

株主資本主義への移行とメインバンク・システムの確立

—1980年代の日米のコーポレート・ガバナンス—

新 保 博 彦

E-mail: shimpo@eco.osaka-sandai.ac.jp,

URL: <http://www.hshimpo.com/>

Transition to Stockholder Capitalism and Establishment of Main Bank System

Abstract

In both Japan and the United States before World War II, although there was a gap in economic development, market oriented corporate governance was dominant, two types of which were competing against each other to gain the advantage.

In World War II, Japan was defeated by the United States and the United States took the position as the economic, political and military leader in the world. With this as a turning point, corporate governance in the two countries went in completely different directions. In the United States, the transition from management control to stockholder capitalism was brought about, in Japan the main bank system without strong ties to the market developed.

This paper examines the fundamental features and the various conditions of establishment of the above two systems, and the circumstances under which both countries compete again now.

In Section 1, in the United States in 1980, I focus on the features of stock ownership and its dispersion, and examine the changing process from the prewar days and the development to the present stockholder capitalism. By the 1980s, in the United States, open corporate governance was developing from management control to stockholder capitalism, which is based on a market similarly and aims at the maximization of stockholder's benefits. In this process, institutional investors played an important role.

In Section 2, I consider various features of the main bank system that developed newly in the same period in Japan, and the conditions of its formation and dissolution. In Japan, as a result of war and its defeat, the market was dissolved. From the market oriented corporate governance in the prewar days, the main bank system, which is a complete contrast to the corporate governance in the U.S., established and developed as an original system. However, in this system, there were fundamental defects such as the vulnerability of the management of the main bank as a core of this system and the closed character of the entire system, and

these defects became obvious during the period when this system developed most vigorously.

Two types of corporate governance coexisted in the postwar period. However, economic activity developed through the IT revolution based on the new infrastructure of the Internet from the second half of the 1990s. The IT revolution increased economic and corporate globalization. Such globalization could be the reason for the competition of more open corporate governance particularly between Japan and the U.S.

Finally, I would like to emphasize my perspective to compare the corporate governance in Japan and the U.S., and at the same time, to consider the historical evolutionary process from the prewar days in both countries.

[キーワード]

- ①株主資本主義, メインバンク・システム, 機関投資家, コーポレート・ガバナンス, 経営者支配

はじめに

第2次世界大戦前の日米では、経済発展において格差があったとはいえ、ともに市場志向型のコーポレート・ガバナンスが支配的で、ある意味ではその優位性をめぐってお互いに競争していた。

第2次世界大戦において、日本はアメリカに敗北し、アメリカは経済的・政治的・軍事的に世界の指導的な立場に立った。これを契機に、2つの国のコーポレート・ガバナンスはまったく異なった方向に向かった。アメリカでは、しだいに経営者支配から同じように市場に基礎を置いた株主資本主義へ移行しつつあったが、日本では市場との結びつきが後退したメインバンク・システムが発展した。

本論文は、日米それぞれにとってひとつの重要な転換点となり、また対照的な特徴をもつようになった、1980年の日米のコーポレート・ガバナンスを比較検討する。1980年は、本論文で紹介するように、アメリカで多くの調査が行われた後の時期で、それらを包括的に検討するのもふさわしい時期である。日本についても、同様のことが言える。

ところで、本論文は、戦前・戦後を通じて日米のコーポレート・ガバナンスを歴史的に考察する一連の作業の一部である。戦前については、すでに3つの論文を発表したが、本論文はそれを受け継ぎ、上記の意味でもっとも重要な戦後の一時期を取り上げている。なお、現在の状況については、改めて検討し直す論文を作成中である。本論文の課題と検討結果は、以上のような歴史的な比較をもとにしていることを強調しておきたい。

1では、1980年のアメリカにおける、株式所有の実態と、企業の財務構造について検討し、コーポレート・ガバナンスの戦前からの変化と、今日の株主資本主義への発展の端緒を探りたい。2では、同じ時期の日本で、新たに発展したメインバンク・システムの諸特徴と、その成立と解体への条件を明らかにしてみたい。

1 アメリカにおける経営者支配から株主資本主義へ

Berle, Adolf A. & Gardiner C. Means (1932) が明らかにしたように、第2次世界大戦前のアメリカのコーポレート・ガバナンスは、株式が広範囲に分散して所有され、株式の所有と経営が分離している、**経営者支配**が幅広く行われているという特徴をもっていた。なお、このような特徴とともに、経営者支配の程度が産業別にかなり異なること、経営者支配の企業も含めて企業集団の形成もみられることなどは、新保博彦（2005）が明らかにした。そして、このような特徴が戦後にどのように受け継がれるのかを明らかにするのが、1の課題である。

1.1 株式の分散と機関化現象—1980年のアメリカ企業の株式所有

1.1.1 1950-60年代の企業調査

戦前のアメリカにおいて、独占の形成が市場に及ぼす影響や、株式の独占的な所有の実態を明らかにしようとする、政府の諸機関によるさまざまな調査が実施された。そのような試みは、戦後にも活発に行われた。

まず、1970年までの主な文献を順に挙げていこう。1955年刊行の*Factors Affecting the Stock Market*、1962年刊行の*A Study of Mutual Funds*、1966年刊行の*Public Policy Implications of Investment Company Growth*などが主なものである。

第1の文献では、株式市場に与えるさまざまな要因が検討され、1,043企業に対する機関投資家などによる株式所有の実態が明らかにされた。第2の文献では、急速に成長してきたMutual Fundの本格的な調査が行われたが、個々の企業への影響までは十分に及んでいない。最後の文献では、戦前には代表的な機関投資家であった投資会社が、戦後どのように発展したのかを検討し、425の投資会社による30大株式所有の実態などを明らかにしている。

これらはいずれも1950-60年代の主要企業の株式所有の実態を解明したものとして重要ではあるが、包括的な検討になっているとは必ずしも言えない。

上記の視点とは少し異なった調査も登場する。1968年の*Commercial Banks and their Trust Activities*, いわゆるパットマン報告である。この報告は、後にも検討するように、金融機関の株式の相互持ち合いや、商業銀行信託部による広範な株式所有などに焦点をあわせた貴重な調査である。

これに対して、政府機関の調査とは別に、Berle & Meansの検討結果の有効性を当時の条件の下で検討したのが、Larner (1970) である。彼は、1963年の金融を除く500大企業を調査し、Berle & Means (1932) の研究では、経営者支配の企業が200社のうち88.5社であったが、167社まで増加していることを明らかにした。(Larner 1970, pp.12-13)

この重要な研究については、対象とされた500企業の詳細なデータがないので、その結論の妥当性の検討や結論の再構成は、残念ながら十分に行うことができない。この文献は、Berle & Means (1932) と比較して、基本的なデータの掲載が十分でない。また、*Commercial Banks and their Trust Activities* (1968, p.13, 志村嘉一訳, 1970, p.180) が指摘しているように、銀行の少数支配を過小評価している例や、General MotorsやStandard Oilなどについて家族支配を過小評価している例があり、経営者支配への分類が比較的安易に行われていて、その問題点の検討が十分ではないように思われる。

1.1.2 1970-80年の企業調査

1970年代半ば以降になると、調査はいっそう包括的になる。1978年に刊行された、*Voting Rights in Major Corporations*をひとつの報告文書とする、いわゆるメトカーフ報告や、引き続いて1980年に刊行された*Structure of Corporate Concentration*, いわゆるリビコフ報告である¹⁾。そして、Larner (1970) とほぼ同じような立場で、同様の検討を行ったのは、Herman (1981) である。

しかしながら、これらの文献には、それぞれ重要な欠陥がある。まず、メトカーフ報告は、企業年金や従業員持株制度等による持株を示していない。たとえば、次に示す表1で明らかのように、United States Steel Corpの筆頭株主は、US Steel & Carnegie Pension Trで、U. S. Steelの株式を16.71%も所有しているが、それは示されていない。同様の例はいくつもみられる。

また、リビコフ報告は、企業年金などだけでなく、個人大株主についても掲載していない。たとえば、とりわけ有名なFord Motorの40.40%も所有しているFord Family Interestsについてさえ記載していない。しかし、これらによる株式所有は、当時のアメリ

1) 前者は小委員会議長がLee Metcalfであり、後者は委員会議長がAbraham Ribicoffであったため、このように呼ばれる。

カ企業の特徴を理解する上で非常に重要である。

Herman (1981) の研究は、Larner (1970) の研究とともに、当時のアメリカ企業の経営支配にかんする包括的な研究となっている。彼は、1974年の非金融会社200社について、経営者支配の企業が、内部経営者によるものと、内部経営者と社外取締役の両方によるものとをあわせて、究極的な支配については、会社数で82.5%、資産で85.4%、売上高で83.3%に達していることを明らかにした。(Herman 1981, pp.58-59) 対象とした時期は異なるが、ほぼLarner (1970) と同じ結論となっている。

しかし、彼の研究にも、かなり大きな問題がある。調査年度が少し異なるので正確には対応してない可能性もあるが、いくつか代表的な例を挙げておこう。まず、先のU. S. Steelについて、HermanはA（内部経営者支配）として分類している。次に、General Motorsであるが、筆頭株主はNational Detroit Corpで（所有比率は13.65%）、それはGeneral Motors ESOP（Employee Stock Ownership Plan）を運用している。第2位はDupont Family Interestsであるが、Hermanは、これらを示さずやはりAとしている。HermanによるAの分類は、かなり条件が緩いと考えざるをえない。

これに対して、*CDE Stock Ownership Directory*は、あらかじめ特定の株式所有者を排除せず、すべての所有者を明示している。この文献は、1975年に設立されたCorporate Data Exchangeによって、5分冊として出版された。*CDE Stock Ownership Directory*は、高価なためか日本に輸入された量もわずかであまり検討されていないが、これまでに挙げた文献の中で、基礎的なデータが非常に豊富であるという点で、当時の文献としては傑出している²⁾。本論文では、この資料を基礎に、1980年頃のアメリカ企業のコーポレート・ガバナンスの諸特徴を明らかにしたい。

1.1.3 上位30社の株式所有

ではまず、表1で1980年のアメリカ企業（製造業）の上位30社一覧を、*Fortune*によって作成し、*CDE Stock Ownership Directory, No.5 Fortune 500*にもとづいて、その株主を一覧にした。

検討の対象を上位30社に限定した理由は、より多くの企業を対象にして、株式の分散や機関化現象を一般的な傾向として指摘することもできるが、同時に、各国を代表する企業のみを対象に、個々の企業と機関投資家の固有なガバナンス構造を指摘することも重要であるからである。

2) この文献の重要性を評価し、この時期の検討に利用したのが、松井和夫(1986)である。

表1 アメリカの30大企業と株主, 1980年

	企業名	産業	売上高	株主			
				1		2	
1	Exxon	Petroleum refining	103,143	Exxon Corp	2.09	Rockefeller Family Interests	1.68
2	Mobil	Petroleum refining	59,510	Bankers Trust New York Corp	6.28	Morgan (JP) & Co Inc	2.23
3	General Motors	Motor vehicles	57,729	National Detroit Corp	13.65	Dupont Family Interests	7.00
4	Texaco	Petroleum refining	51,196	Manufacturers Hanover Corp	4.96	TIAA-CREF	0.97
5	Standard Oil of California	Petroleum refining	40,479	Midland Bank Group	11.12	Rockefeller Family Interests	2.11
6	Ford Motor	Motor vehicles	37,086	Ford Family Interests	40.40	Manufacturers National Corp	17.48
7	Gulf Oil	Petroleum refining	26,483	Mellon Family Interests	11.00	Mellon National Corp	2.16
8	International Business Machines	Office equipment	26,213	Morgan (JP) & Co Inc	2.35	Manufacturers Hanover Corp	1.57
9	Standard Oil (Ind.)	Petroleum refining	26,133	First Chicago Corp	8.22	Blaustein, Jacob Family Interests	3.58
10	General Electric	Electronics, appliances	24,959	General Electric Co	4.11	Eccles Family Interests	1.49
11	Atlantic Richfield	Petroleum refining	23,744	Security Pacific Corp	3.12	Citicorp	1.86
12	Shell Oil	Petroleum refining	19,830	Royal Dutch/ Shell Group	69.45	First City Bancorp of Texas Inc	8.26
13	International Telephone & Telegraph	Electronics, appliances	18,530	Dupont Family Interests	3.58	Bankers Trust New York Corp	3.51
14	Conoco	Petroleum refining	18,325	Bankers Trust New York Corp	5.23	Newmont Mining Corp	3.26
15	E. I. du Pont de Nemours	Chemicals	13,652	Dupont Family Interests	35.00	Delaware Trust Co	2.31
16	Phillips Petroleum	Petroleum refining	13,377	First National Bank in Bartlesville	7.24	Morgan (JP) & Co Inc	2.73
17	Tenneco	Petroleum refining	13,226	Republic of Texas Corp	4.95	Mcintyre Family Interests	1.45
18	Sun	Petroleum refining	12,945	Pew Family Interests	30.06	Thompson, B Ray Family & Affiliates	7.53
19	U. S. Steel	Metal Manufacturing	12,492	United States Steel Corp	16.71	Capital Group Inc	1.85
20	Occidental Petroleum	Mining, crude-oil production	12,476	BankAmerica Corp	4.20	Lord Abbett & Co	1.74
21	United Technologies	Aerospace	12,324	Morgan (JP) & Co Inc	2.58	Manufacturers Hanover Corp	1.60
22	Western Electric	Electronics, appliances	12,032	n.a.		n.a.	
23	Standard Oil (Ohio)	Petroleum refining	11,023	British Petroleum Co Ltd	42.25	National City Corp	2.77
24	Procter & Gamble	Soaps, cosmetics	10,772	Procter & Gamble Co	12.68	Central Bancorp Inc	3.00
25	Dow Chemical	Chemicals	10,626	Dow Family Interests	8.81	Ameritrust Co	3.36
26	Getty Oil	Mining, crude-oil production	10,150	Getty Family Interests	50.18	Ticor	11.34
27	Union Carbide	Chemicals	9,994	Manufacturers Hanover Corp	3.30	Lord Abbett & Co	2.24
28	Union Oil of California	Petroleum refining	9,984	Security Pacific Corp	6.63	Murdock, David H Family Interests	1.90
29	Eastman Kodak	Measuring, Scientific, photographic equipment	9,734	Morgan (JP) & Co Inc	3.78	Lincoln First Banks Inc	2.41
30	Boeing	Aerospace	9,426	Capital Group Inc	3.78	Prudential Insurance Co of Am	1.85
	29社平均				14.40		3.63

出所 1) Fortune, May 4, 1981.

