

コーポレート・ガバナンスのグローバル化と市場の効率性

－第4回 ICGN 年次総会からの示唆－

新興経済国の経済危機が国際金融市場に大きな打撃を与えたことを契機として、各国固有の問題として論じられてきたコーポレート・ガバナンスは、OECD や ICGN といった国際組織を中心に、グローバルな共通原則を設けるに至っている。

グローバリゼーションは、企業だけでなく各資本市場自体をも世界的な透明性、効率性の競争に晒すようになっている。効率性の競争の中で、国際マネーが集まってくる魅力的な市場として、独自のバリューを高めていくためには、各市場が積極的に企業や投資家に望ましいコーポレート・ガバナンスを浸透させていくことが不可欠である。

本稿では、コーポレート・ガバナンスに関する最近のグローバルな動きと各国の取り組みについて概観する。

1. コーポレート・ガバナンスのグローバル化の背景と課題

1) グローバル化の誘因

年金基金をはじめとする欧米機関投資家による国際分散投資の拡大と、国際競争力を高めようとする企業のクロス・ボーダーM&Aの増加により、コーポレート・ガバナンスへの取り組みは、各機関投資家の母国内にとどまらず、マネジメントと株主の国際的な関係に発展している。欧米の機関投資家は、投資先企業に対する株主権の行使に対して、株主の国籍に関わらず平等な取扱いを企業に求めている。さらに、米英の年金基金が合同で投資し、共同して投資先企業のガバナンスに働きかけを行うガバナンス・ファンドも現れた。

また、ジャーマン・ダッチ法系に属するドイツ企業ダイムラー・ベンツとアングロ・サクソン法系に属する米国企業クライスラーとの合併など、クロス・ボーダーM&Aは法体系の違いを超えて実現し、グローバル企業としてのマネジメント改革が進められている。

2) 誰の利益を追求すべきか

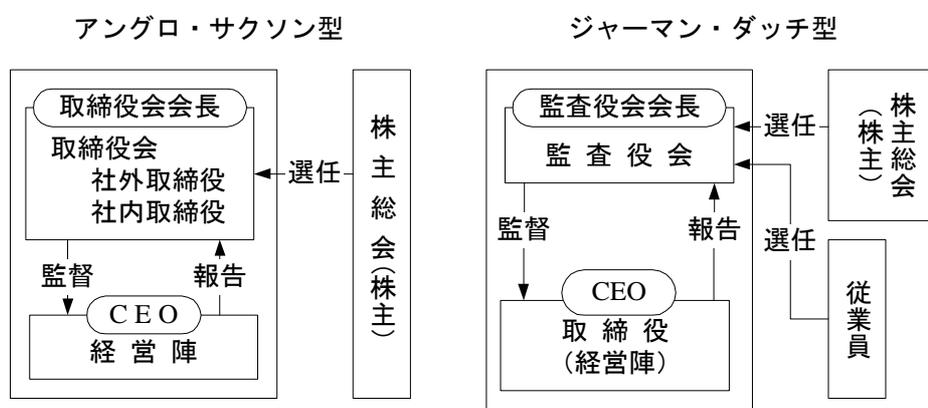
コーポレート・ガバナンスは、経営を委任されたマネジメントがその所有者のために企業価値を最大化することを目的として、そのためのアカウンタビリティの果たし方とモニタリングのあり方として議論される。各国共通の認識として、望ましいコーポレート・ガ

バランス (good corporate governance) が確立されている企業は、長期的な企業価値を高め
ていくことができる。望ましいコーポレート・ガバナンスは、各国の文化、慣習、法制度
の影響を大きく受けるため、各企業においてどのように実践することが最善なのかについ
ては様々な議論が生じている。

グローバルな観点から望ましいコーポレート・ガバナンスを考えるうえで最大の焦点と
なるのは、「誰の利益を追求すべきか」である。アングロ・サクソン法系の米・英では、
企業は資本の出し手であり利益分配の最終的な受け手である株主のものであり、株主利益
の最大化に注力していくべきとする思想が中心にある一方、ジャーマン・ダッチ法系のド
イツ・フランスでは、取締役を監督する監査役の選任に株主と従業員の双方の承認を必要
とするため、株主利益のみを優先するわけにはいかない (図1)。

しかしながら、企業のグローバル化に伴う株主構成の変化や年金基金の株式保有の増大
に伴い、株主重視の米国では年金基金を通じて株主となっている従業員の利益に配慮すべ
きだという考えが高まり、従業員と会社の共同意識が強いドイツ・フランスではもっと株
主利益に配慮すべきではないかという考え方が広がってきている。つまり、株主、従業員
そして社会も含めて、企業を取り巻くステイク・ホルダーすべての利益を図りうる望まし
いコーポレート・ガバナンスを確立していこうという気運が高まっている。

