

グローバルに展開するコーポレート・ガバナンスの現状

年金基金資産の増加、活発な国際分散投資そして大企業間のクロスボーダーM&A により、コーポレート・ガバナンスへの取り組みも国際的に急速に進展している。98年7月8—10日に開催された第3回国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク(ICGN)年次総会では、17カ国から年金基金、運用機関、取引所関係者が集い、グローバル・コーポレート・ガバナンス原則の公開草案を決め、国際議決権行使原則を採択した。現在、ICGN 理事会において、年次総会を踏まえた両原則のアップ・デートが行われ、早ければ98年8月下旬にも両原則の意見照会が行われる見通しである。

一方、我が国におけるコーポレート・ガバナンスの動きとしては、98年5月に、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムから「日本コーポレート・ガバナンス原則」の最終報告が、同年6月に厚生年金基金連合会の委託研究会から「議決権行使のための行動指針」が示された。今後、各年金基金や機関投資家による議決権行使ポリシーやガイドラインの早急な策定・公表の動きが広まるよう望まれる。また、コーポレート・ガバナンスを促進する法改正あるいは上場基準などの見直しなどのバック・アップは海外からも大いに注目・期待されている。

1. 国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク(ICGN)

さる、7月8—10日に開催された国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク(ICGN)では、13カ国から年金基金、運用機関、取引所関係者¹が集い、各国の現状、規制への影響、市場への影響等について、報告、議論された。

ICGN は、CalPERS（カリフォルニア州公職員退職年金基金）が世界各国の機関投資家に呼びかけ、1995年に発足した非営利団体である。1996年にロンドンで第1回年次総会が開催されて以来、年一回の会議と情報交換により、各国機関投資家のコーポレート・ガバナンス活動の国際的ネットワークとして急拡大した。パリにおける第2回年次総会では、グローバル・コーポレート・ガバナンス原則と国際議決権行使原則の策定が提唱され、今回のサンフランシスコ第3回年次総会で採択するよう、作業が進められていた。

第3回年次総会では、グローバル・コーポレート・ガバナンス原則と国際議決権行使原

¹ CalPERS、TIAA-CREF、米国機関投資家協会(CII)、英国保険協会(ABI)、英国年金基金協会(NAPF)、ガーディアン、レンズなどの機関投資家・各団体や、パリ証券取引所(SBF)、ドイツ証券取引所、トロント証券取引所など。わが国からも、機関投資家、事業会社、学者など約20名が参加した。

則の議論に先立って、参加各国の機関投資家団体や取引所関係者等から、コーポレート・ガバナンスに関する現状報告や改革の内容についての紹介があった²（表 1）。各国におけるコーポレート・ガバナンスの現状の報告によると、自発的にコーポレート・ガバナンスの議論あるいは活動を行ってきた英米では、さらに政府レベルでの株主利益の最大化のための活動を後押しする施策を進めているほか、カナダ、オーストラリア等においては、法律や上場基準にコーポレート・ガバナンスに関する規定を導入する改正が行われている。

表 1 ICGN 第 3 回年次総会のプログラムの概要

プログラム	パネリスト陣
①コーポレート・ガバナンスの現状	スウェーデン投資家協会・会長 ブラジル経営者協会・会長 日本 CGFJ 原則策定委員会・委員長 米国機関投資家協会・執行取締役
②コーポレート・ガバナンスの改革	米国（全米食品労働者組合） カナダ（トロント証券取引所理事長） オランダ（コーポレート・ガバナンス協会事務局長） 日本（ソニー上席執行役員） 英国（年金投資調査コンサルタント取締役）
③コーポレート・ガバナンスの規制への影響	コロラド州公務員退職年金協会・事務局長 アジア開発銀行・代表 ブラッセル証券取引所・CEO オーストラリア個人株主協会
④コーポレート・ガバナンスの市場への影響	ドイツ（ドイツ個人株主協会理事） 米国（ファイザー・コーポレート・ガバナンス担当副社長） 英国・米国（レンズ代表） 米国（サービス労働者組合副社長）
⑤リマークス	B. クリスト氏（CalPERS 理事長） M. ビエノ氏（フランス・ガバナンス委員会議長） P. ジェフレ氏（エルフ・アキテーヌ社会長兼 CEO） I. ミルスタイン氏（OECD ビジネス諮問グループ議長）

