、銀行側のライバルである証券業界から銀行貯蓄資金の回流を促す金融商品、MMF(Money Market Fund)が開発された。MMFは、短期政府債やCP(Commercial Paper)など短期民間証券を中心に投資を行うミューチャル・ファンド型の投資信託であり、MMMF

(Money Market Mutual Fund)とも呼ばれている⁵⁾。主な投資家は小口資金を持つ個人で、1973年以降の消費者物価上昇率の一層の加速⁶⁾の中で、市中金利に敏感な公社債へ投資可能なMMFへの人気が急速に高まった。多くの証券会社がMMF業務に参入し、「74年末24億ドルであったMMFの残高は、5年後には450億ドルを超える。銀行を経由しない資金の流れという意味でのデイスインターメディアーションという言葉で定着させることになった」のである⁷⁾。

1977年9月には、CMA(Cash Management Account)と呼ばれる証券総合口座が導入され、MMFは一段とその市場を拡大させた。CMAとは、大手証券のメルリリンチ社がオハイオ州の銀行と提携し開発した金融商品で、顧客は最低2万ドル相当の現金ないし証券を口座に預託する。証券会社は、預託された資金をMMFで運用する。この口座で、顧客は小切手支払い、銀行ATMの使用などが可能になり、また信用供与を受けることができる。CMAで銀行口座に近い利便性を享受できることになったのである。1970年代末に再発した石油危機は再度インフレを加速させ金利を押し上げ、このことが銀行預金業務の相対的後退、投資信託系の口座の普及を加速させた。

1980年代には、銀行経営が一層不安な時代となった。1980年3月に成立した「1980年金融制度改革法」により、1983年10月から銀行の預金金利の完全自由化がスタートした。当初は、金利自由化時代を迎え、銀行への資金還流を期待する見方も出ていた。しかし実際には、この時点での預金金利の引き上げが、資金調達コストを圧迫し、米国銀行は苦しい状況にさらされ、銀行の経営破綻をもたらす結果となってしまった⁸⁾。

また1980年の金融制度改革法や1982年の預金取扱金融機関法は、中小金融機関救済策としてS&L(貯蓄金融機関)の貸付業務の規制緩和を認めた。これをきっかけに地方銀行は不動産開発を中心のハイリスク・ハイリターンに融資に力を注ぐことになる。ところが、米国の不動産市況は1980年代後半から低迷しはじめる⁹⁾。このことは、S&Lなど米国の中小銀行の経営を一段と圧迫してしまった。

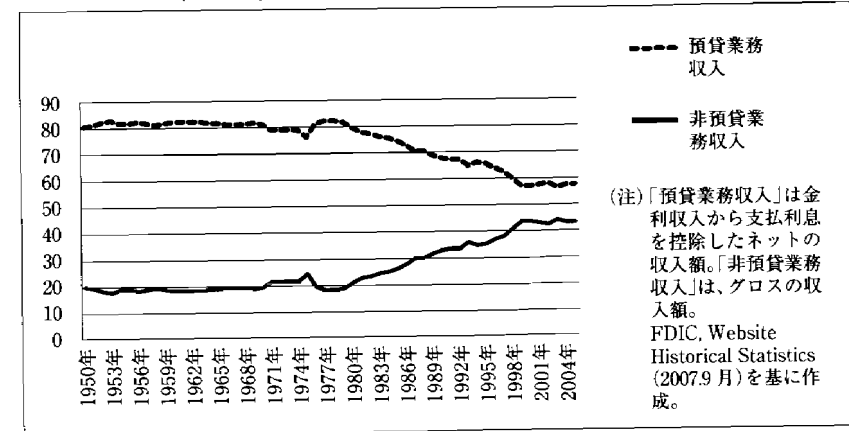
さらに、米国大手銀行は、70年代に入り、国際融資に力を入れ始め、リスクの高い途上国融資にも注力した¹⁰⁾。一方、1980年代には、世界的なインフレーションが再燃し、これに応じてドル金利が上昇した¹¹⁾。この結果、外貨建て対外債務を抱える非産油発展途上国が、高金利に耐えられなくなった。そして、1982年にメキシコ政府が累積債務から債務不履行を表明した。それをきっかけに、債務返済の不履行・繰延を表明する途上国が相次いだのである。こうした中で、途上国向け貸出を進めた米国大手銀行は貸倒引当金を積み増しせざるを得なくなった¹²⁾。80年代に相次いだ銀行問題は、米国商業銀行の収益を圧迫させただけでなく、信用機関である銀行に対しての不信感すら生み出すことになった。

銀行経営は、1990年代に入っても苦難が続いた。1992年12月から、金融当局はS&Lも含む銀行の自己資本規制の強化に乗り出し、預金保険料を自己資本充実度に応じて分類し、充実度の高い銀行に低い保険料を、充実度の低い銀行に高い保険料を課す制度を導入したのだ¹³⁾。この結果、銀行は総資産拡大を極力抑制せざるを得なくなった。米国銀行内の業界再編成や景気拡大の後押しなどもあり、1990年代後半に入り、銀行の経営環境は改善に向かったものの、もはや銀行は預貸業務の比重を見直さざるを得なくなっていた。

1999年には、「1999年金融制度改革法」(The Gramm-Leach-Bliley Act of 1999)が成立し、銀行は保険を含む金融業全般に参入が認められることになった。1933年のグラス・スティーガル法以来禁止されていた銀行による証券ビジネスへの参入も、認められるようになったのである。このことは、銀行の非預貸業務への参入を一層促した¹⁴⁾。図2が示す通り、米国商業銀行の収入における預貸業務収入の占める割合は、1980年代に入り低下傾向を辿り、その一方で預貸業務以外からの収入割合が拡大し続けている。銀行が、営業の比重をかつての預貸借業務(=金利収入)中心型から、幅広い金融サービス(非金利収入)業務型に移行しはじめている様子を示している。預貸借業務の相対的縮小は、運用機関へ資金を流入させる諸因を作っているの

である。

図2 米国FDIC加盟商業銀行の収入構成比(%)