図1 アングロ・サクソン型とジャーマン・ダッチ型の企業統治構造



(出所) 野村総合研究所

2. コーポレート・ガバナンスに関する OECD と世界銀行の提携

1) OECDのガバナンス原則

国際資金フローにおける民間の役割が増大し、投資プロセスの透明性と責任を明確にし

ておくことが必要であるという観点から、経済協力開発機構（OECD）は、98年4月に閣僚理事会で採択した原則を踏まえ、「公開企業におけるコーポレート・ガバナンスの枠組みの望ましいあり方」と題するコーポレート・ガバナンス・ガイドラインを示した。これは、グローバルな観点から設けられた初めてのコーポレート・ガバナンス原則である。OECDのガバナンス原則は、アングロ・サクソン型を唯一のモデルとすることを表明したのではなく、各国に共通する望ましいコーポレート・ガバナンスのミニマム・スタンダードを推奨したものである。OECD原則では以下の5つの基本原則に23の勧告が示されている。

①株主の権利（6つの勧告）

コーポレート・ガバナンスは株主の権利を保護するよう構成されるべきであり、企業は株主に報いるために存在する。

②株主に対する平等な取扱い（3つの勧告）

少数株主、外国人株主もすべて平等に取り扱われるべきである。それぞれの権利が侵害された場合には損害賠償を求める機会を提供すべきである。

③コーポレート・ガバナンスにおけるステイク・ホルダーの役割（4つの勧告）

ステイク・ホルダーの権利を認識し、それらとの協力関係を促進することによって、企業の財務の健全性を維持し、富や雇用を創出していくようにすべきである。

④ディスクロージャーと透明性（4つの勧告）

企業の財務状態、業績、株主構成、会社のガバナンスなどに関するすべての重要事項をタイムリーかつ正確に開示すべきである。

⑤取締役会の責任（6つの勧告）

取締役会は、企業の戦略をリードし、マネジメントを監視し、会社及び株主に対するアカウンタビリティを果たすべきである。

2) OECDと世界銀行のガバナンスに関する提携

99年6月に開催されたG7（7カ国首脳会議）ケルン・サミットでは、OECDのコーポレート・ガバナンス原則が国際的に可能な限り広範な基準として、民間企業の取締役会改革やディスクロージャーに適用されるよう、各国政府がバック・アップすることで合意した。グローバルな観点からコーポレート・ガバナンスに取り組まれるようになったのは、タイやインドネシアなど新興国の経済危機が国際金融市場に多大な影響を与えたことから、その再発を防止し、国際市場の安定を図るためには、新興国の企業に望ましいコーポレート・ガバナンスを根付かせるための活動が重要であると考えられたためとみられる¹。この合意の中で、OECDと世界銀行がタイ・アップして、OECDの原則を各国民間企業に導入し、実

¹ こうした観点から、世界銀行は、99年10月14日に、タイ政府に対して、企業経営の収支を改善し、人事政策、集中分散と新規参入、透明性及びアカウンタビリティを確保できるよう、4億USドルの貸付けを承認したところである。

践していくよう、国際的な組織を展開していくこととなった。G7 の合意に基づき、OECD と世界銀行は、99 年 9 月 27 日、グローバル・コーポレート・ガバナンス・フォーラム (Global Corporate Governance Forum、GCGF) を立ち上げた。GCGF の活動目的は、①OECD 加盟国を超えてコーポレート・ガバナンスに関する対話を広めること、②新興経済国にコーポレート・ガバナンスに関する政策や規制改革の実践や、中心となる機関を支援することである。

OECD の原則は、加盟 29 カ国に対する共通の認識の組成を助けるものであり、法的な拘束力を持つものではないが、このように G7 のアクション・プログラムに入ったことにより、今後政府レベルでの OECD 原則に基づく各種法改正が行われるとみられる。

3. 第 4 回 ICGN 総会

グローバルなコーポレート・ガバナンスへの取り組みは、OECD や世界銀行に先駆けて、民間レベルで行われている。とりわけ国際資本市場においてプレゼンスの高い ICGN (International Corporate Governance Network) は、年金基金や投信などの機関投資家、運用機関および株主団体などが参加し、コーポレート・ガバナンスに関する国際交流をし、相互の意見を表明していこうとする非営利の民間ネットワークとして 1995 年に発足している。

96 年以來 4 回目となる 99 年 7 月 7-9 日開催の年次総会では、16 カ国の年金基金や投資家団体が参加し、出席した機関投資家の保有資産総額は 6 兆ドル (約 630 兆円) にのぼった。

1) 機関投資家による国際ガバナンス原則の採択

ICGN の発足当初、各国の機関投資家・株主が草の根レベルで共通の原則を掲げ、株主価値の増大のために、情報や意見を相互に交換する各国が協力し、国際的に望ましいコーポレート・ガバナンスのあり方を議論するという形で始まった。第 2 回総会では、国際ガバナンス原則と国際議決権行使原則を策定するためのワーキング・グループが組織された。第 3 回総会では、各ワーキング・グループの草案を元に議論されたが、国際議決権行使原則については採択されたものの、グローバル・コーポレート・ガバナンス原則は、OECD における結論をみながら第 4 回総会に持ち越された²。

第 4 回総会では、OECD が 5 月に採択したコーポレート・ガバナンス原則を踏まえ、株主・投資家の立場から「グローバル・コーポレート・ガバナンス原則」が採択された³。ICGN 原則は、以下のようにおおむね OECD の原則の「実践手段 (working kit)」と位置付けら