（出所）ICGN 資料より野村総合研究所作成

2. グローバル・コーポレート・ガバナンス原則の公開草案

第 3 回 ICGN 年次総会で最大の注目点は、グローバル・コーポレート・ガバナンス原則と国際議決権行使原則の採択であった。第 2 回 ICGN 年次総会において、両原則の草案策定のためワーキング・グループが組織されていた。

² 各国における改革状況については、『資本市場クォーターリー』1998 年秋号（野村総合研究所）に掲載する予定である。

同総会では、グローバル・コーポレート・ガバナンス原則とその具体的適用を示す最善の行為規範（best practice）が提案された。しかしながら、コーポレート・ガバナンスは各国の規制のあり方、慣行、文化によって様々であり、グローバル・コーポレート・ガバナンス原則を採択するには時期尚早との意見が支持され、総会後のメンバー・ミーティングで公開草案とされた。ICGN のこの公開草案について、各国での議論を求め、その結果を盛り込んだ修正案をフランクフルトで開かれる次の第 4 回年次総会で再度議論されることとなった。

一方、国際議決行使原則については採択されたが、その具体的指針を示す最善の行為規範(best practice)については、公開草案とされ、次の年次総会で修正案の採択が図られることとなった。

現在、ICGN 理事会において、年次総会を踏まえた両原則のアップ・デートが行われ、早ければ 98 年 8 月下旬にも両原則の意見照会が行われる見通しである。

1) 国際コーポレート・ガバナンス原則の公開草案

ICGN の国際コーポレート・ガバナンス原則のワーキング・グループは、各国のコーポレート・ガバナンス原則を検証した上で、同原則の原案を作成した。総会では、国際コーポレート・ガバナンス原則の提案に対して、①アングロ・アメリカン³のシステムがベースとなっていること、②コーポレート・ガバナンス原則の議論の進捗状況が各国ばらばらであること、などから、共通の原則採択には時機尚早として、同提案は採択されず、公開草案とされた。

公開草案の内容は、表 2 のようになっているが、その導入については、各国の法律や市場の状況に応じて、それぞれケース・バイ・ケースで決定すべきであるとしている。

各国でコーポレート・ガバナンスへの取り組みは熱心に行われているが、それぞれの考え方や行動様式は、それぞれの国の文化や法制度を踏まえて、微妙に異なっている。世界共通のコーポレート・ガバナンス原則を採択するには、さらに多くの議論の積み重ねが必要のようだ。

³ 代表的なものとしては、取締役会のメンバーを株主が選ぶ一層取締役会制度（ワン・ティア・ボード）が挙げられる。これに対する制度として、ジャーマン・ダッチ・システムがある。例えば、ドイツでは、共同決定法等により、株主が監査人を選び、監査人が取締役を選ぶという二層取締役会制度（ツー・ティア・ボード）がとられている。

表2 国際コーポレート・ガバナンス原則の公開草案（仮訳）

①会社によるコミュニケーション

会社は、投資家はその株式の取得、所有に基づく義務の履行及び売却について十分な情報に基づいて判断ができるよう、適時かつ適切に情報を開示すべきである。

②議決権

すべての株主はそれぞれの資本リスクに応じて平等な取扱いを受けるものとする。会社は議決権行使を保証するよう行動しなければならない。受託所有者は、議決権を行使する責任がある。規制当局や法律は議決権の行使を推進する義務を果たすべきである。

③取締役会

取締役会全体としても、各取締役個人としても、すべての株主にとってそれぞれが受託者であり、株主全体に対し責任を果たさなければならない。取締役会は、取締役会の全体的な指揮に影響を与える十分に独立した取締役で構成されるべきである。