(2) 機関投資家への資金流入を促した金融環境の変化

表3は、1960年以降の保険会社、年金基金、投資信託の資産運用状況をフロー統計で示したものである。同表が示す通り、総じてみると機関投資家は、投資資産の8割以上を株式や他の証券(主として債券)に投資している。機関投資家は、顧客資産を預かり、顧客にかわって資産運用を行うものであり、前述の通り投資収益率で高水準を見込めない銀行預金よりも、収益性でメリットのある証券市場での投資運用にウェイトを置いている。その証券市場では、機関投資家の運用環境を改善する3つの重要な市場改革が、1970年代から1980年代にかけて実施されている。この市場改革が、機関投資家の運用体制を直接的、間接的に有利に導き、機関投資家の成長を促したといえる。以下で市場改革の内容を概観しておこう。

1) エリサ法の導入と機関投資家の信頼性向上

① エリサ法の特徴

エリサ法(ERISA - Employee Retirement Income Security Act of 1974)

表3 保険、年金、投資信託の資産（フロー・ベース）の内訳

単位：億ドル	61-65年平均		66-70年平均		71-75年平均		76-80年平均	
	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%
保険会社	7	100	124	100	232	100	529	100
預金(注1)	0	0	1	1	1	0	5	1
株式(注2)	7	8	18	14	44	19	31	6
株式以外の証券(注3)	69	80	79	63	149	64	412	78
貸出など(注4)	10	12	26	21	39	17	82	16
年金	93	100	146	100	347	100	647	100
預金(注1)	4	4	8	5	24	7	40	6
株式(注2)	27	29	59	40	99	29	147	23
株式以外の証券(注3)	44	47	53	36	132	38	308	48
貸出など(注4)	18	20	27	18	92	27	151	23
投資信託	12	100	19	100	132	100	132	100
預金(注1)	0	0	0	0	52	39	52	39
株式(注2)	6	51	14	72	-32	-24	-32	-24
株式以外の証券(注3)	5	39	3	18	97	73	97	73
貸出など(注4)	1	5	2	11	15	11	15	11

(注1) 現金を含む。(注2) 企業出資金を含む。(注3) 投資信託、CP、CD、連邦債、政府機関債、地方債、(出所) Flow of Funds Accounts of the United States of Governors of the Reserve System June 2007より作成。

は、米国の企業年金を包括的に規定し、年金受給者の保護および年金受託者の義務に焦点をあてた法律である。同法は、資金運用業界全体に様々な形で影響を及ぼし、長期的視点から機関投資家全体の運用上の道標的存在となり、彼らの成長のための基盤となった。機関投資家の運用手法は、様々なリスクを内包する証券投資に基づいており、こうした法律の制定が必要だったわけである。

エリサ法制定のきっかけは、1964年のインディアナ州に本拠を置く自動車メーカー、スチュードベーカー社(Studebaker)の工場が閉鎖され、5000人が失職し、加えて年金基金の積立金不足が表面化するという事件が発生したことである。この時、50歳代で勤続10年以上の従業員は、給付予定額の85%がカットされ、50歳未満の従業員、勤続10年未満の従業員は、年金額がゼロになった。この事件を契機に企業年金加入者に対し保護を求める声が高まり、事件発生直後から「企業年金についての大統領委員会」が中心となり検討が進められた¹⁵⁾。同委員会の活動は、その後の政権にも引き

81-85年平均		86-90年平均		91-95年平均		96-2000年平均		01-06年平均	
金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%
822	100	1507	100	1507	100	1937	100	3153	100
7	1	4	0	-3	0	-3	0	129	4
28	3	22	1	282	19	835	43	620	20
623	76	1347	89	1078	72	1114	57	2063	65
165	20	133	9	149	10	-8	0	341	11
1340	100	1324	100	1737	100	1118	100	665	100
121	9	62	5	-5	0	-7	-1	-42	-6
251	19	154	12	234	13	-729	-65	157	24
637	48	620	47	941	54	1489	133	348	52
330	25	488	37	567	33	365	33	202	30
618	100	1170	100	2364	100	4638	100	4117	100
16	3	47	4	17	1	336	7	90	2
60	10	111	9	848	36	1718	37	1683	41
500	81	917	78	1287	54	2182	47	1933	47
41	7	94	8	213	9	403	9	411	10

社債、抵当証券を含む。(注4) レボ取引、企業間信用、証券金融などを含む。

継がれ、検討が重ねられ、最終的に1974年、エリサ法が制定された。エリサ法における年金受託者とは、年金の管理や運営において何らかの権限や裁量権を有する者をさす。具体的には年金制度の設立者、それを代表する企業の取締役会、年金理事会、さらにファンド・マネージャー、年金コンサルタントなどの年金運用に関係する個人・法人が含まれる。エリサ法における受託者義務(第404条(a))は、以下のように要約される。

1. 受託者は加入者及び受給権者の利益のみを追求すること(duty of loyalty = 忠実義務と呼ばれる。自己および第三者の利益のための行動をとることを受託者に対し禁止するというもの)。
2. 加入者及び受給権者への給付を行い年金制度の管理のための正当な費用支払いを行なうこと。
3. 同様な業務を遂行することに精通する「ブルーデントマン」が、同等の注意力、技量、能力、勤勉さをもって、資産運用の受託業務を執行すること。このことは資産運用管理者の「善管注意義務」をさしており、

「ブルーデントマン・ルール」とも呼ばれている (prudent man = 思慮・分別を十分持つ人、として解されている)。

4. 投資リスク回避のために投資を分散させること。

上記諸規定が示す通り、年金受託者は資産運用において、最大限の能力を用いて、最大の投資収益を実現することが義務付けられた。米国では、企業経営者が受託者となることも可能である。その場合、企業経営者が年金加入者の利益を無視した投資を行うリスクも考えられる。例えば、企業経営者が買収に対し年金資産を買収対抗手段のために利用することも考えられる。こうした行為の防止のため、エリサ法では、年金受託者の行為は、年金加入者の利益の追求に限定することが規定された。

