

わが国の企業統治問題 — 最近の動向をどうみるか —

千 田 純 一

1. はじめに

企業（ないし企業部門）が国民経済においてきわめて重要な経済主体（ないし部門）であることは、多言を要しない。企業は、多くの国民にとって仕事・労働をし、所得を得る場であり、また国民生活に不可欠な財・サービスの生産・流通・販売を分担している主体である。このように企業は一国経済の最重要な部門であるので、そのあり方は、国民経済のあり方を大きく左右することとなる。

さらに企業は、とくに最近の日本においては、国民の貯蓄資金の運用先・投資先としても重要になってきている。周知のようにわが国の多くの国民は、長い間金融的には主として預貯金者であり、貯蓄資金を銀行等の金融機関にいわば丸投げし、金融機関がすべてのリスクを取ってその資金を企業に融資してきた。しかし、わが国の金融システムは現在、このようなローン型・相対型の間接金融優位のシステムから証券型・市場型の直接金融システムに移行している（あるいは移行すべきである）といわれている。もっとも、リスク回避的で安全性志向の強い日本人は、一気に株式・債券投資に進むのではなく、まずミドル・リスクでミドル・リターンの投資信託などのいわゆる集団投資スキームを中心とする「中間型金融」に進み、次いで徐々に株式・債券投資に移行していくものと予想される。紆余曲折はあるものの長期的には、相対型の間接金融のウエイトは下がり、中間型金融や直接金融のウエイトが高まることとなろう。

また、少子・高齢化とともに個人資産において公的年金、企業年金、個人年金（年金保険）などのウエイトが高まる中で、これら資産の基金・積立金の証券での運用が増えつつある。さらに、預貯金（当座性預貯金を除く）でさえ、銀行等の金融機関自体が公社債、外国債などでの運用を増やしている中でペイオフが解禁され、全額保護ではなくなっている。

このように、わが国では国民の金融資産は直接的・間接的に企業の株式や債券との関

連を深めていることがわかる。そしてそのことは、株式投資や投信・年金などにみられるように国民の金融資産のリターン（運用利回りなど）とリスクが企業業績に直結する度合いが強まっていることに如実に現れている。

以上のように、企業は国民の資産運用・投資先としても重要となっているので、従来にも増して国民の身近な存在になってきている。その結果として、企業のあり方という意味での企業統治（コーポレート・ガバナンス）が国民的な関心事になりつつあると見てよい。本稿では、こうした動向を念頭に置きつつ、わが国における企業統治をめぐる最近の動向を検討することとしたい¹⁾。

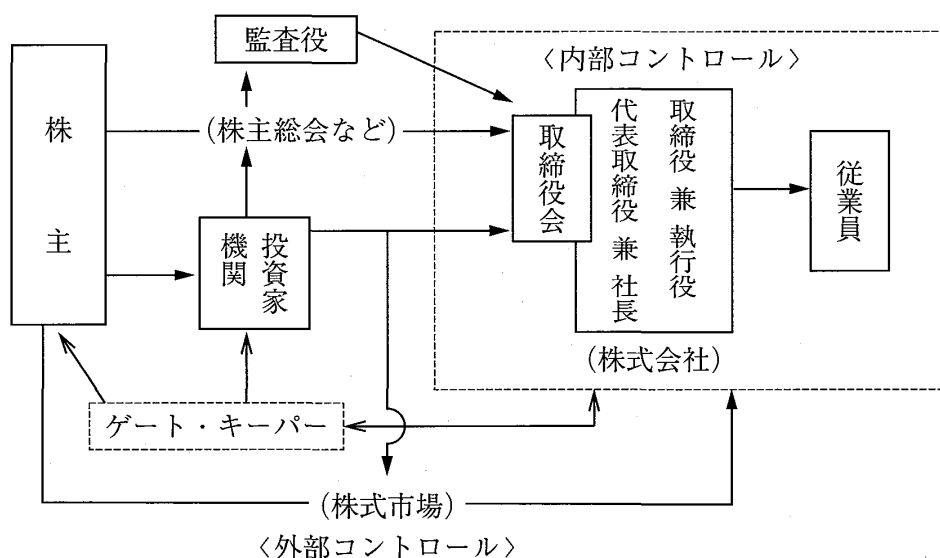
2. 企業統治——企業の外部コントロールと内部コントロール

一口に企業といってもその形態や統治方法はいろいろである。本稿では中心的な企業形態である株式会社に焦点を絞り、しかもわが国の現在の株式会社を議論の対象とする。

また、企業統治の定義自体も多様であるが、本稿では、企業は誰によって、どのような目的のために、いかに運営されるかという問題に関する企業システムのことであると考えることとする。