④取締役及び役員の報酬

会社の執行役員や取締役の報酬は、株主の利益と調和するよう決定されるべきである。

⑤会社の戦略

勧告なし。

⑥会社の業績

勧告なし。

⑦株主の利益

会社の基本的な目標は、株主への長期的な経済的分配を最適化することであるべきである。

⑧会社のシチズンシップ（表現ではなく、意義のみ採択された）

会社は倫理的に行動し、その活動領域において適用されるすべての法律に従うべきである。会社は、また、環境を破壊することなく活動を続けるよう努めるべきである。

⑨投資の対話

株主、会社の執行役員、その他の関係当事者は、最善を尽くさなければならない。意見の不一致は、いつでも可能な限り、交渉、調停、仲裁を通じて解決されるべきである。

（出所） ICGN 資料（未確定）より野村総合研究所作成

2) OECD のミニマム・スタンダード

国際レベルでの議論あるいは規則の策定は、政府当局レベルである OECD でも進められている。OECD のビジネス諮問グループは、1996 年からコーポレート・ガバナンスに関する議論を開始し、98 年 4 月の閣僚理事会ではコーポレート・ガバナンスのミニマム・スタ

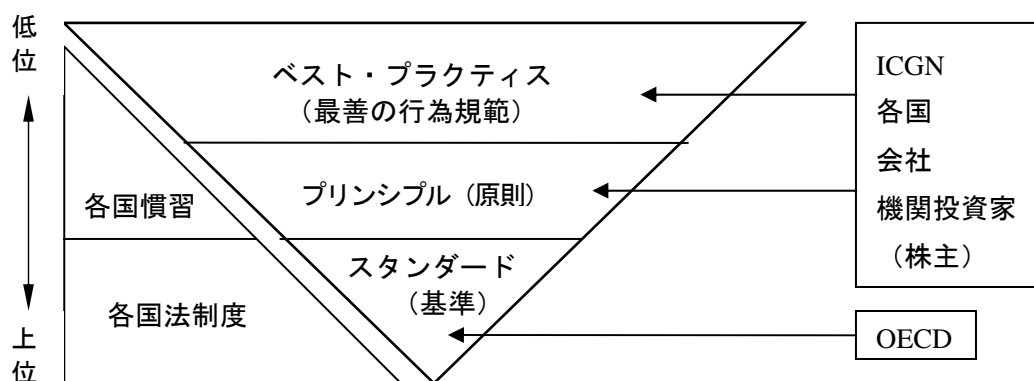
ンダードの作成が了承された⁴。

(1) ガバナンス原則の基礎的枠組みを示すガバナンス基準

コーポレート・ガバナンスにおける理論構造では、各国政府関係者の指示に基づくコーポレート・ガバナンス・スタンダードは、プリンシプルやプラクティスの上に位置づけられるものと考えられる(図1)。

OECD のビジネス諮問グループは、学者および政府関係者によって構成されており、ICGN は機関投資家によって構成されている。ICGN が採択すると見られた今回のガバナンス原則は、OECD のコーポレート・ガバナンス・スタンダードの取り組みにあたって、機関投資家の国際的な基本的合意事項として参考となるものであった⁵。

図1 コーポレート・ガバナンスにおける理論構造と各主体の対応



(出所) 野村総合研究所作成

(2) OECD のミニマム・スタンダードは99年4月までに具体化

OECD では、96年に、コーポレート・ガバナンスに関する調査・分析のためのビジネス諮問グループ(Business Sector Advisory Group on Corporate Governance、議長I.ミルスタイン氏)が組織された。同グループは、98年4月2日に、「コーポレート・ガバナンス：国際市場における競争力向上と資本アクセスの改善」と題する報告書を発表し、コーポレート・ガバナンスのミニマム・スタンダードの公式化をはじめとする5項目をOECDが勧告すべきであると提案した(表3)。ミニマム・スタンダードとは、①公正性(fairness)、②透明性(transparency)、③アカウンタビリティ(accountability)、④責任(responsibility)

⁴ OECD "Corporate Governance—Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets"(April 1998)

⁵ 他方、ICGN 総会では、ICGN の国際コーポレート・ガバナンス原則が策定されることにより、OECD のミニマム・スタンダードと2つの国際的コーポレート・ガバナンス・メジャーが存在することになり、混乱を招くおそれがあるという指摘もあった。

である⁶。コーポレート・ガバナンスに対して「ワン・サイズ・フィッツ・オール」のアプローチはとらず、コーポレート・ガバナンスにおける多元主義と適合性の必要性を支持することとした。

