

機関投資家と企業統治改革

佐久間 信 夫

はじめに

取締役会に占める社外取締役の比率の低さや社外取締役、社外監査役の独立性の低さなど、日本企業における経営監視機能の脆弱さが問われて久しいが、その一方で、機関投資家を中心とする企業統治活動は近年ますます活発になり、株主への利益還元や株主総会の民主化、IR 活動を通じた説明責任の遂行などにおいて一定の成果を獲得してきている。村上ファンドやスティール・パートナーズなどのアクティビストと言われる投資家や海外の機関投資家だけでなく、国内の年金基金を中心とする機関投資家が独自の議決権行使基準にもとづいて議決権を行使するようになり、日本企業の株主総会は1990年代から大きく変化した。

本稿では近年の機関投資家の活動の状況および機関投資家の圧力によって企業の行動や企業の機関にどのような変化が生じているのかについて検討する。そこでまず、近年の所有構造の変化と資本市場の規律づけ効果の状況からみていくことにしたい。

第1節 所有構造と市場の規律

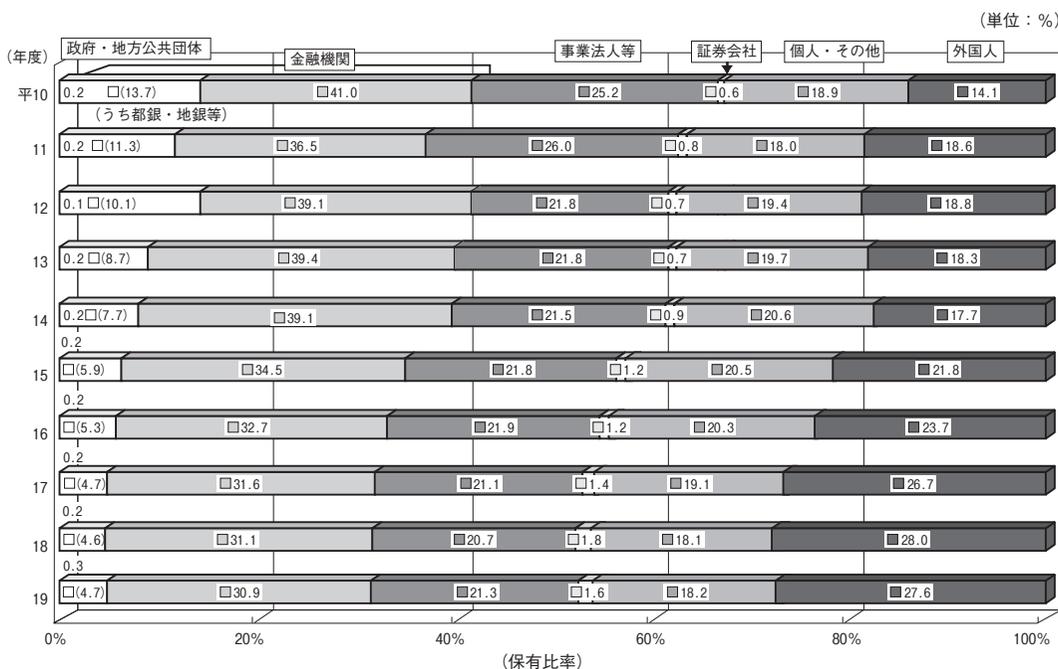
我が国の株式所有構造の最も大きな特徴は株式相互所有である。株式相互所有は安定株主比率を高め、市場の規律を弱めるだけでなく、経営者の支配的地位の強化につながるためコーポレート・ガバナンスの側面からは好ましくないものである。株式相互所有は、1990年代後半からその解消が進んだが、銀行の株式所有に対する規制の強化もあり、特に企業と銀行の間の株式相互所有の解消が顕著であり、銀行の株式所有比率は低下を続けてきた。銀行と企業（事業法人）が市場で売却した株式を積極的に購入してきたのは外国人であり、外国人は1996年には11.9%であった所有比率を2006年度には28.0%にまで上昇させた。2007年度の所有主体別株式所有比率には、株式相互所有解消の流れに小さな変化が現れた。すなわち銀行（都銀・地銀等）の所有比率が06年度の4.6%から4.7%へと増加に転じ、企業（事業法人等）のそれが20.7%から21.3%へと増加に転じたのに対し、外国人は、28.0%から27.6%に減少したのである¹⁾。銀行および企業の

1) 全国証券取引所「平成19年度株式分布状況調査の調査結果について」2008年6月18日東京証券取引所ホームページ。

http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/h19/distribute_h19a.pdf なお以下もこれによった。

株式所有分が株式相互所有に該当するため、株式相互所有比率が若干上昇したと考えることができる。東京証券取引所等の調査報告書は外国人の所有比率の減少の理由として「サブプライムローン問題に起因する世界的な金融市場の混乱，原油・商品価格の高騰や円高等による企業業績の減速懸念など」をあげているが、これが株式相互所有復活の大きな流れになるのかどうかは、今後注視していかなければならないであろう。