第1図は、わが国の企業統治のシステムを示している。以下、この図に沿ってわが国の企業統治の問題点を検討することとしよう。

第1図 わが国の企業統治のシステム



(注) ゲート・キーパー＝監査法人(公認会計士)、証券アナリスト、格付け会社、証券取引所など

(1) 外部コントロール

企業統治は、第1図から明らかなように、外部コントロールと内部コントロールからなる。外部コントロールとは、自らは企業の日常的業務の外に身を置きながらも、それぞれの立場から企業のパフォーマンスを事前的・経常的・事後的にチェックし、自己の意見・利益を企業経営に反映させようとして、各関係者が企業に及ぼす影響力のことである。

i) 個人株主

外部コントロールにおいて第一義的な役割を与えられているのは、株主である。株主は株式会社の出資者・所有者であり、したがって最高の意思決定機関である株主総会などにおいて自己の意見を投票権行使などによって表明する権利を持つ。すなわち株主は、株主総会において、①定款変更、合併など会社組織に関する事項、②取締役、監査役の選任・解任など会社の機関構成員に関する事項、③配当、利益処分など株主利益に関する事項などの決定を行う。企業の所有者である株主の意思は、少なくとも法的には最高の権限を付与されているのである。

しかし、不特定多数のいわゆる個人株主は企業経営には大きな影響力をもっていないというのが現実である。それには、いくつかの理由がある。

第一に、株主の責任は「有限責任の原則」に立っており、仮に企業が倒産しても出資金を放棄することまでで良く、それ以上の責任を負う義務はない。このことは、「所有と経営の分離」を可能にし、かつ資金の拠出を促進する仕組みとして効果的であるが、反面では株主の企業経営者に対する監視を弱めることにつながる恐れがある。この点は、合名会社であれば社員（出資者）は連帯無限責任を負わねばならないので、企業経営に自ら携わることなどによって企業経営のチェック・監視が欠かせないのと大きく異なる点である。

第二に、株主にとって、企業の業績などを厳しくチェックしたり、株主総会などで意見陳述、株主提案、議決権行使などの株主権を行使することのインセンティブが小さいということである。株主が上記のようなアクティブな株主行動を行うには、金銭的および時間的コストがかかる一方、株主行動の効果は、株価上昇や配当増の形で株主利益となって現れることが期待できる。この利益こそ株主が株式投資から期待するものであることはいうまでもないが、その大きさは当該企業の株式全体の値上がり益や配当増加額と当該株主の持株比率に依存する。これをベネフィットと呼ぼう。すなわち、アクティブな株主行動のコストとベネフィットは次のようになる。

コスト＝金銭的および時間的コスト

ベネフィット＝（値上がり益＋配当増）×持株比率

したがって、積極的な株主行動へのインセンティブが存在するには、コスト<ベネフィットという関係が成立する必要があるが、平均的な個人株主は持株比率が小さいのでこの式は成立しにくいことになる。逆にいえば、大株主や機関投資家にはこの式は成立する可能性が大であり、機関投資家の場合には株主行動から生じる利益を委託者たる投信の契約者や年金の加入者に還元するべきであるといえよう。

いずれにしても、多くの個人株主にとっては積極的株主行動のインセンティブは存在しないか、きわめて小さいということになる。その結果、彼等は第三者の株主行動からの利益の配分に期待して自らは傍観者になるという、いわゆる「フリーライダー問題」が生じることになるのである。事実、株主総会への出席株主の数は少なく、大部分の株主は白紙委任状か議決権行使書面の郵送で済ませているのが現状である。

第三に、仮に個人株主がアクティブな株主行動を取ろうとしても、いわゆる「情報の非対称性」による限界という問題がある。すなわち株主は依頼人として企業経営を代理人としての経営者に委託しているという関係（「依頼人→代理人」関係）において、個人株主は企業情報を経営者ほど詳しく知りえないので、経営者の行動を完全にモニターしかつコントロールすることは不可能である。ここにも個人株主の企業統治への参画に限界を画する問題が存在するのであり、これはいわゆる「エージェンシー問題」の一つであるといつてよい。

第四に、株主総会開催日が6月の最後の金曜日に集中するという開催日集中問題（いわゆる総会屋対策として始まったという経緯がある）や株主総会召集通知の発送日（総会当日の2週間前に発送）が遅く総会関連書類の検討の時間が少ないという問題なども指摘されている。

