

# イギリスにおける機関投資家と コーポレート・ガバナンス

Paul L. Davies, 'Institutional Investors in the UK',  
in D. D. Prentice and P. R. J. Holland (eds.),  
*Contemporary Issues in Corporate Governance* (1993).

川内克忠

## はじめに

近時、イギリスのコーポレート・ガバナンス論議の中で、機関投資家が会社のガバナンスにおいて積極的な役割を果たすべきであるとの論調が高まっている。たとえば、Cadbury Report は、投資先の会社が Code of Best Practice を遵守するように、機関投資家が所有者としてかれらの影響力を行使することを期待している<sup>(1)</sup>。また、Hampel Report も、機関投資家がコーポレート・ガバナンスにおいて役割を果たすことを要求し、機関投資家が議決権を行使すべきこと、必要な場合にはすべての株主のために調停者として行為すべきことを期待している<sup>(2)</sup>。

機関投資家は、その経営に不満をもつ投資先会社の株式を簡単に売却するのか、投資先会社の戦略的意思決定に日常的に関与するのか。

これまでのコーポレート・ガバナンス論議においては、機関投資家の関与を強化すべきであるとの見解はあったものの、その際、機関投資家の目的ならびに会社を積極的に統治する機関の意欲および能力についての考察は、

ほとんど、なかったと言っている。とくに、個別のベースで、機関投資家が積極的なモニタリングに資金を当てるインセンティブをもつということは、明らかではない。また、機関投資家のファンドの究極的受益者とそれらのファンドの投資について責任を負うファンド・マネジャーとの間に存在するエージェンシー問題は、長期のコーポレート・ガバナンス問題を犠牲にして、短期の利益を強調するように作用する可能性すらある。さらに、かれらが投資するファンドの受益者のために収益を最大化すべき義務が存在する場合に、株主としての機関の役割が投資家としての機関の役割と容易に調和されうるとは限らない<sup>(3)</sup>。

『コーポレート・ガバナンスにおける現代的課題』(D. D. Prentice および P. R. J. Holland 編) (1993) に掲載されている Paul. L. Davieses の論文「イギリスにおける機関投資家」の目的は、イギリスにおいて機関投資家が会社経営のモニタリングにおいて果たす役割を分析・評価することにある。Davies は、機関投資家と会社との関係を単なる投資関係と位置付け、リレーショナル・インベストメントが専門語となった今日においてさえ、長期的株主たる機関といえどもその監視には限界があることを指摘する。コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割についての Davies の分析は、今後のわが国におけるコーポレート・ガバナンスの論議に対しても重要な分析視角を与えるものとして示唆に富むものであるといえる。以下はこの論文の本文の翻訳であるが、著者の注は、紙幅の関係で割愛した。

(注 1) The Report of the Financial Aspect of Corporate Governance (1992) para, 6.16

(注 2) Committee on Corporate Governance, final report (1998) para, 5.7

(注 3) Helen Keasey and Kevin Keasey, 'Institutional Investors and Corporate Governance' in Kevin Keasey and Mike Wright (eds.), Corporate Governance (1997) at 23.

## 序 論

本稿の目的は、イギリスにおいて機関投資家によって現在および潜在的に果たされている役割を評価することである。

ある点では、これは、イギリスの大会社における所有と支配の分離に関する非常に古い論議の一部でもある。しかしながら、機関による株式保有の増大は、その古い論議に新しい角度からの取り組みをする。過去には、論議は会社のガバナンスにとってその分離の意義はなにであるかという問題に向けられていた。ところが、機関による株式保有の増大は、分離が会社の舞台の重要な特徴でありつづける将来をわれわれが予測する必要があるかどうかという問題を提起してきた。もちろん、この二つの側面は密接に関連付けられている。すなわち、この分離の終結の見通しを歓迎するかどうかは、所有と支配の分離の結果についての人の見方によって影響を受けざるをえない。

さらに、機関株主の役割は、この分離問題と結びつけられているが、しかし、それとは性格の異なる、二つの最近の論議の一部でもある。これらの第一は、業績の良くない経営者を解任する主な手段として、テークオーバーに頼ることの妥当性に関係し、また、第二は、企業年金基金の受託者の役割と責任に関係する。機関投資家による経営者のモニタリングは、経営者を規律する主な方法として、テークオーバーに代わるものと見られるべきか。機関投資家の株主としての利益は、それが多数の労働者の退職に備えての長期の貯蓄を代表するものであるならば、正当性を獲得するのか。これらの質問に対する肯定的答えは、かれらの投資先会社の経営における機関投資家の一層積極的な役割を示唆することになろう。しかし、機関の側の一層の積極行動主義から出てきそうな不都合な結果はあるのか。ともあれ、より大きな機関の関与は機関自体によってかれら自身の最善の利益と認められる可能性

があるか。また、そうでないとしても、かれらの側のより大きな関与を助長するような、追求できる実行可能な規制的戦略は存在するのか。

これらは、本稿が扱おうとする問題の一部であるが、まずイギリスにおける長期貯蓄の手段の分析とそれらの戦後の成長の理由から検討をはじめ。

## I. 長期貯蓄の手段

イギリスの会社の普通株式の市場の金融機関による支配は、定着した事実である。1963年に機関は、イギリスの上場会社の普通株式の22.1%を所有していた。1975年にはこの数字は42.9%、1985年には59.5%、1990年には61.3%になった。金融機関の全体にわたるカテゴリーの中で、二つのタイプの機関が優位を占めていた。これらは、年金基金（1990年に上場会社の普通株式の31.4%を単独で保有していた）保険会社（20.4%）であった。ユニット・トラスト（オープン・エンド・ミューチュアル・ファンド）6.1%、銀行（0.7%）、および「その他の金融機関」——投資会社、すなわち、クローズド・エンド・ミューチュアル・ファンドを含む——2.7%という重要性のなさに鑑みて、本稿では、年金および保険会社のイギリスの会社における株主としての地位に焦点を当てる。

年金および保険会社は、両方とも長期貯蓄の手段であるという理由から、持分証券の所有者としてのゆるぎない地位を獲得した。保険会社に関する限り、この結果は、（他のクラスの保険業務よりむしろ）生命保険の供給者としてのかれらの活動から主として出てくる。生命保険業者は、伝統的に、被保険者の死亡後に扶養家族に所得を供給しようと努めていたが、今日では、生命保険は、長期間にわたる（10年、20年、または25年ぐらい）純粋な貯蓄の手段としてしばしば利用されている。保険契約者と会社との

間の契約は、一定の期間にわたって支払われる保険料と引き換えに一定の金額が将来の期日に約束される単純な契約であるが、貯蓄保険証券(savings policies)は一層複雑になる傾向がある。そのような「利潤付」または「投資連結」保険証券においては、結局支払われる金額は、保険会社の投資の成功に依存する。

年金基金は、明らかに、長期貯蓄の手段である。典型的な「企業」年金計画は、雇用者および被用者の両方が確定拠出をなす基金からなる。この基金は、雇用企業から独立した法主体として、通常は信託として、設立される。その信託基金の受託者の一部または全部は、その年金計画 (the pension scheme) を設立し、それに拠出する会社(「スポンサー」)の上級の執行者であることもある。年金の受託者に課せられる法的義務の明確な性質は、たとえそれらの受託者がその会社の取締役でもあるとしても、法において明らかに確立している。典型的な企業年金計画 (occupational scheme) は、退職した従業員に確定給付金 (defined benefits) (インフレのための調整の要素を伴う、退職直前の数年のかれの給料の——たとえば、二分の一、または三分の二——端数 (fraction) を支払うために存在する。雇用者および被用者に要求される拠出金は、雇用契約において通常定められ、かつ、年金受給者の資格 (entitlements) は信託証書において定められる。拠出義務と年金受給資格との間のズレが存在するかもしれないので、多くの信託証書は、その計画が保険数理上 (actuarially) 支払不能になる場合には、スポンサーとなっている会社に特別の追加拠出をなすことを要求している。