図表1 最近10年間の投資部門別株式保有比率推移



出所：株式会社 東京証券取引所 ほか

「平成19年度 株式分布状況調査の結果について<要約版>」平成20年6月18日

http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/h19/distribute_h19a.pdf

投資部門別株式所有におけるもう1つの特徴は、近年個人株主数が急増していることである。05年度には個人株主数は268万人増加し、10年連続で過去最高を更新した。個人株主数は04年度から06年度まで3年連続で100万人を超える大幅増となったが、その理由は、株式相場の上昇を契機に新しく株式投資を始める投資家が増加したこと、企業が個人株主を増加させる施策を実施したことなどである。07年度の個人株主数の増加は67万人とやや鈍化した。企業は近年、株式の持合い解消にともない市場で売却される株式の受け皿として個人株主に注目している。すなわち、株式分割や投資単位引下げによって株式の最低取引額を引き下げ、個人投資家が株式を買い易くする一方で、株主優待制度の拡充などによって個人株主の株式長期保有を促す施策を次々に打ち出している。投資単位を引下げた企業は04年度219社、05年度273社と2年連続で過去最高の社数を記録し、これら492社だけで179万人の株主を増加させた²⁾。

日本企業は株式相互所有解消の受け皿として個人株主を重視する姿勢を強めており、かつて配

当政策や株主総会での株主権行使において個人株主を軽視してきた姿勢を一転させている。株主優待制度を実施する企業が近年増加しているが、さらに株式を長期間保有した株主に新株を低価格で割り当てる制度を導入したDOWAホールディングス³⁾や、買収提案を受けた場合に「株主意思確認総会」を開催して、個人株主を中心とする株主に買収防衛策発動の是非を委ねるカゴメ⁴⁾などのように、個人株主を安定株主として活用し、敵対的企業買収に備える企業もあらわれはじめています。

増加を続けている個人株主は、近年その議決権行使においても注目を集めている。日本企業の株式を所有している個人株主のうち67%が議決権を行使しており、そのうち会社提案に反対した株主は36.5%に達した⁵⁾。08年のアデランスの株主総会においては社長を含む7人の取締役再任議案が否決され、日本の企業経営者に衝撃を与えた。同社の株主総会では、スチール・パートナーズなど、経営者の提案に反対する海外の機関投資家と安定株主との間で賛否が拮抗すると見られていたが、個人株主の多くが反対に回ったため、社長らの再任議案が否決されたと推測されている。個人株主が総会議決でキャスティングボードを握るような例が見られ始めたことは重要な意義がある。

また、日本経済新聞社の調査によると、上場企業の株式所有額は04年から06年まで「5半期連続で増加し、2年半で31%も増えた」⁶⁾。銀行の株式相互所有額も増加に転じているが、事業会社の所有額の増加が顕著であり、同業種の事業会社の間で安定株主作りを目的とした株式相互所有が復活していることを示している。

これまで日本企業は従業員持株会や取引先持株会などを通して株主安定化策を実施してきた。近年上場企業はこれらの持ち株会の保有比率を高め、株主安定化策を強化することによって敵対的買収に対抗する姿勢を強めている。日本経済新聞社の調査によれば、従業員や取引先の「持株会」が株式保有比率10位以内に入る上場企業は08年3月末で1,902社と上場企業の半数に達した⁷⁾。

このように、ここ数年、三角合併の解禁などによって、外資による敵対的買収の脅威が増大したこともあり、企業は事業会社同士での株式相互持合いを復活させ、安定株主作りを促進している。一方、日本企業は買収防衛策の導入にも熱心に取り組んでいる。

しかし、買収防衛策の導入には株主総会で外国の機関投資家を中心に反対が多くなっており、

2) 全国証券取引所、「平成17年度株式分布状況調査の調査結果について」2006年6月15日、東京証券取引所ホームページ。

http://www.tse.or.jp/data/examination/distribute/h17/distribute_h17a.pdf, 4ページ。

3) 同和鉱業株式会社ホームページ「長期保有株主に対する株主還元策を実施」。

http://www.dowa.co.jp/jp/ir/pdf/news2006/release060830_jyoken.pdf, 2006年8月30日。

4) カゴメ株式会社ホームページ「当社株式の大量取得行為に関する対応策（買収防衛策）の導入について」。
<http://www.kagome.co.jp/company/ir/release/061020.htm>, 2006年10月20日。『日本経済新聞』2006年10月21日。

5) 『日本経済新聞』2008年7月28日。

6) 『日本経済新聞』2007年1月24日。

7) 『日本経済新聞』2008年7月7日。

なかには経営者の提案した買収防衛策が否決されるケースも出ている。一部の機関投資家は買収防衛策に対する議決権行使基準を策定し、株主価値を高める買収に対する防衛策や効率経営を阻害する買収防衛策、経営者の保身に利用されるおそれのある買収防衛策には反対する方針を打ち出している⁸⁾。

