

外部監視と日本の企業統治

佐久間 信 夫

1. はじめに

企業統治ないしコーポレート・ガバナンスに関してはさまざまな定義がなされている。コーポレート・ガバナンスという用語は1980年代後半以降の機関投資家の株主活動を契機として一般に用いられるようになり、現在も機関投資家の現実の活動を前提に用いられることが多いと思われる。このような歴史的事実を重視するならば、コーポレート・ガバナンスは「株主をはじめとするステークホルダーの経営者に対する監視」と定義するのが最も適切と思われる。経営者を監視する方法には、株主総会や取締役会のような会社機関を介した監視と資本市場や証券取引所等の自主規制機関、監督「官庁」、そして監査法人等、企業の外からの監視の2つの方法が考えられる。

本稿では、これまでほとんど顧慮されることがなかった、企業の外部からの経営者の監視という視点から、最近の日本の企業統治の状況について検討することとしたい。

2. 株式持合い構造の変化

長い間わが国企業の最も顕著な特徴のひとつであった株式相互所有は、時価会計の導入やメインバンク機能の低下という要因もあり、急速にその解消が進んでいる。2004年9月に公表されたニッセイ基礎研究所の「株式持ち合い状況調査2003年度版」¹⁾によれば、持ち合い比率は2001年度（2002年3月末時点）にはじめて10%を割り、9.0%になり、2003年度には7.6%にまで下降した。また1992年以降、一貫して低下してきた安定保有比率も、2003年度には24.3%にまで低下した。持ち合い株主や安定株主はこれまで経営者の権力の重要な基礎となっていた。持ち合い比率と安定株主比率がともに近年著しく低下していることは、日本の企業統治の基礎的条件が大きく変化してきていることを意味する。

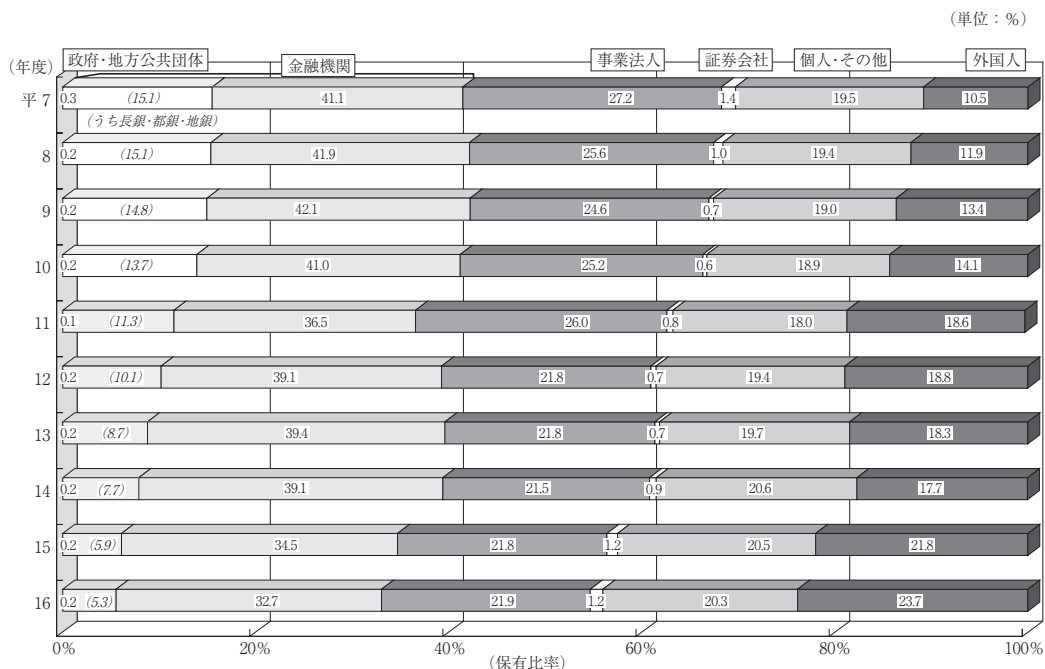
株式相互持合いは元来は乗取り防止のために始められたとされているが、そのほかに、経営者の支配力を強める効果を持つ。株式を持ち合っている企業どうしは株主総会に先立って白紙委任