出所 2) Abrecht, Stephen & Michael Locker, Editors, CDE Stock Ownership Directory, No.5 Fortune 500, Corporate Data Exchange, Inc., New York, 1981.

注) Western Electricについてはデータが得られないので, 30社合計には同社は含まない。

株主資本主義への移行とメインバンク・システムの確立（新保博彦）

(売上高以外の数字は持株比率)

株 主						
3		4		5		5社計
Chase Manhattan Corp	1.49	Manufacturers Hanover Corp	1.03	Sarofim (Fayez) & Co	0.98	7.27
Rockefeller Family Interests	1.97	Internorth Inc	1.41	Bancoklahoma Corp/ Bk. of Oklahoma Na	1.24	13.19
TIAA-CREF	1.46	Morgan (JP) & Co Inc	1.28	Prudential Insurance Co of Am	1.23	24.62
Union National Bk of Pittsburgh Fund	0.97	Prudential Insurance Co of Am	0.94	Sarofim (Fayez) & Co	0.92	8.76
Sarofim (Fayez) & Co	1.32	Chase Manhattan Corp	1.14	Wells Fargo & Co	0.82	16.51
Capital Group Inc	1.86	Batterymarch Financial Mngt Corp	1.50	TIAA-CREF	1.11	62.35
Prudential Insurance Co of Am	1.83	TIAA-CREF	1.47	First Tulsa Bancorp Inc	1.09	17.55
Bankers Trust New York Corp	0.99	Chase Manhattan Corp	0.98	TIAA-CREF	0.97	6.86
Sarofim (Fayez) & Co	1.60	Chase Manhattan Corp	1.02	Mudd, Seeley Family Interests	0.97	15.39
TIAA-CREF	1.26	Morgan (JP) & Co Inc	1.02	Capital Group Inc	1.01	8.89
Manufacturers Hanover Corp	1.72	Prudential Insurance Co of Am	1.07	Sarofim (Fayez) & Co	1.06	8.83
Shell Oil Co	7.60	Sarofim (Fayez) & Co	0.88	Continental Corp	0.69	86.88
Batterymarch Financial Mngt Corp	2.35	TIAA-CREF	2.08	California Public Emps & Teachers Retir Sys	1.76	13.28
Capital Group Inc	3.25	Citicorp	2.22	Manufacturers Hanover Corp	1.40	15.36
Capital Group Inc	1.76	Prudential Insurance Co of Am	1.48	Manufacturers Hanover Corp	1.38	41.93
Capital Group Inc	2.54	Citicorp	1.62	California Public Emps & Teachers Retir Sys	1.49	15.62
Bankers Trust New York Corp	1.16	Dupont Family Interests	0.93	Stone & Webster	0.93	9.42
Philadelphia National Corp	4.27	Chase Manhattan Corp	1.62	Bankers Trust New York Corp	1.04	44.52
FMR Corp	1.65	Batterymarch Financial Mngt Corp	1.43	Manufacturers Hanover Corp	1.42	23.06
Hammer, Armand & Family	1.48	Republic of Texas Corp	1.47	Pharaon, Ghaith Rashid (Saudi Arabia)	1.28	10.17
Bankers Trust New York Corp	1.30	Equitable Life Assur Society of US	1.30	Marsh & McLennan Cos Inc	1.28	8.06
n.a.		n.a.		n.a.		
Citicorp	1.40	State Street Research & Management Co	0.89	Gary, Samuel & Associates	0.82	48.13
Fifth Third Bank	1.99	Morgan (JP) & Co Inc	1.48	National Detroit Corp	1.47	20.62
National Detroit Corp	2.06	Richardson, H Smith Family Interests	1.58	Morgan (JP) & Co Inc	1.34	17.15
BankAmerica Corp	2.04	Morgan (JP) & Co Inc	1.58	Chase Manhattan Corp	1.52	66.66
Prudential Insurance Co of Am	1.92	Morgan (JP) & Co Inc	1.70	State Farm Mutl Automobile Insur Co	1.52	10.68
Manufacturers Hanover Corp	1.46	Marsh & McLennan Cos Inc	1.24	Rowe Price (T) & Associates Inc	1.11	12.34
Manufacturers Hanover Corp	1.62	Security New York State Corp	1.37	First National Boston Corp	1.22	10.40
Manufacturers Hanover Corp	1.36	National Detroit Corp	1.05	Kemper Family Group	1.04	9.12
	1.99		1.34		1.18	22.54

新保博彦(2004)は、戦前においても、以上の2つの方法による検討で、一方では全般的な株式の分散、他方では投資会社による企業集団化と、かなり対照的な結果が見られることを明らかにした。この例からも、全般的に進行する過程と、その中心の一部で見られる異なった動きの両方に注目することが必要であると思われる。

まず、上位30社の産業構成が注目される。その検討にあたって、1980年という時代を概観しておく必要がある。1973-74年には、第4次中東戦争をきっかけに、イスラエルとそれを支援する先進国への対抗措置として、OPEC加盟国は、石油価格を大幅に引き上げ、石油資源の国有化を進めた。この過程で、先進国の石油巨大企業は、国有化によって多くの資産の支配を失ったが、石油価格の高騰で巨額の利益を得た。この結果、日米両国で石油企業の地位が急上昇している。以下の検討結果には、極端に独占化された石油産業の比重が一時的に非常に高くなっていることを、注意しておきたい。

なお、この石油産業を中心としたアメリカ企業は、新保博彦(1989)でも明らかにしたように、中央集権的でグローバルなネットワークを形成して、効率的な事業活動を展開し高い収益を獲得していた。これらの企業は典型的な**多国籍企業**とみなされている。

この表から、まず**第1**に、30社の5大株主に、もっとも多く登場するのは、代表的な機関投資家であることが確認できる。Manufacturers Hanover Corpの12回、Morgan (JP) & Co Inc の11回、Bankers Trust New York Corp, Capital Group Inc, Prudential Insurance Co of Am, TIAA-CREFのそれぞれ7回である。株式市場全体で進む機関化現象は、こうして主要企業の株主の変化としても、明瞭に表れている。

ただし、個々の機関投資家の所有比率は、ごく一部を除いて高くない。その意味では、現在進行している機関化現象は、株式所有の分散という過程と同時に進行している。

第2に指摘できるのは、株主として登場する回数は少ないが、非常に所有比率が高くなっているのが、以下の2つの場合である。

まず、外国企業であるが、30社に外国企業子会社が2社含まれている。Shell OilはRoyal Dutch/ Shell Groupが69.45%所有し、Standard Oil (Ohio) はBritish Petroleum Co. Ltd.が42.25%を所有している。

また、巨大会社を高い所有比率で支配する、個人・家族の大株主が少なくない。Ford MotorではFord Familyが40.40%、E. I. Du Pont de NemoursではDupont Familyが35.00%、SunではPew Familyが30.06%、Getty OilがGetty Familyが50.18%の株式を所有するなどである。Dupont Familyにいたっては、4社の株主として登場する。後で検討する日本には、こうした例はみられない。

第3に、注目されるのが企業年金や従業員持株制度等による株式所有である。株主とし

て当該企業名が登場する場合などが、それである。既にいくつか具体的な例を挙げた。それ以外では、Procter & GambleのProcter & Gamble Prof Shar Dividend & Trust Plansなどによる12.68%も、高い所有比率となっている。

以上のような特徴的な株主の存在によって、29社の筆頭株主の全株主に占める割合（単純平均）は14.40%、上位5株主の割合は22.54%にも達し、非常に高くなっている。表3でみる、主要銀行の場合の12.76%よりも大幅に高い。

これらの事実から、アメリカ企業上位30社では、株式の広範囲な分散とはかなり異なった様相になっているのが理解できる。Larner (1970) やHerman (1981) が解明したような、全体としての経営者支配の進展という事実が存在するとしても、第1に、広範囲での機関化現象、第2に、とくに石油産業に典型的にみられるような、それとは対立する集中の過程も、同時に進行していることにも、注目しておかなければならない。

1.1.4 500社の株式所有

今度は同じ資料をもとに、上位500社の5大株主がどのような特徴を持っているかを検討してみたい。

表2にまとめたように、500社中30社以上の株主として登場する12の株主を一覧にし、

表2 アメリカ企業500社の株主一覧、1980年

			500社	30社の 場合	6行の 場合
1	Morgan (JP) & Co Inc	Commercial Bank	104	11	4
2	Batterymarch Financial Mngt Corp	n.a.	70	3	0
3	Capital Group Inc	Investment Advisors	61	7	0
4	Prudential Insurance Co of Am	Life Insurance	50	7	0
5	TIAA-CREF	Pension Fund	50	7	1
6	Manufacturers Hanover Corp	Commercial Bank	48	12	1
7	Marsh & Maclennan Cos Inc	Investment Advisors	42	2	0
8	Citicorp	Commercial Bank	39	4	4
9	Bankers Trust New York Corp	Commercial Bank	35	7	2
10	Delaware Management Co Inc	n.a.	34	1	1
11	Rowe Price (T) & Associates Inc	Investment Advisors	30	1	2
12	Sarofim (Fayez) & Co	Investment Advisors	30	6	0
	BankAmerica Corp	Commercial Bank	18	2	1
	Chase Manhattan Corp	Commercial Bank	17	6	2

出所：Abrecht, Stephen & Michael Locker, Editors, *CDE Stock Ownership Directory, No.5 Fortune 500*, Corporate Data Exchange, Inc., New York, 1981.

注：30社の場合には表1から、6行の場合には表3からデータを採った。

参考として2つの巨大商業銀行を付け加えた。この表では、投資額ではなく、株主として登場する数が検討されているので、後の表4に示す投資額によるランキングの結果とは異なっている。

12の株主はすべて金融機関で、改めて機関化現象が広く進展していることがわかる。上位30社では際だっていた、外国企業や家族による支配が、会社数での集計という方法にも影響されて、後景に退いている。このことから、金融機関による産業の支配というとらえ方も可能となっている。このことを検討するためには、金融機関の詳細な検討が不可欠である。

12株主のうち、商業銀行がMorgan (JP) & Co Incをはじめとして4行、投資顧問・運用会社が、Batterymarch Financial Mngt Corpをはじめ、第11、12位の2社を加えて6社で半数を占める。その他では、生命保険会社がPrudential Insurance Co of Amの1社、年金基金がTIAA-CREFの1組織となっている。このように、投資顧問・運用会社と商業銀行信託部門の比重がきわめて高いというのが、当時のアメリカ企業の株主のもっとも重要な特徴である。それは、戦前のアメリカ企業にはみられないこの時代の新たな特徴となっている。なお、他の箇所でもふれるように、アメリカ商業銀行の自己勘定による株式所有は、グラス・スティーガル法によって禁止されているので、銀行信託部で所有している³⁾。

この表を主要企業・銀行のみを検討した表1と3と比較しておこう。表1では、Manufacturers Hanover Corpが30社中12社、Morgan (JP) & Co Incが11社、Bankers Trust New York Corpは7社の株主になっていて、商業銀行の比重が比較的高かった。また、表3では、6行のうちMorgan (JP) & Co IncとCiticorpは4行の株主になっていて、やはり商業銀行の比重が高い。商業銀行は、代表的な企業と銀行に集中的に投資していたと言えるだろう。

1.1.5 主要金融機関にみられる株式の相互持ち合い

次に、表3では、*CDE Stock Ownership Directory, No.3 Banking & Finance*のChart 1の上位5行と、表1と2の企業の株主として非常に重要なBankers Trustの、商業銀行6行、そして、同書Chart 9の投資顧問会社のうち、表1と2にしばしば登場するRowe Price (T) & Associates Incなどの投資顧問会社3社取り上げた。なお、Batterymarch Financial Mngt Corp, Marsh & Maclennan Cos Inc, Delaware Management Co Incについては、データが得られない。

この資料は、Rowe Price (T) & Associates Inc, Capital Group Inc, Sarofim (Fayez)

3) さしあたり、高月昭年、2001、p.68, 141-3を参照。

(数字は%)