連邦法であるエリサ法が規定する受託者義務に違反して年金資産の損失をもたらした場合、当該年金受託者は、労働省長官、年金参加者、受益者などから、連邦裁判所において個人的立場で訴訟対象となり得る。このため、エリサ法施行の74年以降、年金受託者の投資行動も徐々に変化した。年金加入者利益を最優先させる投資姿勢が、一般化してきたのである。年金基金運用機関の競争が激しくなり、受託者側も高い運用成績の実現に努力しはじめ、投資先企業の経営への関心が高まることになった。

ただ、施行当初は同法の適用に関し、具体的なガイドラインが徹底されておらず、受託者に混乱もみられた。このため、判例や受託者の問い合わせに対する労働省側の個々の見解に従って、エリサ法が具体的に運用された。なお、1988年2月、労働省年金局は、質問への回答の形でエイボン社の年金担当者に書簡を送り、「保有株式の議決権行使は年金受託者の義務に含まれる」旨を明示した¹⁶⁾。この書簡は労働省通達として扱われ、年金参加者や受益者への説明責任を負った上で保有株式の議決権を行使することが受託者に対して義務化された。株主総会での議決の結果は、すべて株式価値を左右する以上、年金受託者は投資価値を最大化するための義務を負うという考えを反映した内容である。労働省は、年金受託者の議決権行使の徹底化を図る目的で、1989年に、「年金受託者は、常に年金受益者、参加者の利益を考慮

して、議決権行使を彼らの利益のためにのみ行わねばならない」旨の通達を出した。また、1990年には、「受託者から運用委託を受けた投資マネジャーは、議決権行使の義務があり、また受託者は投資マネジャーの議決権行使を監視する義務がある」ことを指摘し、投資マネジャーに受託者責任を認知させる通達を出している。

②エリサ法が金融システムに及ぼした影響

エリサ法は、あくまで受給者側の立場に立って、年金制度を連邦法として整備した内容となっている。同法によると、年金運用の受託者は、年金受給者の利益のためにのみ説明責任をもって運用活動を行わねばならない。資産価値を最大化させ、さらにリスクを低減させる意味から分散投資も義務付けられた。このことは、分散投資手法の技術的發展をもたらし、ポートフォリオ運用を多様化させた。そして、分散投資手法は、企業年金受託者以外のプロの資産運用業者の間で広く用いられるようになっていった。

さらに、議決権行使が受託者の義務となったことにより、運用者の信頼性が高まった。これまでは年金基金全体にかかわる受託者責任を規制する法律がなかったが、エリサ法及び労働省の指導が企業年金運用に際して浸透していくに従い、公的機関もエリサ法の考え方を年金運用に順次取り入れはじめたのである。1990年代はじめには、米国の大部分の州は、公的年金の株主権行使のガイドラインを労働省の基準に準じたものにしようとして、動いていた¹⁷⁾。なお、2003年1月には米国連邦証券取引委員会（以下、SEC）が運用会社の議決権行使について新規則を発表している¹⁸⁾。

1978年、米国に誕生した401(k)プランと呼ばれる企業年金制度を例にとろう。これは、米国内国歳入法項目401条(k)を根拠にする確定拠出型の年金である。企業従業員が任意形態で、掛金を拠出する。従業員掛金に応じた額を雇用者も掛金として拠出する。従業員は、運用方法を自ら決定し、また転職の際には年金原資と受給権を次の職場に移すことができる特性を401(k)プランはもっている。加入者に便利な特性から、401(k)加入者は急増しているが、この401(k)プランの受託者である投資信託や生命保

険会社など運用機関にも受託者責任が課せられる¹⁹⁾。エリサ法は、年金運用を通じ、投資信託、保険会社など広く資産運用業者の投資行動を規定するようになっていった。このことは、米国社会において資産運用機関の信頼性を高める効果をもったのである。

2) 株式売買手数料自由化

株式売買手数料の自由化は、株式市場で大量注文を行う機関投資家の投資収益率を高める効果をもたらした。ニューヨーク証券取引所（以下NYSE）の株式売買手数料は、1792年の「すずかけの木の協定」²⁰⁾以来、均一の料率で固定されていた²¹⁾。政策当局は、固定的な手数料制度を「歴史的産物」と長くみなしていた。ただ、株式売買の注文を執行する証券会社側のコストは、顧客の発注数量がある一定量を越えてしまうと、注文量に比例しては増加しなくなる。このため、大量注文を行う機関投資家からすると、小口投資家と比べ、単位あたりの発注コストが割高となっていた。これが、機関投資家にとって不満の種となっていた。加えて、60年代後半から、司法省も反トラスト法の観点から固定手数料を問題視しはじめた。

各方面から固定手数料制度に疑問の声が出されたため、NYSEも手数料制度の改革に着手せざるを得なくなる。1968年に1000株未満の小口注文の手数を引き上げ、逆に1000株以上の注文には手数料を割引く措置をとった。さらに、1970年に、1000株未満の注文に対し付加手数料（最高15ドル）を導入した（ただし、1972年に廃止される）。1971年には、基準を設定し、売買金額が「50万ドル」を超える部分について手数料を交渉制度にする（1972年から「30万ドル」に基準引下げ）。こうした過程を経て、1975年5月、NYSEは手数料の完全自由化に踏み切った²²⁾。

この結果、機関投資家の支払う手数料は大きく低下した。例えば、年間に500万ドル以上の手数を支払う機関投資家にとって、1株当たり手数料は、81年に10.5セントであったが、89年には6.5セントに低下していると算定されている²³⁾。