しかし、現実にはここ数年来、買収防衛策を導入する企業は増加の一途をたどっている。買収防衛策を導入した企業は04年には2社であったが、08年の株主総会では買収防衛策の新規導入、あるいは継続が承認された企業が200社にのぼり、防衛策をもつ企業は08年7月時点で572社になった⁹⁾。買収防衛策を導入する企業は07年の三角合併解禁を前に急増したが、とりわけ07年8月にブルドックソースの買収防衛策が最高裁の判決で容認されたのを契機として導入企業が急増した。

第2節 機関投資家の企業統治活動

海外の機関投資家は活発な企業統治活動をすることで知られているが、日本の機関投資家も近年、その活動を次第に強化している。株主総会で経営者の提案に反対するだけでなく、リレーションシップ・インベストメントの形で常に経営者に圧力をかけるようになってきた。さらに企業業績や取締役の評価等についても次第に厳しい要求をするようになってきている。機関投資家は2000年代に入って「議決権行使ガイドライン」を作成し、ガイドラインにもとづいて議決権を行使し、その結果を公表するようになってきているので、ここではまず、機関投資家の議決権行使状況を見ていくことにしたい。

日本証券投資顧問業協会（以下、協会という）は2008年5月と6月に開催されたわが国の株主総会で、会員である投資顧問会社の議決権行使状況などをアンケート調査し、その結果を「投資一任契約にかかわる議決権等行使指図の状況に関するアンケート結果の概要および集計表（平成20年）」と題する報告書¹⁰⁾で公表した。同協会は2002年に会員投資顧問会社の自主規制規則を制定し、その後毎年会員の議決権行使状況などについてのアンケート調査を実施している。

協会が2008年8月7日付で公表したアンケート調査結果によれば、会社提出議案に対して反対・棄権した件数はやや減少した。会社提出議案に対して反対・棄権した会社数は、会員1社当たり平均139企業（1社当たりの平均企業数352企業に対し40%）で、前年の178企業（同359企業に対し49%）から減少した。また、反対・棄権をした議案数は会員1社あたり300件（1社当たりの平均議案件数2,646件に対して11%）と前年の310件（同2,558件に対し12%）から減少した。

8) たとえば企業年金連合会は「企業買収防衛策に対する株主議決権行使基準」で、企業の導入した買収防衛策に賛成するか否かの具体的な判断基準を定めている。次を参照のこと。企業年金基金連合会「企業買収防衛策に対する株主議決権行使基準」。

http://www.pfa.or.jp/top/jigyuu/pdf/gov_20050428.pdf 2006年4月10日。

9) 『朝日新聞』2008年8月19日。

10) 日本証券投資顧問業協会ホームページ。

<http://jsiaa.medialgalaxy.ne.jp/osiease/pdf/giketsu20ippan.pdf> 2008年8月7日。

反対、棄権した比率が高かった議案は退職慰労金支給議案（24.7%）、新株予約権発行議案（23.5%）、その他の会社提案（23.1%）であった。協会は、その他会社提案の中に買収防衛策が含まれていると推測している。

次に協会は企業が導入している買収防衛策に対する投資一任会社の評価についてアンケート調査を行っている。それによれば、約6割の企業の買収防衛策に対して「評価できない」と回答しており、買収防衛策に否定的な評価が肯定的な評価（約4割）を上回っている。

図表2 買収防衛策に対する機関投資家の評価

	08年		07年	
	回答数	58社	回答数	54社
① 企業買収防衛策を評価できる会社数、評価できない会社数	(1社あたりの平均値)			
a. 評価できる会社数	21社	(40%)	29社	(38%)
b. 評価できない会社数	31社	(60%)	49社	(62%)
② 企業買収防衛策に関する議決権行使指図対応方針	回答数 70社			
	原則賛成	条件付賛成	原則反対	
a. 授権資本枠の拡大	13社 (18%)	37社 (53%)	20社 (29%)	
b. 権利確定日の柔軟化	22社 (32%)	17社 (25%)	30社 (43%)	
c. 取締役定員の削減	34社 (49%)	24社 (34%)	12社 (17%)	
d. 取締役解任要件の強化	12社 (17%)	11社 (16%)	47社 (67%)	
e. 信託型ライツプラン	10社 (15%)	38社 (54%)	22社 (31%)	
f. 事前警告型ライツプラン	12社 (17%)	39社 (56%)	19社 (27%)	
g. 種類株式の発行 (黄金株等)	7社 (11%)	10社 (14%)	52社 (75%)	

出所：日本証券投資顧問業協会「投資一任契約にかかわる議決権等行使指図に関するアンケート結果の概要および集計表（平成20年）平成20年8月7日
<http://jsiaa.medialgalaxy.ne.jp/osiease/pdf/giketsu20ippan.pdf>

三角合併の解禁以降、買収防衛策を導入する企業が急増しているが、買収防衛策に対する機関投資家の対応は次第に厳しいものになってきている。議決権行使助言会社日本プロクシーガバナンスは、日経500種平均株価採用銘柄のうち08年6月に株主総会を開催した435社の議案を分析し、その結果を公表した¹¹⁾。