表3 アメリカの主要銀行・投資顧問会社の株主, 1979年

Commercial Bank	株主					5社合計
	1	2	3	4	5	
1 Bankamerica	Bankamerica Corp 7.03	Morgan (JP) & Co Inc 2.41	Citicorp 1.77	California Public Emps & Teachers Retir Sys 1.65	Harris Bankcorp Inc 0.97	13.83
2 Citicorp	Morgan (JP) & Co Inc 4.11	First National Boston Corp 2.57	Rowe Price (T) & Associates Inc 1.81	TIAA-CREF 1.55	Citicorp 1.48	11.52
3 Chase Manhattan	Chase Manhattan Corp 2.82	Rockefeller Family Interests 2.40	Bankers Trust New York Corp 1.80	FMR Corp 1.57	California Public Emps & Teachers Retir Sys 1.19	9.78
4 Manufacturers Hanover	Manufacturers Hanover Corp 7.41	Morgan (JP) & Co Inc 2.77	Continental Corp 2.76	Citicorp 2.61	Kirby Family Group-Alleghany Corp 2.16	17.71
5 Morgan (JP) & Co	Rowe Price (T) & Associates Inc 3.05	First National Boston Corp 2.77	Chase Manhattan Corp 2.64	Citicorp 2.63	National Detroit Corp 1.95	13.04
8 Bankers Trust	Bankers Trust New York Corp 7.24	Morgan (JP) & Co Inc 0.97	Delaware Management Co Inc 0.93	Continental Corp 0.81	Wertheim & Co Inc 0.73	10.68
6 行平均	5.28	2.32	1.95	1.80	1.41	12.76
Investment Advisors						
4 Rowe Price (T) & Associates Inc	E. Kirkbridge Miller & Family (18.7%); Donald E. Bowman (10-25%); Hal B. Howard & Family (7.9%); Cornerius C. Bond Jr. & Family (9.0%); Curran W. Harvey & Family (5.5%); T. Rowe Price Assoc. Inc. Employee Stock Ownership Trust, including the interests of above individuals, (15%).					
5 Capital Group Inc	Jon B. Lovelace Jr. (+25%); Other partners with 5-10% each: Robert L. Cody; Robert B. Egelston; James D. Fullerton; Howard B. Schow.					
17 Sarofim (Fayez) & Co	Fayez S. Sarofim (50-75%); Fayez Sarofim Family, (<20%); Edward Rudge Allen Jr., (10-25%)					

出所: CDE Stock Ownership Directory, No. 3 Banking & Finance, Corporate Data Exchange, Inc., New York, 1980.

注1) 順位については, 同じ文献から採ったが, 順位の年次は1977年である。

注2) Batterymarch Financial Mngt Corp, Marsh & McLennan Cos Inc, Delaware Management Co Incについてはデータがない。

& Coなどの当時を代表する投資顧問会社が、個人や家族が株式を所有する会社であることを示す、断片的ではあるが貴重なデータを明らかにしている。

この表からもまず、金融機関においても、機関化現象が進展していることがわかる。30株主のうち、機関投資家である、Morgan (JP) & Co IncとCiticorpが4回、Bankers Trust New York Corp, California Public Emps & Teachers Retir Sys, Rowe Price (T) & Associates Incなどが2回となっている。

そして、きわめて重要なのは、主要な金融機関どうしの持ち合いが広く見られることである。たとえば、Morgan (JP) & Co Incが他の4行を、Citicorpが他の3行の株式を所有している。これらの事実も、当時のアメリカのコーポレート・ガバナンスを特徴づけている。先に挙げたパットマン報告は、この形態での経済力の集中が自由企業体制にとって脅威であると理解し、その排除を主張した⁴⁾。アメリカに特有のこの持ち合いが形成されたもっとも重要な要因のひとつは、金融システムが市場を基礎に形成されているアメリカで、金融システムに危機が生じた場合に、金融機関どうしが協力して対応するためと考えられる。

また、商業銀行の場合も企業の場合と同様に、たとえば、Bankamericaのように、筆頭株主はBankamerishare P 1 /37800 Pcts (Participants) という従業員持株制度がある。従業員持株制度は同様に、Manufacturers Hanover Corp, Bankers Trust New York Corpでもみられ、所有比率も7%超とかなり高い。

最後に、主要銀行については、30大企業のように、外国企業や家族の支配という特徴はChase ManhattanのRockefeller Familyの2.40%を除いてみられない。

1.1.6 機関投資家と株主資本主義への動き

では最後に、以上の検討の総括として、アメリカ企業と銀行の株主として重要な役割を担っている機関投資家について検討しておこう。

戦後の株式市場のもっとも重要な変化は、その所有者が、個人から銀行、投資顧問・運用会社、生命保険会社、年金基金などの機関投資家に移りつつあることである。このような現象を、本論文でも何度か指摘したように、**機関化現象**と呼ぶ。

機関化現象は、戦後継続的に進行している⁵⁾。まず一般的な理由として、急速な技術革

4) *Commercial Banks and their Trust Activities*, p.889, 志村嘉一訳. 1970, p.61

5) この事実を示すひとつのデータとして、NYSEのFact Bookの、*Estimated holdings of NYSE-listed stock by selected institutional investors (bils.)*, 1984, *Estimated holdings of NYSE-listed stock by selected institutional investors (bils.)*, 1980を挙げておきたい。
<http://www.nysedata.com/factbook/main.asp>

新と社会変化の過程での新たな企業の登場、金融・証券市場のグローバル化や新たな金融商品の開発などに対して、個人投資家が適切な投資判断を行うことが難しくなっていることが挙げられる。

次に、1980年を前後する時期の特徴として、高い収益を求める巨大機関投資家の登場とその影響力の拡大が挙げられる。投資顧問会社や年金基金がそれである。年金基金の発展はERISA法などの新しい年金制度の確立、投資顧問会社の発展はインデックス・ファンドなど様々な投資商品の開発と購入層の拡大に依るところが大きい。

では、*Institutional Investor*誌がまとめたデータにもとづいて、1980年のアメリカの代表的な機関投資家を、表4でみておこう。表2は、製造業上位500社の株主を数で一覧にしたものであるが、表4は、機関投資家の投資額にもとづいた一覧である。したがって、この表の方が、実際に影響をより正確に捉えている。

この表では、上位10機関と、これまでの表にしばしば登場している、年金基金 Teachers Insurance & Annuity Association/College Retirement Equities Fundと、以下の投資顧問会社3社、T. Rowe Price Associates, Capital Group, Fayed Sarofimを取り上げた。追加の4組織は、ランクはかなり下位のものも含むので、組織ごとの構成比については、やや年金基金や投資顧問会社の比率が高くなっていると言えるだろう。

まず、運用資産合計については、Morgan Guaranty Trustなどの商業銀行4行と、Prudential Insuranceなどの生命保険の投資額3社の投資額が、やはり群を抜いて大きい。

しかし、重要なのは、それぞれの機関投資家の投資構成である。生命保険会社には、株式投資に強い制約が課されているので、株式への投資は20.3%である。これに対して商業銀行は約2分の1の資産を株式で運用しているので、やはり最大の機関投資家になっている。

注目しなければならないのは、投資顧問会社である。それは、会社ごとに少し比率が異なっているとはいえ、運用資産の4分の3を株式に投資している。そのため、この表では生命保険会社を抜いて株式投資が2番目に多くなっている。投資顧問会社はあえてハイ・リスクの投資対象を選びハイ・リターンをめざして、多数の企業に活発に投資している。

ところで、これらの投資顧問会社は、どのような投資戦略にもとづいて投資を行っているのだろうか。これらの会社が非公開会社なので、データは非常に少ない。最近刊行された、Ellis (2004) は、代表的な投資顧問会社のひとつであるCapital Groupが、1980年には運用資産が118億ドル、社員が417名から、2003年にはそれぞれ6530億ドルと6012名に急増していることを明らかにしている。そして、成長の要因が、長期戦略的な思考、一貫した目的意識、社員重視の経営、ユニークな運用体制、弾力的な組織運営、しなやかな報酬

表4 アメリカの機関投資家, 1979-81年 (単位:100万ドル, %)

			運用資産計			資産構成(1980年)			
			1979	1980	1981	株式	債券	現金	非課税資産
1	Morgan Guaranty Trust	CB	29,294	35,047	34,055	21,377	5,469	8,201	17,870
2	Prudential Insurance	LI	32,237	34,892	36,540	9,604	24,199	1,089	20,503
3	Metropolitan Life	LI	28,580	29,902	31,289	1,630	26,883	1,389	15,933
4	Citibank	CB	23,253	23,154	17,153	10,348	6,403	6,403	8,946
5	Aetna Life & Casualty	OI	18,538	21,700	23,222	2,867	17,491	1,342	15,824
6	Equitable Life Assurance	LI	19,300	21,510	23,100	6,304	13,334	1,872	17,255
7	Bankers Trust	CB	14,211	17,362	19,211	8,732	7,911	719	13,061
8	California Public Employees' Retirement/California Teachers Retirement	PF	14,033	16,323	24,757	4,567	11,266	490	16,323
9	Manufacturers Hanover Trust	CB	14,240	15,029	17,381	6,121	5,856	3,052	9,286
10	Travelers Corp.	OI	12,947	14,518	15,960	2,717	10,482	1,319	8,775
13	Teachers Insurance & Annuity Association/College Retirement Equities Fund	PF	10,257	13,130	14,278	8,703	4,319	108	n.a.
18	T. Rowe Price Associates	IA	8,100	11,000	12,900	7,040	990	2,970	4,500
21	Capital Group	IA	9,404	10,667	11,890	8,008	690	1,969	6,353
33	Fayez Sarofim	IA	5,810	8,759	8,060	7,891	505	363	7,750
計			240,204	272,993	289,796	105,909	135,798	31,286	162,379
商業銀行(CB)計			80,998	90,592	87,800	46,578	25,639	18,375	49,163
						51.4%	28.3%		54.3%
生命保険(LI)計			80,117	86,304	90,929	17,538	64,416	4,350	53,691
						20.3%	74.6%		62.2%
その他保険(OI)計			31,485	36,218	39,182	5,584	27,973	2,661	24,599
						15.4%	77.2%		67.9%
投資顧問(IA)計			23,314	30,426	32,850	22,939	2,185	5,302	18,603
						75.4%	7.2%		61.1%
年金基金(PF)計			24,290	29,453	39,035	13,270	15,585	598	16,323
						45.1%	52.9%		
計			240,204	272,993	289,796	105,909	135,798	31,286	162,379

出所: *Institutional Investor*, August 1981, August 1982.

体系、非公開会社、個性の尊重などにあると考えた。(Ellis 2004, pp.3-5) それは、同書の副題「長期投資の優位性」にも示されている⁶⁾。

Ellisは十分にふれていないが、IT革命が急速に展開し始める1980年以降になると、投資顧問会社がIT関連分野への積極的な投資を行い、新たに展開する金融工学の諸成果も取り入れたことが成長の原動力になったことも、あわせて指摘しておくべきだろう。

このような専門的な投資顧問会社が、機関投資家の中で広範囲に生まれその役割を高められていることが、1980年のアメリカ企業の株式所有の特徴である。投資顧問会社は投資収益の拡大をめざして活動しているので、投資された企業はその選別を通じて市場での評価が高まり、資金調達を始め企業活動の諸条件は大きく改善される。また、その動きは、同じ市場で運用競争をしている他の機関投資家にも影響する。こうして、全体として、経済の株主資本主義への動きが強まる。

次に投資顧問会社を上回る株式投資を行っている商業銀行であるが、その投資の主な目的は何であろうか。

アメリカに固有の金融機関どうしの相互所有については、すでに述べた。商業銀行が、非金融企業を支配下に置き、垂直的な統合による業務の効率化と収益の拡大を図るとは考えにくい。当時の金融技術革新の段階では、銀行と非金融企業の統合の可能性を見出すのが難しいからである。

銀行が支配を目的とした投資を行うことについて、Herman (1980, pp.50-52) は次のような制約があると、的確に指摘している。信託部門が分離された部門であること、顧客からの良好な投資パフォーマンスの要求、法的な制約、企業を支配している経営者グループからの抵抗などである。こうしたさまざまな制約から考えれば、やはりもっともあり得るのは、金融産業としての投資収益の拡大である。

ところで、商業銀行信託部の投資収益がどのようなものであったのかについては、後に表6で検討する。明らかになったことをとりあえずまとめると、Morgan (JP) & Coが金額としてもっとも多く、金利収入に代わる新たな収益源となっているとはいえ、商業銀行全体としてみて、その比重が必ずしも高いとはいえない。

1.1.7 1980年のアメリカの株式所有の特徴

以上の検討にもとづいて、戦後のもっとも代表的な時期となる1980年のアメリカの株式所有の特徴をまとめておこう。

6) Capital Groupの投資戦略については、資本市場研究会(2001)も参照。

まず、Larner (1970) やHerman (1981) の研究によれば、データの取り扱いと検討結果にいくつか重要な問題が残されているとはいえ、株式所有の分散が、全体としてみれば、戦後に着実に発展していると推測することができる。企業全体の発展や金融市場での資金調達増大、新規の上場企業の増加だけでなく、投資家の全般的な拡大やさまざまな金融商品の開発による投資額の増加が、この結果をもたらした背景にある。

しかし、同時に、株式の分散が単純に進んでいるわけではなく、さまざまな機関投資家の株式所有の増大を意味する機関化現象も着実に進展している。機関投資家としては、古くから活動している商業銀行や生命保険会社などとともに、投資顧問会社や年金基金が、新たに投資収益の拡大をめざして、重要な機関投資家として登場してきた。

そして、本論文で詳細に検討したように、過去にはかなり広くみられた個人や家族による株式所有もけっしてなくなった訳ではない。石油産業の急速な成長とともに、それが一部では復活してきたとさえ言える。さらには新たな現象として、石油産業などでの外国企業による所有や、すべての産業における従業員持株制度による所有などが、とくに巨大企業を中心として重要な役割を果たしつつある。