1) ニッセイ基礎研究所ホームページ「株式持ち合い状況調査（2003年度版）」17ページ。

<http://www.nli-research.co.jp/index-j.html>

状を送り合うのが普通である。経営者は持合い相手の企業から送られた白紙委任状によって、相手企業のもつ自社株に与えられた議決権をあたかも経営者自身が所有するように行使することができる。経営者は株主総会に先立って過半数の議決権を委任状によって獲得してしまうことが多いため、経営者は取締役や監査役の人事権をはじめ、株主総会における重要な決定権を握ることになる。持合い関係にある企業や経営者どうしは、このように事実上の議決権の交換によって大きな支配力を獲得することができる。

図表1 最近10年間の投資部門別株式保有比率推移



出所：全国証券取引所「平成16年度株式分布状況調査の結果について」東京証券取引所ホームページ，2005年6月16日。

所有主体別の所有構造の変化をみるならば、銀行の株式所有規制が設けられたこともあり、近年、特に銀行と事業会社の間持合い解消が顕著であり、外国人（機関投資家）が売却された株式の受け皿となっている（図表1）。1990年には銀行（都銀・長銀・地銀）は全株式の15.7%（金額ベース、以下も同じ）を所有していたが近年所有比率を年々低下させ、2001年度には8.7%とはじめて10%を割り、個人の約半分にまで低下した。さらに2002年度は7.7%、2004年度末には5.3%まで低下した。2004年度末の事業法人の所有比率は前年度比0.1ポイント増の21.9%となった。子会社の新規上場、自社株買い、保有する銀行株の価格上昇などが金額ベースでの所有比率を上昇させた。

外国人所有比率は一貫して上昇を続け、2002年3月には18.3%となった。株式相互持合いの解消によって市場に放出された株式を外国人（機関投資家）が買い入れていることが分る。外国人の所有比率は市場価格ベースでは2001年3月に比べ0.5ポイント低下しているが、これは保有す

る電機メーカーの株価下落によるもので、株式ベースでは13.7%と前年に比べやや上昇している。2004年度末の外国人持株比率は22.5%（市場価格ベース）で1年間で2.3ポイント上昇した。

外国人持株比率の増大は、株式相互持合いの解消に対応するために一部の企業経営者が進めてきた施策の結果でもある。近年、一部の日本企業は株式時価総額を増大させ、企業価値を高めるために経営者が自ら海外で機関投資家を対象にIR活動を活発に行うなど、従来の株主政策を大きく転換している。このような株主政策の転換は個人株主に対しても実施されており、株式分割や売買単位の引き下げによって個人投資家に株式を買い易くしたり、あるいは株主優待制度を充実させ個人投資家を引きつけようとする企業も多くなってきた。その結果、個人株主の持株比率は上昇し、2002年度には20%を超えた。個人株主の持株比率は、金額ベースではやや減少傾向であるが、個人株主数は2004年度末まで、9年連続過去最高を更新し、増加し続けている。

外国人株主、とくに外国の機関投資家は厳しい企業統治活動をするため、外国人株主の所有比率の上昇は経営者に対する株主の監視が格段に強まることを意味する。それにもかかわらず、一部の経営者が海外で積極的にIR活動を始めたことは、自らに対する監視が厳しくなったとしても企業価値を高めることのほうが、企業にとって重要な課題であるということを経営者が認識し始めたからに他ならない。個別企業レベルでは外国人持株比率が30%を超える上場企業は2005年現在、104社（対前年度比29社増）、50%を超える企業は6社にのぼった。

3. 機関投資家の動向

ここ数年、機関投資家を中心に企業統治活動がしだいに活発化し始めている。まず、最初に役員報酬の開示要求について見てみよう。2002年6月の株主総会においては役員報酬を開示する企業が目立ったが、これは商法改正により、株主代表訴訟の賠償を軽減するために定款変更をする場合には、役員報酬の総額を明示する必要があることも理由の一つとなっている。