以上のように、個人株主の積極的な株主行動を妨げる理論的・実証的な理由が多く存在するのである。個人株主に多くを期待することはかなり困難であるといわざるをえないであろう。事実、『株主総会白書』の最新版²⁾によって、02年7月1日から03年6月30日までに開催された定例株主総会への現実出席株主数（委任状、議決権行使書を除いた、現実に来場した株主数）をみると、調査対象企業2,529社について、21～40人が668社（26.4%）、41～60人が534社（21.1%）、61～80人が358社（14.2%）などとなっており、この上位3グループで全体の6割以上の比率を占めている。多くの個人投資家は現実出席せず、せいぜい委任状を提出している程度である。

もちろん、企業側、個人株主側に若干の新しい動きが見られることも事実である。まず企業側では、総会召集通知の電子化、インターネットによる議決権行使、株主の質問への詳細な説明、株主総会のビジュアル化(ビデオやプロジェクターの利用など)、モニターによる総会の一般公開、IR活動の充実、株主懇談会の開催などの動きがある。

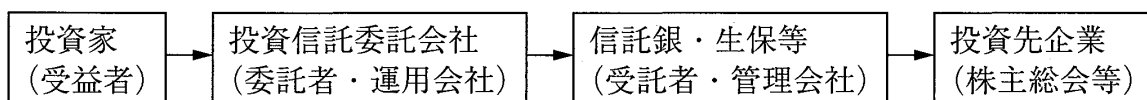
また個人株主の側でも、総会での質問・発言、株主提案、株主代表訴訟などを活発化している。たとえば株主提案では、定款変更、役員報酬・役員退職慰労金、利益処分案(配当政策)、自己株式取得などが中心テーマであり、東京スタイルに対するM&Aコンサルティングの提案、およびソニーに対する株主オンブズマンの提案などが注目を集めた。M&Aコンサルティングなどは個人株主から委任状を集め、採択には至らなかったものの相当数の議決権を行使したのである。

このように個人株主の「モノを言う株主」に向けてのいくつかの重要な動きが見られるものの、現時点では個々の個人株主の持ち株数は少なく、またそれらをまとめて行使することも容易でないので、個人株主の企業統治への関与は引き続き限定されたものに止まる可能性が大であろう。逆にいうと、これまで「モノ言わぬ株主」としてわが国の経営者主権型の企業統治を支えてきた銀行、生保、事業法人などのいわゆる安定株主が、今後とも重要な役割を果たし続ける可能性が大であろう。ただし、いわゆる株式の相互持合いが現在減少しつつあり、それだけ個人株主や外国人投資家の保有が増えるようなことになれば、状況が変わる可能性があることを看過してはならないが、いずれにしてもしばらくは安定株主に支えられた経営者主権型の企業統治が続くとみてよいであろう。

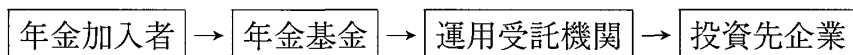
ii) 機関投資家

主要国においていわゆる機関投資家のウエイトが高まっていることは、よく知られている。わが国でも投信や年金などの集団投資スキームが増えるとともに、機関投資家のウエイトは高まっている。いま投資部門別の株式保有比率をみると、機関投資家(投資信託、年金信託、生命保険会社、損害保険会社とする)の保有比率は、17.5%(1990年度末)、18.7%(1995)、19.2%(2000)、19.5%(2001)、19.1%(2002)と推移している。2002年度末の事業法人の保有比率が21.5%、個人の保有比率が20.6%であるから、機関投資家は事業法人、個人と肩を並べる株主になっている³⁾。しかも、機関投資家の数は個人株主よりもはるかに少ないので、一機関投資家の運用するファンドの金額は大きく、その株主行動は企業統治に対してかなり大きな影響を及ぼす潜在力を持つ。

ここで、投資信託を例にとってその仕組みを示すと、



となる。なお念のため、年金についてもその仕組みを示すと、



となる。投信、年金のいずれにおいても、多段階の「委託者 (trustee) → 受託者 (trustee)」ないし「依頼人 (principal) → 代理人 (agent)」という関係が成立していることがわかる。

このような仕組みの投信、年金においては企業統治も多段階の問題となる。まず、投信契約者、年金加入者は投信委託会社、年金基金に対して、投信、年金の収益率（運用利回りと元本の値上り益）の高さと安定性を実現するように資金運用を委託する。次いで、後者は信託銀、生損保、投資顧問会社などに対して資金管理を委託し、かつ資金の運用先を具体的に指図する。その結果、信託銀などは受託者（管理会社）として投信・年金財産の名義上の所有者になり、投資先企業の株主名簿には信託銀などの名前が記載されることとなる。