さらに、金融機関については、金融機関どうしの株式の相互持ち合いも、アメリカに特有な現象として指摘できる。

1.2 資本蓄積と内部金融の発展—1980年のアメリカ企業の財務情報

1.1は、アメリカの主要な企業と金融機関の株主について検討してきたが、1.2では、それらの企業と金融機関についての財務情報について検討してみよう。これらのデータのなかにも、当時のアメリカ企業のコーポレート・ガバナンスの特徴が明確に現れている。

1.2.1 上位30社の財務情報

まず、*Moody's industrial manual*などにもとづく上位30社の合計と、Federal Trade Commissionによる製造業合計の、もっとも基礎的な財務データを、表5で一覧にした。なお、30社すべてを掲載する余裕がないので、もっとも企業数の多い石油精製業については、14社合計と上位3社のデータのみを掲載し、各企業についても産業別に並べ替えた。当然ではあるが、この時期については、石油精製業の全体への影響が強くなっている。

まず、上位30社合計を作成する際の、いくつかの技術的な問題についてふれておく。固定資産について、Property etc.と減価償却費のそれぞれについてデータが得られない企業が5社あるが、その場合には減価償却後の金額をProperty etc.の欄に斜体で記入した。したがって、以下で検討する減価償却費は過小に評価されている。また、自己資本は、

株主資本主義への移行とメインバンク・システムの確立（新保博彦）

表5 アメリカの30大企業の財務情報, 1980年

(単位: 100万ドル, %)

			Property etc.	減価償却	その他固 定投資	固定 資産計	資産計	長期負債	自己資本	うち留保 利益
1	Exxon	Petroleum refining	46,437	-16,126	2,807	33,118	56,577	4,717	25,413	23,718
2	Mobil	Petroleum refining	24,581	-8,741	2,766	18,606	32,705	3,256	13,069	11,376
4	Texaco	Petroleum refining	20,375	-8,617	2,152	13,910	26,430	2,374	12,526	10,345
		小計	227,031	-75,789	20,225	171,467	270,574	30,111	120,095	100,859
			83.9%	-28.0%	7.5%		100%	11.1%	44.4%	37.3%
3	General Motors	Motor Vehicles	29,203	-15,217	5,110	19,096	34,581	1,072	17,815	15,737
6	Ford Motor	Motor Vehicles	15,567	-7,992	5,214	12,789	24,348	2,059	8,568	7,799
8	International Business Machines	Office equipment	26,370	-11,353	1,761	16,778	26,703	2,099	16,453	12,491
10	General Electric	<i>Electronics, appliances</i>	11,035	-5,255	2,848	8,628	18,511	1,000	8,200	7,151
13	International Telephone & Telegraph	Electronics, appliances	712	-341	4,333	4,704	5,228	1,460	2,533	935
22	Western Electric	Electronics, appliances	4,223	-1,568	289	2,944	8,048	817	4,449	2,500
15	E. I. du Pont de Nemours	Chemical	12,366	-7,900	656	5,122	9,650	1,079	5,624	4,690
25	Dow Chemical	Chemical	9,873	-4,201	1,476	7,148	11,538	3,438	4,440	3,868
27	Union Carbide	Chemical	9,636	-4,429	533	5,740	9,659	1,859	4,776	4,170
19	U. S. Steel	Metal Manufacturing	13,935	-7,402	1,316	7,849	11,748	2,401	5,288	3,453
20	Occidental Petroleum	Mining, crude-oil production	6,161	-2,230	265	4,196	6,630	925	2,280	1,330
26	Getty Oil	Mining, crude-oil production	5,205		899	6,104	8,267	605	4,144	3,728
21	United Technologies	Aerospace	3,655	-1,692	796	2,759	7,336	867	2,735	1,202
30	Boeing	Aerospace	2,723	-1,218	326	1,831	5,931	76	2,315	1,489
24	Procter & Gamble	Soaps, cosmetics	3,401		145	3,546	6,572	869	3,582	3,297
29	Eastman Kodak	Measuring, Scientific, photographic equipment	3,435		73	3,508	8,754	208	6,028	5,354
	30社合計		384,531	-146,587	46,265	284,209	474,078	50,945	219,325	180,053
	(対資産比率)		81.1%	-30.9%	9.8%		100%	10.7%	46.3%	38.0%
	製造業合計 1980		832,845	-384,166	330,019	778,698	1,413,013	236,183	699,694	533,569
	(対資産比率)		58.9%	-27.2%	23.4%		100%	16.7%	49.5%	37.8%
	同 1960		193,865	-93,363	21,495	121,997	255,856	31,294	167,654	97,122
	(対資産比率)		75.8%	-36.5%	8.4%		100%	12.2%	65.5%	38.0%

出所1) 各社のデータについては, *Moody's industrial manual*, 1982, New York: Moody's Investors Service, *Moody's public utility manual*, 1982, New York: Moody's Investors Service. なお, Conocoについてのみ, *Moody's industrial manual*, 1981を用いた。

出所2) 1980年の製造業合計については, Federal Trade Commission, *Quarterly Financial Report for Manufacturing, Mining and Trade Corporations, Fourth Quarter 1981*.

出所3) 1960年の製造業合計については, Federal Trade Commission, *Quarterly Financial Report for Manufacturing Corporations, Fourth Quarter 1961*.

注1) Property etc. については, 一部の企業については, 資料の制約から減価償却後の金額となっている。

注2) *Moody's industrial manual*, 1982に明らかな誤りと思われる項目があったので, 本表では修正した。

Minority Equityを含めず、ネットの金額とした。

この表から、第1に、30社の自己資本比率が46.3%と、非常に高いことが確認できる。ただし、1980年の製造業全体の49.5%よりもやや低く、1960年の製造業全体の65.5%からは大幅に低下している。戦前のその比率は、製造業で82.3%、30社合計で63.2%であり、現在でもなお高いこの比率は、長期的に見ると低下を続けていると言えるだろう。

ただし、自己資本の内訳はかなり異なっている。戦前には自己資本のうちで約3分の2は払込資本であるが、1980年には80%以上が留保利益である。約50年間にアメリカ企業は内部に巨額の蓄積を行ったことがわかる。

企業別にみると、自己資本比率の高い企業は、International Business Machines(61.6%)やEastman Kodak(68.9%)などの新たな技術革新によって、この時代をけん引している企業である。

これに対応して、第2に、長期負債比率は、30社で10.7%、製造業計で16.7%にすぎない。社債や銀行借入れなどの形態での、直接・間接の企業外部からの資金調達に占める比重は高くない。戦前については、製造業で6.6%、全産業で26.2%で、製造業ではそれほど大きな変化がなく、鉄道と公益の2つの産業では、これと比較して長期負債への依存が高かったと言えるだろう。

第3に、内部留保(Retained Earnings)と減価償却費の合計でとらえた内部(自己)金融⁷⁾については、30社では、それが総資産(減価償却控除前の)に対して占める比率は52.6%である。

戦前の内部金融比率は、製造業では49.9%で、全産業では30.5%であったので、長期負債の場合と同じように、製造業ではこの時期とあまり変わらず、鉄道と公益の2つの産業では、外部金融市場への依存が大きかったと言える。

第4に、資産側のデータをみると、その他固定投資は、9.8%と少ない。当時の製造業企業の多くは巨大企業であったが、このデータからみる限り、巨大企業群の子会社・関連会社の独立性は、比較的高かったと言えるだろう。

戦前には、製造業では、やはりその他の固定投資は少なかったが、鉄道と公益の2つの産業で子会社への投資が大きな比重を占めていた。その2つの産業での、巨大企業が企業集団を形成していた場合が少なくなかった。

ところで、内部金融の比重は、一方で、企業にとって投資額が巨額になり一企業では調達が困難になるとともに、他方で、金融市場の発展によって調達コストの安い資金が利用

7) 内部金融という視点からも、アメリカ金融史を検討した文献に、西川・松井(1989)がある。とくに第6章2、第9章2を参照。

できるようになるのにもなって、歴史的には低下傾向にある。しかし、アメリカにおけるそれらの比率は、戦前と比較してそれほど大きく変化してはならず、後にみる日本と比較してなおかなり高い。アメリカ企業は、市場からの直接的な資本調達を活発に行いながら、同時に内部への蓄積もいっそう発展させている。

1.2.2 主要銀行の財務情報

アメリカ企業は、戦後に入って石油や自動車・電機などの産業で海外に活発に進出し、グローバルなネットワークを形成して企業活動を展開した。企業内部に巨額の資金と優れた経営資源が蓄積され、また、ヨーロッパや日本企業との激しい競争を行わなければならなかったからである。

金融産業とりわけ銀行においても、国際的な事業活動の展開は急速に進んだ。1970年代の石油価格の大幅な上昇によって、OPEC諸国に巨額の石油収入が生まれ、それはアメリカを中心とする先進諸国の銀行に集中的に預金された。こうして、かつてない巨額の資本が取引される、**ユーロ市場**と呼ばれる**国際金融市場**が急速に成長し、銀行はその資金の国際的な循環に大きな役割を果たすことになる。結果的にはこの移動は、特にラテン・アメリカ諸国の返済困難と債務累積をもたらし、銀行にも多大な損害を与えることになる⁸⁾。

表6では、アメリカの主要商業銀行上位5行と、同様に重要なBankers Trustの6行の主要な財務データを一覧にした。当時、アメリカの商業銀行には、一般の顧客を対象にした銀行と、主に企業や国際機関、富裕層を対象にした卸売り銀行とがあった。

BankamericaやChase Manhattanは、前者の代表的な銀行であったが、そのために貸し出しや預金が、他の銀行より高い比重となっている。また、収支の面では、その他収支の比重が低い。これに対して、後者に属するMorgan (JP) & CoやBankers Trustは、対照的に、貸し出しや預金の比重が低く、収支の面ではその他収支の比重が高い。

なかでも、Morgan (JP) & Coは、先にもみたように、信託資産が多いので、信託収入が飛び抜けて多くなっている。ただし、信託収入が占める比重はそれほど高くはなく、その役割は必ずしも大きいとは言えない。先にも指摘したように、銀行信託部門による多くの企業の株式所有に対して過大な評価を与えるのは適切ではない。

Citicorpは、信託収入については不明であるが、その他収入についてはもっとも多くなっている。そのなかで、もっとも多いのは手数料で、6.3億ドルに達する。Citicorpは新たな戦略を模索する銀行のひとつの例である。

8) アメリカ企業の国際化については、新保博彦(1989)第1章を、アメリカ銀行の国際化については、その第3章を参照。

表6 アメリカの主要銀行の財務情報, 1980年 (単位: 100万ドル)

	貸借対照表	投資証券	貸し出し	資産計	預金	長期負債	負債計	自己資本
1	Bankamerica	7,431	62,482	111,617	88,426	818	107,709	3,908
2	Citicorp	6,695	69,915	114,920	71,771	2,216	111,029	3,891
3	Chase Manhattan	4,738	46,799	76,190	56,846	985	73,502	2,688
4	Manufacturers Hanover	n.a.	30,621	55,522	41,745	918	53,813	1,709
5	Morgan (JP) & Co	4,584	26,252	51,991	35,594	577	49,810	2,180
8	Bankers Trust	2,315	17,386	34,202	23,816	298	33,042	1,160
	6行合計		253,455	444,442	318,198	5,812	428,905	15,536
			57.0%	100%	71.6%			3.5%
	収益構造	利息収入	利息支出	利息収支	その他収入	収入計	その他: 企業信託等	
1	Bankamerica	11,263	8,495	2,767	812	12,075	61	
2	Citicorp	13,040	10,495	2,545	1,171	14,211	n.a.	
3	Chase Manhattan	7,419	5,864	1,556	583	8,002	74	
4	Manufacturers Hanover	4,673	3,850	823	516	5,189	64	
5	Morgan (JP) & Co	4,742	3,964	778	431	5,173	148	
8	Bankers Trust	3,363	2,699	664	330	3,693	63	
	6行合計	44,500	35,367	9,133	3,843	48,343		
		92.1%			7.9%	100%		

出所: 各社のデータについては, *Moody's Bank & Finance Manual, 1982, New York: Moody's Investors Service.*

1980年前後に, ニュー・ディール時代の規制に基盤を置いていた銀行は大きな転換点に立っていた。1970年代に金利の規制が緩和され, 業務の自由化や州際業務の自由化がなし崩し的に進められ, 新たなビジネス・チャンスが生まれ, どの銀行がそれを獲得するかを巡って激しい競争が起こっていた。

1.3 経営者支配から株主資本主義へ

ここで, 1980年代アメリカ企業のコーポレート・ガバナンスの特徴をまとめておきたい。すでに指摘したように, アメリカ企業においては, 株式所有の分散, 所有と経営の分離が全体としては着実に発展している。しかし, 同時にそれと逆行する支配の形態も影響力を失ってはならず, 外国企業の所有などの今日に特徴的な形態も登場してきた。

こうしたなかでとくに注目しておきたいのは, 機関化現象の進展と, 特に資産運用を専門的な業務とする機関投資家の役割の増大である。これまでの経営者支配論においては, 経営者と, 企業を所有する富裕な個人・家族などの投資家との関係として議論が行われ, 経営者に支配が移ったと考えられた。