しかし欧米企業においては役員報酬を個別に開示するのが一般的な趨勢となっており、機関投資家は役員報酬についてさらに厳しい要求を打ち出している。カルパースなど世界の主要な機関投資家によって設立され、10兆ドルという巨額の資金を運用するICGN（International Corporate Governance Network）は役員報酬について次のような要求を出している²⁾。

- ① 報酬について株主総会で採決すること及びストック・オプションの利用抑制。
- ② 役員個別報酬を業績に関係のない基本報酬、短期的な業績に比例する短期報酬、長期的な株価上昇に伴う長期報酬の3種類に分けて開示すること。
- ③ スtock・オプションの発行や権利行使価格の調整も総会の議決事項にすること。

これらの要求は2001年12月のアメリカ企業エンロンの破綻や2002年7月のワールドコム破綻

2) 「日本経済新聞」2002年6月26日。

などアメリカにおける一連の企業不祥事において、CEOの巨額の報酬が問題視されたこと、またヨーロッパにおいてもABB社の経営者が巨額の報酬を不適切な方法で獲得していたこと³⁾など、経営者報酬の一連の問題に対応するものである。

日本においては経営者報酬の総額開示が一部の企業でようやくはじまったばかりであるが、さらに役員報酬の個別開示を求める動きも出始めた。役員報酬の開示に関して積極的な活動を展開している「株主オンブズマン」の動向をみてみよう。「株主オンブズマン」自体は機関投資家ではないけれども、「株主オンブズマン」の株主提案に賛成票を投じているのは主として外国人機関投資家である。2002年6月のソニーの株主総会において、「株主オンブズマン」は同社の役員報酬の個別開示を求めて株主提案を行ったが、これが27%という高い賛成票を獲得し、大きな注目を集めた。「株主オンブズマン」はその後の株主総会においても同様の株主提案を行い、2003年には30.2%、2004年には31.2%、2005年には38.8%の賛成票を獲得し、毎年賛成票を増加させている。同社の外国人株主比率は約48.1%（2005年現在）であるため、今後さらに多くの賛成票が集まる可能性がある。「株主オンブズマン」は2003年からはトヨタ自動車にも役員報酬の個別開示を要求している。トヨタ自動車においても「株主オンブズマン」の株主提案への賛成票は2003年15.8%、2004年19.6%、2005年25.1%と毎年増加している。日本取締役協会は2005年2月に、役員報酬の決定過程を透明化し、将来は開示すべきであるとの指針を公表している⁴⁾。

一方、株主総会で経営者の提出した議案に反対する株主がいる会社の比率が、この数年は毎年のように増加している。米国の議決権行使コンサルティング会社で、欧米の500以上の機関投資家に約8,500社の株主総会の議案のチェックをし、アドバイスを提供しているISS（Institutional Shareholder Services）は、2001年4月に東京事務所を設立し、日本の機関投資家へのサービスを本格的にはじめた。ISSは2002年度の総会で、2200社の議案のうち、1,074議案に反対するよう提案をしたが、反対の内訳は監査役の選任（47.5%）、退職慰労金の支払い（43.7%）などであり、社外監査役を系列企業など利害関係のある組織から選任することに対する反対が最も多い。2004年の株主総会では、ISSは日本企業2,100社の総会議案のうち3,519議案に反対するよう助言した。これは議案総数の2割にあたる⁵⁾。もともと外国人機関投資家は経営者の提案に反対する比率が高かったが、近年反対比率をさらに高めている。

また、厚生年金基金連合会は2003年6月開催の株主総会で、全議案の43%、2,992件について反対の議決を行った。日本の投資顧問会社や信託銀行の中にはISSの助言を受ける機関が増加しているが、これらの機関投資家は議決権を積極的に行使する姿勢を見せ始めている。海外の機関