OECD 閣僚理事会は、1998 年 4 月 28 日に、ビジネス諮問グループに対し、同報告書を了承し、99 年 4 月までに、国際コーポレート・ガバナンスのミニマム基準を発展させるよう求めている。

表 3 ビジネス諮問グループの OECD 閣僚理事会へ勧告の概要

- | |
|--|
| <ol style="list-style-type: none">1.加盟国に、変貌しつつある競争と市場に対し、コーポレート・ガバナンスの法的枠組みの導入を推進する。2.公正性(fairness)、透明性 (transparency) 、アカウントビリティ (accountability) 、責任 (responsibility) を高めるよう規定されたコーポレート・ガバナンスの最小限の国際的な基準 (ミニマム・スタンダード) を公式に定める。3.取締役会の独立性とともに、アカウントビリティを高めるために取締役会の自主的な「行為規範 (ベスト・プラクティス) 」に対する推奨ガイドラインを公表する。4.会社のディスクロージャーに対する比較可能性、信頼性、執行を示す共通の原則を推進する。5.コーポレート・ガバナンス原則についての改革が社会全体に対し、かつ公的部門と私的部門の間の責任を明確にする必要性に対して及ぼす影響を強く訴える。 |
|--|

(出所) OECD 資料より野村総合研究所作成

3) 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムの最終報告

第 3 回 ICGN 会議において、我が国におけるコーポレート・ガバナンスの現状として、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム(CGFJ)のコーポレート・ガバナンス原則策定委員会の鈴木忠雄委員長 (メルシャン社長) からは、1998 年 5 月に公表された最終報告書⁷が披露され、ソニーの森本昌義上席執行役員からは高い海外株主比率と多角的グループ経営の観点から、執行役員制という我が国において先駆的な経営組織を取り入れた点と、我が国企業も株主重視の経営に転換しつつある旨の報告がなされた。

CGFJ の最終報告としては、我が国の商法の仕組みを踏まえつつ、取締役会、監査役、株主総会の 3 つのパートに分けて 16 の原則が公表された。同原則は、実施時期および法

⁶ CalPERS の掲げたコーポレート・ガバナンスの 6 大共通原則は、①アカウントビリティ、②透明性、③公正性、④議決権行使の改善、⑤最良の行為規範、⑥長期ビジョンとなっている。

⁷日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムのコーポレート・ガバナンス原則・中間報告 (1997 年 10 月) は、橋本基美「カルパースの求める日本企業のガバナンス」『資本市場クォーターリー』1998 年春号 (野村総合研究所) 184、185 頁を参照。

改正の必要性によって、2段階での実施を推奨している。同報告においては、商法等の改正、取引所規則への導入を唱えているが、取引所規則への導入については現在前向きに検討されていると伝えられた。

表4 CGFJ コーポレート・ガバナンス原則策定委員会の最終報告の概要

取締役会・経営陣	監査役会	株主総会
1A 株主への十分なアカウンタビリティ	11A 複数の社外監査役	14A 株主総会の有功活用、集中開催の回避
2A 速やかな情報開示	12A 監査役	15A 大株主への詳細な説明会の開催
3A 国際会計基準などの導入	13B 独立社外取締役	16B 株主総会決議事項の縮小
4A ステイクホルダーの重要な社会的使命責任 環境報告書の公表	11A 複数の社外監査役の登用、選任には監査役の同意が必要、5年ルールは廃止	
5A 独立した社外取締役の選任	12A 監査役	
6A 十分な議論と的確かつ迅速な意思決定を行うことができる人数	13B 独立社外取締役が過半数を占めるようになった時点で、取締役会に監査委員会を設置（この場合監査役制度を廃止できることとする）	
7A 意思決定機関と業務執行機関の区分を明確化		
8B 社外取締役が取締役会の過半数を占めること		
9B 取締役会に委員会を設置、過半数（報酬は全員）を社外取締役で構成		
10B 取締役会の主宰者と執行役員会の主宰者は区分されるか、兼務の場合は株主にその理由を説明		

(注1) 「A とは、法律改正を伴う一部原則を除き、可及的速やかに実行すべき原則であり、B とは、21 世紀の早い段階での実現を目指しつつ、世界の市場慣行に照らしながら修正を加える必要のある原則、ないし大幅な法律改正を要する原則である。」と説明されている。