企業統治の上で重要なのは、投信委託会社、年金基金が株式での資金運用を委託する場合、実質的株主である投信契約者や年金加入者の利益になるように受託者に運用してもらう必要がある、そのためには名義上の株主である信託銀などに対して株主総会などの議決権行使などの株主行動を指図できることが望ましい。しかし、現行法では年金基金が運用受託機関に議決権行使を指図できない⁴⁾。また投信委託会社も運用受託機関に丸投げで委託し、せいぜい運用実績によって運用委託先を再検討する程度であった。

しかし最近数年の間に、若干の変化が生じている。まず、運用受託機関の側において自主的に株主総会などで議決権行使などを行うとの意向が表明されるようになった。たとえば、三井信託銀（現中央三井信託銀）、野村アセットマネジメント、日本生命などがそのような方針を固めたと報道されている⁵⁾。

また、運用委託機関の側でも年金基金自身の規律強化と運用受託機関への影響力強化に取り組む動きが出ている。とくに顕著なのは厚生年金基金連合会の取組みであり、下記のように相次いで政策を打ち出している⁶⁾。

- ・連合会年金資金運用における議決権行使に関する基本方針の策定（99年10月施行）
- ・受託機関による株主権行使状況に関する報告徴収（99年12月以降）
- ・「受託者責任ハンドブック（運用機関編）」の発刊（2000年4月公表）

- ・連合会年金資金運用における実務ガイドラインの策定（01年10月施行）
- ・厚生年金基金連合会・株主権行使基準の策定（03年2月）

さらに連合会は、厚生年金基金の中途脱退者および解散基金加入者等のために資金管理を行っている関係上、その資金の運用委託先機関を国内系から外資系に入れ替えるなどの方法によって運用成績向上や議決権行使促進をねらっている、と報道されている⁷⁾。

このように運用の委託者と受託者の双方において新しい動きが見られるのであるが、現実にはどの程度株主権が行使されたかという点、大々的に報道されたほどには変わっていないというのが現実である。すなわち、03年6月開催の株主総会における議決権行使状況をみると、反対・棄権の投票を行った議案が全体の議案に占める割合は、生保・損保が1%以下、投資顧問会社が6%、厚生年金基金連合会の委託運用会社が4%、連合会の自家運用が42%となっている⁸⁾。連合会自家運用の42%は首肯しうるが、その他は予想外に小さい値である。しかし、これでも全体として年々高くなっているのである。

機関投資家のアクティブな株主行動を抑制している要因としては、いくつかのことが指摘されている。第一に、投信委託会社が証券会社の関連会社である場合、親の証券会社の顧客である企業の不利になるような株主権の行使を信託銀等の運用受託会社に指図できるかという問題である。投信委託会社の独立性が欠けているのである。第二に、企業年金においても、その基金の母体企業に対して（基金を自社株で運用している場合）、また母体企業と同じグループに属している企業に対して（基金をグループ企業の株式で運用している場合）、積極的に株主権を行使するように運用受託会社に指図することを回避してきたという事実がある。ここでも、企業年金の母体企業からの独立性の欠如という問題がある。第三に、生損保や信託銀の場合、企業に対して積極的な株主行動を取るとその企業の従業員の保険契約や企業年金受託に不利になるので、株主権の行使を回避することになるという問題である。これは、多様な業務を兼営する場合に発生する利益相反の問題である。

このように考えてくると、問題は簡単ではないことがわかる。独立性を確保するには、「しがらみ」や「癒着」を招く恐れのある顧客との取引に限り禁止するとか、アウトソーシングさせるとかの規制が考えられる。また利益相反を回避するには、そのような業務の兼営禁止か、厳密なファイア・ウォールの設定が必要となる。

独立性や利益相反の問題との関係が薄い公的年金基金が、より積極的に企業統治への関与を強めるべきであるとの意見も表明されている。欧米では、アメリカの CalPERS

(カリフォルニア州公務員年金基金)などがその活発なコーポレート・ガバナンス行動で知られているが、わが国では前記のように厚生年金基金連合会が株主行動を強化しており、年金資金運用基金、地方公務員共済組合連合会などにも期待が寄せられている。公的年金が民間企業の統治にどの程度関わるべきかについては議論があるが、情報公開・公共性などの観点から企業評価を行い、株主行動を行うことは受託者責任の一部であると考えられる。