3) 「01年11月にABB社を退社したバーネビック会長は約110億にのぼる退職金の金額を自分で決めていた疑惑が浮上し、背任容疑で当局の捜査を受けた。また、リンダーネル社長についても同様の疑惑がもち上がった。この事件をきっかけに、ABBの本社のあるスウェーデンやスイスで大企業の役員報酬が社会的問題に発展し、スイス国会でも取り上げられることになった。」「日本経済新聞」2002年6月22日。

4) 日本取締役協会ホームページ「経営者報酬の指針 要旨」。

http://www.jacd.jp/report/050214_02report.pdf, 2005年2月16日。

5) 「日本経済新聞」2002年7月6日。「日本経済新聞」2004年7月2日。

図表2 議案に対して「否」の指示をした外国人・機関投資家の有無（単位：%）

	2000年		2001年		2002年		2003年		2004年	
	全体	資本金 500億円超	全体	資本金 500億円超	全体	資本金 500億円超	全体	資本金 500億円超	全体	資本金 500億円超
あり	21.2	70.5	22.9	73.5	29.7	74.9	43.7	84.5	54.9	86.5
なし	72.0	21.1	68.1	18.7	58.4	11.4	43.6	4.3	33.8	3.0
その他	6.8	8.4	9.0	7.8	11.9	13.8	12.7	11.2	10.7	8.7

出所：商事法務研究会「株主総会白書」各年度版

投資家は受託責任を遂行するために、活発な企業統治活動を展開してきたが、日本の機関投資家も受託責任を果たす姿勢を明確にしなければ、海外の機関投資家に顧客を奪われる可能性が出てきている。

野村アセット・マネジメントは、同社が投資者に対する受託者責任を負っていることを明記した上で、「議決権行使ガイドライン」を公表している。同社は議決権行使委員会を設置し、次のようなケースにおいて同委員会が議決権を精査し、「賛成」「反対」または「棄権」等の意思表示をすることにしている⁶⁾。

<野村アセット・マネジメントの議決権行使のためのガイドライン>

- (1) 法令違反や、反社会的行為が認められる場合
- (2) 監査意見が無限定適正でない場合（当該項目は国内株式のみに適用される。）
- (3) 情報開示が不適切で、株主の利益を損なっていると思われる場合
- (4) 業績の著しい不振や投資収益の著しい低迷が続いているにも関わらず、経営陣による経営改善の努力が不十分と思われる場合
- (5) 経営戦略や財務戦略について、株主の利益を阻害する恐れがあると思われる場合
- (6) 取締役会の構成・規模、監査役の構成比が不適切で、株主の利益を損なう恐れがあると思われる場合
- (7) 株主提案議案
- (8) その他、明らかに株主の利益を損なうと考えられる場合

投資顧問会社や信託銀行に資金運用を委託してきた年金基金は、巨額の資金を保有するにもかかわらず投資先企業の経営には介入しない、いわゆる「もの言わぬ株主」として知られてきたが、自らが積極的に議決権を行使するようになってきただけでなく、最近投資顧問会社などに対しても議決権行使を求めるようになってきている。

たとえば、日本最大の公的年金である年金資金運用基金は、2002年に議決権行使の基準を定め、

6) 野村アセット・マネジメントホームページ。http://www.nomura-am.co.jp/company/vote/index.html

運用受託機関の積極的な議決権行使を促し、株主総会後に議決権行使状況を確認することになった⁷⁾。年金資金運用基金は議決権行使の基準として次の2つを掲げている。

① 株主議決権行使にあたっての基本的な考え方

株主議決権は、企業が長期的に株主の利益を最大にするような企業経営を行うよう、運用受託機関において行使するものとする。

② 運用受託機関の株主議決権の行使に関する方針および行使状況の把握

運用受託機関は、株主議決権の行使に関する方針を基金に提出するものとする。なお、運用受託機関は、当該方針の中で、企業に反社会的行為があった場合の対応についても明記しなければならない。運用受託機関は、毎年度、株主議決権の行使状況を基金に報告するものとする。