企業年金計画 (funded occupational schemes) は、国の年金計画から区別される必要がある。後者は、現在の税収から源泉徴収方式で通常は資金が供給される。そのような計画は、コーポレート・ガバナンスとの関連では重要性がない。すなわち、それらは、その計画の下で、持分株式保有——ま

たは、実のところ、長期の資産——の取得に通じない。なぜならば、これらの計画は積み立てられないからである。

より重要なのは、個人年金計画 (private pension schemes) である。そこでは、拠出金 (contributions) は確定されて (defined) いるが、給付金 (benefits) は確定されていない。これらの場合に創設される基金は、個々の労働者としてしばしば結びついている。労働者および時には雇用者もまた、労働者によって投資される基金に払い込む。そのような「個人年金」——最近の政府によって大いに奨励されてきたが——は、多くの異なった方法で投資されることができ、しかし、投資の一般的な方法は、計画の中で、生命保険会社によって管理される。確定拠出計画は、確定給付計画よりも、従業員に対する一層大きな財務的リスクを投げかけることは明らかである。個人年金基金を通じて、保険会社は、かくして、年金業務に直接関心を持つようになった。それゆえ、年金基金と生命保険会社との間のきちんとした職務の区分は、壊れている。実際に、機関自体からそれらが集める基金の運用へと一つレベルを下げると、状況はさらに一層複雑になる。一部の大年金基金は、それら自身の投資運用をなしているが、大部分はそれらの基金の一部または全部の投資を別個のかつ専門家のファンドマネジャーに委任している。

年金基金の受託者へかれらの技能を提供するファンドマネジャーの中には、生命保険会社がある。Prudential Corporation は、最近、以下のように報告した。すなわち、そのポートフォリオ運用子会社は、350 億ポンドを運用していた。その数字は、その会社自身の生命保険基金の数字の二倍以上であった。さらに、年金基金と生命保険会社両方は、マーチャント・バンクのようなファンドマネジャーを利用している。そして、銀行業または保険のいずれにも従事していない大運用会社が存在する。かくして、ファンド・マネジメンツのレベルでは、非常に複雑な状況が実際に現れる。

これらが、イギリスにおける長期の、個人部門の貯蓄のための主要な手段である。貯蓄の手段についての以上の記述は、戦後の期間における保険会社と年金基金による株式所有の大きな増加を説明していない。このような展開は、かれらの資産の全体的な増加なくして、たとえば、確定利付証券から株式への機関による資産のシフトの結果であったといえる。戦後のインフレーションが、確定利付証券ではなく、株式を選ぶように機関を傾かせたこと、および、これがかれらのポートフォリオの構成に影響を与えたことの証拠があるが、それにもかかわらず、重要な寄与要因は長期貯蓄の戦後の増大であったことは明らかであるように思われる。かくして、企業年金制度における累積権利 (accrued rights) の価値は、1976 年における 500 億ポンドから 1989 年における 4,400 億ポンドへ増加した。そして、個人部門の富の割合として、11 %から 18 %へ増加した。しかし、1988 年には、国の年金の権利は、いまだ、個人部門の富の全体のより大きな構成要素であった。これらは、生命保険についての同等の数字と同じように、国際基準では高い数字であった。

長期貯蓄の増加を決定したものは、所得の増加、人口統計学の要因、および老年の所得保障のために国によってなされる支給の範囲であると見なされている。イギリスの戦後の期間において、三つの要因すべてが、長期貯蓄にとって好都合であった。現実の所得は増加し (継続的ではないが)、65 歳以上の人口の割合が高まりつつあり (多くの他の国々におけると同じように急速ではないが)、かつ、戦後直後に導入された国の年金制度は、低額の、均一の拠出と引き換えに低額の均一の給付からなっていた。この制度は、その時代において比較的遅く国の所得比例制度によって、補われたがその時まで、私的企業年金は十分に確立していた。

イギリスにおける長期貯蓄の退職を動因とする性質は、最近 2 - 30 年における生命保険会社と年金基金の他と異なるパフォーマンスによって十分に例

証されるであろう。生命保険は、1965年と1988年の間の半ば頃までに、個人部門の富に対するそのシェアを増大させたが、他方、年金基金は、同じ期間にそのシェアをほとんど3倍にした。保有される上場会社の普通株式の割合に関しては、さらに対照的な状況がわかってくる。保険会社は、1963年に普通株式の10%を保有していたが、1990年には20%を保有していた。同じ期間に年金基金のシェアは6%から31%へ増加した。かくして、戦後の期間のインフレの脅威は、特に退職のための長期貯蓄に好都合な条件と一緒にあって、イギリスの上場会社の所有に関して、保険会社および年金基金による支配の状況を生み出してきており、また、将来、それを強化しそうに思われる。

## II. 所有と支配の分離

1932年にBerleとMeansは、以下の事実に注意を喚起した。すなわち、イギリスの大会社において、資本の必要性は、一人の株主が株式のかなりのブロックを所有せず、その結果、経営者に説明責任を負わせるための伝統的な内部的会社機構を利用するどの一人の株主のコストも増大しつつあり（その株主の側に要求される集団行動のレベルのゆえに）、他方、そのような行動から得られそうな便益は減少しつつある（誰でも一人の株主によって保有される株式の小さな割合ゆえに）という状況に通ずる傾向にあった。従って、積極行動主義（activism）よりも売却が、経営者による会社業務の運営に不満な株主による合理的な対応であった。

BerleとMeansの著書の刊行後に続く論議における論争の大部分は、かれらの事実に基づく分析の正確さではなく、かれらが暴露した事実の重要性に関係していた。その論争には二つの主要な境界線があった。第一の境界



線は、所有と支配の分離は、会社経営者に、かれらが所有者支配会社において有していた（または有する）よりも大きな意思決定の自由を与えていないと考える者たちと、この主張と意見が異なる者たちとの間にある。第二の境界線は、後者のグループ内にあるが、経営者の意思決定の一層大きな自由は、公共政策の観点から、善良な目的のために行使されるか否かに関係する。

所有と支配の分離の意義についての最も極端な見解、すなわち、会社経営者は、株主の専制政治から解放され、「会社の良心」の命令を実行することができるという理論は、「会社の良心」という漠然とした概念に具体的意味を与える上で、また、それが定義されうるということを仮定しても、経営者がやむをえずそれを実行するメカニズムを発見する上での困難に直面して、失敗した。しかし、それより有力でない理論、とりわけ、Lipton と Rosenblum が最近述べているように、分離は、「営利企業 (business enterprise) としてのその長期的成功における会社の利益」を経営者に実現させるという考えに基づく理論は、引き続いて人気がある。

これは、少なくとも、一見したところでは、より扱いやすいアプローチである。なぜなら、それは、それ自体を経済的成功に限定し、かつ、それによって「会社の良心」という一層実体のない要素の一部を回避しているからである。しかし、究極的には、具体的に機能させるようにすることは、同じく、困難ではないかとされている。

第一に、「会社は、それ自体の長期的な事業の成功において独立した利益を有する」という陳述は、不可能ではないとしても、意味を付与することが困難である一つの具象化にすぎない。独立した利益を有する会社という概念は、会社が経営される方法によって影響を受ける様々なグループの人々の間における潜在的な対立を曖昧にすることに役立つ。または、悪くすると、それらのグループの一つの利益をその他の犠牲において促進するという政策を隠蔽することに役立つ。Lipton と Rosenblum は、以下のような