しかしながら, 戦後に入って, 新たに機関投資家による株式所有が増大し続け, 現在の

ように経営に直接には発言しない場合が多いとはいえ、所有する株式の選択を通じて、企業活動に影響を与えるようになってきた。もはや経営者による会社支配が、企業経営にとってもっとも重要な要因とは言えなくなったきた。こうして、経営者支配から、**株主資本主義**への動きが、徐々に強まってきた。

株主資本主義は、まず、株主（stock holder）の利益を最大化する資本主義としてとらえられる。それは、先進国においては、株主を含む利害関係者（stake holder）全体の利益を最大化する資本主義と対照的な用語として用いられる。

これらの用語は、経済全体を特徴づけているが、その基礎を形成しているコーポレート・ガバナンスとしては、前者はいわゆる英米型、後者は大陸ヨーロッパ・日本型とされるものに対応している。

ところで、2つの資本主義のもっとも顕著な相違は、次の点にある。株主資本主義は、株主が市場を通じて企業に投資しているだけでなく、多くの利害関係者がそれぞれ市場を通じて結びついている。これに対して、「利害関係者」資本主義では、それぞれの利害関係者が、株式の相互持ち合いや金融機関の貸付などの、非市場的な、間接的な要素によって結ばれている。

アメリカでは、20世紀を通じて、市場を基礎にしたコーポレート・ガバナンスが持続的に発展してきた。それは、戦前には経営者支配という特徴を持っていたが、現在では、株式のいっそうの分散と、高い収益を求める巨大機関投資家の登場によって、株主が強い影響力を行使する株主資本主義へと大きく変貌しつつある。1980年は、そのひとつの重要な通過点となっている。

そして、アメリカ企業は、金融市場を基盤にして活動しつつ、同時に企業内部に資本蓄積を顕著に進めていることにも、あわせて注目しておく必要がある。この両方の特徴によって、次に考察する、間接金融を土台にした日本企業の場合とは、著しく対照的になっている。

2 日本におけるメインバンク・システムの確立から解体へ

戦前の日本のコーポレート・ガバナンスは、市場志向型であったが、戦争が近づくにつれ、金融・資本市場への政府の直接的な介入や、政府による資金調達が増大によって、その役割はしだいに縮小されてきた。敗戦によって、経済活動の基盤となる市場も崩壊し、投資家は資産を大幅に喪失することなどによって、その役割の縮小はいっそう進んだ。

また、他方で、財閥＝持株会社の解体によって、銀行が金融・資本市場に代わって経済

全体に資金を供給する役割を担うようになり、企業もその銀行を中心に再編成されるようになった。こうして、発展してきた日本型コーポレート・ガバナンスを特徴づけるメインバンク・システムは、本論文で検討する1980年頃までに確立し、日本的経営の一部として、それを金融的に支える役割を担うことになる。

ここで、メインバンク・システムを定義しておこう。それは、金融・証券市場の立ち後れという条件のもとで、株式の相互持ち合いや融資、さらには役員の派遣などを通じて発展した、銀行を中核とした企業間の相互関係である。そのシステムは、市場に代わって、銀行が企業集団全体を絶えずモニタリングし、また企業が困難な状況に陥った時には、『最後の貸し手』としての役割を果たしつつ、企業集団の全体の発展をめざすものであった⁹⁾。

1でみたように、アメリカでは、この時期に経営者支配から株主資本主義への動きが急速に強まるが、日本では対照的なシステムが発展を遂げてくる。1980年は、その意味で2つの対照的なシステムが対立し、併存する時代である。

2では、このメインバンク・システムの実態と、成立から崩壊への過程と条件について、詳しく検討する。この検討にあたって、1と同様、アメリカとの比較だけでなく、戦前のコーポレート・ガバナンスとの比較を試み、とくに機関投資家の役割に注目してみたい。

2.1 市場志向型からメインバンク・システムへ—1980年の日本企業の株式所有関係—

日本のコーポレート・ガバナンスを検討するために、2.1では、企業と銀行の株式所有について、2.2では、それらの財務情報について検討し、最後に2.3では、これらを支えている生命保険会社の役割について詳しく明らかにしたい。

2.1.1 上位30社の株主

まず、この時期の日本経済を概観しておこう。日本経済は1970年代に入って1950-60年代から続いた高度成長が終わったものの、オイル・ショックと変動相場制導入の危機を乗り越え、その国際的な地位を高めた。しかし、ようやく、企業の海外進出が始まるが、未だ活動領域が地域的にも産業的にも限定され、海外市場での資金調達・運用も限定的で、なお、国内市場を基盤とした活動が中心であった。

表7は、アメリカの場合と同様に、日本企業について、まずFortuneのデータをもとに売上高上位20社を取り上げた。Fortuneのデータは、製造業に限られているが、日本企業

9) Hoshi & Patrickによる定義は、Hoshi Takeo & Hugh T. Patrick, Eds. (2000), Chapter 1 参照。

株主資本主義への移行とメインバンク・システムの確立 (新保博彦)

表7 日本の30大企業と株主, 1980年

	売上高(100万ドル)	産業	1	%	2	%	3	%	4	%	5	%	合計
1	トヨタ自動車	自動車	三井銀行	4.98	東海銀行	4.94	三和銀行	4.79	豊田自動車	4.56	日本生命	3.90	23.17
2	日産自動車	自動車	日本興業銀行	6.66	富士銀行	5.24	第一生命	5.19	日本生命	3.78	スイスクレジットバンク	3.59	24.46
3	新日本製鉄	鉄鋼	日本興業銀行	2.96	日本生命	2.81	明治生命	1.83	富士銀行	1.83	第一生命	1.79	11.22
4	日立製作所	エレクトロニクス	日本生命	4.11	日立グループ社員持株会	2.92	第一生命	2.89	ナツ・クムコ	2.85	スイスクレジットバンク	2.53	15.30
5	松下電器	エレクトロニクス	住友銀行	4.86	住友生命	4.67	日本生命	4.35	松下幸之助	3.00	松陽興産	2.90	19.78
6	三菱重工業	自動車他	三菱銀行	5.12	明治生命	3.77	東京海上	2.93	三菱信託	2.80	日本生命	2.44	17.06
7	出光興産	石油	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
8	東京芝浦電気	エレクトロニクス	G.E.	9.54	第一生命	4.79	日本生命	3.87	三井銀行	3.05	日本火災	2.20	23.45
9	日本鋼管	鉄鋼	富士銀行	4.29	第一生命	3.60	日本生命	3.34	安田生命	2.85	東邦生命	2.65	16.73
10	東亜燃料	石油	エッソ	25.00	モービル石油	25.00	富士銀行	4.08	日本興業銀行	4.08	安田火災	2.82	60.98
11	丸善石油	石油	日立造船	5.03	三和銀行	5.01	関西電力	4.54	日本興業銀行	4.47	日本証券決済	3.15	22.20
12	ホンダ技研	自動車	三菱銀行	4.56	三菱信託	4.00	ホンダ興産	3.95	東京海上	3.91	東海銀行	2.92	19.34
13	住友金属	鉄鋼	住友信託	6.52	住友生命	4.69	日本生命	4.12	住友銀行	3.95	日本興業銀行	2.75	22.03
14	三菱電機	エレクトロニクス	明治生命	4.76	日本生命	4.30	ロイズ・バンク	3.66	三菱銀行	3.31	W.H.ワールド・インバーストメント	2.84	18.87
15	川崎製鉄	鉄鋼	第一勧業銀行	4.39	日本長期信用銀行	4.32	日本生命	4.09	大和銀行	3.14	太陽神戸銀行	2.79	18.73
16	東洋工業	自動車	フォード	25.00	住友銀行	3.75	住友信託	3.26	住友海上	2.64	東京海上	2.63	37.28
17	神戸製鋼	鉄鋼	三和銀行	4.53	第一勧業銀行	4.53	日本生命	4.17	太陽神戸銀行	3.12	日本興業銀行	2.87	19.22
18	大洋漁業	食品	大東通商	9.77	林業産業	4.67	日本生命	2.42	朝日生命	2.33	山口銀行	2.00	21.19
19	三菱石油	石油	ゲッティ石油	50.00	三井信託	3.82	東京海上	3.48	三菱銀行	3.42	三菱信託	2.58	63.30
20	三菱化成	化学	明治生命	8.25	日本生命	6.72	三菱銀行	5.00	第一生命	4.21	三菱信託	3.87	28.05
	資産(100万円)												
1	東京電力	電力	第一生命	5.36	日本生命	4.28	東京都	3.29	朝日生命	2.08	日本興業銀行	2.00	17.01
2	三菱商事	商社	三菱銀行	6.26	東京海上	6.17	明治生命	4.90	東京銀行	4.34	三菱信託	4.30	25.97
3	三井物産	商社	三井銀行	5.90	富士銀行	4.65	東京銀行	3.97	三井生命	3.90	大正海上	3.36	21.78
4	関西電力	電力	大阪市	9.73	日本生命	5.17	神戸市	3.78	大和銀行	2.88	住友銀行	2.79	24.35
5	伊藤忠商事	商社	第一勧業銀行	6.17	住友銀行	5.33	東京海上	4.43	日本生命	3.64	東京銀行	3.63	23.20
6	丸紅	商社	富士銀行	6.17	安田火災	5.32	太陽神戸銀行	4.46	日産自動車	4.15	東京海上	3.49	23.59
7	中部電力	電力	明治生命	5.43	日本生命	4.74	第一生命	3.82	近藤紡績所	3.13	住友生命	2.61	19.73
8	住友商事	商社	日本電気	5.02	住友銀行	4.90	住友生命	4.64	住友信託	4.51	住友金属	3.88	22.95
9	日商岩井	商社	三和銀行	6.82	第一勧業銀行	6.59	東京海上	4.03	大和銀行	3.89	東京銀行	3.63	24.96
10	九州電力	電力	明治生命	7.00	日本生命	5.12	第一生命	3.05	日本興業銀行	2.98	第一勧業銀行	2.80	20.95
	30社平均			8.77		5.37		3.87		3.41		2.96	24.37

出所1) 売上高20位までの企業については、Fortune, May 4, 1981.

出所2) 資産規模で10位までの企業については、『完結昭和国勢総覧 第二巻』東洋経済新報社, 1991年.

出所3) 「企業系列総覧 1982年版」東洋経済新報社, 1981年.

の場合には、この方式によると、資産規模が非常に大きく、日本企業にとってきわめて重要な電力と商社が除かれてしまう。そのため、『完結昭和国勢総覧 第二巻』にもとづいて、資産規模での上位10社を加えた。

日本ではアメリカに比較して、株主のデータを入手するのは容易である。株主の相互持ち合いを明らかにする、より包括的な調査報告も刊行されている。そのうちの重要なものを取り上げると、東洋経済新報社による『企業系列総覧』と、ニッセイ基礎研究所による「株式持ち合い状況調査」¹⁰⁾である。

1980年について調査している『企業系列総覧 1982年版』によると、三井・三菱・住友・芙蓉・三和・一勧の6大企業集団の、株式持ち合い比率（各社の単純平均）は、1973年の18.7%から1980年の17.7%へとやや低下し、融資比率（同じく各社の単純平均）は、23.2%から20.8%へ低下しているが、その高い水準は変わっていない。

ただし、以前にも強調したように、まず企業集団を取り上げ、その相互持ち合い比率などを調査するというこの方法は、持ち合いの影響を過大に評価する結果になりがちであるという問題をはらんでいる。（新保博彦 2001, p.66）

表では、上位30社について、5大株主を一覧にした。このうち出光興産は非上場であるので、29社の株主の主な特徴は、以下の通りである。

まず**第1**に、株主として、もっとも多く登場するのは、日本生命の19社、続いて第一生命の9社であることがわかる。メインバンク・システムと言われるシステムにおいて、この両社を中心とする生命保険会社、とくに各企業集団から比較的独立している両社は、日本の主要企業の株主として、もっとも大きな役割と責任を担っていた。

第2に指摘できる事実は、企業集団の中核に位置する銀行は、三菱銀行、住友銀行と富士銀行が6社でもっとも多く、5社の第一勧業銀行などがこれに続くことである。政府系銀行の日本興業銀行は8社である。

また、信託銀行・損害保険・系列生命保険を含めた金融機関合計としては、三菱系がもっとも多く、三菱信託銀行が5社、東京海上が8社、明治生命が7社で、合計26社となる。住友系金融機関合計は14社、その他の企業集団はさらに少なくなる。

これに対して、金融業を除く企業による株式の所有、そしてその結果としての企業間の相互持ち合いは非常に少ない。次節で、主要銀行の株主を検討するが、とりあえずこの表から、日本企業の株式の相互持ち合いは、まず、銀行を中心とする金融機関による企業の支配という性格が強いことが明らかになる。さらに、生命保険会社の広範囲な株式所有を

10) この調査は、1996年度版から2003年度版まで刊行されたが、1987年以降を対象とした調査となっている。

基礎にしたという特徴を付け加えなければならないだろう。なお、この金融機関の中には、アメリカの投資顧問会社のような機関はほとんどない。

なお、以上に産業別の特徴を補足すると、特定の企業集団には属さない電力では、生命保険会社や地方自治体などの比重がさらに高く、企業集団に属する商社の場合には、その内部の金融機関や、商社関連の金融機関の比重が高いことがわかる。しかし、戦前のような、財閥系企業と独立系企業との顕著な差があるとは言えない。

第3に、所有比率の高さとしては注目されるのは、アメリカの場合と同様に、外国企業による支配である。まず、エッソとモービル石油が25%ずつ所有している東亜燃料、ゲッティ石油が50%所有している三菱石油が挙げられる。それ以外には、この後も増加してくる自動車産業の例で、フォードが25%を所有する東洋工業である。ただし、アメリカのような個人や家族の支配は、松下などを除いて多くはみられない。