(出所) CGFJ コーポレート・ガバナンス原則策定委員会・最終報告より野村総合研究所作成。

3. 国際議決権行使原則

1) 国際議決権行使原則

ICGN の国際議決権行使原則のワーキング・グループからは、同原則とその指針を示す行為規範が提案された。メンバー・ミーティングでは、国際議決権行使原則のみが採択され、行為規範については、公開草案とし、1999 年の第 4 回総会に修正して再度諮られることとなったようだ。各国の遵守状況については、2001 年 7 月にまた検証すべきであるということになったようだ。

国際分散投資をする機関投資家株主にとって、国内株主と同程度に議決権が行使できるような体制がなければ、当該会社は株主に平等な取扱いをすることはできない。海外からの円滑な議決権行使を確保するための国際共通原則は、株主と企業を仲介するカスタディアンや議決権行使に関わるサービス提供者も含めて、実務上も大きな関心が寄せられている。

表 5 国際議決権行使原則（仮訳）

①平等かつ公平な議決権

株式には、保有持分に関係なく、あるいは株主が会社から遠く離れていることに関係なく、同じ議決権が与えられているべきである。議決権の行使は、株式の所有者あるいはその代理人の指示に基づいてのみ行われるべきである。

②招集通知

株主が総会議題を受け取り、議案を検討し、会社法、会社の定款及び／または会社の自主的調整において、会社が、その報告のための日程や招集通知配布のための体制づくりができるようすべきである。招集通知は株主総会の実施日および実施場所を明確にすべきであり、出来る限り広く投資家に到達するよう配布されるべきである。

③株主総会の議題

株主総会の議題は、株主がどの議題が決議事項となるのかについて理解し、確認できる方法で提示されるべきである。会社は誠実に、各提案の主たる目的を示すべきである。決議事項は株主総会で取り上げる順に番号を付す必要がある。

④議決権の行使期限

会社は、議決権行使が容易であることを強調して、書面投票の行使期限を実際の株主総会に出来る限り近い時期に定めるべきである。同時に、カスタディアン、議決権行使代理人、GDR や ADR の預託機関は、会社の定める議決権行使期限に出来る限り近い時期にその議決権行使期限を繰り下げるべきである。

⑤取引停止株式・寄託株式

株主は、その所有株式が、一定の期間において取引が停止され、指定の機関へ預託されることについて、費用がかかったり不便を伴うことがなければ、会社に議決権を行使することができるべきである。しかし、同時に、会社は、投票する投資家は一定の議決権数を行使する資格のある正当な所有者であることを保証されるべきである。各市場がこれら 2 つの必要性を受け入れる解決策を追求すべきである。

⑥言語

所有者が国際的に分散している会社では、母国語以外に少なくとも 1 以上の国際的に認知された言語で書かれた議案書および招集通知を株主に入手できるようにすべきである。会社は、提案の意義や目的が適時に、正確かつ完全に翻訳されるよう保証すべきである。

⑦手続き

諸手続きは、投資家が議決権行使を促進される観点から、再検証され、簡素化され、アップデートされるべきである。会社は、株主に郵送、電話、FAX、インターネット、スウィフト(swift)、及び／または電子メールによる議決権行使のような方法など、様々な合法的な方法を株主に利用できるようすべきである。

⑧議決権行使の集計及び確認

すべての議決権行使は、委任状あるいはその他の手段で受け取ったか、実際に総会において発声あるいは挙手により行使されたかにかかわらず、集計されるべきであり、その結果は公表されるべきである。会社は、株主が自己の議決権が株主総会で正確にかつ公式に行使されたことを求め得るような手続きを確保すべきである。

⑨議決権行使にかかる費用

議決権行使システムは、議決権を行使する際に、仲介者及び株主に課されるコストを、ある程度可能な範囲で最小限にするよう構築されるべきである。

⑩市場の監視

株主総会の議題が所定の規則や手続規定に従って公表されること、及び正しい財務書類や委任状書類の適切な内容が株主に配布されることを確保するために、適切な規制や効果的な機能が不可欠である。