最後に、多段階の委託・受託関係において実質的株主の利益を守る役割を与えられている機関投資家（資金運用会社、資金管理会社など）は受託者責任の確認を行い、自らのガバナンスを強化することが求められている。周知のように、アメリカでは受託者責任には議決権行使が含まれるとの解釈が確立している。この点も含めて機関投資家は議決権行使のガイドラインなどの作成に進むべきであり、この面では、日本証券投資顧問業協会の取組みは注目される⁹⁾。

iii) ゲートキーパー

ゲートキーパーとは、専門的立場から企業の経営状況等を調査・分析し、その結果を証券投資に必要な情報として投資家などに提供することを業とする専門の機関である。この専門機関の情報によって、証券の売買と価格形成が公正になされ、資金の効率的配分が実現することが期待されると共に、企業経営の規律付けが行われることとなる。この意味でのゲートキーパーは多様であるが、ここでは監査法人、証券アナリスト、格付け会社、証券取引所などを取り上げることとする。

ゲートキーパーの機能は、上述のように情報生産によって証券市場を通ずる効率的で公正な資金配分と経営の規律付けを支援することであるが、それには専門的能力の保持は当然として、情報を投資家に対して客観的・中立的な立場で開示することが前提となる。逆にいえば、当該機関が何らかの理由で情報を操作するようなことがあると、証券市場の効率性や公正性は失われてしまう。公正な情報開示は当然のことであるが、その実現はアメリカのエンロン破綻におけるアンダーセン監査法人にみられるように簡単ではないのであり、わが国においても多くの課題がある。

まず監査法人は企業の財務書類を監査し、その適切性を判定する組織であるが、最近では監査をパスした企業がその直後に経営危機に直面するなどの事例が相次ぎ、監査の信頼性に対する投資家等からの批判が噴出している。最近のりそなグループへの公的資金注入を巡っても監査法人の監査の内容が問題となった。監査が厳正さを欠き甘くなっているのではないかと疑念の背景には、監査法人が企業から監査報酬を受け取るとと

もに、コンサルティング料などの非監査業務からの報酬も受け取っており、しかも後者の割合が増えつつあるという事情がある。コンサルティング業務などを獲得するために監査を甘くするという利益相反の問題である。

こうした疑念に対処するべく、法務省は03年度から企業に対して監査法人に支払う報酬の開示を義務付けることとした。監査報酬と非監査報酬の支払額を株主に開示し、企業と監査法人の関係を明らかにしようというものである。また金融庁は、上場企業に対して有価証券報告書で監査報酬の開示を義務付け、株主以外でも監査報酬をチェックできるようにすることを検討しているといわれている。さらに、監査を担当する公認会計士を7年毎に交代させるという改正公認会計士法が、04年4月から施行されることとなっている(ただし監査法人の変更を義務付けるものではない)¹⁰⁾。なお、アメリカでは02年7月に成立した「企業改革法」によって、監査業務とコンサルティング業務の兼営が禁止されている。

証券アナリストもゲートキーパーとして重要である。証券アナリストは、経済・産業・企業の動向を調査・分析し、投資判断や資産管理に関する専門的助言を行う職業であるから、その助言は中立的・客観的であることを要請される。しかし現実には、アナリストが所属する組織(証券会社、投資信託委託会社など)の利害を優先してその意見・助言を曲げるという利益相反の濫用に陥る危険がある。その場合には、投資家の利益が犠牲になるわけであり、アナリストに対する信頼も失われてしまう。

このように事態にならないように、わが国でもアナリストの独立性を強化する取組みが進んでいる。たとえば日本証券業協会は、①業務隔壁を強化し、調査部門に所属するアナリストが証券引受などを行う投資銀行部門に所属することや、その報酬を投資銀行案件と連動させることのないように要求すること、②アナリストレポートや社内の審査記録を3年間保管させること、③アナリストと評価対象企業との関係を公表し、透明性を高めること、などを主要内容とする自主規制を策定した¹¹⁾。

このほか、格付け会社や証券取引所も独立性・透明性の強化や自らの統治の改善(株式会社化など)によって、ゲートキーパーとしての信頼性の強化に取り組んでいる。こうしたゲートキーパーの努力が直接的に、あるいは個人株主や機関株主の行動を経由して間接的に、わが国の企業統治を改善することが期待されるが、その効果の判断にはなお時間を要することであろう。

(2) 内部コントロール

内部コントロールとは、株式会社の構成員による企業統治であり、わが国では第1図にみられるように取締役会（執行役員を含む）と監査役が関係している。この内部コントロールにおいても数多くの問題が指摘されている。