日本プロクシーガバナンスが、1議案でも「反対」の助言をしたのは435社のうち278社（63.9%）であり、全会社提案1,727議案に対し「反対」の助言をした議案数は413議案（23.9%）であった。このうち買収防衛策を提案した企業は52社であり、日本プロクシーガバナンスが「賛成」の助言をしたのは24議案（46.2%）、「反対」の助言をしたのは28議案（53.8%）で、「反対」は07年の1社に比べ大幅に増加した。

日本プロクシーガバナンスは買収防衛策導入議案に関するガイドライン（08年改定）を設けて

11) 日本プロクシーガバナンス株式会社「6月株主総会（対象：日経500種平均株価採用銘柄435社）の概要について」日本プロクシーガバナンス株式会社ホームページ。
<http://jsiaa.medialgalaxy.ne.jp/osiease/pdf/giketsu20ippan.pdf> 2008年8月7日。

いるが、このガイドラインに基づいて行った反対助言の内訳を公表している。

- ① 社外取締役がない企業での導入：19議案（67.8%）
- ② 独立委員会のメンバーの独立性の不明：7議案（25.0%）
- ③ 取締役会の恣意性排除の仕組みの不明：2議案（7.2%）

図表3 選任反対の理由

選任反対の理由	延べ社数	延べ人数
社外取締役選任に関するもの		
* 社外取締役の取締役会出席率75%未満	38	53
* 社外取締役の在任期間8年超	22	33
社外取締役の親会社派遣	19	33
* 社外役員の6社以上兼職	17	20
社外取締役の相互派遣	9	14
社外取締役の非独立性（顧問弁護士など）	3	4
小計	108	157
社内外問わず取締役選任全般に関するもの		
買収防衛策に反対	32	337
* PI値	12	90
その他（不祥事など）	11	14
小計	55	441
合計	163	598

*印の項目は本年より新たに適用したガイドライン

出所：日本プロクシーガバナンス株式会社「6月株主総会（対象：日経500種平均株価採用銘柄435社）の概要について」2008年7月14日
<http://www.jp-gp.jp/topixfile/20080714.pdf>

また、日本プロクシーガバナンスは取締役選任議案についても、取締役選任に関するガイドライン（08年1月改定）を設け、助言を行っている。6月の株主総会で、取締役選任議案を付議したのは上記435社のうち394社で、日本プロクシーガバナンスが1人でも「反対」の助言をした企業数は138社（35%）で、前年の10.4%から大幅に増加した。これは、08年のガイドライン改定で「社外取締役の在任期間が8年を超えないこと」「社外取締役の取締役会出席率が75%以上であること」などの要件が加わったためである。

このように機関投資家は、買収防衛策の導入や社外取締役の選任に関する企業への要求をより詳細化・明確化してきている。すなわち、買収防衛策の導入が認められるためには社外取締役を選任し、独立委員会の独立性が確保されなければならない、また、社外取締役の選任に賛成を得るためには、8年以上に渡る再任でないことや取締役会での出席率が低いことなどの基準が満たされなければならない。

企業年金連合会（以下連合会という）は企業業績についての監視を強化するとともに説明責任もより強く求めている。連合会は2008年の株主総会における議決権行使状況を同年6月に公表した¹²⁾。連合会は、2006年5月の会社法施行を踏まえ、07年2月に「企業年金連合会コーポレー

ト・ガバナンス原則」を改訂し、新たに ROE 基準を盛り込んだ。これは「過去 3 期連続して ROE が 8 % を下回る企業については、その原因や対応策を含め、事業計画や資本政策等について納得のいく説明が得られない場合、再任候補者に肯定的な判断はできない」とする議決権行使基準である。08 年 6 月の株主総会においては ROE 基準に抵触する企業が 288 社（07 年は 271 社）と若干増加したため、社外取締役を導入する企業が増加したにもかかわらず、取締役選任議案についての反対行使比率は、07 年と同率の 38.8 % であった。連合会は ROE 基準を満たしていなくとも、納得のいく説明が得られた場合や、社外取締役を導入した場合には、取締役選任議案に賛成している。

また、連合会は 08 年 3 月に「企業買収防衛策に対する株主議決権行使基準」を改定し、「買収者に割り当てられた新株予約権について企業が経済的対価を支払って取得できる」規定をもつ買収防衛策に反対することになった。08 年 6 月の株主総会では、この改訂された議決権行使基準に基づき、買収防衛策導入（継続）に対する反対行使比率は 38.5 % と 07 年（0.15 %）に比べ大幅に増加した。

連合会が投資対象会社への説明責任を強く求めることもあり、2007 年 7 月～2008 年 6 月の間に連合会に説明に訪れた企業は 155 社にのぼった。連合会は、「特に買収防衛策に関しては十分な説明を行う企業が多く、連合会の基準を踏まえ、意見交換を行った上、基準に合うように修正を行った企業も見受けられた」と述べている。このように企業年金連合会は投資先企業により詳細な情報を要求する姿勢を強めており、買収防衛策の導入だけでなく、経営方針全般について、経営者との対話を通して説明責任をより強く求めてきている。