⑪その他

各市場の関係諸団体は、ICGNの国際議決権行使原則の導入を推進すべきである。

(出所) ICGN 資料 (未確定) より野村総合研究所作成

2) わが国における議決権行使の指針

厚生年金基金連合会の委託研究会である「年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会」が、98年6月に示された議決権行使方針では、年金基金の受託者責任の明確化と受託者責任を果たすための具体的な行動指針として、年金基金と運用受託機関の各立場から、それぞれ、年金基金の4つの「行動指針」と受託機関の議決権行使に際しての7つの「視点」を提示し、長期的視点に立った、資産運用の「器」の整備の必要性を唱えている。

特徴としては、3つあり、①基金による企業統治の必要性、②「長期的投資家」としての立場に立った行動指針の導出、③議決権行使の「実効性」の重視：受託機関を介した方法の模索、である。

同方針は、各年金基金や運用受託機関に強いるものではないと書かれているが、我が国における代表的な年金基金からの提言であり、彼らへの関心を少なからず高めることになるだろう。

表6 年金基金の4つの行動指針と運用受託機関の7つの視点の概要

年金基金の行動指針	<p>指針 1：長期的資産運用を行う投資家としての立場にある。受託者責任に基づいて企業活動を監視する株主としての責務がある。</p> <p>指針 2：株主の利益を最大限重視した経営を行うよう求め、不適切な場合にはその責任の所在を明確にするよう求めるべきである。</p> <p>指針 3：取締役会の株主に対する説明責任が果たされるよう、企業に適時・適切な情報開示の促進を求めるべきである。</p> <p>指針 4：コーポレート・ガバナンス活動は、当面、運用受託機関を通じた議決権行使を主体に行うべきである。運用受託機関は、受託者責任の観点から、年金の利益に配慮した適切な判断基準を持って議決権を行使すべきである。</p>
運用受託機関の視点	<p>視点 A：取締役会の構成は、適切な判断が下せるメンバーで構成されること（社外取締役を含むことが望ましい）。</p> <p>視点 B：取締役会は、企業経営の上で効率的な意思決定を行うのに適した規模を維持すべきである（執行役員制の導入を評価）。</p> <p>視点 C：取締役は株主の代理人に適切な人材として十分説明できる者を選任すること。</p> <p>視点 D：監査役は株主に代わって監査をする者に適切な人材として十分説明できる者を選任すること。</p> <p>視点 E：役員報酬については、ストック・オプション等を含めた全体の報酬額と株主が獲得する総合収益とがバランスしていること。</p> <p>視点 F：企業の財務戦略や事業内容の変更については、取締役会の判断を尊重しつつ、株主の利益に配慮して、慎重に議決権を行使すべきである。</p> <p>視点 G：長期的には投資先企業が社会的責任を果たすことによって企業価値を増大させることに配慮すべきだが、投資収益と無関係に特定の社会的、政治的問題を解決する手段として議決権を行使すべきではない。</p>

（出所）同委託研究会報告より野村総合研究所作成

4. 我が国における機関投資家への示唆

1) 機関投資家によるガバナンス活動の国際的ネットワークの形成

米国機関投資家の国際分散投資の増大に伴い、その投資額の多い欧州やカナダ、オーストラリアにおいてコーポレート・ガバナンスに関する議論や活動が急速に進展している。コーポレート・ガバナンスは、英米機関投資家のグローバル運用の副産物ともいえる。

米国や英国では、政府が「株主価値の最大化」を政策に掲げている。投資者保護を掲げる我が国とは、かなりスタンスが違っている。今回の第3回 ICGN 会議を振り返ってみると、我が国はいつのまにかコーポレート・ガバナンスの世界では後発国になってしまっているようだ。我が国において社外監査役及び監査役会制度が導入された 93 年当時において、米国がダントツで先頭を走り、我が国と欧州はそれほど格差はなかった⁸が、今や、