株式市場での運用の割合が高い機関投資家にとって、手数料の自由化措置は、投資収益改善に大きく寄与しているものといえよう²⁴⁾。

3) 一括登録制度導入

一括登録制度の導入による証券の引受制度が変化してきたことも、機関投資家の証券市場での運用を有利なものにした。SEC規則では、上場企業は年次報告書や四半期報告書などで詳細な企業情報を開示することが義務付けられているが、従来の規則では証券を新規に発行するたびに、さらに所定の情報を提供することが規定されていた。この方法は、市場の環境変化に機敏な対応が求められる証券発行企業側にとって、極めて非効率なもので、改革を求める声が出ていた。そこでSECは、1982年に暫定的な措置として、発行方法などをSECに登録しておけば、登録届出書の効力発生時から2年の間、常時発行可能とするルール（規則415）を導入し、さらに1984年に同規則を恒久的規則として一括登録制度（shelf registration）を採択した。

一括登録制度の導入は、証券発行の手続きを簡素化させた。旧規則では、証券会社は証券発行の引受時、証券の販売を促進させるため、また売れ残りのリスクを分散させるため、主幹事証券会社を核に複数社が集まりシンジケートを組成する必要があるが、SEC登録から販売終了まで数日から数週間の日数を要した。

一括登録制度のもとでは、引受業者は予め定められているため、時間をかけてシンジケートを組成する手間が省ける。社債発行の場合は、引受業者は販売する先が基本的に機関投資家であるため、機関投資家が条件に合意するや、引受業務は完了する。証券発行が、早ければ1日以内で完了するようになり、機動的に行うことが可能となった²⁵⁾。状況に応じて証券の種類を選択が可能となり、発行期間も短縮し、結果的に証券発行のコストが引き下げられた。債券の最終投資家である大口機関投資家にも、大きなメリットをもたらした。一括登録制度導入をきっかけに、シンジケート制度が崩壊に向かい、資金力のある証券会社が単独で引受ける制度が主流になった。それに応

じて、証券会社の引受部門は「より投資家とのつながりをもったスタッフ」²⁶⁾によって機関投資家へ詳細な商品情報を流すようになった。その上で、商品を販売するようになり、機関投資家にとっても、運用効率を高める仕組みが作られたのである。一括登録制度の導入が、証券市場を主な舞台とする機関投資家の運用成績向上に繋がっていったのである。

3 米国金融市場における機関化の帰結と日本への示唆

前述の通り、銀行預貸業務の相対的縮小に加え、1970年代、1980年代におけるエリサ法制定、株式売買手数料自由化、一括登録制度導入など金融制度変革が、機関投資家の資産の拡大に大いに寄与した。機関投資家の主な投資対象は、証券であり、株式や社債は彼らが保有する資産において大きな割合を占めている。このため機関投資家は、企業の経営者に強い影響力をもつようになった。エリサ法とSEC規則に監視され、また激しいパフォーマンス競争に絶えず直面している機関投資家は、ウォールストリート・ルール²⁷⁾を放棄し、投資先企業の経営監視、特に経営者の能力査定に積極的な姿勢を示す。経営能力の視点から投資先企業の企業価値拡大にとってマイナスと判断すれば、株主総会で経営陣の交替を要求することが珍しくなくなった²⁸⁾。証券市場でそのプレゼンスを増強した機関投資家は、経営における発言権を大きく強めたのである。

一方で、機関投資家の企業におけるプレゼンスの強化²⁹⁾は、企業社会の価値判断にも強い影響を与えることになった。企業の主要株主である機関投資家への企業にとっての最大の貢献は、高い利益を計上し、企業価値をできるだけ高くとどめておくことである。高い企業価値は、投資家、債権者にとって最も望ましいことであり、高収益を計上すれば、経営者の地位は安泰で、さらに高額な報酬も約束される。高額報酬を経営者に効率的に配分するために導入したストック・オプション制度は、1990年代のアメリカ産業界に急速に浸透した³⁰⁾。高収益と株価上昇は、大株主の機関投資家を満足させ、経営者は株主価値が高くありさえすればいいという短期的視野に基づく

株価至上主義の傾向を産業界にもたらすことになった³¹⁾。この株価至上主義は、時として企業経営者をして粉飾決算操作への誘惑を行い、社会混乱を生みだしてしまう。この典型的事例が、米国で2001年に発生したエンロン事件である。この事件では、企業価値を膨らまし投資家を欺くため、経営者自身が仕組んだ虚偽会計操作である³²⁾。エンロン事件後も、グローバル・クロッシング、アデルフィア・コミュニケーションズ、ダイナジー、タイコ・インターナショナル、ワールド・コムなど、アメリカ大手企業でこうした経営者による会計操作事件が続発した。

機関投資家の証券市場におけるプレゼンスの増大の結果、株主の議決権を背景に能力の劣る経営者は排除されるべきという考え方が社会に定着した。機関投資家の発言強化が、上場企業の経営効率の上昇をもたらすことは否定できないだろう。しかし、一方で経営者が陥りやすい企業事件誘発のリスクを増幅させてしまったのである³³⁾。

ここで日本市場における機関投資家の動向に目を転じてみよう。エリサ法は米国において機関投資家に投資家保護の必要性を植え付け、機関投資家の信頼性の向上を促したが、日本版エリサ法導入の動きは、未だ実現していない。ただ、エリサ法以外の面では、米国に追随する形ではあるが、機関投資家の拡大につながる金融環境の変化が起きている。銀行業務についてみると、金利の自由化は、1985年から始まり、1994年に普通預金金利が自由化されたことで、実現している。また、銀行の証券業務への進出は、1993年7月に農林中金の証券子会社設立から開始し、その後段階的に進展してきている。1996年には政府により金融ビックバンの方針が打ち出され、98年3月から金融持ち株会社の設立が自由化された。この年から、銀行が持ち株会社を通じて証券業を含むあらゆる金融業務へ参入することが自由になっている。

証券市場における規制緩和も進展した。米国で一括登録制度が導入されて後、日本でも証券発行の手続きを簡素化するための改革を要望する声が強まった。そして、1988年に、一定の資格要件を備えていれば、企業が所定の手続きと登録を行った後、1年ないし2年の間、発行条件のみを記載した