「構成母体法」(constituency statute) についてのかれらの検討において、この問題点の影響力を暗黙のうちに認めている。すなわち、取締役会が、株主の利益のみならず、従業員、供給者、債権者、顧客および会社がそこで活動している地域社会の利益を考慮することを許容する(しかし、一般的に要求しない)合衆国の多くの州立法府によって通過せしめられた会社法の修正がこれである。かれらが述べるところによれば、「『構成母体法』は、取締役会に営利企業としての会社の利益を考慮することを許容する手段として最も良く理解される」とされる。会社の利益の概念が具体的なものとされる付属定款の他の場合と同じくこの場合でも、経営者の決定によってその安寧が影響を受ける人たちの利益の考慮によって、その仕事は遂行される。しかし、このような措置は、第二の困難を暴露するに過ぎない。すなわち、会社が運営される方法において様々なグループの競争する利益を調和する仕方である。Lipton と Rosenblum は、「企業が長期的に繁栄するならば、すべての [グループ] は長期的に繁栄する」と断言することによって、この困難を消滅させようとする。会社が支払不能になるならば、利益を得る人はほとんどいないということは多分真実であろうが、継続企業から得られる利益は、いかに繁栄を定義するかによって、またそれを成し遂げるために用いられる方法によって、グループによって異なる。

これは、われわれが長期の繁栄に限定する場合でさえ、依然として真実である。繁栄とは会社の長期的収益性もしくはその大きさ、または会社の従業員の数を意味するのか、または、繁栄は、なにか他の基準によってもしくはこれらの基準の混合によって測定されるのか、もしそうであるならば、どの基準によるのか。しばしば、これらの基準は同じ方向を向いているが、しかし、それを保証することはできない。それらが一致しない場合には、それらの間の衝突がいかに調和されるか、そして誰によってかについての問題が生ずる。たとえば、株主はむしろ収益性を選ぶかもしれないが、経営者は

規模を選ぶということを示唆する多数の著作がある。従って、誰の見方が勝つべきであるかの問題は、重要でないわけではない。

また、会社が現存の工場を一新するよりもその国の他の部分（または他の国）の未開発地域に生産を移そうと企てる場合、それは、会社におけるその利害が比較的流動的であるグループ（株主、および、ある程度まで、経営者）の利益になるかもしれないが、現在の工場の従業員、地域の供給業者および地域社会の利益には反するかもしれない。もちろん、特定の会社の特定の決定に対するマイクロレベルの焦点から会社一般によるこのタイプの決定に対するマクロレベルの関心へとシフトすることによって、この問題点の影響力を避けることができる。雇用の機会等は会社経営者にフリーハンドを許すことによって最大化されるであろうと行うことができたかもしれない。この主張は、多少のもっともらしさをもっている。ただ、その利益が促進されるグループをいかに定義するかに、その主張は、未だに重く依存しているが。それは、地域社会、全体としての国家、または二カ国以上にまたがるグループであるのか。経済の歴史は、特定の地域または全体の国々の衰退に帰着する科学技術的・産業的進歩の事例に満ちている。その過程は、不可避的なまたは工業化された世界の全体的利益のためであったかもしれないが、しかし、それは、衰退を経験した産業の地域の構成母体のためになったと言うことはできない。少なくとも、相対的に見て、これらのグループは、現状で一層安寧であったであろう。さらに適切なことに、労働者および供給業者の利益を一つのクラスまたは地域社会一般として（現在の従業員および供給業者および会社が現在ある地域社会とは全く違って）コーポレート・ガバナンスのメカニズムの中に（それらを考慮する他の手段が存在するかもしれないが）いかにして組み込むかを理解することは困難である。

それゆえ、Lipton と Rosenblum がコーポレート・ガバナンス改革の具體的提案に取り組んだとき、会社の構成母体法ついでのかれらの検討にお

いてそれほど顕著であった他のステークホルダーの利益が消滅すること、また短期的な株主の圧力から経営者を解放することを意図していたにかかわらず、現れることが株主に対する経営者の説明責任の提案であることは、驚くに足りない。かれらの考えは、「5回毎の年次株主総会を会社の戦略および支配の問題についての意義のある一般投票（referendum）に変えること、および、支配の変更をもたらす株主の能力を5年毎の総会の中に厳しく制限することである。」

かれらが述べるところによれば、「所有と経営は分離したままであるが、しかし、株式所有の構造が、営利企業の長期的利益をめぐる経営者と株主の利益の緊密な提携を確実にするゆえに、」この任務は株主に任せられる。この陳述は、「構成母体法は、株主の利益だけよりも営利企業としての会社の利益を考慮することを取締役に許容する手段として最もよく理解される」というそれより前の陳述とかなり対照的である。5年毎の選任は、短期的な株主の圧力から経営者を守る方法であるかもしれないが、しかし、それらは株主以外のグループに対する説明責任を確保するためのメカニズムであるとは思われない。これまで、所有と支配の分離の分析は、分離が経営者をして所有者支配の会社においてそうであった——または、実際そうである——とは根本的に異なった目的を追求することを許容し、または追求させたということを示すとき、説得力がないと批判されてきた。したがって、その論争は分離はそれ自体問題でない（法的小および非法律的な他のメカニズムが経営者に株主の利益を誠実に追求することを強いるゆえ）と主張する人たちと、分離はかなりの程度経営者の裁量を高めると主張する人たちとの間の論争に狭まることになる。この論争の比較的狭い範囲を正しく認識することが重要である。

Marris と Williamson の著作を引用しながら、Nichols が指摘したように、経営者のための強化された裁量を看破する著者たちでさえ、「財産のな

い取締役が株主の利益と根本的に争う政策を追求する」とは断言していない。たとえ経営者が成長と株主の収益性を最大化することを選ぶとしても、この二つは重複する目的であるので、二つの間の衝突は、継続的ではない。特に、特定の事業計画が結局一方の目標により寄与するか、他方の目標に寄与するかを正確に評価することは、一般的に、困難であるからである。

所有と支配の分離は、それだけでは重要ではないと主張する者たちは、株主総会および他の伝統的な株主支配の手段の衰退にもかかわらず、株主の利益を経営者の関心の中心に保つ十分に強力な圧力として、商品および資本市場における競争を、ならびにテークオーバーを通じた会社支配権市場を指摘する。

しかし、Coffee が株式公開買付に関連して指摘したように、——そして、その主張は他の手法にも適用できると思われる——、これらの圧力は、かなり初期の段階では、絶えず続くものでもなければ、効果をもたらすものでもない。会社は、資本市場へのほんの随時のアクセスを必要とするかもしれないが、しかるに、テークオーバーは、買取られる価値がある非効率的かつ私利私欲のある経営者の有用性よりも、資金調達の有用性に一層依存すると思われる周期で、行われる。さらに、清算またはテークオーバーの脅威は、一定の期間の業績不良の後にのみ、そのような経営者について生ずる。これらの点で、株主の利益を強化したいと望む者たちが、市場の規律を株主による監視をもって補おうと意図することは、相当な理由がある。すなわち、株主による監視は、より不断の、かつ（会社にとって内部のものであるので）より敏速に本来の機能を発揮する監視（supervision）の形態でなければならない。問題は、以下の点にある。すなわち、(1) 株主によるより精密な監視から出てくるものと予期される、かつ予期される利点に反して考慮されるべき不利な結果が存在するかどうか、および、(2) そのような監視を実行するためのメカニズムが利用可能であるかどうか。

### III. 機関と短期主義

株主に対する経営者の説明責任は疑問のない概念であると会社弁護士が当然のことと決め込むことは容易である。われわれが伝統的にその枠内で仕事をしている法構造は、その概念に基づいている。イギリスにおける制定法上のモデル付属定款は、会社の業務執行（management）を取締役に授与することができるが、しかし、その定款は、一般的に、取締役を株主によって定期的を選任できるものとしており、また 1948 年以来、イギリス会社法は、株主の単純過半数に、いつでも、かついかなる理由によっても、たとえ契約違反の場合でさえ、取締役の一部または全部を解任する権限を与えてきた。かくして、大きな株主団体の成長と一貫して、その伝統的モデルは、会社を経営することを株主に要求することをしないが、しかし、それは、説明責任のラインを取締役会を通じた経営者から株主へと走らせている。そして、このように、後者（株主）に経営者のパフォーマンスを監視する機能における重要な役割を付与している。説明する責任のない裁量権の経営者による展開について心配がある場合に、改革のための一つの明白な出発点は、伝統的なモデルを機能させるよう試みることである。