第4に、現在では日本企業の株主として非常に重要な役割を果たしている、外国機関投資家は、スイス・クレジット・バンクが2社で、その他にもいくつみられるようになりつつあるが、まだ例外的である。世界の投資家にとって、投資対象としての日本企業の重要性はまだ低かった。

最後に、29社の筆頭株主の比重は8.77%で、アメリカ企業に比較して大幅に低く、5社合計は24.37%で、アメリカ企業よりやや高いことを指摘しておきたい。アメリカ企業での株式の分散が、上位企業においては明らかに一時停滞しているが、日本企業では、巨大金融機関などによる株式の相互持ち合いが進んでいるとはいえ、この数値でみる株式の分散度は低いわけではない。また同時に、特定の企業や個人が、集中して投資しているという特徴もあまりみられない。これらの特徴は、銀行の場合も同様であるが、持ち合いが解消され、コーポレート・ガバナンスが市場志向型に移行することを容易にする条件となるだろう。

2.1.2 主要銀行7行の株主と、「内部的」機関投資家としての銀行

次に、メインバンク・システムの中核にある銀行の株主についてみてみよう。表8で、取り上げた銀行は、資産規模で上位5行と、政府系金融機関として重要な日本興業銀行、この時期には地位が低下しているが、三井企業集団の中核として重要であった三井銀行の、合計7行である。

ここでもまた、もっとも重要な株主は、7行全部の株主となっている日本生命と、6行の第一生命、そして三菱系の明治生命である。生命保険会社の合計は、22社にも達する。信託銀行や損害保険などの金融機関は、東京海上1社のみである。

表8 日本の主要銀行の株主, 1980年

	(総資産:100万円)	1	%	2	%	3	%	4	%	5	%	合計 (%)
1 第一勧業銀行	20,007	朝日生命	4.43	日本生命	3.83	第一生命	2.91	日本長期信用銀行	2.78	明治生命	1.96	15.91
2 富士銀行	17,251	安田生命	4.49	日本鋼管	2.86	第一生命	2.84	日本生命	2.63	久保田鉄工	2.57	15.39
3 三菱銀行	17,152	明治生命	5.95	東京海上	4.70	第一生命	3.92	三菱重工	3.46	日本生命	3.29	21.32
4 住友銀行	16,722	住友生命	5.58	日本生命	4.17	松下電器	3.62	久保田鉄工	2.57	住友化学	2.46	18.40
5 三和銀行	16,007	日本生命	4.27	明治生命	3.23	大同生命	2.91	第一生命	2.78	新日本製鉄	2.00	15.19
6 日本興業銀行	13,589	明治生命	4.68	日本生命	4.20	第一生命	2.68	新日本製鉄	2.46	日産自動車	2.31	16.33
8 三井銀行	12,300	三井生命	4.98	日本生命	4.12	第一生命	4.02	トヨタ自工	3.06	三井物産	2.25	18.43
7行平均			4.91		3.87		3.27		2.82		2.41	17.28

出所1) 銀行の順位については、『完結昭和国勢総覧 第二巻』東洋経済新報社, 1991年。

出所2) 『企業系列総覧 1982年版』東洋経済新報社, 1981年。

注: 資産順位第7位の東海銀行は省略した。

金融を除く企業は、全部で11社、新日本製鉄と久保田鉄工が2社で、それ以外は1社である。なお、企業の場合には、それほど多くはないがみられた外国の企業や機関投資家、個人や家族などの株式所有はみられない。

企業系列ごとの所有という特徴が強いのは、三菱銀行で、三菱系企業3社が株主となっていて、5大株主の所有比率も21.32%ともっとも高い。住友銀行は、第一生命が含まれていない唯一の銀行であるが、株主は住友生命を筆頭とし、住友化学とともに、住友銀行が筆頭株主である松下電器が含まれている。

前節で、日本企業の株式の相互持ち合いは、生命保険会社の広範囲な株式所有を基礎にした、銀行を中心とする金融機関による企業の支配という性格が強いと指摘したが、銀行の場合にも、生命保険会社の広範囲な株式所有という特徴をさらに明確に確認できる。

そして、金融機関による非金融企業の株式所有ほど高い水準ではないが、主要な非金融企業による金融機関の株式所有もみられ、株式の相互持ち合いが行われていることがわかる。

この相互持ち合いのため、日本の銀行は企業に対して機関投資家ではあるが、直接的な利害関係がある、「内部的」機関投資家と理解するのが適切だろう。なお、すでに検討したように、アメリカの銀行の株式所有は、新たな投資収益の確保という性格が強いが、相互持ち合いはそのような目的を持っていない。

また、7行平均の筆頭株主の比重は4.91%、5大株主は17.28%と、銀行はメインバンク・

システムの中核であるにもかかわらず、非金融企業に比較してさらに低く、株式所有は分散している。次に述べるように、銀行が金融システムの中核としての役割をしだいに縮小していけば、株式所有の分散はさらに進み、銀行のコーポレート・ガバナンスもより開かれたものに変化することになるだろう。

2.2 外部・間接金融へ依存と脆弱な経営—1980年の日本企業の財務情報

日本の主要企業と銀行その他金融機関は、2.1で示したような株式の相互持ち合いをはじめ、融資や人材の受入を通じて、密接な協力関係を結んでいた。しかし、その関係は、各企業の経営を安定させることにはならなかった。2.2では、それを具体的に検討し、メインバンク・システムに内在する問題点を明らかにしてみたい。

2.2.1 上位30社の財務情報、外部・間接金融への依存

日本企業の財務構造は、産業によって大きく異なる。そこで、製造業、電力と商社に区分し、製造業についても自動車・鉄鋼・電機については合計を示し、全体として掲載する個別企業のデータは限定した。日本企業は、自己資本比率や内部金融比率が低く、外部金融とりわけ間接金融への依存が高いと、一般に指摘されるが、その実態に迫ってみたい。

まず、表9にみられるように、外部資金への依存が、電力産業において著しく大きいことがわかる。総資産に占める社債の割合が29.9%、長期借入金が30.9%と、他の産業と比較して圧倒的に高い。電力産業では、巨大な設備の建設や更新のために、莫大な資金が必要になるが、そのために、市場からの資金（直接金融）のひとつの形態としての社債と、間接金融としての借り入れとが、ともに巨額になっている。戦前の電力会社は、社債が中心であったが、戦後になって借り入れがほぼ同水準にまで追いついてきた。このような特徴をもつ電力産業が日本企業全体に与える影響は、かなり大きいと思われる。

日本独特の企業「総合商社」は、多くの流動資産を抱えるため、自己資本比率が4.7%と極端に低い。これらの企業の日本企業全体への影響はかなり大きく、商社を持たない他国企業との比較の場合には、この影響は調整しておく必要がある。

これに対して、自己資本比率が20.8%と高いのが製造業である。また、減価償却費と内部留保の合計である**内部金融**が、総資産（減価償却控除前の）に対して占める比率が31.1%と、もっとも高いのも製造業である。なかでも、自動車産業の4社は、自己資本比率が45.0%、内部金融比率が47.5%と、製造業内部で飛び抜けて高い。

企業ごとにみれば、社債と長期借入金がなくトヨタ自動車、長期借入金がなく松下電器など、特別に優良な財務体質の企業もある。この水準は、先にみたアメリカ企業に引けを

表9 日本の30大企業の財務情報, 1980年

(単位: 10億円)

		有形固定資産	うち減価償却	投資その他資産	資産合計	社債	長期借入金	固定負債	負債計	内部留保	資本計
1	トヨタ自動車	431	-751	366	1,724	-	-	95	734	676	990
2	日産自動車	482	-669	457	1,785	51	48	188	990	482	795
12	ホンダ技研	222	-173	122	665	24	46	70	394	126	270
	小計	1,308	-1,817	986	4,836	98	196	500	2,661	1,340	2,174
			-37.6%		100%	2.0%	4.1%			27.7%	45.0%
4	日立製作所	243	-443	287	1,765	28	94	247	1,320	208	445
5	松下電器	94	-142	748	1,391	58	-	127	693	452	698
8	東京芝浦電気	196	-330	217	1,607	52	83	162	1,319	85	288
	小計	688	-1,147	1,307	5,935	173	245	664	4,305	798	1,630
			-19.3%		100%	2.9%	4.1%			13.4%	27.5%
3	新日本製鉄	1,447	-1,997	278	3,430	265	692	1,228	2,866	115	564
9	日本鋼管	1,320	-873	147	2,368	202	712	1,045	2,143	27	225
13	住友金属	949	-747	131	1,883	73	517	699	1,644	41	239
	小計	5,078	-4,842	820	10,780	714	2,786	4,136	9,328	257	1,452
			-44.9%		100%	6.6%	25.8%			2.4%	13.5%
6	三菱重工業	304	-396	223	2,687	157	375	644	2,441	69	246
10	東亜燃料	77	-125	50	627	-	28	54	507	5	120
	製造業計	7,929	-8,894	3,646	27,559	1,199	4,103	6,570	21,792	2,499	5,766
			-32.3%		100%	4.4%	14.9%			9.1%	20.9%
1	東京電力	5,746	-1,933	172	6,590	1,971	2,270	4,550	5,864	43	725
4	関西電力	3,044	-1,359	122	3,553	1,074	992	2,222	3,033	32	519
7	中部電力	1,814	-937	249	2,402	738	615	1,480	1,984	24	418
	電力計	12,058	-4,790	622	14,290	4,277	4,421	9,367	12,375	112	1,913
			-33.5%		100%	29.9%	30.9%			0.8%	13.4%
2	三菱商事	74	-59	513	4,348	9	684	708	4,083	100	265
3	三井物産	71	-33	777	4,231	38	923	975	4,040	75	192
5	伊藤忠商事	40	-15	497	2,699	19	597	626	2,612	6	87
	商社計	317	-162	2,529	17,561	95	3,386	3,576	16,744	278	817
			-0.9%		100%	0.5%	19.3%			1.6%	4.7%
	総合計	20,304	-13,846	6,797	59,410	5,571	11,910	19,513	50,911	2,889	8,496
			-23.3%		100%	9.4%	20.0%			4.9%	14.3%
		有形固定資産	うち減価償却	投資その他資産	資産合計	社債	長期借入金	固定負債	負債計	内部留保	資本計
1980	全産業	43,115	-33,640	17,455	141,644	10,206	25,052	41,578	116,615	9,185	25,029
			-23.7%		100%	7.2%	17.7%			6.5%	17.7%
	製造業	19,556	-22,787	10,276	78,297	2,998	10,949	17,652	61,047	7,367	17,250
			-29.1%		100%	3.8%	14.0%			9.4%	22.0%
1960	全産業	5,056		922	11,569	788	1,848	2,920	8,313	662	3,255
					100%	6.8%	16.0%			5.7%	28.1%
	製造業	2,374		589	6,634	344	871	1,380	4,620	562	2,013
					100%	5.2%	13.1%			8.5%	30.3%

注: 内部留保は、利益準備金と諸任意積立金の合計。

出所1) 三菱総合研究所『企業経営の分析 昭和55年度』, 1981年。

出所2) 三菱経済研究所『本邦事業成績分析 昭和36年上期』, 1962年。

出所3) 大洋漁業のデータのみ、『会社年鑑1982上場会社版』日本経済新聞社, 1981年を参照。

とらない。この点では、これらの企業の、メインバンク・システムへの依存は比較的小さい。

ところで、戦前と比較してみると、1930年には、新保博彦（2004）で明らかにしたように、代表的な企業8社合計の自己資本比率は39.1%と著しく高く、商社が低いものの、鉄道・電力・製造業とも40%前後の高さであった。さらに、社債の比重が全般的に高かったので、間接金融への依存は非常に小さかった。ただし、日本企業の場合には、アメリカ企業とは異なって、内部金融比率は低く、企業活動の基盤は必ずしも強固であるとは言えなかった。

これらの比率について、日米間の格差が拡大したもっとも重要な理由のひとつとして、次の点を挙げることができる。製造業では、戦後の日本の重化学工業化をけん引した鉄鋼産業などの主力産業が、巨額の投資を間接金融でまかなうようになったことである。これは、同じ装置産業としての電力産業、また貿易を担った商社においても同様にみられる。これらの企業は、メインバンク・システムへの依存を強め、日本企業の新たな特質を形成した。

2.2.2 経営的困難を抱えるメインバンク：主要銀行7行の財務情報

ところで、銀行がメインバンクとしての役割を果たすためには、銀行の財務的な状態が健全で、成長性が高くなければならない。

しかしながら、実態は必ずしもそうではなかった。戦前の日本の主要銀行の当期純利益の対収入比率は10%を超えていた。また、主要銀行7行と、全銀行のデータを一覧にした、表10からわかるように、戦後の1960年においても、経常利益の対経常収益比率も同様に10%を超えていた。ところが、その比率は、1980年になると大幅に低下し、全銀行で2.7%、7行合計で4.1%にまでなった。

また、自己資本比率も、戦前には、代表的な6行のうち3行が5%台で、全体としてかなり高かったが、やはり1960年には1.4%、1980年には0.8%まで低下してしまった。ただし、7行については2.1%と高くなっている。さらに、そのような傾向について、銀行間に大きな相違はみられない。