一方、議決権行使の環境整備を求める声も強くなっている。日本証券投資顧問業協会と厚生年金基金連合会は、東京証券取引所、大阪証券取引所およびジャスダック証券取引所に対し、連名で株主議決権行使に関するインフラストラクチャー整備に取り組むことを要望した⁸⁾。それは①株式発行企業への働きかけを期待する事項と②各証券取引所に期待する事項の2つからなり、効率的かつ円滑な議決権行使の促進を目的とするものである。

1. 株式発行企業への働きかけを期待する事項

- (1) 召集通知の早期発送と議案の電子開示の積極化
- (2) 開示情報の一層の充実
- (3) 投資家とのコミュニケーション機会の増加を通じた議案についての詳細な説明
- (4) 株主総会開催時期の一層の分散化
- (5) 電子媒体による株主総会議案の採決結果の開示

2. 各証券取引所に期待する事項

- (1) 上記企業に対する召集通知への証券コードの記載や召集通知フォーマットの工夫などの働きかけ
- (2) 東京証券取引所においては「上場会社コーポレート・ガバナンス原則（2004年3月11日）」のさらなる精緻化

7) 年金資金運用基金ホームページ。http://www.gpit.go.jp/nyou/housin.pdf

「管理運用方針」2002年3月28日、p6~7。管理運用方針は2004年3月に改正されたが、議決権行使の基準については変わっていない。

8) 日本証券投資顧問業協会のホームページ。

http://jsiaa.mediagalaxy.ne.jp/osiease/pdf/giketsuken170214.pdf

http://jsiaa.mediagalaxy.ne.jp/osiease/pdf/giketsuNEWS.pdf

この要望の1の(1)は、株主総会の召集通知の到着から総会開催までの期間が短いため、株主が議案を精査する時間がなく、海外の投資家に至っては議決権行使が間に合わないこともあるなどという従来の欠陥の是正を求めるものである。とくにホームページを用いて召集通知を公表し、議案の内容を検討するにあたって株主間に時間的・地域的不公平が生じないように求めている。1の(2)「開示情報の一層の充実」では、役員の詳細な経歴や社外取締役（社外監査役）候補者の企業との利害関係の有無、法令違反など過去の反社会的行為への役員の関与度合いなどについても情報開示を進めることを求めている。社外取締役や社外監査役の独立性を問題にしているという点で重要な要請である。

東京証券取引所は2004年3月に「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」を公表したが、この原則はあくまでも「関係者間における共通の認識基盤を提供することに主眼がおかれており」、ニューヨーク証券取引所やロンドン証券取引所の規制と比べると、企業統治の観点から著しく見劣りするものであった。2の(2)は、東京証券取引所の公表した原則が、企業統治のための具体的な内容を盛り込み、上場企業に対する企業統治の改善の啓発により積極的に取り組むよう求めている。

また、地方公務員共済組合連合会も独自のコーポレート・ガバナンス原則を策定し、この原則に基づいて議決権を行使することを投資顧問会社等に要請することになった⁹⁾。同連合会のコーポレート・ガバナンス原則は6項目から成る「コーポレート・ガバナンス基準を規定しており、独立取締役の選任や取締役についての十分な情報の開示などを求めているが、その中で特に企業の社会的責任を重視している。すなわち「連合会は公的年金の一つとして社会的責任を果たしていくことが求められている」ため、企業に対し、「自らが活動している社会の規範を守り、株式価値の長期的な増大を妨げるような反社会的行為を行うべきではない」と規定している。

わが国の機関投資家の中で現在最も活発な企業統治活動を展開しているのは厚生年金基金連合会であろう。同連合会は2001年「株主議決権行使に関する実施ガイドライン」を作成し、運用受託機関に対し積極的に議決権を行使するよう求めた。また2003年2月には「株主議決権行使基準」を、2004年3月には「株主議決権行使基準における社外取締役の独立性に関する判断基準」を策定した。これらの基準の中で同連合会は、企業に対して情報開示や説明責任、社外取締役の独立性などを強く求めた。さらに同連合会は2004年3月100億円の「コーポレート・ガバナンスファンド」を設定し、コーポレート・ガバナンスで優れている50銘柄を組み入れることになった。同連合会はまず、①株主価値重視の経営、②情報開示・説明責任、③取締役会、④役員報酬システム、⑤コンプライアンスとリスク管理の5項目から成る評価基準を設定、東京証券取引所第1部上場企業1,546社にアンケートを実施し、804社から回答を得た。回答企業は数では1部上場企業の52%にすぎないが時価総額では86%に達している。当初の組入れ銘柄数は43銘柄にとどまっ