このような機関投資家の企業統治活動は企業の行動を着実に変化させてきている。それはまず、株主への利益還元急増に現われている。大和総研の調査によれば、上場企業の株主還元総額、すなわち配当金と自社株買いの総合計金額は 2007 年度が約 12 兆円で、03 年度の 6 兆円から倍増した¹³⁾。とくに自社株買いは償却せず金庫株として所有しつづけ、株式交換による M&A やストックオプションなどに用いることができるだけでなく、株価対策や ROE の向上策などにも利用することができるため、経営戦略の面からもきわめて重視されている。07 年度の上場企業の自社株買い総額は 4 兆 6,200 億円で、3 年連続で過去最高を更新した¹⁴⁾。

機関投資家の圧力により、ROE 向上に対する経営者の意識も高くなってきた。企業年金連合会が 07 年に議決権行使基準を変更し、取締役選任議案への賛否の判断に ROE 基準を加えたことも経営者の意識を変えさせるきっかけとなった。また、株主総会で機関投資家を中心に反対の比率が高かった役員に対する退職金の支払いについても、退職金制度そのものを廃止する企業が多

12) 企業年金連合会ホームページ「2008 年 6 月株主総会インハウス株主議決権行使結果について」2008 年 6 月 27 日。

http://www.pfa.or.jp/top/jigyou/pdf/gov_inhouse20_6.pdf

13) 『朝日新聞』2008 年 6 月 29 日。

14) 『日本経済新聞』2008 年 6 月 26 日。

くなっている。

一方 IR を介した情報開示の促進も普及しつつある。10年前には IR 担当者さえいない会社が多かったと言われるが、近年は財務情報ばかりでなく、CSR などについても豊富な情報が開示されるようになってきている。

機関投資家は、さらに、投資先企業との対話を目的とする専門組織を設立し、投資先企業の IR の促進と企業統治の改善に向けた圧力を強めようとしている¹⁵⁾。ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン (GO ジャパン) と東京海上アセットマネジメント投信は共同で投資先企業との対話をする組織を設立し、企業統治や IR に問題のある投資先企業に対し、対話を通してその改善を働きかけていくことになった。企業経営経験者や有識者で構成される諮問委員会が、投資先企業の中から15~20社選ばれた改善余地のある企業に対して、要望を伝えていくことになる。

第3節 株主総会等の改革

1990年代まで、株主総会、取締役会、監査役(会)などの会社機関は十分にその機能を果たしておらず、従って企業統治が機能していないことが問題とされてきた。2000年代に入ると法律の改正などの効果もあり、これらの会社機関にある程度の改善が見られるようになった。しかし、株主提案や委任状争奪などによる株主総会の活性化や社外取締役選任、社外取締役や社外監査役の独立性強化などに関しては、法律の改正によるよりも機関投資家の圧力によるところが大きいように考えられる。

日本の株主総会に関してこれまで一般に問題にされてきたのは、まず第1に総会開催日の集中である。わが国においては上場企業が特定の日に一斉に株主総会を開催するのが慣行となってきた。1996年は6月27日午前に2,241社が総会を開催した。これは6月中に総会を開く企業の88%に相当する¹⁶⁾。株主総会の一斉開催はいわゆる総会屋対策を名目に行なわれてきたのであるが、これによって複数の会社の株式を保有する個人株主も総会から排除されることになるのである。

この株主総会の一斉開催の問題は、近年大幅に改善されつつある。08年の上場企業の株主総会の特定日への集中度は48% (07年度は52.9%) と1980年代以降、初めて50%を割った。特定日への集中はこの数年、改善が進んでいるものの、依然特定の週にはなおかなりの集中がみられ、議決権行使の助言会社などからは、さらに開催週の分散を求める要望があげられている。1社で数千もの総会議案に対して助言を行うこれらの会社にとって、株主総会が集中していたのでは、1つひとつの議案を精査する十分な時間を確保することができないためである。

日本の株主総会の第2の問題点は、総会の時間がきわめて短いことである。欧米では、1年に1度の株主総会を株主と会社の貴重なコミュニケーションの機会ととらえ、会社が十分時間をかけて経営状況を説明している。これに対し日本では大部分の総会が30分以内で終了し、質問も全

15) 『日本経済新聞』2008年12月4日。

16) 『日本経済新聞』1996年6月27日夕刊。

くないのが普通であった。株主総会はほとんどの株主にとって発言することも議決権を行使することもなく、経営者の提案を無条件に承認するための機関となってしまっていた。しかし、総会の所要時間は徐々にではあるが長くなってきており、特に2000年代に入ってから長時間化が進んでいる。

図表4 株主総会の平均所要時間の推移

年度	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08
平均所要時間(分)	29	30	28	26	29	32	33	36	39	41	43	42	48	52	55	54