² 橋本基美「グローバルに展開するコーポレート・ガバナンスの現状」『資本市場クォーターリー』98 年夏号参照。

³ OECD のコーポレート・ガバナンス・原則策定作業部会には ICGN も参画している。

れている（表1）。

①企業の目的

企業は、株主への長期利益を最大限にするよう努めなければならない。ほかに考慮すべきことがある場合は、その旨を株主に明確に説明し、開示すべきである。

②株主とのコミュニケーション及び報告

企業は正確で、的確かつタイムリーな情報開示をすべきである。

③議決権

企業の発行する普通株式は1株1議決権でなければならない。

④取締役会

マネジメントから独立した取締役は、3名以上であり、また取締役会の過半数を占めるべきである。

⑤役員報酬に関する方針

経営陣の報酬は、株主の利益に一致されるべきであり、ストック・インセンティブ報酬の導入は望ましい。企業は「取締役の報酬に関する方針」を、（できるだけ取締役とトップ経営陣個人の報酬を分解された形で）投資家が企業の報酬方針や慣行がその基準にあうかどうかを判断できるよう、開示すべきである。

⑥戦略的な焦点

コア事業に関わる主要な戦略的改革には、株主による議決を必要とする。そのために、株主に対して十分な情報を提供すること。

⑦企業のパフォーマンス

取締役会は、同業他社に打ち勝つよう努力することによって、企業の経営パフォーマンスを最大限に活かすことに集中すべきである。

⑧株主利益

取締役会は、同業他社と比較して株主の利益を最大化すべきである。

⑨企業エンゲージメント

取締役会は、企業とステイク・ホルダーの間の積極的なコーポレーションのために尽力すれば、企業の富及び雇用を創出することになるであろう。

⑩ベスト・プラクティスの実践

企業は、コーポレート・ガバナンスに関するベスト・プラクティスを策定しているのであれば、そのベスト・プラクティスを実践していくべきである。ベスト・プラクティスを策定していない企業に対しては、投資家などが導入するよう働きかけるべきである。

表 1 OECD 原則と ICGN 原則における実践例

OECD 原則	ICGN 原則
株主の権利	機関投資家は、議決権を行使する受託者責任を有する。企業の重大な組織変更は株主の承認を必要とする。
株主に対する平等な取扱い	普通株式は 1 株 1 議決権とする。
ステイク・ホルダーの役割	企業価値および雇用を創出していくよう努めること。
ディスクロージャーと透明性	正確かつ適切な開示、役員報酬についても極力詳細な開示をすること。
取締役会の責任	独立取締役は 3 名以上とし、取締役会の過半数を占めること。

(出所) 野村総合研究所

2) グローバル企業のあり方と資本市場の効率性の確保

第 4 回 ICGN 年次総会で取り上げられたテーマは、グローバル企業、企業によるコミュニケーション、議決権、取締役会制度、報酬制度、企業パフォーマンス、コーポレート・ガバナンスのコスト・ベネフィット、株主への利益還元及び企業戦略と多岐に渡っている。総会における主な関心は、クロス・ボーダー M&A により今後も増加して行くであろうグローバル企業に対して、株主および取引所がどのように取り組んで行くべきかであった。また、ドイツ証券取引所が第 4 回年次総会の主宰を務めたこともあり、ドイツを中心に欧州におけるコーポレート・ガバナンス動向が中心となった。

以下では、各報告の中から、グローバル企業の使命、役員報酬と株主に対する利益還元、電子的議決権行使 (エレクトロニック・ボートィング) の推進、欧州ミューチュアル・ファンドの株主行動そしてドイツ証券取引所の役割について取り上げる。

(1) グローバル企業の使命

総会の最初のパネリストであるドイツ銀行の Rolf-E. Breuer 氏は、グローバル企業とは、ドイツ銀行がドイツというように、それぞれ母国という基盤をもちつつ、ワールド・ワイドな企業活動を展開し、かつグローバル・ブランドを持っている企業、または様々な価値観を有する従業員で構成される企業と定義した。グローバル企業に与えられた使命は、企業戦略、経営構造、企業文化に関する透明なディスクロージャーを行い、顧客、従業員、株主、社会の利益を調整し、ステイク・ホルダーが求める価値について議論することである。そのためには、グローバル企業は、国際的に共通したガバナンス原則を持ち、マネジメントは常に望ましいコーポレート・ガバナンスを企業活動の中に織り込んでいくべきである。

他方、株主としては、マネジメントとのコミュニケーションを図っていく上で、積極的に情報提供を求めるべきである。要求すべき情報は、役員報酬の開示と、国際会計基準の

導入である⁴。

（２）役員報酬と株主に対する利益還元⁵

経営者に株主価値を最大化させるように行動するインセンティブを与えるため、企業はインセンティブ報酬システムを提供すべきである。

フランスでは、企業の約半数がストック・オプションを導入するようになっているが、権利行使価格が付与時の時価を下回っていたり、権利付与に至るプロセスが不透明であるといった問題がある。したがって、役員報酬が業績に見合っているかどうかを株主が判断することが難しい。また、CEOらマネジメントに対する報酬政策を定めるのは報酬委員会の責任であり、フランス企業の55%は報酬委員会を持っているが、その半分は独立性がなく形骸化している。ただ、最近では、当局による透明性の改善についての監視や英米の株主からの圧力によって改善しつつある。