株式保有の分散に鑑みて、そのような行動の方向が実現可能であるかどうかは、もちろん、Berle と Means によって提起された重要な問題の一つである。しかし、会社法の伝統的モデルは、疑念が実行可能性の領域にのみあるとの考えに人を導く傾向があるのに対して、伝統的モデルの復活の妥当性について、少なくとも二つの広い論争の領域がある。

第一のかつ重要な論争の領域は、ある程度まで経営者が説明責任を負わないこと（unaccountability）は、本質的に、株主による監視の強化より望ましいという命題（主張）に現在向けられている。これは短期主義についての論争である。株主の圧力を高めることは、会社経営者に、会社の長期

的収益性及び競争性を犠牲にして、短期における会社の収益を増大させる決定をさせることになる」と主張されている。主張されるべき第一のことは、このような特定の非難が、機関株主によって支配されているイギリスにおける株主のコミュニティに対して向けられるべきであるということが多くの点でおかしいということである。年金基金及び保険会社両方とも、長期の債務を支払わなければならない。また、原則として、かれらが投資する資産の短期的パフォーマンスに対して限られた利害しか有しないと思われる。両方の機関は、保険会社の場合における初期の解約及び保険証券貸付の請求、ならびに、年金基金の場合における譲渡及び脱退 (optings-out) から生ずるほんの小さな流動性リスクに直面するにすぎない。短期主義への傾向は機関自体の役目ではなく、その投資パフォーマンスが四半期毎に評価され、従って経営者に短期の決定をするよう圧力をかけようである機関の投資マネジャーの役目であると、しばしば言われる。しかし、証拠によれば、マネジャーのパフォーマンスの統計は四半期毎に集められるかもしれないが、そのパフォーマンスははるかに長い期間にわたって評価される。かれらの投資のパフォーマンスについて長期的利害を有する機関が異なった見解をとることは、ほとんど合理的ではないであろう。とにかく、短期的決定をするよう経営者に圧力をかけることが、市場の指数または他の基金のパフォーマンスに照らして測定されるファンドマネジャーのパフォーマンスをいかにして助長するかは全く明らかではない。ここにはフリーライダー問題が確かにある。Marsh が述べているように、「[マネジャー] が他を凌ぐことができる唯一の方法は、過小評価されている株式がなにかであることを明かにし、それを買い、また／または過大評価されている株式を明かにし、それを売ることである。しかし、これは、会社の短期および長期の予測——儲け口と広く見なされるなにか——」についての注意深い投資分析によってのみ達成されうる。

さらに、機関に対する批判の基本的根拠は、株式市場の価格が会社の価値を正確に反映していない、特に、会社の長期的投資の価値を反映していないという命題に基づいているように思われる。機関はこれらの価格に基づいてかれらの第一次的投資判断をなさねばならないので、これは重大な問題である。しかしながら、CBIによって組織されたシチー／産業特別調査団(City／Industry Task Force)は、1987年次のように報告した。すなわち、投資マネジャーが最新の収益の発表(current profit announcements)に余りに多くの重きを置いてきたと考えること、または、かれらが将来の収益に不適切な割引率を適用したので、短期の投資を助長したと考えることは「神話」であったと。イギリス経済の問題は、追求された投資機会を適切に評価することを金融業界がしなかったことによりも、産業の脆弱性を理由とする、儲けの多い投資機会の欠如にあったということは「厄介な現実」であった。この主題についての決定的意見でありそうにないが、この報告書は、この議論のある主題について共通の見方を達成するための金融及び産業界による合同の努力であったという理由で、重要である。また到達した意見の一致は、金融の分野よりも産業の分野における困難な問題の大部分の位置を探し当てたものであった。従って、より精密な株主の監視が経営者の投資決定の歪みに通じるであろうという言い分は陳述されそうにない。

第二の議論は、より基本的性質を有し、かつ、株主はその福利が会社の決定によって影響を受ける唯一のグループではないという事実に基づくものである。株主の利益を強化することは、これらの他のグループの利益の格下げを相伴うことを意味するのであろうか。事実、他のグループ、とりわけ従業員は、その唯一のリスクがファイナンシャルである株主よりも会社に対するより大きな利害を有すると時々主張される。この後者の主張に、機関による株式市場の支配が再び関連がある。一般的には、機関は、投機



家の資金または金利生活者の所得ではなく、老齢期における収入の喪失に備え貯蓄しようとする労働者（富裕な労働者とはいえ）の所得を投資するのである。保険会社及び年金基金は、企業における従業員の利益のある形態を代表しているが、もちろん、従業員の利益全体ではなく、またそれらは非常に透明性のある代表の形態でもない。この主張は、それ自体、株主の利益を他のグループの利益の水準に置く以上のことはしていない。これらの他のグループがコーポレート・ガバナンスのメカニズムにおいてなぜ代表されないのかを問題にすることはできる。おそらく、その答えは、これらの他のグループについても保護するメカニズムが存在しており、または存在すべきであるということであるが、しかし、このように取締役会を利用する非常に限られた余地しかないということである。従業員の利益は、一部の国々では取締役会レベルにおいて成功裡に制度化されてきた。株主の利益のみが取締役会レベルにおいて適切に代表されるという見解に身を任せることがなければ、会社法の中で経営者が説明責任を負うグループが多ければ多いほど、経営者が誰からの支配をも免れることはより容易であるということもやはり多分真実であろう。非株主たる構成母体を考慮することを取締役に要求さえしていない構成母体法（constituency statute）の合衆国の取締役にとっての魅力の一つは、発生させられる新しい形態の説明責任というよりも、取締役によって付与された自由であると仮定することは余り皮肉ではないかもしれない。結局、株主による一層効果的な監視は、経営者の決定を歪める必要もなければ、取締役会以外のメカニズムを通じた他のグループへの適切な説明責任と矛盾する必要もない。

#### IV. 機関による監視の実現可能性

Berle と Means は、株主を犠牲にしての経営者の権力の増大は、非常に多数の小株主の間への株式保有の分散に起因すると考えた。機関の株式保有の増大は、Berle と Means の分析の事実についての基礎に挑戦しようとする。かくして、論争をより初期の段階、すなわち、事実の重要性よりも事実が争われていた段階へと投げかえすことになる。簡単に言えば、その主張は、機関の手への株式保有の集中は、伝統的な会社法モデルが提供しようとする方向に沿って、株主による監視の復権を可能とするということである。

30 年前に Florence は、次のように指摘した。Berle と Means は、最大 2 - 3 の株主の持株に集中することによって、合衆国の会社における経営者支配の程度を多分過大評価していたのに対して、協調行動はより大きなグループの人びとの間で可能であると。

かれは、集団行動のための実行可能な最大の規模は、通常は、約 20 人であるということを示唆した。この研究は、より最近、Scott によって推し進められた。かれは、イギリスの会社における持株は、しばしば、最初の 20 位までの持株後急速に減少するという事実注意到を喚起した。さらに重要なことは、かれは、同じ名前が最大のイギリスの会社の最大 20 人の保有者のリストに再現する範囲を指摘した。1977 年における最大 250 の金融及び非金融会社の 100 の調査において、50 以上の事例においてこれらの会社の「支配的星座」(‘controlling constellations’) とかれが名づけるものに 8 人の名前が現れたことを認めた。調査された会社の最大 20 位の株主は株式の 50 % 以上を決して保有していなかった。しかし、同じように、かれらは 10 % 以上の株式を保有していた。