第一は、取締役会は、理念的には株主の委託を受けて企業の経営方針を決定し、それに基づいて自らが選任した執行役員に業務執行を委託し、その執行振りを監視・監督する機関であるが、現実には自らが業務執行も行うなど、権限が過度に集中しているという問題である。具体的には、代表取締役がCEOとしての社長を兼ね、また取締役も財務・人事などの執行役を兼ねる。この兼務体制では、経営方針の決定とその執行や評価が早くできるというメリットもありうるが、いわばプレーヤーと審判官を兼ねているわけであるから、業務執行に対する評価は甘くなり、企業経営の暴走や不祥事を招く危険が大きい。システムの役割は、異常な事態の進行を防止・阻止することであるから、このような仕組み自体を変える必要があるといえよう。つまり、取締役と執行役を分離しなければならない。

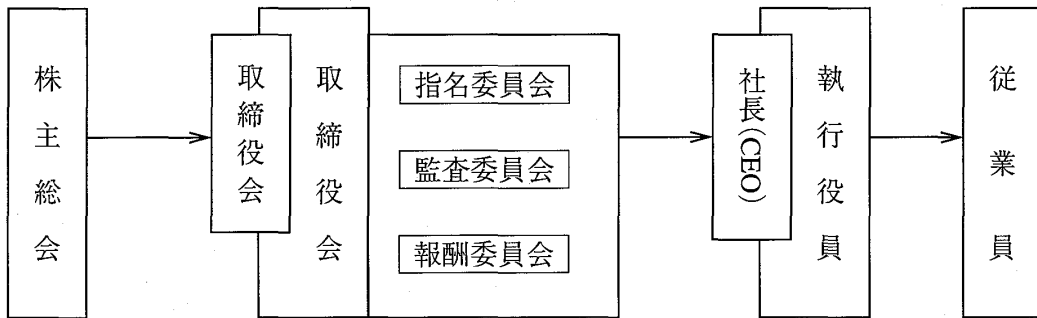
第二に、仮に兼務体制の下でも、取締役相互間で議論やチェックが行われるならば、異常事態の進行を阻止しうるかもしれないが、わが国では代表取締役（多くの場合社長を兼ねる）と取締役は従業員出身者が多く、元の上司と部下の関係を引きずっているし、代表取締役社長が後任の社長を指名するという慣行もある。したがって、活発な議論や批判を期待しうる人間関係とはいいがたい。「しがらみ」とは無縁の社外取締役を相当数選任し、社外取締役が株主の受託者として経営の監視・監督を行うという体制が必要であろう。

第三に、監査役（会）にも同種の問題がある。監査役は、取締役の職務執行と企業会計の監査をとくに適法性の観点から行う機関であるが、わが国では監査役も従業員出身者が多い。したがって厳正な監査のためには、独立性の強い社外監査役を選任することが求められる¹²⁾。

以上のようにみてくると、わが国企業の内部コントロールにおいて企業統治を充実させるには、取締役会の監督権と執行権の分離、社外取締役と社外監査役の活用が必要なることがわかる。実は日本の企業統治は部分的にはそのような方向に進みつつあるといえることができる。

まず特に注目されるのは、02年の「株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律」（商法特例法）の改正によって、第2図のような「委員会等設置会社」という新しい

第2図 委員会等設置会社の構造



システムの会社の設立が可能となったことである。この会社の特徴は、①取締役会は経営方針の決定と経営の監督を行うが、業務執行権を持たないこと、②業務執行は取締役によって選任される執行役員によって行われること、③取締役会には三つの委員会を設け、各委員会は三人以上の取締役で構成され、その過半数は社外取締役でなければならないこと、などである。三つの委員会に関しては、指名委員会は株主総会に提出される取締役の選任案を決定する権限を有し、監査委員会は取締役・執行役員を監査する権限、および監査役の選任権を有し、報酬委員会は執行役員と取締役の個々の報酬を決定する権限を有する。役員の人件や報酬はきわめて重要な事項であるので、この種の委員会の設置は企業のアカウントビリティを高めることが期待できよう。

このように委員会等設置会社は、監督権と執行権の分離および社外取締役・監査役の活用という要請に応じていると評価できる。ただし、03年4月1日の改正商法施行から03年6月までに委員会等設置会社に移行した会社は59社であり¹³⁾、今後この数が急増することは考えにくい。たとえば、日本監査役協会のアンケート調査によると、回答企業の83.5%が従来の会社制度を継続すると答えており、その理由として「現行でも取締役会改革により効率性や健全性の改善が可能」(44.0%)、「社外取締役の確保が困難」(13.4%)などをあげている¹⁴⁾。