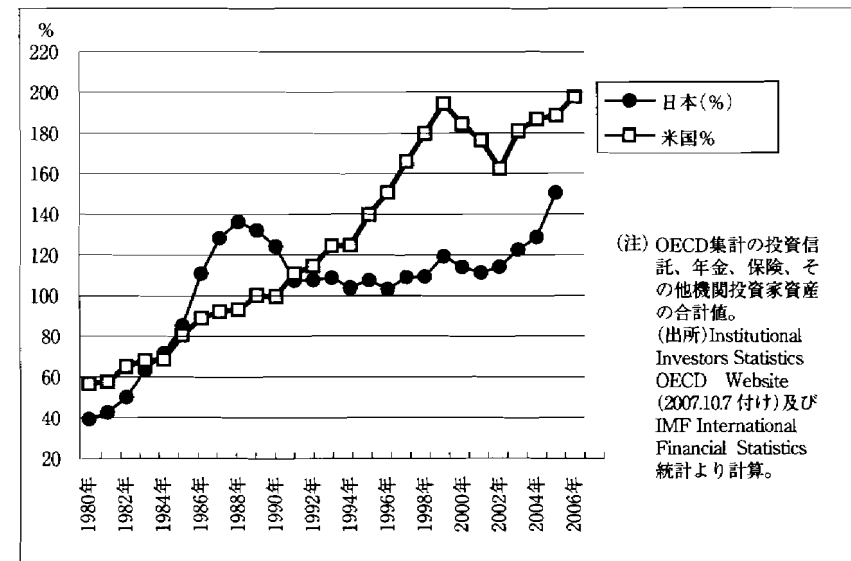
書類提出を行うことで、証券発行をいつでも実施することができる制度（発行登録制度）が導入された。

株式売買手数料の自由化についても、1994年から段階的に行われ、1999年10月からは完全に実施された。このような変化は、大量注文を行う機関投資家の投資パフォーマンス向上に寄与することとなった。

さらに、日本が投資信託や年金分野で成長力を潜在させている点も、日本の機関化が今後一層進展する要因として指摘される。米国の投資信託は表1に示すとおり、資産残高ベースみて近年急速に拡大し、2006年末は10.5兆ドル（GDP比で83%）に達している。一方、日本の投資信託は、同期0.58兆ドル（68.9兆円、GDP比14%）の規模に過ぎない（ちなみに、2006年末、フランスは1.77兆ドル（GDP比79%）、英国0.80兆ドル（同34%）である³⁴⁾。また、2006年末時点の投資信託の株式市場での保有比率は、米国24.4%、英国8.3%に対し日本は2.9%、債券市場での比率は、米国11.9%、英国2.6%に対し日本は1.1%に過ぎない。また、制度改革の中で、日本の投資信託はさらに拡大していく可能性が高い。年金についてみると、米国では、確定拠出型企業年金401(k)が年金資産の拡大に寄与した。前述した通り、加入者に便利な特性を持つ401(k)は、1978年に米国に導入されてから急激に増加し、2004年には確定給付型年金（1.8兆ドル）を上回る2.1兆ドルの規模に達している³⁵⁾。日本では、401(k)が2001年に導入されたばかりで、その運用資産残高は2006年末現在で3兆円を超えたばかりである³⁶⁾。しかし、これから急速に進むと予想されている社会の高齢化と確定拠出年金の利便性という点を考慮すると、中・長期的には日本でも確定拠出型企業年金の成長が予想され、年金運用資産全体を拡大させていく可能性が高い。こうした点からすると、日本においても今後機関投資家の拡大は、さらに進んでいくことが予想される。実際、図3が示す通り、機関投資家の資産額の対名目GDP比は日本においても着実に進展して来ている。

一方、機関投資家の影響力が強まるに伴い、日本にも株価至上主義の発想が、社会に浸透していく可能性がある。そして、前述のような発想は、経営

図3 機関投資家の資産額の対名目GDP比（日米の推移）



者に株価操作への誘惑を持ちかける「負の側面」を持つ点も忘れてはならない。実際、上場企業で経営者主導による粉飾事件が近年日本でもマスコミ報道を賑わせるようになってきている。従って、企業に対し最も強い発言権をもつ機関投資家が、透明精をもったガバナンス機能を担わねばならない仕組みを早期に整備しておく必要があるだろう。換言すれば、機関投資家をして、経営者チェックに積極的に関与させ、また議決権に関する判断の過程や行使した議決権の内容を監督機関に開示させる法制度を整備していく必要があると思われる。

米国では、エンロン事件を教訓に、厳しい企業改革法を導入し、経営システムの改革、ディスクロージャー制度の改革を通して、経営者の監視強化策を導入し、また違反した経営者への罰則も強化している³⁷⁾。企業改革法成立をうけ、国内証券取引所は、一斉に上場規則を改定し、上場企業の経営者チェック機能の強化を図っている³⁸⁾。また、証券市場の監督機関であるSECも証券ディスクロージャー制度の見直しを通して、上場企業の経営者

チェック強化を図っている³⁹⁾。機関投資家への規制改革をみると、2003年1月にSEC規則改定を行い、SEC登録の投資会社、投資顧問会社は、議決権行使かわる決定プロセス、議決権内容をSECと投資家に報告することを義務付け、コーポレート・ガバナンスへの積極参加を促進させている。エリサ法の受託者義務の趣旨を堅持し、SEC規則を改定することで、企業支配力を強化させた機関投資家に、透明性のある経営者チェックを課している。このことで、米国政府は金融市場の健全化と投資家保護の精神を守ろうとしている。日本では、2006年6月に金融商品取引法が公布されている⁴⁰⁾。同法は、投資運用業者に対しても規定条項を設けている。それは、投資運用者が運用委託者⁴¹⁾のため忠実に投資運用業を行なうという規定(第42条1項、忠実義務)、善良な管理者が善管注意を持って投資運用業を行うことの規定(第42条2項、善管注意義務)である。運用業者に行為規則として忠実義務や善管注意義務を設定し、委託者の権利保護を明確化した点は評価されよう。しかし、これら規定内には運用者のコーポレート・ガバナンス強化に向けての姿勢について(換言すると、運用業者が、投資先企業の議決権に如何に対処すべきかについて)、ふれられていない。善管注意義務に関してみると、損失補填の禁止などは示されているが、エリサ法で示された分散投資も規定されていない⁴²⁾。運用機関に、ガバナンス強化により、投資先企業へ積極的参加を求めることまで、今回の立法措置は踏み込んでいないのである。