出所：商事法務研究会『株主総会白書』各年度版より作成。

第3の問題は、株主総会の非民主的運営であった。1990年代まで、日本企業は株主総会を短時間で無風に終わらせるために、多数の社員株主を総会に出席させ、一般株主の発言や質問の要求を威圧的な行為によって封じ込めるというようなことが常態化していた。しかし、このような行為が違法であるとの裁判所の判決や、このような行為の中での株主総会議決に対して取り消しを命ずる判決などが相次いだこともあり、一般株主の発言を封じ込めるような非民主的な運営は減少していった。

2000年以降は社員株主の出席を減らしたり、映像用機器を用いて総会のビジュアル化によって一般株主にもわかりやすく業績を説明しようと努める企業が増加した。個人株主を安定株主としてつなぎ留めるために、経営者が株主の質問に丁寧に回答しようとする企業も増加し、それが近年の株主総会の所要時間増大ももたらしている。株主総会の運営は2000年代に大きく改善されたと考えられる（図表5）。

近年、企業のコンプライアンス体制は強化されており、総会屋への利益供与の発生件数は減少している（図表6）が、コンプライアンス違反を原因とする企業倒産は増加している¹⁷⁾。これは、コンプライアンスに対する社会の目や監督官庁等の罰則がそれ以上に厳しくなったためと思われる。

株主提案は提案件数と会社数が増加傾向にあり、08年の株主提案件数は31件（28社）であった¹⁸⁾。2008年版『株主総会白書』によれば、31件のうち8件（6社）は電力会社に対する原子力発電所反対株主からの提案であった。「株主オンブズマン」はソニーに対して「役員報酬の個別開示」を求める提案を7年連続で行った。東日本旅客鉄道と東武鉄道に対しては、一部の株主から報酬の減額を求める提案が行われた。経営権への参画あるいは経営権の奪取を求めて行われた、大株主による取締役選任・解任の株主提案も、ツノダ、福井コンピュータ、北野建設、日本

17) 帝国データバンクの調査によると07年度のコンプライアンス違反企業での倒産件数は146件で、06年度に比べ43%増加した。

帝国データバンク「第4回 コンプライアンス違反企業の倒産動向調査」

http://shelf.bookpark.ne.jp/pdf/dl_view2.asp?site_id=TDBO&of=TDBO-TS002-101.pdf&nf=view&st=TDBO706&fs=f6f0b122bdfa

18) 商事法務研究会『株主総会白書』2008年度版、商事法務研究会2008年11月30日、16～17ページ。

図表5 株主総会の民主化状況

	90年	95年	98年	99年	00年	01年	02年	03年	04年	05年	06年	07年	08年
1時間以上を要した会社数	80社 3.9%	74社 3.3%	141社 5.7%	154社 6.4%	231社 9.3%	304社 12.0%	344社 13.5%	378社 14.9%	375社 14.8%	534社 20.7%	607社 23.6%	706社 27.4%	729社 28.5%
全く発信がなかった会社数	1,374社 87.7%	1,620社 86.7%	1,495社 75.8%	1,475社 72.9%	1,278社 66.0%	1,231社 61.2%	1,202社 61.0%	1,085社 55.6%	1,004社 52.2%	891社 46.0%	855社 44.0%	775社 39.7%	742社 37.8%
50以上の社員株主が出席した会社数	266社 17.0%	379社 20.3%	311社 15.8%	246社 12.2%	203社 10.5%	167社 8.3%	122社 6.2%	105社 5.4%	89社 4.6%	87社 4.5%	72社 3.7%	81社 4.1%	74社 3.8%
社員株主の出席を減らした会社数	—	—	299社 15.2%	465社 23.0%	455社 23.5%	528社 26.2%	477社 24.2%	433社 22.2%	377社 19.6%	329社 17.0%	283社 14.6%	378社 19.4%	207社 10.6%
株主提案権の行使会社数	5社	13社	16社	14社	14社	17社	14社	16社	20社	21社	18社	32社	28社
IR活動を既に実施している会社数	39社 2.5%	573社 30.7%	865社 43.9%	1,018社 50.3%	919社 47.5%	1,080社 53.7%	1,073社 54.5%	1,154社 59.2%	1,309社 68.0%	1,342社 69.2%	1,400社 72.1%	1,396社 71.5%	1,407社 71.7%
株主懇談会を開催している会社数	28社 1.1%	31社 1.7%	70社 3.6%	90社 4.5%	136社 7.0%	198社 9.8%	231社 11.7%	265社 13.6%	295社 15.3%	347社 17.9%	385社 19.8%	419社 21.5%	415社 21.2%
個人株主による総会での発言を歓迎する会社数	—	—	1,158社 58.8%	1,259社 62.3%	1,340社 69.3%	1,468社 72.9%	1,398社 71.0%	1,419社 72.8%	—	—	—	—	—
株主総会のビジュアル化を実施している会社数	—	—	135社 6.9%	202社 10.0%	318社 16.4%	530社 26.4%	643社 32.6%	797社 40.9%	908社 47.2%	1,055社 54.4%	1,157社 59.6%	1,284社 65.8%	1,383社 70.5%