従来型のシステムを継続する企業が多数であるといっても、それらの企業が企業統治の改革に取り組んでいないわけではない。たとえば、トヨタ自動車は常務役員(39人)という独自の執行役員(非取締役)を設けて業務執行を担当させ、取締役会中の専務取締役(14人)が常務役員を指揮・監督するとともに結果の全責任を負うという体制を03年6月に決定した。監督権と執行権の完全な分離とはいえないが、執行権を非取締役の役員に委譲したという点では、透明性を高める効果が期待できよう。ただし、取締役と常務役員は社内からの登用に限定したことを巡っては批判的意見も表明されている¹⁵⁾。

以上をまとめると、わが国企業の内部コントロールの形態は、現時点では三形態に大別することができる。第一は、上記の委員会等設置会社であり、ソニー、HOYA、オリックスなどがこの形態に移行済みである。第二は、従来型であり、大多数の企業が継続している。第三は、折衷型であり、トヨタ、松下電器産業、キリンビールなどがこのグループである¹⁶⁾。わが国も徐々にではあるが、企業統治の強化の方向に進み始めたというところであるが、社外取締役と社外監査役の独立性の定義が甘く、しがらみや身内意識から自由な内部コントロールという要求からは課題が残されている。

3. その他の提案など

ここまでわが国の企業統治の強化を巡る主要な動きをみてきたが、そのような動きを間接的に外部から支援する提案もいくつか存在する。簡単にそれらを紹介すると、以下のとおりである。

①委員会等設置会社への移行を促すために、証券取引所（たとえば東証）が、一定規模以上の企業（たとえば商法特例法上の大会社）はすべて委員会等設置会社でなければならないという上場基準を設けるべきであるという提案がある。これは、ニューヨーク証券取引所が、委員会設置などのコーポレート・ガバナンス基準を盛り込んだ上場基準を設けていることを参考にした提案である。

②社外取締役は往々にして孤立しがちなので、機関投資家との協力関係を密にすることが重要である。また、社外取締役や同候補者も連携を求めて03年3月に「全国社外取締役ネットワーク」という組織を立ち上げており、会員も100人を超えて輪が広がっている。なお、日本経済新聞社のアンケート調査によると、2102社のうち社外取締役を起用している会社は500社（24%）である¹⁷⁾。

③機関投資家向けに議決権行使に関する助言をしているアメリカの民間企業であるISS (Institutional Shareholder Services) 社を利用する日本の機関投資家が、02年の20社から03年の35社前後に増加している¹⁸⁾。

④以前から提案されていたものであるが、証券取引等監視委員会を金融庁から独立させ、アメリカのSEC並みの強い権限を持つ「日本版SEC」を設立するべきであるとの声が政治家、経済人、弁護士などから強まっている。

4. 結びにかえて——注目される新しい取組み

以上のように、企業統治改善の動きは多数あるが、それらがどのような効果を発揮す

るかについては、なお隔靴搔痒の感を免れがたいものがある。そうした中で、本稿が注目する二つの新しい取組みを紹介しておきたい。

第一は、日本コーポレートガバナンス研究所 (JCGR) が行っている企業統治の指標化である。JCGR は02年から東証一部上場企業に対するアンケート調査に基づいて JCGIndex なる指標の作成を始めている。03年の調査報告書によると、JCGIndex を構成するカテゴリーは、①業績目標と経営者の責任体制、②取締役会の構成と機能、③最高経営者の経営執行体制、④株主とのコミュニケーションと透明性の4つであり、各カテゴリー別に企業の達成度を点数化し、その合計点 (100点満点) で順位付けを行っている。その上で、各企業の JCGIndex と企業業績の関係を分析しており、たとえば、JCGIndex が高い企業は ROA、ROE、株式投資収益率などの点で優れた成果を上げていること、低 JCGIndex 企業では従業員数が減少しているが、高 JCGIndex 企業では従業員数が増加しており、株主利益と従業員利益との間には共存関係が存在すること、などの興味深い結論を得ている¹⁹⁾。

従来から債券の格付けを行う機関は存在するが、企業統治自体を評価・格付けする機関は存在しなかつただけに、JCGR の取組みは注目されるものであるといえよう。

第二は、コーポレート・ガバナンス・ファンド (以下 CGF と略記する) 導入の動きである²⁰⁾。CGF とは、イギリスのハーミーズ社が運用しているファンドで、株主・所有者として経営者との協業を図って企業価値を高めることを運用の目的とするものである。したがって通常のファンドとはやや異なり、企業統治改善の余地が大きいと思われる企業に集中して投資 (したがって銘柄数は少ない) し、機関株主として企業統治改善を働きかけ、企業価値増加の目的を達成したら株式を売却して利益を確定するというものである。現在のところ、ニッセイアセットマネジメントが取り扱っているが、将来的には日本版の CGF を立ち上げたいとの意向であるという。