⁸ 神田秀樹「企業法制の将来Ⅱ—ヨーロッパのコーポレート・ガバナンス—」『月刊資本市場』（1994年11月）34～49頁参照。

英国が米国に肩を並べるほどになっているばかりでなく、カナダ、オーストラリアでも、急速に高まっている。

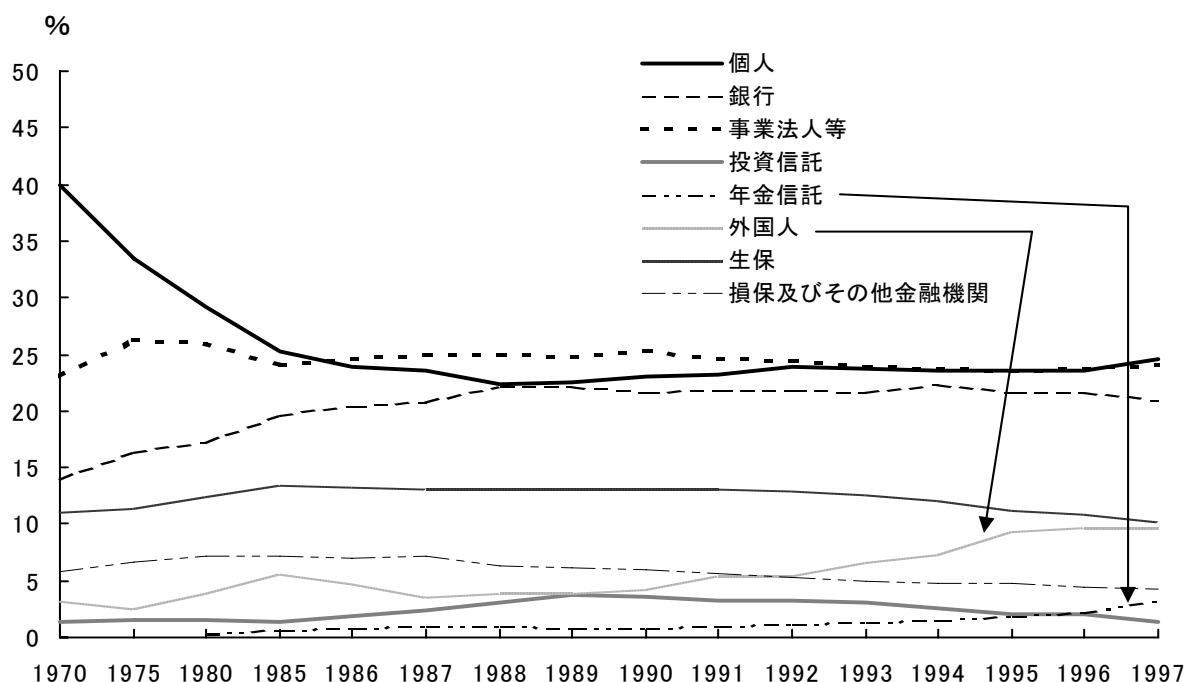
ICGN の国際コーポレート・ガバナンス原則や国際議決権原則策定の動きを見ると、各国機関投資家が共通のメジャーに基づき、コーポレート・ガバナンスに取り組むということが、会社にとっては、株主の普遍的な要求を明確に知りうるという効果を引き出すと考えられる。また、ガバナンス原則と議決権行使原則のベスト・プラクティスについては公開草案とされたことにより、各国、各界からの意見を広く求め、それにより、一部の機関投資家の一方的な意見の表明という側面を払拭し、さらに各国においてコーポレート・ガバナンスに対する議論あるいは理解を深める効果も期待される。

2) 我が国機関投資家の自主的なガバナンス活動への誘い

(1) 着実に高まる外国人および年金の持株比率

98年7月10日に全国証券取引所協議会が発表した「平成9年度株式分布状況調査」の調査結果によると、外国人と年金の持株比率が調査依頼最高水準を行使している。

図2 所有者別持株比率の推移



(注1) 1985年度以降は、単位株ベース。

(注2) 金融機関は投資信託、年金信託を除く（ただし、1978年度以前は、年金信託を含む）。

(出所) 全国証券取引所協議会「平成9年度株式分布状況調査の調査結果について」をもとに野村総合研究所作成。

また、ソニーをはじめ、国際的優良企業の外国人・年金による持株比率は急上昇している。海外株主の持株比率が発行済株式総数の3割を超える上場会社も珍しくなくなっている。

年金運用の規制緩和とともに年金基金の受託者責任がクローズアップされている。さらに、海外機関投資からの受託資産の増加に伴い、我が国においても運用受託機関のコーポレート・ガバナンスに関する関心は急速に高まっている。