英国企業であるブリティッシュ・テレコム（BP）は、92年に業績連動型の報酬制度を設け、CEOの報酬の5/6を業績連動とした結果、その後5年間で利益は5倍の50億ポンドに、時価総額は10倍の200億ポンドになった。このような株主価値の増大は、従業員や株主の双方に利益をもたらした。株主価値を高めるには、各企業が独自の報酬政策を持ち、適切に運営されることが必要である。

米国では、株価を高める効果は配当や新株引受権の付与よりも自社株買いが最も大きいと考えられている。自社株買いは企業の余剰資金が潤沢であれば効果はある。だが、株主としては、往々にして自社株買いは相対的に高い株価水準で行われ、役員報酬としてのストック・オプションは相対的に低い株価水準で付与されていることに注意すべきである。企業は株主に適切に利益還元がなされるよう、株主の属性や投資目的を把握すべきである。

（３）インターネット・ボートティングの国際的拡大

議決権行使に関しては、98年のICGN年次総会で採択された「議決権行使ガイドライン」は、南アフリカなどで導入されていることが示された。米国経済の成長に株主のパワーが不可欠であったように、議決権行使は望ましいコーポレート・ガバナンスの血液（lifeblood）である。米、英、仏の議決権行使勧誘会社はいずれも、議決権行使を効率的に行う上での障害を認識し、インターネットやパソコン通信等の手段を使用したエレクトロニック（プロキシ）ボートティング（電子的議決権行使）が不可欠であると訴えていた。

⁴ 監査法人デロイト（英国）の Martyn Jones 氏のパネルにおける発言では、財務会計に関して、過去の結果よりも将来の見通しをタイムリーに示すことが重要であるとし、製造業・サービス業を問わず、ブランドや暖簾代といった無形固定資産への投資は有形固定資産への投資に匹敵する規模になっており、それらのB/Sへの計上方法や償却方法も比較可能にすべきであると述べた。

⁵ フランスについては、Managing Partner Mercator Group の Jean-Claude Lansante 氏、英国については Remuneration Benefits BP Amoco の副理事長 Kevin Abbott 氏、米国についてはジョージソン委任状勧誘会社の J.ウィルコックス氏のスピーチに基づく。

英国⁶では、株主総会に議決権行使の委任状が間に合わなかったり、議決権行使の結果が正確に集計されていなくてもチェックするシステムがないなど、議決権行使システムは時代遅れであり、議決権行使比率も低い⁷。英国年金基金協会（National Association of Pension Funds, NAPF）では、議決権行使改善のための委員会を設け、電子サービスプロバイダーと共同で、すべての議決権行使をコンピューターで処理し、投票システムの健全性を確保することを検討している。こうしたシステムが整ったとしても、これまでのような議決権行使に無関心なまましていると、政治にいわれるように「善良な人々が何もしなければ自由は滅びる」ことになりかねない。議決権行使は受託者責任として果たしていく必要がある。

米国では、95年にSECが電子的な文書のディスクロージャーを認めたことにより、今では、株主総会の議決権行使の委任状をパソコンやインターネットを通じて処理、集計することが可能となっている。ICGNの議決権行使ガイドラインにあるように、特に手間と時間を要する、海外企業に対する議決権行使についてもこうした電子的な方法が早期に整備されることが望ましい。

フランスでは、議決権行使には原則として株主の署名が必要であり、実際に出席もする。書面投票する場合は、株主総会の3日前までに到着されていなければならない。株主以外の署名がなされていたり、外国からの議決権行使が間に合わないと、定足数が確保できないという問題がある。これらの問題を解決するには、インターネットを通じた議決権行使を認めることである。投資先企業がインターネットを通じてIR活動をしていれば、株主や投資家との対話の機会が増える。

（4）欧州ミューチュアル・ファンドに高まる株主アクティビズム⁸

フランスのミューチュアル・ファンドの資産規模は2.3兆ドルと世界第2位であるが、ミューチュアルファンドは投資企業に対するガバナンス原則を採用していない。ファンド・マネジャーによる議決権行使への対応にはコストがかかるが、やっていかなければならない。AFG-ASFFIはProxinvestをガバナンス原則の遵守と議決権行使をモニターする機関に任命し、2000年よりモニタリング対象企業をCAC40構成銘柄から欧州全体に拡大する予定である。

ドイツにおいても機関投資家のコーポレート・ガバナンスへの関わりは重要になってきている。最大の運用資産を有するDWS（ドイツ証券・貯蓄協会）は1530億ドイツ・マルクのうち、520億ドイツ・マルクを株式への投資している。投資に関する法律では、運用機

⁶ 英国については Heidrick & Struggles and Chairman Committee of Inquiry into UK Vote Execution のパートナー Yve Newbold 氏、米国については ADP Global Proxy Services 社長 Barton Hill 氏、フランスについては、Proxinvest の執行取締役 Pierre Henri Leroy 氏のスピーチに基づく。

⁷ 年金基金の議決権行使比率は年々上昇しているが、99年でも50%程度である。

⁸ フランスのミューチュアル・ファンドについては、AFG-ASFFI の A.ルクレア氏、ドイツについては DWS の T.リヒター氏、英国については Hermes UK Focus Fund の P. バトラー取締役及び B.モンクス Hermes Lens 副代表のスピーチに基づく。