日本においても、将来は、市場で投資先の企業経営を左右するほどの支配力を機関投資家持つ方向にある点は間違いない。機関投資家の規模が、金融市場において日々拡大している以上、金融秩序の視点から機関投資家をガバナンスの実践者に仕向けて行くことは、行政当局の役目であろう。なぜなら、機関投資家の成長自体が、株価至上主義の浸透を促すからである。

米国金融市場での機関化の進展の経験は、日本に対し、機関投資家による経営者チェックを具体的に規定した法体系を早急に整備する必要性を教示していると言えよう。

注

- 1) 金融辞典によると、「機関投資家」とは、「主に株式・債券などの証券投資によって資産運用を行い、常時証券市場に参加している法人の投資家を総称した呼び方」と定義されている(大月書店『金融辞典』2002年版)。この定義では、「機関投資家」は、資産運用機関のみならず銀行をはじめ殆どの金融機関を含む。こうした広義の使用に対し、E.P. DavisとB. Steilは、「許容できる範囲内でのリスク、最大限の収益、の中で個人投資家にかわって貯蓄を一括して管理・運用する特別な金融組織」と機関投資家を定義する(Davis E.P. and Steil Benn (2001) p12参照)。後者は狭義の定義といえる。本論の目的は、資産運用機関の動きを把握することであり、機関投資家を預貸業機関と峻別している。従って、本論においては、機関投資家を狭義での概念で定義する。換言すると投資会社、投資顧問会社、年金基金、保険会社など資産運用機関を指す用語として使用する。
- 2) 金融市場における機関化(institutionalization)という用語は、1960年代後半頃から使用され始めている。この用語の定義はなお定まったものとはなっていないが、一般的には、生命保険、投資信託、年金基金など資産運用機関(機関投資家)の比重が、金融仲介業務において高まっていく状況を指しているといえよう。ちなみに、前述E.P. DavisとB. Steilは、著作『Institutional Investors』において、機関化を「機関投資家が金融市場活動、家計貯蓄、企業金融において支配的となっていく過程」と定義している(p.446参照)。
- 3) 1964年に4%、1970年に4.5%、1973年5%、1979年5.25%、1984年5.5%へと引き上げられた。なお、1986年に規制は撤廃されている。添田利光(1998)参照。
- 4) 消費者物価上昇率は、1961年-65年の間に年率で1.3%であったが、65年-70年の間では同4.2%へ、さらに70年から75年の間には同6.8%へと加速している。IMF International Financial Statistics CD-R Aug.2007より計算。
- 5) ミューチュアル・ファンドとは、オープン・エンド型の投資信託で、50年代以降急激に増加してきた投資信託である。米国投資会社法の定める管理型投資会社に分類される投資信託は、オープン・エンド型とクローズド・エンド型に分けられる。オープン・エンド型とは、買取請求権付証券の継続的な追加発行が行われ、資金の償還に応じる投資信託(=投資会社)である。投資家へ償還がなされる時は、会社形態である投資信託の純資産の価額に基づいて償還額が決定される。償還可能ということから人気のある金融商品となった。一方、

クローズド・エンド型投資信託は、証券の継続的な追加発行は行わず、また投資家の償還請求にも応じない。従って、投資家は換金時には、取引所で需給関係に基づく価格で売却することになる。投資信託の歴史を振り返ってみると、米国では最初のクローズド・エンド型投資信託の Boston Personal Property Trust が 1890 年に、また Railway & Light Securities Company が 1904 年に設立されている。ただし、これらの投資家層は限定されており、近代的投資信託のスタイルではなかった。1920 年代に入り、本格的なクローズド・エンド型の投資信託が設立され普及するが、1950 年代からは償還面で利便性の高いオープン・エンド型投資信託が、クローズド・エンド型にとってかわり一般的な形態となった。米国の投資信託の歴史については、投資信託協会 (2002) pp.1-16 参照。

- 6) 石油危機の影響から 1973 年第 4 四半期に前年比 8.4% から 1974 年第 4 四半期には同 12.1% へ急速に高まった。
- 7) 遠藤幸彦 (1999) p.97 参照
- 8) 連邦預金保険公社 (FDIC) の統計によると、公社の被保険加入銀行のうち閉鎖ないしは公社の支援を受けた銀行数は、1961 年から 1970 年の 10 年間に 50 件、1971 年から 1980 年の 10 年間に 94 件、そして、1981 年から 1990 年の 10 年間に 2396 件 (ピーク年は 1989 年の 534 件) を記録した。91-2000 年は 550 件である。FDIC, Bank and Thrift Failure Reports 内のデータを引用。
- 9) ちなみに、不動産バブルが目立ったロサンジェルスの一戸建て住宅の平均価格指数は、1984 年第 2 四半期のピーク時を起点として 1988 年第 4 四半期までに 14% 下落した (Office of Federal Housing Enterprise 公表の住宅価格指数より計算)。
- 10) 世界主要国の低開発国向け債権額をみると、1975 年に総額 773 億ドル。そのうち、441 億ドルが米国銀行 (海外支店を含む) の債権だった。また、1980 年には総額 2650 億ドルの債権総額。うち 1001 億ドルが米国銀行の債権だった。田中五郎 (1998) p.116 参照。
- 11) ちなみに、IMF International Financial Statistics データでみると、1981 年から 90 年までの 10 年間の米国プライム貸付金利は、平均 11.3% と歴史的な高水準にあった。
- 12) 1987 年末時点での主要商業銀行の途上国向け融資残高に対する貸倒引当金の割合は、以下の通り。Manufacturers Hanover 20.0%、Mellon Bank 40.4%、Bank of America 21.9%、Marine Midland 42.0%、Chemical Bank 23.0%、