9) 地方公務員共済組合連合会ホームページ、地方公務員共済組合連合会のガバナンス原則。
http://www.chikyoren.go.jp/pdf/main3_1_5.pdf

図表3 厚生年金基金連合会の「平成16年度運用受託機関 株主議決権行使結果」

1. 運用受託機関10社の総計（株主提案を除く）

議案名称	賛成	反対	棄権	反対 棄権計	議案数 合計	反対等 行使比率	運用機関別の 反対等行使比率
利益処分案等	2,634	578	0	578	3,212	18.0%	1.4%~26.5%
取締役選任	1,798	1,219	0	1,219	3,017	40.4%	16.7%~55.0%
監査役選任	1,705	224	0	224	1,929	11.6%	5.7%~37.8%
定款一部変更	1,849	128	8	136	1,985	6.9%	0.0%~28.9%
退職慰労金支給	1,104	1,295	0	1,295	2,399	54.0%	41.8%~97.5%
役員報酬額改定	461	4	0	4	465	0.9%	0.0%~13.0%
新株予約権発行	558	214	0	214	772	27.7%	12.5%~36.7%
会計監査人選任	76	0	0	0	76	0.0%	0.0%~0.0%
再構築関連※1	180	4	5	9	189	4.8%	0.0%~23.1%
その他の会社提案※2	483	37	6	43	526	8.2%	0.0%~13.3%
合計	10,848	3,703	19	3,722	14,570	25.5%	19.2%~30.5%

※1 合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割

※2 自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合、補欠監査役選任等

(注) 「取締役選任」・「監査役選任」の「反対」には、一部反対も含む

たが（2004年8月から運用開始）、こうした行動が上場企業に対する企業統治改善の大きな圧力になることは疑いない。同連合会のガバナンス評価基準は社外取締役の選任やその独立性を重視している結果、委員会等設置会社の形態をとる企業が多く選ばれ、トヨタ自動車やキャノンなどの好業績企業が漏れたことに疑問も投げかけられたが、同連合会は経営者との日常的な対話、いわゆるリレーションシップ・インベストメントをも重視し、さらに企業統治活動を強化する姿勢を示している。

同連合会は株主総会での議決権行使にもきわめて積極的に乗り出しており、2003年度（2003年7月から2004年6月まで）の上場企業の株主総会で会社議案の25%に反対投票を行った¹⁰⁾。前年度の反対投票率約3%から大幅な上昇となったが、これは同連合会が運用を委託する投資顧問会社11社に同連合会と同じ基準で議決権行使を徹底するよう要求したためである。同連合会が自ら管理運用する株式について反対ないし棄権した議決権行使比率は、2003年度は40%であったのに対し、運用を委託している株式のそれは4%に過ぎなかった。

このように、従来「モノ言わぬ株主」であった投資顧問会社は、議決権行使のガイドラインを策定し、議決権行使を始める段階から運用委託者の方針に従って議決権を行使する段階へと移行したのである。

一方、これらの機関投資家が連携する動きも見られる。2004年11月「コーポレート・ガバナンス推進会議」が設立され、厚生年金基金連合会に事務局が置かれた。「推進会議」の目的は「年