関は顧客の利益を図る必要があり、顧客（個人）は、DWS にコーポレート・ガバナンスに関わり投資パフォーマンスを高めることに期待している。DWS は取引コストが高いため、いったん投資したら長期保有となるため、投資先企業のガバナンスや戦略に関わっていかざるをえない。実際には、年間 800 社の企業経営者と面談し改善すべき点を具体的な数値目標を交えて説明するほか、20 社の株主総会に出席している。

英国には、Hermes UK Focus Funds というコーポレート・ガバナンス・ファンドがある。Hermes（英国郵便局と BP が合併した年金基金）が設立したアセット・マネジメント会社が運用するファンドで、経営が健全にも関わらず、市場での評価は低い企業に投資している。Hermes は、投資先企業の取締役会の構成、企業戦略、資本構造に注目し、長期的な価値増大のため、単独であるいは他の機関投資家と共同して行動する。このような株主アクティビズムによって、英米それぞれの Hermes Lens Fund では、それぞれのベンチマークである FTSE350 及び S&P500 をアウトパフォームしており、株主アクティビズムのコストを十分カバーしている。Hermes は英国企業だけでなく、海外の企業に対しても独自のガバナンス基準に基づいて議決権行使をするほか、CalPERS との提携に続き、他の年金基金とも提携していく方針である。年金基金は株主アクティビズムを率先し、企業の効率性を高めるために他の株主と協力して行動することが望ましい。

（5）ドイツ証券取引所の役割と方針

ドイツでは、企業のグローバル化、株主のグローバル化と現実が先行する形で、市場の効率性を高める施策が急務となっている。ドイツ企業には、株主から評価されないコングロマリットが多く、今後、そうした企業が子会社を分離上場する傾向は加速するとみられる。また、銀行と企業との株式持合い比率も減少しつつある⁹。

ドイツ証券取引所は、資本市場の効率性向上のため、コーポレート・ガバナンスへの関与を強めていく予定である。具体的には、投資家の求める国際会計基準と四半期報告制度の導入等を考えている。だが、1株1議決権を実現し、従業員代表や、銀行・保険会社等の利益を優先する監査役会の効率性を高めるには、持合い株式が年金基金にシフトすることが必要となろう。

3) ICGN の今後の活動

2000年のICGNの年次総会は、7月12-14日の間、ニューヨーク証券取引所（NYSE）、NASDAQ 及び／またはトロント証券取引所が単独あるいは共同してスポンサーを務める模様である。機関投資家のネットワークであることから、各国の証券取引所とタイアップした

⁹ ドイツ証券取引所 CEO の W. G. Seifert 氏のスピーチによる。現在政府が提案している所得税率の引き上げがインセンティブ報酬の拡大を阻害するとして懸念を表明したほか、株式持合解消を促進するためのキャピタルゲイン課税の税率引き下げを訴えた。

活動が進められるものとみられる。なお、第 5 回年次総会の開催候補地に挙がっていた東京は、第 6 回年次総会（2001 年）の有力候補地となった。

表 2 1999-2000 年の ICGN の理事会メンバー

(共同議長)	
P.クラブマン	TIAA-CREF/ジェネラル・カウンシル (米国)
P.ジョーンズ	ABI 英国保険協会/投資委員会委員長 (英国)
(理事)	
A.バラディ	Baladi & Associates(スイス)
B.クリスト	CalPERS (カリフォルニア州公務員退職プラン) (米国)
S.イースターブルック	コーポレート・ガバナンス・インターナショナル (オーストラリア)
M.ラベス	United Food & Commercial Workers International Union(米国)
M.キング	キング委員会 (南アフリカ共和国)
C.ラモロウ	オンタリオ州教員年金プラン (カナダ)
L.ミルバーク	Aktiespararna (スウェーデン)

(注 1) 事務局は ABI が担当する。

(出所) 野村総合研究所

4. 米英の市場規制当局の動向

投資家からの信頼を確保・維持し、市場の効率性を高める施策として、コーポレート・ガバナンスへの取り組みは不可欠である。具体的には、上場企業のディスクロージャーの透明性を厳格に追求すること、経営のチェック機能を高める取締役会の独立性を確保することである。英米の市場規制当局は、ディスクロージャーの強化と社内統制システムの強化によって、企業経営の透明性、正確性をさらに厳しく求めている。

1) 米国

(1) これまでの取り組み

米国では、80 年代に入り、コングロマリット化を進め、それまで絶大な権力を振るってきた経営者に対して、敵対的買収や LBO など、市場を通じた支配権の争奪が繰り返されるようになった。証券取引委員会 (SEC) は、こうした市場の透明性・公正性を監督する立場から、企業と株主間のコミュニケーションを規律する委任状勧誘規制、ディスクロージャー規制を通じて、その時々コーポレート・ガバナンスに大きく影響を及ぼしてきた (表 3)。

ニューヨーク証券取引所 (NYSE) や Nasdaq を運営する全米証券業協会 (NASD) も、上場・登録企業に対し、独立取締役が過半数を構成する監査委員会の設置を義務づけ、マネジメントの株主に対するアカウンタビリティを確保している。