かくして、現れる状況は、一般的に、単独の機関による一つのイギリスの

会社の支配の状況ではなく、グループの機関による支配の可能性の状況であった。これらの機関は、通常、他の大会社の潜在的支配グループのメンバーでもある。

しかしながら、支配の可能性を示すことと、それが現実になりそうである条件を明確にすることとは別である。実際に、1950年代における集団行動の可能性について Florence が正しかったとするならば、この問題は新しいものではない。しかし、その後の機関の持株の増大は、機関株主の支配の可能性を大きくしたにちがいない。株主の積極行動主義に対する現在の関心は、機関の可能性がより大きな現実の支配になるであろうという一層大きなチャンスというよりむしろ、特に株式公開買付といった株主のアカンタビリティのための代替的メカニズムに対する失望の結果であるかもしれない。もちろん、機関の側にある程度の株主積極行動主義は常に存在してきた。問題は、より高いレベルの積極行動主義が将来期待されるような程度まで、周囲の状況が変わったかどうかである。その答えは、会社の経営に対する介入の伝統的な代替的行動方針——市場におけるか、または買付者への、株式の売却——が機関にとって一層困難になってきつつあるかどうか、また介入がより容易になりつつあるかどうか、幾分、左右される。

この関係で、機関の積極行動主義についての著作において認められる曖昧な表現を指摘しなければならない。ある場合には、そのような積極行動主義は、機関がそこにおいて活動する市場環境の変化の自動的結果として起こると予測されている。機関は、売却よりも介入がかれらの最善の利益に適うということを解るようになる。それゆえ、かれらの側のこのような行動の変化を引き起こすために、立法的または規制的努力は必要とされない。

自動的介入理論を支持して、機関はかれらの持株に閉じ込められ、または、いずれにせよ、証券価格に受け入れることのできない不利な変動を引き

起こすことなくして、持株を売却することができないと時々言われる。そのような状況が、中規模の会社、たとえば、非上場証券市場（USM）において相場を付けられている会社への機関の投資に関連して特に、存在することは明らかである。そのような会社において、機関が相当と見なすであろうある量の金銭の投資は、「閉じ込め」理論（'locked in' argument）が適用できるとされる 20 - 30 % の範囲の利害の構築に容易に通じるかもしれない。現実の事業政策に対する不満を根拠とする機関の介入の最も明白な最近の事例の一部は、中規模の会社に関係していたということは偶然ではないと思われる。

明白でないことは、より大きな上場会社における典型的な機関の利害が自動的理論（automatic theory）に信憑性を与えるような規模のものであるかどうかである。ここにおいては、利害ははるかに小さくなりがちであることは意外ではない。確かに、2%でさえイギリスの大会社における大きな投資であり、かつ監視の費用を償還するに足るほど大きいと考えられると言っていい。しかし、そのような持ち株は、通常、合理的に割引して、これを売りに出すことができ、または合理的な期間にわたって現金化される。どっちみち、機関はつまらない価格での外は、動くことができないということは、事実であるとは思われない。また、年金基金が成熟するにつれ、また労働人口がもっとゆっくり増大するにつれ、機関に対する拡張圧力が多少弱まるならば、機関がある一会社におけるかれらの持ち株の規模を制限するという政策を固守することができるかもしれない。

とにかく、1980年代のはじめにおける為替管理の障壁の除去は、機関に対して、海外投資を通じた株式の増大のための余地を与えてきた。しかし、この論議についての最も重要な点は、機関が上に指摘したようなより強い意味でかれらの投資に通常閉じ込められているということ、それが明らかにしていないことである。

この論議において今、代替的なかつそれほど有力でない形態の閉じ込め理論が、通常、現れる。これによれば、海外投資の可能性にかかわらず、機関は、かなり大きな程度まで、イギリス経済に閉じ込められており、従って、その主要な構成要素、すなわち大会社の効率的な働きに利害を有すると主張される。これはもっともらしいかつ魅力的な主張であるが、それとそれ以前の閉じ込め理論との間の相違が認識される必要がある。その主張は、もはや、個々の会社における個々の機関の地位及びその持ち株に関係しておらず、全体としての経済における集団的な機関の地位及びそれらの持ち株に関係している。このアプローチは、機関による集団行動(collective action)に重きを置くので、多くの点でお互いに競争者でもある企業の間で、どのようにそのような行動が組織されうるかに関する興味ある問題を提起する。第二に、その主張は、もはや、機関が介入する以外に選択の自由をもたないというのではなく、むしろそのような介入がかれらの経済的な最善の利益に合致するということなのである。この主張は、機関が介入に関しては選択の自由を有し、かつ、実際に、介入しないこと、または(多分一層現実的に)決して最適の水準でなく介入することを選択することができる。結局、介入を奨励する規制による圧力の問題が議事日程に置かれる。

最後に、それほど有力でない「閉じ込め」理論は、この問題における公益を一層明らかに示す。確かに、この主張は、機関の経済的福利が一層介入主義的な政策によって促進されるであろうが、しかし、もちろん、その利益がイギリス経済に依存するすべての他のグループの福利も促進されるであろうということである。換言すれば、これは、機関に対して、部分的にはかれら自身のために、また部分的にはより広い公益のために、割り当てられつつある任務である。

今、どのような付加的活動が、一層の積極行動主義の政策に含まれるかを理解するためには、機関の側のどのような形態の介入がすでに十分に確立

されているかを述べる必要がある。

第一の点は、ある形態の機関の介入は新しくはないということである。20人かそこらの間の集団行動の実行可能性についての Florence の主張を仮定すれば、また、戦後における機関の持ち株の着実な増大を仮定すれば、これは驚くに足りない。かくして、Knight は、1950年代の会社経営者の側の態度の変化と機関による投資の増大とを結び付けると同時に、機関がかねらの存在を認めることを助ける上で、テークオーバーの脅威を強調している。しかし、第二の点は、機関の側の介入は、伝統的に、比較的狭い範囲の事項に及んでいるということである。機関の行動は、恐らく財務事項、業務執行者の報酬問題（これが新しい形態をとった場合は特に）、会社内における株主の影響力に関連する事項、および基本的な会社の変更の提案に関するものであった。これらの領域において、機関は、経営者の計画（一般的な事業領域におけると異なつて）を評価するために必要な専門知識を有するものと、また、株主の権能が危うくなっているゆえに、かつ経営者が厳しい利害衝突に服しているゆえに、介入するインセンティブを有するものということができたであろう。さらに、これらの問題に対する介入のコストは、必ずしも高くなかった。たとえば、機関が無議決権株式に関する政策を展開することは、費用がかからなかった。かつ、一旦展開されると、その必要が生じたとき、すべてのポートフォリオ会社に適用されることができたであろう。さらに、介入の道具はすでに存在していた。たとえば、イギリス保険協会投資保護委員会（大部分のイギリスの保険会社がこれに属している）は、1930年代に設立されていた。

機関による介入の確立された形態は以下の4つの項目に分類されうる。

### 株主の権利

ここでの介入の目的は、株主の基本的権利を保護することによって、経営

者に対する機関の影響力の可能性を維持することである。従って、機関は、無議決権株式に反対する長期間のキャンペーンを行ってきた。そのような株式発行を禁止する措置をとることを立法府が拒絶してきたにもかかわらず、そのキャンペーンはかなりの成功をおさめてきた。Weinberg は、次のように報告している。「普通株主に無議決権株式で無償発行を行う多くの提案は、機関の反対の後で取り下げられた。」そして、ことによると一層重要なことは、「ある種類の無議決権株式資本の上場を求める会社の事例が近年ない」ことである。「完全な議決権を伴わない持分株式の創設」に対する反対は、未だ、機関株主委員会の最近の code of practice において三番目の問題点として現れている。また、機関ファンドマネージャー協会は、最近、明白な直接的成功を得られていないが、同じメッセージを大陸の株式取引所へも送った。