このような収益力の低下をもたらしたいくつかの重要な要因を挙げると、まず、貸付を中心とする伝統的な銀行業務から経営の多角化が遅れていることである。アメリカの銀行の手数料を含む非利息収入の全収入に対する比率は7.9%に達しているが、その金額と厳密には対応していないが、日本の銀行7行の受け入れ手数料の経常収益に対する比率は2.8%である。日本の銀行は、金融システムの安定を図るために、一方で、厳格な規制によって活動分野が限定されつつ、他方で、銀行を全体として保護する「護送船団方式」の政策の

表10 日本の主要銀行の財務情報, 1980年

(単位:10億円)

	貸借対照表	有価証券 計	株式	貸付金・ 給付金	資産合計	預金掛金	債券	負債計	資本計
1	第一勧業銀行	2,033	452	10,616	20,007	13,320		19,633	374
2	富士銀行	2,010	426	8,895	17,251	12,351		16,863	389
3	三菱銀行	1,916	385	8,777	17,152	11,743		16,779	374
4	住友銀行	2,023	416	8,720	16,722	11,745		16,335	387
5	三和銀行	1,783	393	8,475	16,007	11,501		15,679	328
6	日本興業銀行	2,503	418	7,412	13,589	2,932	7,806	13,292	297
7	三井銀行	1,124	274	6,282	12,300	8,774		12,085	216
	計	13,392	2,764	59,177	113,028	72,366	7,806	110,666	2,365
		11.8%	2.4%	52.4%	100%	64.0%			2.1%
	全銀行 1980年	40,095	6,595	136,475	230,846	152,978	19,608	229,007	1,839
		17.4%	2.9%	59.1%	100%	66.3%			0.8%
	同 1960年	1,524	231	8,183	12,948	8,872	880	12,762	186
		11.8%	1.8%	63.2%	100%	68.5%			1.4%
	損益計算書	経常収益	貸出金 利息	有価証券利 息配当金	その他の 受入利息	受け入れ 手数料	経常費用	経常利益	
1	第一勧業銀行	786.3	461.2	67.3	159.1	22.4	762.4	23.9	
2	富士銀行	672.2	394.9	69.9	129.5	20.5	638.0	34.1	
3	三菱銀行	679.2	381.6	66.9	147.6	13.5	650.9	28.3	
4	住友銀行	660.1	390.3	74.9	148.3	14.3	630.8	29.3	
5	三和銀行	626.7	374.5	62.8	121.1	23.5	603.6	23.2	
6	日本興業銀行	531.5	327.0	88.3	76.0	15.6	504.7	26.7	
7	三井銀行	489.2	285.3	35.4	117.0	13.1	471.2	18.1	
	計	4,445.2	2,614.8	465.5	898.6	122.9	4,261.6	183.6	
		100%	58.8%	10.5%	20.2%	2.8%		4.1%	
	全銀行 1980年	16,948	10,741	2,269	485	473	16,052	445	
		100%	63.4%	13.4%		2.8%		2.6%	
	同 1960年	701	546	96	18	27	570	71	
		100%	77.9%	13.7%		3.9%		10.1%	

注: 全銀行の「貸付金・給付金は、貸出金である。

出所1)『会社年鑑 1982 上場会社版』日本経済新聞社, 1981年。

出所2)1980年は、『完結 昭和国勢総覧 第二巻』東洋経済新報社, 1991年, 364-6, 415-7ページ。

出所3)1960年は、日本銀行統計局『昭和37年報 本邦経済統計』, 1963年, 43-8, 99-100ページ。

もとで活動してきた。

つぎに、メインバンクとして、多数の企業に対して、投資収益を期待できない株式投資を行い、さらに、企業間相互関係の維持・発展を優先する融資などによって、全体として資金の非効率的な運用を行ってきたことも挙げられる。

このように、メインバンク・システムには、システムを安定的に発展させるために採ら

れる上記のような方策と、その中心である銀行経営の強化という課題とが、本来的に対立するという困難を抱え、この時期からその困難が顕在化してくる。

ところで、日本型コーポレート・ガバナンスは、企業の側からみると、しばしば指摘されるように、外国企業等を含む企業集団外の企業からの買収・合併を防ぐ試みから生まれた。しかし、より本質的な理由は、2の冒頭でも述べたように、戦争による市場を中心とする金融システムの崩壊、それに代わることができる数少ない機関としての銀行の登場、そして政府によるそれへの支援という、独特な条件の存在である。

それは、多くの企業において目的を達成し、経済全体の復活にも成功した。しかし、その方法は、同時に、上記のように、システムの中核となるメインバンクの経営の弱体化をもたらした。

国際的な規模での競争が比較的小さかったこの時期には、日本型のコーポレート・ガバナンスを内部から改革しようという動きは大きくならなかった。そして、改革が始まる前に、1980年代後半の経済のバブル化によって、その問題点が顕在化してしまった。メインバンクは、バブルの進行を止めることができなかつたばかりか、自らが不動産など旧来型資産への投資を拡大し、経営的な困難をさらに深めてしまった。

そして、このシステムが日本の金融システムや経営システムを、あまりにも広範囲に支え続けていたので、日本経済は、その転換のために、「失われた10年」と呼ばれる長い期間を費やさざるを得なくなる。

2.3 メインバンク・システムを支える生命保険会社

2.3.1 生命保険会社の資産運用

2の各節で明らかにしたように、戦後において、日本的経営とその金融的な構成要素としてのメインバンク・システムを支えたのは、機関投資家としての生命保険会社の広範囲な株式所有と巨額の貸付であった。主要企業における株主としての地位は、主要なメインバンクよりもはるかに大きかった。生命保険会社は、日本では戦前から機関投資家として重要な役割を担ってきたが、戦後にその役割はさらに大きくなった。本節では、このような生命保険会社の役割についてまとめて考察し、メインバンク・システムについて改めて総括的に検討したい。

では、まず表11で、生命保険会社の資産運用全般をみておこう。取り上げた会社は8社で、それ以外に生命保険会社合計のデータを加えた。

まず、8社合計の運用資産の約60%は貸付金で、ここにも日本の間接金融の大きな役割を見ることができる。有価証券については、1960年には株式に集中していたが、しだいに

表11 日本の主要生命保険会社の資産運用, 1980年 (単位:10億円)

	1980	資産合計	有価証券	国債	社債	株式	貸付金	資本合計
1	日本生命	6,248	2,017	135	382	1,042	3,632	393
		100%	32.3%	2.2%	6.1%	16.7%	58.1%	6.3%
2	第一生命	3,843	1,026	64	146	692	2,556	245
		100%	26.7%	1.7%	3.8%	18.0%	66.5%	6.4%
3	住友生命	3,182	814	50	123	465	1,943	204
		100%	25.6%	1.6%	3.9%	14.6%	61.0%	6.4%
4	明治生命	2,196	786	45	179	428	1,175	146
		100%	35.8%	2.1%	8.2%	19.5%	53.5%	6.7%
5	朝日生命	2,107	675	23	71	429	1,232	135
		100%	32.0%	1.1%	3.4%	20.4%	58.5%	6.4%
6	三井生命	1,506	485	55	91	265	896	96
7	太陽生命	1,415	421	27	126	206	910	41
8	安田生命	1,245	356	75	51	194	773	96
	以上計	21,741	6,580	474	1,170	3,720	13,116	1,356
		100%	30.3%	2.2%	5.4%	17.1%	60.3%	6.2%
	1980年	26,258	7,976	605	1,423	4,520	15,685	1,569
		100%	30.4%	2.3%	5.4%	17.2%	59.7%	6.0%
	1960年	752.80	185.27	0.28	7.56	170.83	463.84	41.94
		100%	24.6%	0.0%	1.0%	22.7%	61.6%	5.6%

出所 1) 『昭和55年度 生命保険事業概況』 生命保険協会, 1981年。

出所 2) 『昭和35年度 生命保険事業概況』 生命保険協会, 1961年。

よりリスクの低い国債と社債が顕著に増加した。この結果、株式の比重は、22.7%から17.2%へ大幅に低下した。低下した結果が、先に検討した広範囲な所有であったので、1960年における株式所有はさらに大きかったと推測される。

このような状態は、戦前と大きく異なる。新保博彦(2003)が示したように、戦前には、生命保険会社の運用資産は、有価証券が中心で、60-70%も占めていた。1930年に社債はもっとも多く投資された対象で、有価証券の約2分の1を占めるほどであった。株式は、ようやく1930年代に急増するが、1940年には全運用資産の25%まで急上昇し、社債を上回った。

これらの事実から、生命保険会社の資産運用が、戦前は金融・資本市場を、戦後はメインバンク・システムを、いっかんして土台から支える役割を果たしていることがわかる。

ところで、戦前には生命保険会社ごとに運用戦略がかなり異なっていた。1940年には、第一生命(第2位)、明治生命(第3位)や帝国生命(第4位)は、株式投資が30%前後にも達していたが、第1位の日本生命の株式投資比率はその2分の1程度で、貸付金や社債などリスクの低い投資に集中していた。

産業や業種の企業の戦略が、その創設期には異なったものになることは、十分にあり得ることである。その相違が激しい競争を生み、結果として、保険の加入者により大きな利益がもたらされる。

しかし、戦後になると、そのような競争がしだいに後退し、生命保険会社間の戦略に大きな相違がなくなってしまった。第一生命は、戦後には貸付が多くなったが、平均水準の1.1倍程度である。また、朝日生命の株式投資も、また平均水準の1.2倍ほど多い。こうして、生命保険会社間の競争が後退し、協調の側面が強くなり、各会社が全体として、日本的経営を巨額の貸付と広範囲な株式所有によって支えるという体制ができあがってきた。

2.3.2 生命保険会社の収益力

ところで、ここで、生命保険会社の収益力を検討してみよう。後に指摘するように、生命保険会社の経営情報の開示は遅れていて、以下で検討する内容は、『生命保険事業概況』から入手できる限られたデータによるひとつの試算である¹¹⁾。

生命保険会社の収益は、表12のように、保険料にかんするものと、資産運用にかんするものを分けるのが適当である。前者の収支額の対総資産比率は、1960年の24.7%から80年には14.4%にまで大きく低下している。後者は、運用資産の時価評価ができていないため、正確な実態を把握できないが、このデータにもとづくと、わずかではあるが低下している。こうして、全体としてみれば、メインバンクと同様、生命保険会社の収益力は徐々に低下しつつあることがわかる。

その低下の原因のもっとも重要な要因のひとつとして、生命保険会社も銀行と同様に、厳格な規制と保護のもとに活動していたことが挙げられる。生命保険会社と損害保険会社の相互参入などを認める改革は、改正保険業法が施行される1990年代の後半を待たなければならなかった¹²⁾。

こうした環境のもとで経営の国際化も遅れた。国内における収益率の低下と新たな資産運用対象の確保、競争する海外の生命保険会社の国際化の前に、各生命保険会社は海外進出を進める。1980年には、全生命保険会社で、外国有価証券は、国債を上回る6700億円まで増加した。

しかし、それは、アメリカの国債などの特定の資産への集中した投資になり、逆に巨額の為替差損を発生させ、経営をさらに危機的な状態に追い込んでしまう。当時、日本経済の国際的な地位の上昇にともなって、急速な円高が生じていたからである。

11) 久保英也（2003）や、深尾光洋・日本経済研究センター（2004）にも試算がある。

12) 植村信保（2000）、第3章2などを参照。

表12 日本の生命保険会社の収益構造, 1980, 60年 (単位:10億円)

	1960			1980		
総資産	752.8		100%	26,258		100%
保険料等収入	255.3	100%	33.9%	8,231	100%	31.3%
保険料	255.1			8,226		
再保険収入	0.2			5		
保険料等支払金	69.2			4,449		
保険金および年金	30.7			1,959		
給付金	4.7			488		
死亡払戻金	0.1					
解約返戻金	12.3			765		
その他の返戻金	0.5			75		
保険契約者配当金	20.5			1,156		
再保険料	0.4			6		
保険料収支	186.1	72.9%	24.7%	3,782	45.9%	14.4%
資産運用益	69.3	100%	9.2%	1,979	100%	7.5%
利息配当金収入	55.9			1,786		
その他の収益				33		
財産売却益	13.4			160		
財産評価益						
資産運用費用	0.7			84		
財産売却損	0.1			43		
財産評価損	0.6			41		
資産運用収支	68.6	99.0%	9.1%	1,895	95.8%	7.2%
収支合計	254.7		33.8%	5,677		21.6%

出所 1) 『昭和55年度 生命保険事業概況』生命保険協会, 1981年。

出所 2) 『昭和35年度 生命保険事業概況』生命保険協会, 1961年。

2.3.3 生命保険会社の株式投資

会社間で同じような投資を行う生命保険会社の特徴は、株式投資にもみられる。表13は、各生命保険会社の10万株以上の投資の一覧である。この基準を採用すると、検討の対象は6社となる。なお、この表の数値は株式数であるので、500円株式の場合には、株式数を10倍にした。

この表から、当時の生命保険会社の株式投資は、各電力会社と東京ガスに集中していることがわかる。両社の合計は、会社数で3分の2、株式数で78.5%にも達する。なかでも東京電力は6社のうち5社、明治生命を除いてすべての会社で最大の投資先であった。中部電力と東京ガスが4社となっていた。

銀行はわずかに1社、製造業の各企業は、新日鉄が3社をはじめ鉄鋼業が合計6社と目

表13 日本の主要生命保険会社の株式投資, 1980年

(単位:1,000株)