表3 コーポレート・ガバナンスに関する SEC の規則改正

時期	SEC 規則の変遷
1992.2	株主提案の範囲を広げる方針への転換 ・役員報酬の決定に関し株主提案とすることを認めるノー・アクション・レター
1992.10	株主間のコミュニケーションを緩和する規則改正 ・委任状勧誘をしない株主が他の 10 人超の株主と議案についてコミュニケーションする場合の SEC への届け出不要に 役員報酬の開示を強化する委任状勧誘規則の改正 (93.1.1 実施)
1993.11	役員報酬の開示対象拡大の規則改正 (94.1.1 実施)
1998.5	株主提案に関する規則緩和 ・株主提案に要するプロセスを簡素化 ・労働問題に関する株主提案も認める
1999.10	企業の財務報告の監視機能を強化する規則提案 ・監査委員会の活動報告の開示 ・監査委員会の独立性の強化 ・財務報告の監査プロセスの透明性の確保

(注 1) SEC は、このほかにも、取締役の選任プロセスに関し、指名委員会の報告を委任状説明書に開示するよう提案しているが、未だペンディング状態である。

(注 2) SEC は、投資信託の運用残高の急増に伴いファンド・ガバナンスにも強い関心を寄せている。99 年 10 月には、ミューチュアル・ファンドの内部牽制機能の強化のために、社外取締役の増員や、その使命に関する独立したプロセスの導入および取締役教育機関などを盛り込んだ規則提案を行った。

(出所) 野村総合研究所

(2) ブルー・リボン委員会の勧告を規則化

企業の開示書類の透明性、公正性を高める観点から、ブルーリボン委員会は、99 年 2 月に、SEC、NYSE、NASD および AICPA (アメリカ公認会計士協会) に対して、いくつかの勧告を行った¹⁰。

SEC は、99 年 10 月 6 日に、ブルーリボン委員会の勧告を受け、企業の財務書類に関し、以下の事項を証券を登録している企業に求める規則改正を提案した。同提案は、45 日間の意見募集期間経て、確定する見通しである。

企業は、株主総会用に作成する議決権行使勧誘のための参考書類 (委任状説明書) に監査委員会が出した報告書を載せなければならない。監査委員会の報告書には、監査委員会が、マネジメント及び会計監査人と所定の事項につき監査、議論したかどうか、監査委員会のメンバーの注意を引いた事項はあったかどうか、監査済みの財務報告書類がいかに重大な誤解を生ぜしめる記載を含んでいるか、または重要な情報の記載を省略しているかもしれないと監査委員会のメンバーが目した事項があったかどうかを開示する必要がある。

また、企業は、委任状説明書に監査委員会が文書の監査委員会規程書をもっているかどうかを開示するほか、3 年ごとに監査委員会規程書のコピーを SEC に提出しなければなら

¹⁰ 橋本基美「米国企業のディスクロージャーに対する監査機能の強化－ブルーリボン委員会の勧告－」『資本市場クォーターリー』99 年春号参照。

ない。NYSE やアメリカン証券取引所 (AMEX) に証券を上場している企業、Nasdaq に証券を登録している企業は、新しい定義 (未定) に照らして独立していない監査委員会のメンバーについての所定の情報を開示しなければならない。

そのほか、企業の財務内容の透明性を高めることを目的として、企業はフォーム 10-Q (中小企業者の場合はフォーム 10-QSB) を SEC に提出する前に、10-Q に記載される中間財務報告について、独立会計監査人の監査を受けなければならない。

NYSE、AMEX および NASD も SEC の規則提案と同時に以下のような上場・登録規制の改正提案を行っている。

- ・ 監査委員会のメンバーに対してより一層厳格な「独立性」を定義すること。
- ・ 監査委員会には、財務に関する知識を持ち、経営陣とは完全に独立した取締役が最低 3 名以上要すること。
- ・ 監査委員会の責任に関する規程書を設けること。
- ・ 監査委員会のメンバーの少なくとも 1 名は会計又は経営財務の専門的知識を有していること。

SEC の提案に先立ち、ブルーリボン委員会から同様の勧告を受けた AICPA でも、その監査基準理事会において、独立会計監査人に対し、企業の財務報告に適用されている会計基準が GAAP (一般に公正妥当と認められる会計原則) に準拠しているかどうかだけでなく、監査のクオリティについての会計監査人の判断についても、監査委員会のメンバーと議論するよう求めている。

2) 英国

英国におけるコーポレート・ガバナンスへの取り組みは、ブルー・アロー事件 (87年)、BCCI事件 (91年) やマクスウエル事件 (91年) など、公開企業の相次ぐ不祥事に、不透明なディスクロージャーや、取締役の高額報酬が社会的な大問題がきっかけとなって進められてきたが、今日国際的に最良のガバナンス・モデルとなっている。

ロンドン証券取引所主導で、こうした事件の原因究明と再発を抑止するための方策が直ちに議論され、キャドベリー委員会 (91年5月~93年12月) の「コーポレート・ガバナンスの財務的側面に関する勧告」がまとめられた。その後まもなく、ナショナル・パワー社など民営化企業の経営陣の過剰報酬が問題化したため、取締役の報酬の決定方法の見直しと報酬に関する情報開示の改善について、グリーンベリー委員会 (95年7月) が勧告を行っている。そして、ハンペル委員会 (95年11月~97年12月) は、2つの委員会勧告の実践状況の評価と内容の見直しを行い、ガバナンス議論を集大成した。