出所：商事法務研究会『株主総会白書』各年度版より作成

ハウス・イング、ブラコー、新東工業、旭ダイヤモンド工業、カワタ、ぷらっとホームなどの株主総会で行われた。投資ファンドあるいは投資家の株主から配当や経営の是正を求める提案が、パイプドビッツ、電源開発、日比谷総合開発、北沢産業などで行われた。このうちザ・チルドレン・インベストメント・マスター・ファンド（TCI）が電源開発に対して行った株主提案は、外資による公益企業の株式取得の是非をめぐる論争との関係で注目されていたものである。

図表6 利益供与および株主提案等の変化（1996～2008年）

	96年	97年	98年	99年	00年	01年	02年	03年	04年	05年	06年	07年	08年
摘発された利益供与事件（社数ベース）	—	11	19	15	2	2	5	2	3	3	3	2	3
株主提案権の行使件数	13	17	16	14	14	18	15	16	22	23	19	34	31
株主提案権が行使された社数	13	16	16	14	14	17	14	16	20	21	18	32	28

出所：商事法務研究会『株主総会白書』各年度版より作成

また、社外取締役についても、徐々にではあるが、選任する企業が増加しており、その独立性もしだいに高まる傾向にある。日本監査役協会が監査役設置会社5,893社（有効回答数3,011社）を対象に2007年12月に実施したアンケート調査によれば、1社当たりの取締役数は平均8.23人と

図表7 社外取締役の前職又は現職

(カッコ内は平成18年7月実施の第7回調査結果)

	総会前					総会后				
	全体	大会社	大会社 以外	上場	非上場	全体	大会社	大会社 以外	上場	非上場
1. 親会社の役員 (%)	37.5 (69.4)	36.6 (69.2)	46.9 (79.1)	18.8 (55.2)	46.6 (76.4)	36.9 (68.3)	35.9 (68.1)	45.9 (78.2)	18.1 (53.3)	46.5 (76.4)
2. 大株主の役員 (%)	31.1 —	32.4 —	26.4 —	31.9 —	30.7 —	30.0 —	31.4 —	24.8 —	29.7 —	30.1 —
3. 取引銀行の役員 (%)	2.2 (2.2)	2.2 (2.4)	1.6 (1.2)	3.4 (3.8)	1.6 (1.4)	2.3 (2.4)	2.3 (2.6)	1.6 (0.9)	3.5 (4.2)	1.6 (1.5)
4. 取引先の役員 (%)	8.0 (10.1)	8.2 (10.7)	7.0 (6.1)	11.3 (12.1)	6.4 (9.0)	7.4 (9.8)	7.5 (10.4)	7.2 (6.0)	10.2 (11.4)	6.0 (9.0)
5. 会社と無関係な会社の 役員 (%)	9.4 (8.4)	9.4 (8.7)	9.8 (6.4)	17.9 (15.2)	5.2 (5.0)	9.8 (9.0)	9.8 (9.2)	10.4 (7.2)	18.6 (16.3)	5.3 (5.0)
6. 公認会計士又は税理士 (%)	0.9 (0.8)	0.8 (0.7)	1.8 (1.7)	1.6 (1.6)	0.6 (0.4)	1.0 (0.9)	0.9 (0.8)	1.9 (2.0)	1.8 (1.7)	0.6 (0.4)
7. 弁護士 (%)	1.9 (1.4)	2.1 (1.4)	0.7 (0.9)	4.2 (2.9)	0.8 (0.6)	2.6 (1.6)	2.8 (1.7)	1.2 (1.1)	5.7 (3.5)	1.0 (0.7)
8. 大学教授 (%)	2.1 (1.7)	2.1 (1.6)	1.8 (0.9)	4.5 (3.5)	1.0 (0.7)	2.5 (1.8)	2.8 (1.7)	1.8 (0.9)	5.2 (3.8)	1.1 (0.7)
9. 官公庁 (%)	1.3 (1.2)	1.2 (1.3)	0.5 (0.3)	1.3 (1.0)	1.3 (1.3)	1.4 (1.2)	1.4 (1.3)	0.7 (0.3)	1.5 (1.1)	1.4 (1.3)
10. その他 (%)	5.6 (5.0)	4.9 (4.1)	3.6 (3.5)	5.2 (4.8)	5.7 (5.1)	6.2 (5.0)	5.5 (4.1)	4.6 (3.4)	5.7 (4.8)	6.4 (5.1)
合計 (人)	3,908 (3,452)	3,294 (3,032)	561 (345)	1,279 (1,155)	2,629 (2,297)	4,008 (3,541)	3,384 (3,115)	569 (349)	1,357 (1,242)	2,651 (2,299)