日本生命		第一生命		明治生命	
東京電力	445.5	東京電力	557.1	中部電力	319.1
関西電力	371.8	中部電力	224.5	九州電力	244.6
中部電力	278.6	東京ガス	221.3	新日本製鉄	119.1
中国電力	184.9	新日本製鉄	116.9	東京ガス	111.8
東京ガス	184.1	東京芝浦電気	106.7	三菱銀行	106.1
新日本製鉄	183.1	九州電力	106.7	以上計	900.7
九州電力	178.9	日本鋼管	106.6		
東北電力	162.0	以上計	1,439.8		
日立製作所	109.7				
住友化学	108.6				
北海道電力	106.0				
川崎製鉄	105.7				
以上計	2,418.9				
住友生命		朝日生命		三井生命	
東京電力	195.3	東京電力	216.3	東京電力	142.6
中部電力	153.4	東北電力	135.6	以上計	142.6
住友化学	127.8	東京ガス	114.2		
住友金属	113.3	以上計	466.1		
関西電力	106.2				
以上計	696.0				

出所：『企業系列総覧 1982年版』東洋経済新報社, 1981年。

注1) 各生命保険会社の10万株以上の投資について掲載した。

注2) 500円株の場合には, 株式数を10倍にした。

立つが, それ以外は多くはない。

先に, 私は, 生命保険会社が, 広く主要な日本企業に投資する代表的な機関投資家であり, 実はメインバンク・システムを, その基礎から支えていると述べた。生命保険会社の側から, その株式投資をとらえ直すと, もっとも代表的な投資先は, 特定の企業集団に属さないで, 日本経済のインフラストラクチャを形成している企業であることが明らかになる。

そして, このような投資構成から, 改めて, 生命保険会社が, 日本経済の復活と発展過程を, 各会社が協調して, 土台から金融的に支えていることが確認できる。ただし, 明治生命や住友生命では, 同じ企業集団に属する企業の株式所有も重要な役割を果たしており, 日本生命と第一生命とは投資戦略が異なる側面も見ることができる。

生命保険会社は, 戦前の広範囲な株式保有を基礎に, 戦争による日本企業の破綻と株式価格の下落, そしてその後の経済の復活と株価の上昇などの条件のもとで, 着実に株式保有を増やしてきた。

生命保険会社の企業・銀行への株式投資は, 生命保険会社自身が相互会社であったため

に、相互持ち合いではない。その意味で、生命保険会社は、銀行とは異なって独立した機関投資家として行動できたはずだった。

にもかかわらず、生命保険会社は、日本経済の復活と発展に期待した株式の長期保有による大幅な評価益の獲得をめざし、基本的には、投資先企業の経営には直接には関与しない、「もの言わぬ株主」として活動していたと思われる。

このように行動した理由は、表12にもみられるように、生命保険会社の総資産に占める運用収支の比重が低かったこと、また、株式投資の役割が小さくないとはいえ、戦後には投資の中心が貸付にシフトしたこと、また、株式投資についても、そのリスクを分散させるために、日本生命や第一生命は主要企業全体を広範囲に、明治生命や住友生命はそれぞれの企業集団の株式を広く所有する傾向が強かったため、特定の企業の経営に関与する基盤が大きくなかったことなどが考えられる。

こうして、日本において、アメリカと同様に、機関化現象が進んでいるとはいえ、銀行は「内部的」機関投資家として、また生命保険会社は「もの言わぬ株主」として活動したため、日本の企業と金融システム全体の内部からの改革は実現しなかった。

2.3.4 生命保険会社のコーポレート・ガバナンス

このような投資戦略は、生命保険会社自体のコーポレート・ガバナンスからも生まれたと考えることができる。戦前の1940年には、5大生命保険会社のうち、第一生命と千代田生命は相互会社であったが、日本生命・明治生命・帝国生命の3社は株式会社であった。しかし、戦後になると、主要な生命保険会社は相互会社として再出発する¹³⁾。

相互会社の場合には、株式・金融市場をはじめ会社の外部からの影響を受けにくくなり、活動基盤が比較的安定する。しかし、加入者のより高い保障への期待は強まり、重要な機関投資家として生命保険会社への社会的な要請も強くなる。また、生命保険会社の側の資金需要が増大し、運用成績を向上させるためにも、市場との結びつきを密接にすることは避けられなくなる。

また、相互会社は社員によって意思決定が行われているとはいえ、会社を取り巻く環境が複雑になり、会社が大規模化すれば、社員全員が必要な情報を十分に把握し、それを的確に判断するのはますます難しくなる、という問題を抱えている。結局、この制度は、巨大化した生命保険会社においては、ごく一部の内部経営者に、個々の組織と業界という限られた社会の維持を目的とする、経営戦略を採るように促しがちである。

13) 日本生命は、この間の経緯について、自社の意思で行われたと主張している。(日本生命保険相互会社 1992, pp.24-5)

このような組織形態自体が持つ限界と、生命保険会社の果たすべき役割の大きさから、生命保険会社は相互会社の改革にとどまらず、他の先進国の場合と同様、早い段階で株式会社化することが求められているように思われる¹⁴⁾。

ところで、戦後日本のコーポレート・ガバナンスが持つ弱さは、かなり早い段階から、アメリカ企業との経営状態の格差として明らかになっていた。しかし、戦前の技術を受け継いだ製造業での強い競争力と、敗戦の経験もふまえた先端技術などの積極的な導入、それに基づく経済の国際的地位の上昇、そしてそれらの政策への高い国際的な評価などが、開かれたコーポレート・ガバナンスへの転換を、さしあたりの大きな課題とはしなかった。

日本企業の海外証券市場への上場、海外からの投資の受け入れなどは、未だ、一部の企業に限られ、市場からの転換の圧力もそれほど大きくはなかった。全体としては国民的な規模での経済運営と企業経営が中心であり続けた。

ところで、こうした変化を遅らせた要因のひとつは、機関投資家の役割にもある。日本を代表する機関投資家である生命保険会社の株式保有は、アメリカを代表する機関投資家である投資顧問会社のそれとは、かなり異なっていた。

前者の主要な資産運用方法は貸付であり、株式については長期保有と評価益の獲得を目的とし、主要企業に広く同じように投資し、物言わぬ株主として行動した。後者は、運用資産の大部分が株式で、厳しい運用競争のなかで、短期的にも高い収益の獲得をめざして、徹底した企業調査に基づいて投資先の選別を行っていた。

このような両社の戦略の相違が、日米間の金融・証券市場と企業活動の発展の格差をもたらした重要な要因のひとつであったと思われる。

おわりに

1980年代までに、アメリカでは、経営者支配から株主資本主義への移行へと、開かれたコーポレート・ガバナンスの新たな展開が見られた。これに対して、日本では、戦前の市場志向型コーポレート・ガバナンスから、メインバンク・システムというアメリカとは非常に対照的なシステムが生まれ、独自のシステムとして発展する。戦後からしばらくの間は、2つのコーポレート・ガバナンスが併存する時代が続くことになる。

しかし、1990年代の後半から、IT革命によって経済と企業の活動が、インターネットという新たなインフラストラクチャのもとで展開されるようになる。それは、経済と企業

14) 生命保険会社のコーポレート・ガバナンスについては、茶野努（2002）第2章が詳しいが、茶野氏は、日本の生命保険会社の独自のコーポレート・ガバナンスを主張している。

活動のいっそうのグローバル化をもたらし、同じ市場で異なったコーポレート・ガバナンス間の競争が行われるようになり、日欧だけでなく途上国の非市場型のコーポレート・ガバナンスの維持が難しくなっている。

こうして、日本においては、政府では構造改革と規制緩和の政策の実施、企業では市場志向型のコーポレート・ガバナンスの確立をめざした動きがようやく本格的になり始めた。この過程で、戦前日本の市場志向型のコーポレート・ガバナンスの形成と解体で得た貴重な経験は、あらためて生かされることになるだろう。

一方、アメリカでは、株主資本主義の発展とともに、短期的な利益の追求をめざす経営や企業の買収・合併やなどの問題点もしだいに明らかになってくる。しかし、アメリカでは、企業の情報開示の徹底と経営責任の明確化、社外取締役の役割強化、機関投資家の発言力の増大などによって、市場の役割を強める改革がさらに進められる。

1980年代から20世紀の末までは、各国のコーポレート・ガバナンスが、併存から競争へ向かうひとつの転換点であるとも言えるだろう。

<主要な文献目録：英語>

- Berle, Adolf A. & Gardiner C Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt Brace & World, Inc., New Brunswick, New Jersey: Transaction Publishers, 1991. (北島忠男訳. 1958. 『近代株式会社と私有財産』, 文雅堂銀行研究社)
- CDE Stock Ownership Directory, No.3 Banking & Finance*, New York: Corporate Data Exchange, 1980.
- CDE Stock Ownership Directory, No.5 Fortune 500*, Stephen Abrecht and Michael Locker, Editors, New York: Corporate Data Exchange, 1981.
- Commercial Banks and their Trust Activities: Emerging Influence on the American Economy, Staff Report for the Subcommittee on Domestic Finance Committee on Banking and Currency, House of Representatives*, 2 vols, Washington: U.S. Government Printing Office, 1968. (志村嘉一訳. 1970. 『銀行集中と産業支配—パットマン委員会報告—』, 東洋経済新報社)。
- Ellis, Charles D. 2004. *Capital: The Story of Long-Term Investment Excellence*, Hoboken: John Wiley & Sons, Inc. (鹿毛雄二訳. 2005. 『キャピタル』, 日本経済新聞社)
- Factors Affecting the Stock Market, Report of the Committee on Banking and Currency, United States Senate, Staff Report*, July 30, 1955, Washington: U.S. Government Printing Office. (小

竹豊治訳. 1963. 『株式市場の変動要因—合衆国上院銀行・通貨委員会専門調査官報告書』, 日本評論新社)

Federal Trade Commission, *Quarterly Financial Report for Manufacturing, Mining and Trade Corporations, Fourth Quarter 1981*.

Federal Trade Commission, *Quarterly Financial Report for Manufacturing Corporations, Fourth Quarter 1961*.

Fortune, May 4, 1981.

Herman, Edward S. 1981. *Corporate Control, Corporate Power, A Twentieth Century Fund Study*, Cambridge University Press.

Herman, Edward S. 1980. *Commercial Bank Trust Departments, in A Twentieth Century Fund Report, Abuse on Wall Street: Conflicts of Interest in the Securities Markets*.

Hoshi Takeo & Hugh T. Patrick, Eds. 2000. *Crisis and Change in the Japanese Financial System*, Springer. (筒井義郎監訳. 2001. 『日本金融システムの危機と変貌』, 日本経済新聞社)

Lerner, Robert J. 1970. *Management Control and the Large Corporation*, New York: the Dunellen Publishing Company, Inc.

Moody's industrial manual, 1982, New York: Moody's Investors Service.

Moody's industrial manual, 1981, New York: Moody's Investors Service.

Moody's public utility manual, 1982, New York : Moody's Investors Service.

(*Report of the Securities and Exchange Commission on the*) *Public Policy Implications of Investment Company Growth, Report of the Committee on Interstate and foreign Commerce*, December 2, 1966, Washington: U.S. Government Printing Office.

Structure of Corporate Concentration, Institutional Shareholders and Interlocking Directorates Among Major U.S. Corporations, A Staff Study, Committee on Governmental Affairs, United States Senate, 2 vols, December 1980, Washington: U.S. Government Printing Office.

A Study of Mutual Funds: Prepared for the Securities and Exchange Commission by the Wharton School of Finance and Commerce, Report of the Committee on Interstate and Foreign Commerce, Washington: U.S. Government Printing Office, 1962.

Voting Rights in Major Corporations, A Staff Study prepared by the Subcommittee on Reports, Accounting and Management of the Committee on Governmental Affairs, United States Senate, January 1978, Washington: U.S. Government Printing Office.

＜主要な文献目録：日本語＞

- 植村信保. 2000. 『検証・日本の生保』, 日本経済新聞社。
- 岡部光明. 2002. 『株式持合と日本型経済システム』, 慶應義塾大学出版。
- 久保英也. 2003. 『生命保険ダイナミクス』, 財経詳報社。
- 高月昭年. 2001. 『米国銀行法』, 金融財政事情研究会。
- 資本市場研究会. 2001. 『21世紀の資産運用 - グローバル競争と発言する機関投資家』, プログレス。
- 新保博彦. 2005. 「戦間期アメリカのコーポレート・ガバナンス」, 大阪産業大学経済論集, 第6巻第2号, pp.1-28。
- 新保博彦. 2004. 「戦間期日本の主要企業と企業間関係」, 大阪産業大学経済論集, 第5巻第2号, pp.1-28。
- 新保博彦. 2003. 「戦前日本の金融市場と機関投資家」, 大阪産業大学産業研究所, 産研叢書 18 アジアにおける経済発展メカニズムの再編成, pp.83-116。
- 新保博彦. 2001. 『IT革命と各国のコーポレート・ガバナンス』, ミネルヴァ書房。
- 新保博彦. 1989. 『多国籍企業と南北問題』, 同文館出版。
- 茶野努. 2002. 『予定利率引下げ問題と生保業の将来』, 東洋経済新報社。
- 西川純子・松井和夫. 1989. 『アメリカ金融史』, 有斐閣新書。
- ニッセイ基礎研究所. 2004. 『株式持ち合い状況調査 2003年度版』
- 日本生命保険相互会社. 1992. 『日本生命百年史<下巻>』。
- 深尾光洋・日本経済研究センター. 2004. 『検証 日本の収益力』, 中央経済社。
- 松井和夫. 1986. 『現代アメリカ金融資本研究序説』, 文真堂。