さらに、会社が現金を対価として株式発行をする際に既存の株主に新株引受権を付与するよう機関投資家は長い間要求してきた。このような機関による圧力によって、立法上の成果を達成したが、これは主として共同体第二指令を実行すべきイギリスの義務によるものであった。しかし、機関は、制定法が課すよりもさらに制限的なルールを成功裡に強要し続けている。制定法は一度に5年までの期間、新株引受権の要求を適用しないことを株主に許容しているのに対して、国際株式取引所のルールは、機関株主の影響力の下で、その期間を年次総会の間期間に、事実上制限している。これに対して、年金基金全国協会およびイギリス保険者協会のさらに厳しい政策を具体化した株式取引所のインフォーマルなガイドラインは、当該会社が第三者割当て発行 (non-right issue) を、どれか一年において会社の発行済株式の5%に、また、どれか3年の時差的な期間において7.5%に制限することを約束する場合にのみ、年次ベースにおいてさえ、新株引受権の要求を適用しないことに賛成投票することを機関株主に任せている。かくして、株式

取引所のメカニズムを通じて活動する機関は、一般的な会社法が要求するよりも明らかに厳しい上場会社のための制度を達成することができた。

無議決権株式の発行に反対する政策は、究極的支配という株主の地位を保持することに役立ち、また、新株引受権の強要は、上記の株主の地位の保持のみならず、希釈化から株主の持分的利益を保護することになる。

(一部省略)

### 取締役会の構造と構成

I S Cの機関投資家の code of practice は、会社の取締役会の議長と主席業務執行者の役割の分離を明確に要求しているわけではないが、「特定の会社にふさわしいチェック・アンド・バランスによってフォーマルに制約されていない意思決定権限の集中」を避ける必要に言及している。それは、また、相応しい資格を有する非業務執行取締役の「コア」の選任を要求している。これらの勧告は、キャドベリー委員会の報告書に強い影響を与えたことは明らかである。この領域で機関投資家がどのくらい影響力をもってきたかを判定することは、困難である。年金投資調査コンサルタントによる調査報告によれば、大会社の4分の1は議長の地位と主席業務執行者の地位を結合しており、また3分の1の会社は、非業務執行取締役についてのキャドベリー委員会のガイドラインに達していないことが示唆されている。現在の見地から重要なことは、この形態の介入は、基本的に、手続的なものであるということである。すなわち、その介入は、事業政策の実体的問題についての真っ向からの対決を避けており、また、一般的な方針として、個々の会社の事情についての詳細な調査を要求していない。

### 業務執行者の報酬

業務執行者の報酬の設定にとまなう潜在的な利害の衝突に対する機関投資



家の懸念は、新しいものではない。自己の報酬パッケージを設定する業務執行取締役が、意識的・無意識的に、株主の利益よりもかれら自身のために行為するという誘惑は、明らかに強いものである。それは、株主が業務執行者たる経営者に関して直面するエージェンシー問題の典型的事例を提供する。最近では、その懸念は、次の三つの問題に集中してきた。すなわち、業務執行者の給与の増加率および水準と会社の業績に対するそれらの関係の欠如、業務執行者の株式買受権計画の実施、ならびに、その事業が明白な失敗をもって運営されていた会社の去っていく首長の受け取る利益の大きさがこれである。これらの懸念は、また、「機関投資家は、取締役の報酬がそれに基づいて決定される原則の開示を奨励する」旨のISCの機関投資家規程に現れている。さらに重要なことは、ISCの取締役規程の以下のような勧告である。すなわち、会社は、「業務執行取締役がかれら自身の報酬パッケージを決定する際に、いかなる役割も果たすべきではない」という原則を実行するために、非業務執行取締役から構成される報酬委員会を設置すべきであると勧告されていた。キャドベリー委員会および最近のグリーンバリー委員会に対するこれらの見解の影響は強調するまでもない。

調査によれば、1988年における僅か半分とは対照的に、今や上場会社のほとんどすべてが報酬委員会を有しているが、そのような委員会はもっぱら非業務執行取締役から構成されるべきであるというISCの勧告が必ずしも守られているわけではない。委員会の41%が主席業務執行取締役をメンバーとして有していた。したがって、報酬委員会は、報酬問題が提起するエージェンシー問題を解決するように機能するのだろうか、または報酬問題を隠蔽するものであるのかどうか問われることになる。

以上に述べてきた、機関投資家によって鼓舞された規制の事例は、問題の核心、すなわち、特定の会社の中でコーポレート・ガバナンス構造が現実的にいかに機能するかということに、われわれを触れさせない。明らかに、機関

株主は、それらの構造をデザインする点で影響力を及ぼしていたが、しかし、かれらは、コントロール・メカニズムを実行する上で、個々の会社において株主の資格で影響力を及ぼしていたであろうか。(この項目は、Paul L. Davies, 'Institutional Investors as Corporate Monitors in the UK' in *Comparative Corporate Governance* (Hopt, Wymeerch eds.) (1997). によって補足した — 訳者注 — )

### 事業政策を変えるための介入

上述の介入の形態は、機関による経営者の監視を提唱する者たちの心の中に多分あることの核心には実は迫らない。最終的な厳しい吟味は、機関が現存の、不成功に終わった経営者に新しい戦略を考案し、かつ押し付けることによって、または、おそらく、売り物に出ている代替的戦略をもつ、会社の内外の者たちに、かれらの支持を与えることのいずれかによって、事業政策を変えるために介入する用意があるかどうかであるように私には思われる。そのような介入は、現経営者との熾烈な対立の見込みのみならず、その会社の問題を分析し、かつ解決を工夫することへの時間とエネルギーの非常に大きなコミットメントを伴う。どの程度そのような介入が現在起こっているのか。

この質問に答えようとするには、一見して、われわれが探し求めているものに非常によく似ているが、しかし、結局、ほんの限られた重要性しかないことがわかる二つのタイプの介入を無視することが必要である。その第一は、たとえば、中規模の会社における機関の大量の株式保有のように、その株式保有の規模のゆえに、機関が本当に閉じ込められるという先に検討した状況である。第二は、失敗した会社がその貸借対照表の損失を埋め合わせるために、株主割当発行に頼る場合である。会社が資本市場を利用する必要があるときには、株主の影響力の機会が到来するというはざつと前

から明らかであった。実際、この影響力の最近の事例の重要な特徴は、経営者の交替のイニシアティブが株主からよりも会社自体から生じたと思われることである。会社またはそのアドバイザーは、株主割当発行による資本市場へのアピールは、新たな資金がまた預けられるべき人として自らを推薦したのが同じ失敗した経営者であったならば、成功しないであろうということを確認したようである。

したがって、探すべきことは、株主割当株式発行の梃子が利用できない場合に、事業政策の変更を確実にする集団での機関のイニシアティブの事例である。そのような介入が起こっていることは明らかである。この活動の規模について少しは正確な推計をすることには困難がある。少なくとも、取締役会レベルでの経営者の交替は公に記録されるけれども、そのような交替、または取締役会の交替を必然的に伴わない一層有力な理由をもつての政策の変更を引き起こす圧力は、たとえば、株主総会においてよりも、閉じられたドアの陰で加えられる。内部者からの証言は、介入が増加しつつあるということであるが、それは低い基点からのものであるもので、市場におけるか、公開買付者へかのいずれかの株式の売却が利用可能な、かつ魅力的な選択となる状況の再現にもかかわらず、より大きな積極活動主義が生き残るかどうかは、疑問があるにちがいない。

ポートフォリオ会社の事業政策に対する伝統的に低いレベルの機関の介入の理由は、余りによく知られているので、ここで復唱を詳しく述べる必要はない。

多様な流動性と慎重な注意義務の理由から、機関は、その投資を広く分散してきた。そのため、典型的な機関は、企業内部のスタッフのささやかな規模を仮定すれば、とりわけ、効果的な監視に従事するその能力をはるかに超える範囲の会社の株式を取得してきた。事業政策の場合に潜在的に極めて高い介入のコストの一部は、集団的な機関の行動を通じて分散されうる。集団

的な機関の行動は、経営者に対して十分な圧力を有効に加えるためには、少なくとも必要であろう。しかし、潜在的競争者間の集団行動は、それ自体の問題を提起する。そして、集団の結束を弱めるフリーライドの誘惑が常に存在する。結局、現職者の功罪について、むしろ多様な利害と見解を有する機関投資家の効果的かつ結束のある連合を、ポートフォリオ会社の経営者の最善の努力に抵抗して、形成し、かつ維持することの実際の問題を過小評価することは賢明ではないであろう。