- ・前回調査の「親会社その他大株主の役員 (上記1及び2に該当)」の数値は、「1.親会社の役員」に記載している。
 - ・「3.取引銀行の役員 (前年比0.1ポイント減)」、「4.取引先の役員」(前年比2.4ポイント減)が減少傾向にある。一方、「5.無関係な会社の役員」(前年比0.8ポイント増)、「7.弁護士」(前年比1ポイント増)、「8.大学教授」(前年比0.7ポイント増)が増加傾向にあり、社外取締役の独立性の厳格化が進んでいる。
 - ・全体では「1.親会社の役員」が最も多いが、上場会社のみ「2.大株主の役員」が最も多くなっている。
- 出所：日本監査役協会「株主総会前後の役員等の構成などに関するアンケート集計結果」平成20年3月13日
<http://www.kansa.or.jp/PDF/enquet8.080314-2.pdf>

この数年減少傾向が続いている¹⁹⁾。

また、社外取締役を選任している会社の割合は56.2%と前回2006年調査より1.7ポイント増加した。社外取締役は1社あたり2.37人と、前回調査より減少したものの、平均して2人以上の社外取締役を選任している。また、社外取締役の独立性も厳格化しており、社外取締役のうち「会社と無関係な会社の役員 (9.0から9.8%へ)」「弁護士 (1.6%から2.6%へ)」「大学教授 (1.8%から2.5%へ)」などの比率が上昇している。

19) 日本監査役協会「株主総会前後の役員等の構成などに関するアンケート集計結果—第8回インターネット・アンケート<監査役設置会社版>—」日本監査役協会ホームページ。
http://www.kansa.or.jp/PDF/enquet8_080314-1.pdf

また、執行役員制を採用している企業は50.2%と同調査で初めて半数を超え、執行役員制をとる企業が増加しつつある。執行役員数は平均14.23人であり、そのうち取締役を兼務する執行役員数の平均人数は5.28人であった。したがって、業務執行機能と監視機能はある程度分離していると考えることができる。

機関投資家は社外取締役の選任に関して、その独立性ばかりでなく、その勤務状況について問題にしつつある。議決権行使の助言会社日本プロクシーガバナンス（JPG）は取締役会への出席比率が75%未満の者や社外役員を6社以上兼務する者を社外取締役に選任する議案に反対している²⁰⁾。08年の株主総会では出席率75%未満の社外取締役候補を提案する38社の53人の選任議案に反対の助言をした。さらに在任期間が8年を超える者、社外取締役を相互に派遣し合うもの、顧問弁護士などについては独立性が認められないとして、これらの選任議案に反対の助言を行っており、独立性の評価をしないで厳格に行うようになってきている。

おわりに

国際的なコーポレート・ガバナンスの格付け機関が日本のコーポレート・ガバナンスを先進国中最低レベルと評価する理由は、主として取締役会における社外取締役の比率が低いことにある。日本のコーポレート・ガバナンス改革において独立性の高い社外取締役の選任とその比率を高めることが焦眉の課題であるのは明らかである。先進国では独立取締役を過半数とするのが一般的な基準となっているが、その際に証券取引所の上場基準が果たす役割が大きいように思われる。日本の証券取引所が上場基準に独立取締役の比率を盛り込むことによって、こうした改革を促進することが求められている。

一方、この数年、大企業の間で株式相互所有復活の兆しが見える。株式相互所有に参加する企業は、経営戦略上相互所有が必要であることを主張するが、敵対的買収の脅威にさらされている企業の間で多く行われていることから、買収防衛が目的のひとつとなっていることは否定できないであろう。これは、コーポレート・ガバナンス改革に逆行する動向であり、機関投資家などの激しい反発を生んでいる。2008年のブルドックソースの買収防衛を合法とする最高裁判決は多くの機関投資家を失望させ、これを機に外国人機関投資家の日本株離れを指摘する声も多く見られるようになった。市場の規律という側面からは、株式相互所有の復活、買収防衛策の導入などに今後より厳しい視線が注がれることになるであろう。

サブプライム・ローン問題に端を発したアメリカの金融危機は2007年以降世界の経済を大混乱に陥れたが、2008年秋の投資銀行リーマン・ブラザーズの経営破綻により世界の経済は100年に1度という危機に陥った。海外の投資ファンドや機関投資家は本国での損失を補填するために、日本株を売却し現金を引き上げる行動をとった。アクティビストで知られるスティール・パートナーズも、投資ファンドに対する投資家の解約が相次いでいるため、投資先企業の株式の全て、

20) 日本プロクシーガバナンス株式会社、前掲資料。

あるいは一部を売却し、日本株への投資を大幅に減らしている。その結果、日本企業の株価急落と外国人の株式所有比率の低下がもたらされた。外国人機関投資家の所有比率の低下は日本における企業統治活動の停滞につながる可能性がある。

2008年秋以降の金融危機の中で、強欲な投資ファンドやアングロサクソン型の資本主義に批判が集中しているが、それによって日本の企業統治改革が後退するようなことがあれば、日本企業の持続的発展も阻害されることになるであろう。