ロンドン証券取引所は、これらの勧告をもとに、98年6月に、グッド・コーポレート・ガバナンス原則とベスト・プラクティスを定めたコンバインド・コード (統合規則) を発表した。上場会社は、98年12月31日以降に終了する会計年度のアニュアル・レポート及び財

務諸表から、統合規則に定められたガバナンス原則を採用しているかどうか、当該会計年度を通じて統合規則に定められた条項を遵守したかどうか、遵守しなかった場合にはその理由、といった開示が義務づけられている。ロンドン証券取引所は、ガバナンス情報の新たな開示スタートに先立ち、99年10月、上場企業に対して「内部コントロール：コンプライド・コードに関する取締役へのガイダンス」を示したところである¹¹。

5. 我が国におけるコーポレート・ガバナンスを取り巻く環境変化

我が国上場企業を取り巻くコーポレート・ガバナンス環境は大きく変化した。金融ビッグバンによって、金融機関の大再編、外資によるM&Aの急増、株式持合の解消及び年金資産の運用規制の緩和に伴う機関投資家の受託者責任の高まりなど、我が国資本市場のフリー・フェア・グローバル化は予想以上に進んでいる。

1) 株主分布の変化といわゆる「定足数問題」

全国証券取引所協議会が、99年7月5日に発表した、全国上場会社を対象とした「平成10年度株式分布状況調査」によると、株主数では、個人株主数(延べ人数)の伸びがめざましく、44万人増加の2,830万人となり、3年連続の増加となったほか、市場価格ベースでは、外国人の株式保有比率が14.1%に達し、調査開始以来最高水準となっている(図2)¹²。98年には、今日我が国最大にして、東証1部上場企業の時価総額の10%強を占めるNTTドコモの上場があったため、98年度の事業会社の持株比率は前年度に対して上昇しているが、金融機関の大再編に伴う資産効率の改善と、時価会計導入を目前とした投資有価証券のリストラクチャリングにより、上場企業間の株式持合いは確実に解消に向かっている¹³。

この1～2年、外国人の持株比率が上昇し、発行済株式総数の1/3を超える上場企業も50社を超えている。合併や株式交換といった組織変更を行う場合、特別決議(発行済株式総数の過半数の株主が出席し、その2/3以上の賛成が必要)が必要となるが、外国人株主が議決権行使をしなければ、商法上の「定足数」を満たせず、決議が成立しないという企業が増えている。このような「定足数問題」は、ドラスティックな組織再編を行おうとする公開企業にとって深刻な問題であり、株主総会のタイトなスケジュールの中で、海外株主の

¹¹ ハンペル委員会後、タンブル委員会が組織され、99年9月末、リスク・マネジメントを含めた取締役の内部コントロールに関する報告書をまとめた。早晚、ロンドン証券取引所規則に盛り込まれるとみられる。

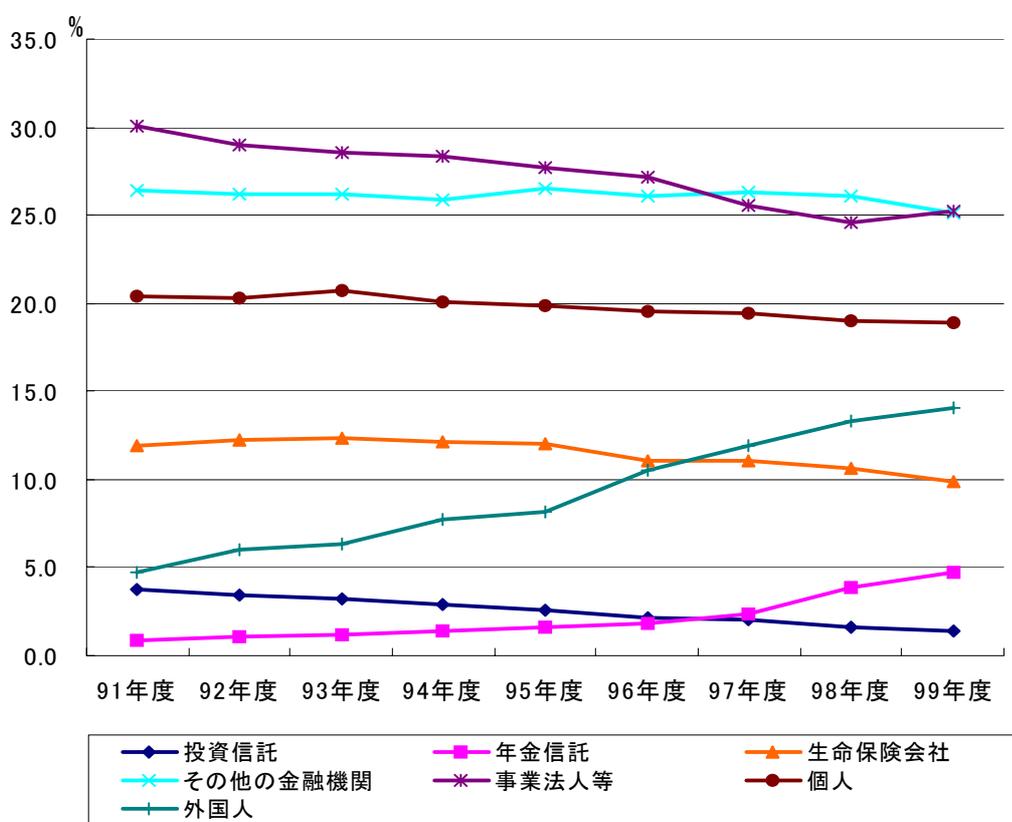
¹² 99年7月に日本証券業協会から公表された店頭登録会社の「株式分布状況調査」では、外国人の株式保有比率は、市場価格ベースで前年度を1.1ポイント減少し、11.2%であった。