## V. 改革の可能性

大規模なイギリスの会社に対する、自発的に生ずる広範な機関投資家の介入のチャンスについて十分留意することは、合理的であると思われる。そのポートフォリオ会社の一つの業績に不満をもつ機関の前に現れる能力の問題および効果的な集団行動の組織化の問題を仮定すれば、単なる勧告は、機関がより介入主義的になるよう奨励することになりそうにない。たとえ、機関がより大きな「責任」を示さない場合に、ありがたくない政治的展開の恐ろしい予言と、または、イギリスの会社が一層よく統治されるならば公益が促進されるであろうという趣旨の誘引と、そのような勧告が結びついているときにおいてさえ、そうである。そのような政治的脅威は、介入および／または介入する機関にとっての便益の見込みが存在しないならば、現在、それらが介入の直接的コストおよび困難よりまさることができるよりも、ずっと一層直接的になっていたであろう。実際に、介入が、機関によって行使されることが求められる権力の正当性についての質問を含む、それ自体の、むしろ異なる政治的リスクを伴うかもしれないということを理解することは困難ではない。合衆国における『構成母体法』‘constituency statute’は、と

りわけ、ポイズン・ピルの採用に反対した機関投資家に対する経営者の政治的力の動員の注目すべき例である。

不出来な経営者を取り替えるための機関の介入の爆発——1990年に起こったが、しかし、その後幾分次第に減少した——は、このような悲観的な見方と矛盾するように見えるかもしれない。しかし、これは、多分、そうではない。深刻な景気後退は、同時に、先立つブームの経営者の判断の誤りを暴露し、市場においてその持株を売却することを株主にとって魅力のないものとし、かつ株主がかれらの困難を避けるのを助けるために、公開買付の現実的見込を取り除いた。このエピソードが示唆することは、むしろ、機関が一層広範にわたり介入することがかれら自身の自己利益に合致すると認めるようになるか、または、法的もしくは規則によるコントロールが機関の側のそのような介入を要求するかのいずれかでない限り、機関の積極行動主義は、一貫してはありそうにないということである。一層の機関の積極行動主義を奨励したいならば、この問題の本質は、機関にとっての勝算 (balance of advantage) を、幾分、売却 (市場を通じてか、公開買付者へのいずれかによって) から離れて、業績の良くない会社の場合に介入へといかに転換するかである。原則的には、売却がさらに困難になるときは、規制的行為なしで、これは生ずることが予測されるかもしれない。かくして、この景気後退において認められうる一層大きな機関の介入は、市場におけるか、または公開買付者へのいずれかによる売却の機会の減少に一部起因していると、われわれは上記で示唆した。しかし、退出 (exit) の可能性を低くしてきた経済情勢が永続するものであるとは予想されえないし—または、希望されえない。より通常の状態においては、一定の期間にわたる売却または公開買付の申込の承諾は、介入主義的な戦略に対する厳しい競争者でありそうである。より一般的になりつつある index-tracking funds は、このような分析の例外となると考えられるかもしれない。なぜなら、そのようなファ

ンドの運用者は、事実上、退出を放棄し、かつ、かれら自身を市場に閉じ込めることを選択しているからである。しかしながら、tracking とそのようなファンドのマネジャーが競争する基礎の魅力は、ファンドを運営するコストの低さである。マネジャーおよびそのようなファンドのユーザーは、監視にかなりの資金の支出を伴う戦略に関心をもちそうにない。

実際に、index fund は、より大きな真実にわれわれの注意を喚起する。そしてそれは、売却の魅力がいかに低下しようとも、しばしば忘れられているが常に利用できる何もしないという戦略に対立するものとしての介入に、コストベネフィット分析は味方するものと機関は未だ確信しなければならないということである。たとえば、商品市場から生ずる、利益を生むようにとの経営者に対する他の圧力が存在するので、機関の受動性 (passivity) は全く不合理な戦略ではない。介入への多少大きな機関の傾向を勧める上で、規制がどのような役割を果たすことができるか。いつ勝算が介入に味方し、いつそうでないかを規制が告げることができるということは想像も及ばないと思われる。それは、ケース・バイ・ケースで機関によってなされるべき事業上／財務上の判断であろう。

規制がなすことができることは、機関がかれのポートフォリオ会社に関して、適切な場合にその行為がなされうるような地位に自らを置くように要求することである。そして、おそらく、最も重要なことは、フリーライダー問題を減少させるためになにかをなす共通の要求の下にすべての機関を置くことによって。これらは、基本的に、穏健な目標であるが、しかし、それらは、かれらのポートフォリオ会社についてよりよく情報を与えられるように自らを保つようにとの機関に関しての単なる勧告を超える提案には実質上等しくない。

出発点は、機関にかれの株式について実際に議決権を行使することを要求することであるかもしれない。最近の調査は、無議決権株式を発行しない

ようにとの長年にわたる機関の主張にかかわらず、当然のこととしてのファンドマネジャーによる議決権行使はまれであるということを確認した。もちろん、議決権の価値はそれらの現実の行使というよりもそれらの行使の威嚇にあるということができる。しかし、株主総会において投票に付されるすべての事項について意見を定式化し、かつ述べることを機関が義務づけられるならば、議決権の価値は監視にとって有用な規律となるであろう。機関株主委員会は、この原則を受け入れるすぐ傍にきている。また、ISCのコードは、キャドベリー委員会の報告書において支持されている。しかし、ただそれだけの投票義務は、ほとんど影響力を持たないであろう。それは、投票が情報を与えられ、すなわち、かかっている問題についての合理的な独立した調査と考慮に基づいたもので、現職の経営者に常に賛成投票するという方針の結果ではないということを確認することを伴わなければならない。効果的な投票のために必要な実際の調査は、機関／マネジャー自体によって（これらの団体の組織内のスタッフは穏健になる傾向があるが）またはブローカー（仲介業者）もしくは現在はコーポレート・ガバナンスのサービスを提供する年金投資調査コンサルタント株式会社のような新しく生まれている種類の機関のアドバイザーのいずれかによって、遂行されるであろう。

強制的な議決権行使を超えて、挑戦は、機関株主とポートフォリオ会社の非業務執行取締役とを連結することであろう。

下院の通商産業委員会が買収及び合併について洞察力をもって特に言及したように「[コーポレート・ガバナンス]には二つの重要な要素が存在するが、それらは必ずしも結び付けられているとは限らない:すべてのイギリスの株式の過半数を所有する機関株主と非業務執行取締役。」 Gilson 教授とKraakman 教授は、このように同じ論点を述べた。すなわち、提案された改革は、余りにもしばしば、「社外取締役を株主に依存しているよりも、経

営者から独立しているように」させることを目指している。この批判は、キャドベリー委員会の報告書草案および PRONED の活動についてなすことができるのではないかと思う。問題点は、単に、非業務執行取締役を営者から独立させることが課題のほんの半ばであるということではなく、営者からの独立性は非業務執行取締役を会社内のもう一つの強力なグループに依存させることによって、確かな方法で、達成されうるのみであるということである。相次ぐ研究は、上級の営者の完全な崩壊というまれな時を除き、非業務執行者は、現在、無力であるということを示してきた。これは、かれらが判断の独立または事業上の眼識を欠いているから、または、かれらが非業務執行取締役として以外に会社に財務的利害を有しているからではなく、かれらが取締役会におけるかれらの地位を会社の現存する業務執行営者に負っているから、また、会社の業務についてのかれらの精査がいかに厳しいものであるべきか、または厳しくないものであるべきかについてその営者の見方をかれらが共有するからである。キャドベリー委員会の勧告は、この状態を変えるために有益なことをしそうにないように思われる。全体としての取締役会による非業務執行取締役の指名は、その取締役会が業務執行営者によって支配されている（必ずしも数の点ではなく）ならば、重要なことではないであろう。また、助言について外部の供給源に対する非業務執行者のアクセスは、かれらがそのような助言を得る必要を感じるにのみ、重要になる。キャドベリー報告書において主張された独立性、事業経験及び機敏性 (sagacity) の外部的指標は、満たすことができるであろうが、しかし、選ばれた非業務執行者は、明らかに、部分的に、以下のような理由から、かれらの機能について伝統的な限られた見方をいまだにとるであろう。なぜならば、かれらは、しばしば、うまく対処すべきかれら自身の非業務執行者を有する他の大会社の業務執行取締役であるかもしれないからである。