10) 「日本経済新聞」2004年10月6日。

図表 4 会社提出議案に対する議決権行使状況

《反対・棄権した企業数や議案件数は》

	平成14年度	平成15年度	平成16年度
会社提出議案に対して反対・棄権を投じた投資一任会社数	45社	56社	68社
反対・棄権した企業数（投資一任会社1社あたり）	32社 (414社)	88社 (444社)	100社 (347社)
反対・棄権した企業数の割合	8%	20%	29%
反対・棄権した議案件数（投資一任会社1社あたり）	67件 (2,214件)	146件 (2,376件)	186件 (1,755件)
反対・棄権した議案件数の割合	3%	6%	11%

*（ ）内は投資一任会社1社あたりの調査企業数／議案件数

《反対・棄権議案の主な内容（複数回答）》

	平成14年度		平成15年度		平成16年度	
利益処分案	23社	51%	37社	66%	30社	59%
役員報酬	16社	36%	21社	38%	21社	41%
退職慰労金	34社	76%	43社	77%	41社	80%
取締役選任	22社	49%	37社	66%	36社	71%
監査役選任	22社	49%	30社	54%	32社	63%
自己株式の取得（自社株消却）	9社	20%	15社	27%	7社	14%
ストックオプション付与	8社	18%	19社	34%	26社	51%
合併、営業譲渡、会社分割等	6社	13%	2社	4%	7社	14%
定款等変更	2社	4%	21社	38%	27社	53%
その他	4社	9%	7社	13%	9社	18%

(回答した投資一任会社数)

(45社)

(56社)

(51社)

出所：日本証券投資顧問業協会「日本証券投資顧問業協会における議決権行使への取組み」pdf 8 ページ，平成17年5月26日，厚生年金基金連合会ホームページ。

金基金、運用機関などの機関投資家や、企業、関係機関がそれぞれのコーポレート・ガバナンス（活動）への取り組み状況を報告し、意見交換を行うことを通じて相互理解を深め、わが国におけるコーポレート・ガバナンスの充実に資すること」となっている¹¹⁾。メンバーには機関投資家や投資顧問会社のほか、議決権行使のアドバイスをする ISS ジャパン、各国のコーポレート・ガバナンスの格付けで知られているガバナンスメトリクス・インターネショナル（GMI）、日本取締役協会や日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムなどの団体も加わっている。

投資顧問会社はコーポレート・ガバナンス活動への取り組み状況を報告させられることになるため、年金基金から取り組み状況についてモニタリングを受けることになり、コーポレート・ガバナンスの推進に対してより積極的な取り組みを迫られることになる。

11) www.pfa.or.jp/top/jigyou/pdf/cg_kaigi.pdf

4. 株主提案と敵対的企業買収における法人株主の行動の変化

株主提案権の行使も近年増加してきている。2004年6月までの1年間に行使された株主提案は20社・22件であり、前年に比べ4社（6件）増加した¹²⁾。特に最近は件数が増加したというだけでなく、提案の内容に大きな変化が起こっていることに注目すべきであろう。かつては電力会社に対して原発反対運動を展開する株主による提案など、いわゆる運動型株主による株主提案が中心であった。しかし、2002年には上述のように、「株主オンブズマン」によるソニーに対する役員報酬の個別開示を求める株主提案や、食品中毒事件および偽装牛肉事件に関わる株主提案など、内容も多様化がみられる。雪印乳業における株主提案は、「株主オンブズマン」が同社に対して、安全監視担当の社外取締役の選任と商品安全監視委員会の設置を要求するものであったが、同社はこれを受け入れ、全国消費者団体連絡会元事務局長の日和佐信子氏を社外取締役に選任し、同氏を委員長とする「倫理・品質委員会」を新設した。

2002年の株主提案に関して最も大きな注目を集めたのは、東京スタイルの株主総会において通産省OBの村上世彰氏の行った提案である。村上氏は①1株500円の配当を支払うこと、②自社株取得枠の上限を3,400万株にすること、③社外取締役2人を選任すること、などの株主提案を行い、委任状争奪戦を展開した。