¹³ 野村證券・金融研究所の調べでは、98年度末時点における株式持ち合い比率は、前年度比-2.8%の23.6%であった。90年度末時点で1/3であったが、約10年で同1/4まで低下した。

議決権勧誘をしなければならない。

98年度に我が国企業に対する外資系企業のM&A（アウト・イン）の件数は、前年度を大幅に上回っている。また、フランス企業ルノーによる日産自動車への資本参加、英国企業C&Wが我が国企業IDC社に対する敵対的TOBを成功させるなど、これまでになくタイプのM&Aが現れたが、10年前のような我が国経済全体が外資の流入への拒絶反応はみられなくなった。国際市場で資金調達をしようとする企業だけでなく、国内市場で資金調達をする企業であっても、グローバル・シェアホールディングの進行は今後も続くと思われる。

図2 上場会社の株式分布状況の推移



(注) 「その他の金融機関」は、本調査統計上の「金融機関」から「投資信託」、「年金信託」及び「生命保険会社」を除いた数値である。

(出所) 全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」より野村総合研究所作成

2) 年金運用における受託者責任

企業年金とりわけ厚生年金基金の保有資産にある株式について、その発行企業に対する議決権行使は、基金から運用を受託した信託銀行、生命保険会社および投資顧問会社に指図権がある。従来は、これら運用受託機関は、議決権行使に関して議案に対する判断をおおむね差し控えてきた。

98年に厚生年金基金連合会から厚生年金基金の運用受託機関に対し議決権行使に関する指針が示されたことにより、99年の6月総会シーズンには、運用受託機関は、独自に議決権行使ガイドラインを作成し、または議決権行使に当たっての社内ルール・社内実務フローを設けるなど、受託者責任への対応を本格化させた。厚生年金基金連合会は、99年10月に改訂した「年金資産運用の基本方針」の中で、「受託機関は、専ら投資家たる連合会の利益増大のために株主議決権を行使するものとする。」と、議決権行使に関する条項を新設した。さらに、厚生年金基金連合会の受託者責任研究会では、年金運用の各プロセスにおける「運用機関の受託者責任ガイドライン」の取りまとめを進めており、99年末までにはその草案が一般に公表される予定である。その中で、議決権行使については、白紙委任や議案の判断をしないことなどは不適切な行為として列挙される予定である。

3) 今後の展望

上場企業間の株式持合いの解消により、今後エクイティ保有の主体となってくるのは、外国人投資家を含め年金や投資信託といった機関投資家であろう。運用受託機関は、議決権行使に関する体制をさらに実践的に株主利益最大化を追求し、投資パフォーマンスを高めていく必要があることをはじめ、いずれの投資家も、マネジメントに対して従来以上に厳しく株主利益の最大化を求めて行くことは必至である。

我が国のコーポレート・ガバナンスにおける問題点として従来指摘されてきた、取締役会の機能不全への処方については、97年のソニーが導入した執行役員制及び社外取締役の導入、構成メンバー数の削減など、こぞって取締役会改革を行ったが、肝心のリスク管理的な自浄作用が期待できる体制にはなっていない。企業は、迅速かつ的確なディスクロージャーをするとともに、ガバナンス原則などを表明し、自浄作用が高く、株主へのアカウントビリティを十分に果たしうる経営チェック体制を整備していかなければなるまい¹⁴。

望ましいコーポレート・ガバナンスを有している企業は、株主へのリターン及びアカウントビリティを充足しているため、そうした企業を多く上場している市場ほど、またコーポレート・ガバナンスへの取り組みが積極的な市場ほど効率的である。今後ますます企業や投資家（株主）のグローバル化が進むとみられる中で、我が国における証券取引所も、世界中の投資家を魅了し、透明性の高い効率的な市場として国際的に認められなければ、海外の取引所に地理的なメリットも取られかねない。投資家・株主が信頼して投資できるよう、上場企業のディスクロージャーの透明性を高めていくことが喫緊の課題である¹⁵。

(橋本 基美)

¹⁴ 英米では、マネジメントに対するモニタリングには独立取締役の存在が不可欠とされている。

¹⁵ 第4回 ICGN 年次総会で示された東京証券取引所の役割は、コーポレート・ガバナンスを推進し、株式価値を高めることであり、上場企業に対して、独自のコーポレート・ガバナンス原則を策定・開示していくようシンポジウム等を通じて働きかけていくということであった。