要するに、キャドベリーおよびその前任者たちは、変化のダイナミックスに十分な注意を払ってこなかったということが出来る。非業務執行者が経営者によって選ばれ、かつ限られた監視というその文化を共有する、現在、行われている典型的な状況から、コーポレート・ガバナンスの伝統的な法的モデルが仮定するように、非業務執行者が自らを株主の選択に依存していると見なす状況へ、いかにして到達するのか。これは、実際に、非常に困難な問題であるが、キャドベリーがそれを解決しなかったということが最も高いレベルでなされるキャドベリーに対する批判である。それにもかかわらず、コーポレート・ガバナンスにおける重大な変化がなされるべきであるならば、それは非常に重要な問題である。通商産業委員会が述べているように、非業務執行者と株主—特に機関株主を意味する—とを連結しなければならない。Gilson および Kraakman が述べたように、これは、多数の会社取締役会において機関のために行為する、専門職の、常勤の非業務執行取締役という新しい類型の発展に通じるかもしれない。そのような発展を促進するために、いくつかの法的改革がなされるかもしれない。しかし、機関を真にそのポートフォリオ会社に閉じ込めるように、どれでも一つの機関の持株の数を制限する Coffee の厳格な提案は問題外として、機関が非業務執行取締役を、またはその一部を、名目上だけではなく事実上、かれらのノミニ—とすることを確実にするようなどのような改革がなされるかは、予見することは困難である。機関による支配が、その利害 (stakes) が比較的小さい株主による集団行動の問題にとどまるならば、もろい連合に対する断固とした経営者の反対の予想は、多くの場合に、介入を、市場におけるまたは公開買付者への売却に代わる魅力のない選択肢にしそうである。

かくして、可能な、かつ適切な規制的改革は、穏健なものであり、かつ投票すべき義務に基本的に集中する。その際に生ずる重要な問題は、議決権行使要求を実施し、または、実際に、現れるかも知れない一層重要な改革を遂

行するために利用可能な法的メカニズムはなにかということである。年金基金に関しては、そのメカニズムと改革の機会、今現在、両方とも存在するように思われる。少なくとも、企業年金計画モデルの下では、信託法は、受託者はその権限の行使に際して自由な裁量権を有せず、逆に、その計画の受益者の最善の利益のためにそれらの権限を行使しなければならないという概念に初期の承認をすでに与えている。

年金基金の現在の制度は、受託者は基金のかげらの *stewardship* について受益者に報告する責任があるという概念にかなりの実体を与えてもいる。この後者の要素は、年金基金が会社経営者を監視することに一層積極的になるべきであるならば、極めて重要になるであろう。なぜならば、そのような活発な行動の正当性は、それが基金に対する拠出者のために行われると認められることに重く依存しなければならないからである。企業年金のための現在の制度によってこれらの問題に与えられた承認の初期の性質を強調することは、もちろん、必要である。年金基金受託者の義務の性質および程度は、盛んに論じられた法的問題である。また、説明責任の問題については、年金の受託者間の強制的従業員代表制についての 1970 年代からの最も想像力に富むアイデアは、立法化されなかった。しかしながら、Mirror Group Newspapers と Maxwell Communications Corporation の年金基金に関連したスキャンダルの結果として、抑えられない蒸気の圧力が、年金法の一般的再検討のために高まったと思われる。その再検討は、Maxwell 事件によって最も直接的に提起された問題点、基金資産の安全の問題に限られないであろう。以上に提起した問題は、改革のための勧告を提出することをその任務とする委員会の考慮すべき事柄の肝要な部分であろう。

## 結 論

この論文の結論は、穏当なものである。かれらが投資する会社のさらに積極的な監視者になることを機関に勧めるような規制の機会の多少の余地は多分存在するであろう。そのような展開は、歓迎されるべきである。株主短期主義に基づく反論および説明責任からの経営者の自由の望ましきは、過大に評価されてきた。しかし、機関およびそのマネジャーの主たる責任が、イギリス経済一般の健全性を促進することよりも、かれらが説明責任を負う（長期的であっても）基金のパフォーマンスを最大化することである限り、監視（monitoring）は、パフォーマンスを最大化する一つの可能な方法にすぎないものとして機関によって判断されつづけるであろう。そして、その方法は、市場におけるもしくは買付申込者（bidder）への売却、または、受動性（passivity）すなわち失敗した経営者に対するその他の圧力が効果を生ずることの待ち受けという他に代わるべき戦略と競争しつづけなければならない。もちろん、機関は、為替管理の緩和にかかわらず、そこにおいてかれらが大量に金を使い続けるであろうイギリス経済の健全性に強い一般的関心をもっている。

しかしながら、積極的な監視から生ずる機関へのリターンは、ファンドの価値を最大化するためのほんの一つの可能な道具として介入を用いることから生ずるリターンよりも高いということを誰もいまだに証明していない。そのような証明がない場合には、機関が全部の卵を監視という一つの籠に入れることは、競争上、堅実でないか、または、多分、違法であろう。問題は、多少は、介入に賛成する方向で力点を移す上で、どの程度まで進むことを望むかである。このために、限られた提案が上述のようになされてきたが、ことによると、この方向で、もっと構想力に富む方法が工夫されうるかもしれない。しかしながら、イギリスの金融システムの大規模な再構成がないとき

は、機関の監視が、ドイツにおいて銀行と伝統的に結びついた（しかし、おそらく、もはや象徴するものではない）レベルを達成することはありそうにない。

機関投資家は、介入することが公益のためであると考えて、ポートフォリオ会社の業務に介入しようとしているのではない。かれらが介入するとしても、そのようにすること、かれらがその投資を運用する者たちのためであるという理由で、介入するのである（そして、おそらく、唯一、介入すべきなのである）。この関係においては、機関と会社との間の関係の構造ならびにその限られた性質を見失ってはならない。それは、単なる投資関係にすぎない。そして、リレーショナル・インベストメントが専門語となった今日においてさえ、長期株主といえども、合理的に行おうとする関与には限界がある。その問題点は、イギリスのたった一つの最大の機関である Prudential Corporation のグループ・チーフ・投資マネジャーによって、以下のようにドイツと比較しながら、適切に説明されている。

*[監視] 活動の考えられる増大は、銀行に基礎を置く経済のそれに匹敵する、われわれのシステムにおける説明責任の重要な新たな要素にならないのではないかと私は思う。なぜなら、金融その他のサービスを提供することに対する付加的関わりを伴わない株式所有は、銀行業と所有者の利益の結合とともに生ずる知識およびコミットメントの深さを決して提供しないであろう。*

機関株主の積極行動主義（activism）は、イギリスの株主を基礎に据えるコーポレート・ガバナンスのシステムの核心にある穴を塞がないであろうと結論づけなければならない。会社の経営者がその行動について適切に責任を負っているかどうかの問題は、機関株主がかれらに合理的に期待され得、または期待されるべきであるすべてをなした後でさえ、依然として残る。機関による行動は、大会社の経営者がその枠内で活動する全般的な

アカウントビリティの構造の非常に重要な一部であるかもしれないが、しかし、それは、問題に対する答えの全部ではなく、また全部ではありえない。(Davies, 'Institutional Investors as Corporate Monitors in UK' in *Comparative Corporate Governance* (Hopt, Wymeersch eds.) (1997) によって補足 —— 訳者注 —— )