(2) 受託者責任に基づくコーポレート・ガバナンスの動き

98年6月の株主総会において、三井信託銀行が、年金信託勘定にある株式について、総会屋への利益供与事件などの不祥事を起こした企業を対象に、退任取締役らへの退職慰労金贈呈議案に棄権票を投じたことが伝えられた⁹。また、東洋信託銀行、中央信託銀行でも、自己所有株式と信託所有株式の名義を区分する体系の整備に着手したようである¹⁰。

信託財産の分別管理については、関心が高まっている。98年の金融システム改革法による信託業法の改正において、信託財産の第三者対抗要件に関する要件がより実務的に修正された（新信託業法10条1項）¹¹。セイフティー・ネットの観点からみると、信託された有価証券の分別管理は法的に不安定になったように見えるが、実務的な便宜を図った措置にすぎない。信託銀行の受託者としての責任は、以前にも増して重くなったと考えるべきであろう。このような規制の緩和は、プロフェッショナルの受託者責任をより厳格にするものである。

(3) 機関投資家独自の議決権行使ガイドラインの必要性

資本市場の拡大、投資家の国際化、運用指向への傾斜とともに、コーポレート・ガバナンスに関する議論や活動はますます重要になっている。大企業のクロス・ボーダーM&Aがさらに活発化することも予想されている中、ICGNのような国際的な機関投資家のネットワークにより、我が国の機関投資家も刺激され、あるいは連携して、会社に対するモニタリング機能を果たしていこうとすることも十分あり得る。

1999年春以降、OECDのミニマム・スタンダードやICGNのガバナンス原則が決定されるスケジュールになっている。今回のICGN総会で、2000年の第5回年次総会は東京で開催する提案がなされた。それまでの2年間で我が国におけるコーポレート・ガバナンスの議論を高めていく必要がある。また、コーポレート・ガバナンスを促進する法改正あるいは上場基準などの見直しなどのバック・アップを海外から大いに注目・期待されている。

我が国では、機関投資家のコーポレート・ガバナンス活動について、企業との関係を損

⁹ 1998年6月24日付け日本経済新聞朝刊1面。

¹⁰ 同年7月23日付け日経金融新聞3面。

¹¹ 信託銀行における信託財産の分別管理について、有価証券は登記による公示が必要であったが、売買が頻繁に行われ、事務上煩雑であったため、ほとんど行われていなかった（信託法3条2項）。

ねることにならないか、余分なコストがかかるではないか、といったことが懸念されているようである。最近のコーポレート・ガバナンスは、ある程度の持株比率を有する機関投資家が主体となって、企業をモニターすることである。この活動が成果をあげていることは、欧米のマーケットを見れば明らかであろう¹²。例えば、透明な経営は、外部からのモニタリング、コントローリングなくしては果たし得ないというのが世界共通の認識になりつつある。海外においては、年金基金及び運用受託機関それぞれが独自の詳細な議決権行使ガイドラインをもち、それに基づき各企業の議案の綿密なチェックを行っている¹³。また、昨今のアジアの経済危機は、コーポレート・ガバナンスの不在によって、期せずして招かれ、かつ長期化しているとの指摘もある¹⁴。

我が国においても、各機関投資家が、コーポレート・ガバナンス原則と議決権行使ガイドラインを早急に策定すべきである。コーポレート・ガバナンスに傾斜する機関投資家は、年金基金だけでなく、投資顧問業者や信託銀行などの運用受託機関も範疇に入ってくる。そしてその議決権行使ガイドラインには、年金基金及び運用受託機関のコーポレート・ガバナンスに対するフィロソフィーが確立され、明示されていなければならない。これは、長期的投資に基づく株主利益の最大化を求める株主の当然の責務でもある。

橋本 基美

¹² Nesbitt, Stephen L., "Do CalPERS' Corporate Governance Activities Work?" Wilshire Associates, Inc., 1997, Déminor, "Déminor Survey On Corporate Governance in Europe" October 1996 など参照。

¹³ 米国労働省通達では、議決権行使は ERISA の受託者責任の一部であると明言されている。

¹⁴ 第3回 ICGN 年次総会における L. Tsao Yang ・アジア開発銀行代表の報告より。