わが国にもエコ・ファンドなどの社会的責任投資を行うファンドがあるが、企業統治自体を直接的な目的とするファンドは存在しないので、日本版の CGF が生まれることの意義は大きいであろうと思われる。

以上、本稿においては最近のわが国に焦点を絞って企業統治を巡る動きを検討してきた。わが国の企業統治においてはしがらみや仲間意識が強く、情報開示や透明性などに問題が多いというのが内外の声である。経営者主権の企業統治と特徴付けることができよう。こうした企業統治の下では、企業の業績は経営者の資質に大きく依存することとなるので、有能な経営者のもとで抜群の成績を収める企業がある反面、専制的な経営者

のもとで異常事態が続き、傷口が広がるままに推移し、ついには破綻に至る企業も出てくることとなる。システムとしての企業統治の目的は、後者のような事態の発生を未然に防ぐことであるから、独善を廃し、チェック機能の働く統治を確立することが求められる。冒頭に述べたように経済における企業部門の重要性を考えると、これは国民的課題であるといわねばならない。このような認識はわが国においても深まりつつあり、本稿で述べてきたように多くの動きが見られる。また、経営者の意識も変わりつつある。しかし経営者の立場からは現状の経営者主権型企業統治の持続が好都合であるから、これが簡単に変わると楽観することはできない。わが国の企業統治が、より開かれた、民主的なものになるには関係者の一層の努力が必要であり、現状はそのスタートに立っている状況であるといえよう。

(付記) 本稿は、金融研究会(広島県立大、03年9月11日)、日本金融学会(滋賀大学、03年10月26日)および金融システム研究会(中京大学、03年12月13日)での報告・講演を下敷きにして執筆したものである。機会を与えられた関係者の方々に感謝申し上げるとともに、本稿に残された誤りはすべて著者の責任であることをお断りするものである。

- 1) 金融システムの変化と国民の貯蓄資金の運用の問題については、千田純一「新しい金融システムと生活者・市民」、生活経済学研究、第18巻、2003.3、においても論じている。
- 2) 商事法務研究会「株主総会白書(2003年版)」、旬刊商事法務(臨時増刊号)、2003.11.30。
- 3) 全国証券取引所「株式分布状況調査結果について」、東京証券取引所ホームページ(<http://www.tse.or.jp>)、参照。
- 4) 神野雅人「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」、第一勧銀総研レビュー、2000年2号、参照。
- 5) 日本経済新聞、98年6月24日、99年4月11日、99年6月1日、02年5月15日、参照。
- 6) 厚生年金基金連合会のホームページ(<http://www.pfa.or.jp>)、参照。
- 7) 日本経済新聞、02年10月6日、02年10月18日、参照。
- 8) 日本経済新聞、03年8月3日、03年8月28日、参照。また、委託調査研究会「日本再生とコーポレートガバナンスに関する研究会(第5回)」、月刊資本市場、2004年1月、参照。
- 9) 日本証券投資顧問業協会「投資一任会社の議決権等株主権行使について」、02年4月、参照。
- 10) 日本経済新聞、03年2月24日、03年10月8日、参照。
- 11) 日本経済新聞、02年12月26日、参照。

- 12) ただし、商法特例法(本文18ページ、参照)上の大会社においては監査役は3人以上でそのうち1人以上は社外監査役であることが規定されている。さらに、05年までに全監査役の半数以上を社外監査役にすることが義務付けられている。
- 13) 具体的企業名については、株主総会白書(2003年版)、前掲、22-23頁、参照。
- 14) 日本経済新聞、03年5月10日、参照。
- 15) 日本経済新聞、03年6月27日、03年8月12日、参照。
- 16) 日本経済新聞、03年6月15日、参照。
- 17) この項については、日本経済新聞、03年6月18日、03年10月9日、参照。
- 18) 日本経済新聞、03年、5月25日、参照。
- 19) 詳しくは、日本コーポレート・ガバナンス研究所、2003年度「コーポレート・ガバナンスに関する調査」報告書、03年12月、参照。

ちなみに JCGIndex の上位10社は、次のとおりである(数字は点数)。オリックス(73)、野村ホールディングス(72)、コニカミノルタホールディングス(71)、日立製作所(70)、オムロン(68)、帝人(67)、HOYA(63)、パルコ(61)、ヤマハ発動機(60)、スミダコーポレーション(59)。

- 20) 詳しくは、第7回厚生年金基金コーポレート・ガバナンス・フォーラム(03年7月25日)の資料・議事録を参照のこと。資料・議事録は、注6)に記した厚生年金基金連合会のホームページより入手できる。