- Security Bank 44.5%、Chase Manhattan 23.3%、First Interstate 45.0%、J. P. Morgan 24.1%、Citicorp 24.6%、Bankers Trust 27.4%、Bank of New York 32.3%、Bank of Boston 35.8%、First Chicago 37.0%、Continental 38.0% 田中五郎 (1998) p.137、表 3-24 より引用。
- 13) 経営リスクと自己資本比率の視点から銀行の預金保険料は 9 段階に分けられた。最もリスクのない銀行の保険料は、100 ドルあたり 23 セント、リスクの最も大きい銀行は同 31 セントとされた。齊藤精一郎 (2003) p.117 参照。
 - 14) 最近の銀行の非預貸業務のうち主なものには、信託業務、預金口座手数料、トレーディング損益、追加的非金利収入 (ベンチャー・キャピタル投資、投資銀行、証券業務、証券化収入、保険関連、貸付債権売却損益、不動産売却損益などが挙げられる。安岡彰 (2007) pp.46-47 参照。
 - 15) 厚生年金基金連合会編 (1999) p156 参照。
 - 16) エイボン社の年金担当者による質問は、エリサ法の解釈上、「保有する株式の議決権行使についても、エリサ法の「受託者責任」が適用されるのか」というものであった。
 - 17) 小谷野薫 (1992) p.87 参照
 - 18) 詳細については、鎌田信男 (2007) p.32 を参照されたい。
 - 19) 401 (k) を取り扱う運用機関として主なものは、投資信託 (401 (k) 資産全体の約 4 割)、生命保険会社 (同約 3 割) などである。第一勧銀総合研究所 (1999) p107 参照。
 - 20) 当時の証券取引は、1 日 2 回の路上オークションで証券取引が行われており、取引には価格操作の疑いの残るものもみられた。このような状況下に、ウォール・ストリート 68 番にあったすずかけの木の下を取引場所として設定した上で、公正な取引制度を取り行っていく趣旨の証券取引仲介人達が結んだ協定が「すずかけの木の協定」である。この協定で、委託手数料が固定化された。以来、常に売買量に比例する方式が取られてきた。当時の取引の様子については、ガイスト・チャールズ・R (2001) pp.19-27 参照。
 - 21) 料率は、100 株の売買代金を基礎として決められ、1000 株、10000 万株の手数料は、その 10 倍、100 倍として計算された。従って、小口注文を基準とした体系となっており、大量割引制度がなく、大口注文に対する特典もなかった。詳しくは、証券問題研究会 (1978) p.10 参照。
 - 22) 手数料自由化経過の詳細については、佐賀卓雄 (1991) pp.71-75 を参照。
 - 23) 佐賀卓郎 (1991) p154 参照。

- 24) 手数料自由化は、顧客アドバイスや情報提供がないかわりに割安な手数料で注文執行を行うディスカウント・ブローカー業者の数を増やした。そして、1983年のバンク・オブ・アメリカによるチャールズ・シュワップ（大手ディスカウント・ブローカー）の買収に対する最高裁の認可をきっかけに、新たなビジネスチャンスを求め、商業銀行は続々とディスカウント・ブローカー業務に進出する。この意味で、手数料自由化は銀行の証券業務進出のきっかけをつくり、さらには預貸業務の相対的縮小の一因となっているともいえる。詳しくは、佐賀卓郎（1991）p.89参照。
- 25) 例えば、1972年、GMの販売金融会社GMACが2億5000万ドルの社債発行した際、終了まで約3週間要したという。同じ会社が1984年に同じ額の4年ものノートを発行した時は、1日で終了しているという。佐賀卓雄（1991）p.127参照。
- 26) 遠藤幸彦（1999）p.145より。
- 27) 投資先企業の経営者に不満がある場合、株式を売却することにより、問題を解決する投資方法。
- 28) 近年の例をあげると、1992年に、GM社の会長兼CEOが株主総会で更迭される。これをきっかけに、92年から93年にかけてアメリカン・エクスプレス、ウェスティング・ハウス、IBM、イーストマン・コダックでCEO解任が続いた。また、97年にはアップル・コンピュータでCEO解任。98年に、サンビーム、エレクトリック・データシステムズでCEO解任。さらに、2004年の株主総会では、ウォルト・ディズニーでアイズナー会長兼CEOに対する不支持の動きが表面化し、2005年に同会長は退任した。また2004年カルパースなど有力年金が、シティーグループのワイル会長に対し再任不支持を表明し、2006年に同会長は職を降りている。こうした動きには、直接、間接に機関投資家の意向が反映している。
- 29) 米国調査機関（The Conference Board）の調べでは、2004年、米国上場企業上位50社における機関投資家議決権のシェアは59.7%、上位1000社の上場企業についてみると、そのシェアは69.4%に上る。ちなみに、米国上位10社の機関投資家の議決権のシェアは以下の通りである。なお、企業ランク付けの基準はThe Conference Board独自のものである。1位のGeneral Electric Co.は56.6%、2位のExxon Mobil Corp.は52.0%、3位のMicrosoft Corp.は71.2%、4位のCitigroup Inc.は65.6%、5位のWall Mart Stores Inc.は36.6%、6位のPfizer Incは64.0%、7位のBank of Americaは59.8%、8

- 位のJhonson & Jhonsonは63.7%、9位のAmerican International Group Incは61.7%、10位のIBM Corpは50.8%、より詳しくはThe Conference Board（2005）参照。
- 30) ストック・オプション制度とは、役員、従業員に対し、予め定められた価格で、所定の期間に自社株式を購入できる権利を与えるものである。1980年代後半には経営者の報酬の数パーセントを占めるに過ぎなかったが、1990年代後半には経営者報酬の半分以上を占めるようになってきている。佐賀卓雄（2007）pp.116-117参照。
- 31) こうした連鎖を、ロナルド・ドーアは以下のように表現する「経営者の報酬は、次第にサラリーではなく、収益や株価に連動する業績賞与やストック・オプションで支払われるようになった。ストック・オプションの価値が株価に直結していることは、経営者の唯一の責任とされている株主利益との一体化にきわめて有効な動機付けを与えられている」。ロナルド・ドーア（2001）p.16参照。
- 32) エンロン事件発生経過とその背景については、鎌田信男（2004）参照。
- 33) 経営者が法を犯しても粉飾に向かうことについて、近年色々な視点から分析が行われている。例えば、ロアン・コーマン氏は、経営危機で経営者が追い立てられると、自分の経営戦略は成功しているという「自己欺瞞」の心理状態が生じ、そこから経営者が粉飾行為に乗り出すと心理学的視点から指摘している（ロアン・コーマン（2005）参照）。また、山本美彦氏は、経営者が高収益に追い立てられる様子を以下のように表現する。「高い利潤率が一般化して、市場もそれを予測するようになったこと自体が経営者に精神的圧力を加えてきた。アナリストたちは経済の実態ではなく、会計帳簿上の利潤率の高さを囁きた。高い利潤率の回復を期待する市場の圧力に呼応すべく、経営者たちはかなり無理を犯して、会計上の利潤率を高くする」（山本美彦（2003）p.3参照）。機関投資家と収益目標からの強まる圧力の下で、経営者は、常に切迫した状況に立たされるといえよう。
- 34) データは杉田浩治（2007b）p.90の図から計算及び引用
- 35) 野村亜紀子（2005）p.78から引用。
- 36) 杉田浩治（2007a）p.177から引用。
- 37) 最近の米国の企業改革の内容については、鎌田信男（2007）参照。
- 38) NYSE（ニューヨーク証券取引所）など国内証券取引所は、2003年、エンロン事件の後上場基準を一斉に改定し、上場会社に対し経営者監視を重視する

経営システムの導入を求めた。その内容は、①取締役の過半数を「独立取締役」とすること、②上場会社内には全て監査委員会、指名委員会、報酬委員会を設置すること、③3委員会のメンバーは全て独立取締役とすること、等である。つまり、会社が公開会社である以上、経営者の経営に私的な意図を入り込ませないという仕組みを作ったわけである。

- 39) SEC規則改定2003年1月31日採択、規則名はDisclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Company and Investment Company / Proxy Voting by Investment Advisers.
- 40) 同法は、従来の金融関連諸法整理した上で投資家保護やコーポレート・ガバナンスの強化に視点をあて、金融取引を規定している。同法制定により従来の証券取引法や投資顧問法は廃止された。
- 41) 金融商品取引法では「権利者」と表示している。
- 42) 金融商品取引法の法制化の際、モダンポートフォリオ理論も含め、米国型ブルーデントマン・ルールの導入も検討されたというが、結局は現在の型となった。上柳・石戸谷・桜井(2006) p.138 参照。

参考文献

- 上柳敏郎、石戸谷豊、桜井健夫(2006)『新・金融商品取引法ハンドブック』日本評論社
- 丑山優・熊谷重勝・小林康宏(2005)『金融ヘゲモニーとコーポレート・ガバナンス』税務経理協会
- 遠藤幸彦(1999)『ウォール街のダイナミズム－米国証券業の軌跡』NRI野村総合研究所
- 小倉将志郎(2006)「米国における金融部門の収益拡大と資金循環構造の変化」『証券経済研究』第55号
- ガイスト・チャールズ・R 中山良雄訳(2001年)『ウォールストリートの歴史』フォレスト出版、原文 Geisst Charles R. (1997)『Wall Street: A History』
- 鎌田信男(2004)「エンロン事件と米国のコーポレート・ガバナンス改革」『東洋学園大学紀要』第12号
- 鎌田信男(2007)「米国証券市場におけるコーポレート・ガバナンス改革とSECの役割」東洋学園大学『現代経営経済研究』第4号
- 厚生年金基金連合会編(1999)『海外の年金制度』東洋経済新報社
- 小谷野薫(1992)「機関投資家の受託責任について」『財界観測』1月1日号

- The Conference Board (2005)『The 2005 Institutional Investment Report』
- 斉藤精一郎(2003)『ゼミナール現代金融入門』日本経済新聞社
- 佐賀卓雄(1991)『アメリカの証券業』東洋経済新
- 佐賀卓雄(2007)「ストック・オプション(SO)のバックデューティング問題について」『証券レビュー』第47巻6号
- 杉田浩治(2007a)「米国投信10年の軌跡」『証券レビュー』第47巻8号
- 杉田浩治(2007b)「世界の投資信託の動向」『証券レビュー』第47巻10号
- 証券問題研究会(1978)『アメリカ証券市場の構造変化と諸問題』証券団体協議会
- 添田利光(1998)「アメリカ商業銀行の預金業務をめぐる環境変化について(1965-1985年)」『商学論纂』第40巻第1・2号
- 第一勧銀総合研究所(1999)『401(k)のすべて』東洋経済新報社
- Davis, E. Philip and Steil, Benn (2001年)『Institutional Investors』The MTI Press
- 田中五郎(1998)『発展途上国の債務危機』日本評論社
- 投資信託協会(2002)『世界の投資信託』
- 野村亜紀子(2005)「主たる企業年金となった米国401(k)プランの課題と対応」『資本市場クォーターリー』2005 Autumn
- 本山美彦(2003)『ESOP－株価資本主義の克服』シュプリンガー・フェアラーク東京
- 安岡彰(2007)「変質する米国の銀行経営」『知的資産創造』6月号 pp.46-47 参照
- Useem, Michael (1996)『Investor Capitalism』BasicBook
- ロアン・コーマン(2005)「証券化から生じる残余持分による金融機関の倒産－粉飾・詐欺と嘘の心理学の視点から」『広島大学マネジメント研究』(5) [2005.3]
- ロナルド・ドーア 藤井真人訳(2001)『日本型資本主義と市場主義の衝突』東洋経済新報社
- Dore, Ronald (2000)『Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism - Japan and Germany versus the Anglo-Saxons』Oxford University Press

(かまた・のぶお／東洋学園大学教授)