東京スタイルは総資産1,789億円のうち7割、約1,253億円を現金や有価証券で保有する優良企業である。村上氏の主張は有効に活用されていない巨額の資金を株主に配当として還元し、また、自社株買いを実施して株主価値を高めるべきであるというものである。東京スタイルの2001年2月の配当は12円50銭であったから、500円はその40倍に相当する。会社資産の有効活用に対する要求や、余剰資金の株主への還元の要求は、アメリカの企業統治においては最も重視されている側面のひとつであり、村上氏の行動はアメリカ型企業統治の展開という点で注目を集めた。経営者は当初、村上氏の株主提案を全面的に拒否したが、①1株20円の配当、②自社株取得枠上限1,030万株、③村上提案とは別の社外取締役2人を選任の対抗提案を行った。

投票の結果、村上氏の提案は辛くも否決されたが、議案によっては賛否が極めて僅かであったものもみられた。11.9%の株式を所有する筆頭株主の村上氏に賛成票を投じたのは外国人（持株比率29%）と一部の個人であったといわれる。一部の外国人株主の村上氏支持の委任状が総会までに届かなかったといわれるが、これが予定通り届いていれば結果が変わっていた可能性もある。これに対して経営者提案に賛成したのは、銀行・生保（20%）、取引先（14.5%）であり、投資信託や投資顧問などは議案ごとに賛否がわかれた¹³⁾。

この委任状争奪戦は、従来日本企業において安定株主を構成し、経営者を支持してきた銀行・生保や取引先と株主への利益還元を求める外国人株主および個人株主との争いという形になる。

12) 『株主総会白書2004年版』商事法務研究会、2004年11月、13ページ。

13) 「日本経済新聞」2002年5月24日。

経営者に対抗する株主提案が、日本でこれほど高い賛成票を獲得したことは過去に例がないばかりでなく、この株主提案をめぐって日本の機関投資家が、いずれを支持するかについて真剣な検討をしたことは日本の企業統治が新しい局面を迎えようとしていることを示していると言えることができるであろう。

その後、余剰資金を株主に還元せよとの要求は、ユシロ化学工業（金属加工油剤の製造業）とソトー（毛織物染色業）においても行われた。両社はともに内部留保を厚く積み2003年9月の株主資本比率はユシロ化学工業が72%、ソトーが77%に達していた。これは利益を社内に蓄え、資金を設備投資などに積極的に投資していないことを意味する。この資金はもともと株主のものであるから、無駄に資金を眠らせておくくらいならば配当などの形で株主に還元すべきであるとする主張から、アメリカ系の投資会社であるスティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド（以下スティール・パートナーズ）は2003年12月に両社に対してTOBをかけ敵対的買収に乗り出した。これに対してユシロ化学工業のとった対抗策は、株主配当を前年度の14倍の200円に増大させ、現在の株主に株式を保有する魅力を高めさせTOBに応じさせないようにするものである。その後もユシロ化学工業はむこう3年間の利益をほぼ全て配当にあてる方針を発表したため、株価が上昇し、スティール・パートナーズのTOB価格を上回ったため、この敵対的買収は成功しなかった。

一方、ソトーの防衛策はソトーの経営陣による企業買収（MBO）であった。スティール・パートナーズのTOB（買い付け価格1,150円）に対抗して経営陣がスティール・パートナーズより1株100円高い買い付け価格でTOBをかけるというものである。スティール・パートナーズは買い付け価格を1,400円に引き上げ、買収合戦となったため市場価格が急騰した。さらにソトーは年間配当を前期の12円から200円に増配することを公表したため、株価はいっそう高騰しTOB価格を大幅に上回り、TOBに応じる株主はほとんどいなくなった。その結果、スティール・パートナーズの敵対的買収も失敗に終わった。しかし、この2つの事例では、両社が買収防衛策として配当を大幅に引き上げたことから、内部留保を株主に還元すべきであるというスティール・パートナーズの本来の目的はほぼ完全に達成されたといえることができる。企業は株主価値を重視する経営に転換を迫られたことになり「市場の規律」が機能しはじめたことになる。

従来日本の法人株主はいわゆる安定株主がほとんどであり、敵対的企業買収を回避するための株主安定化政策の下で、法人株主は高い持株比率を維持してきた。それゆえ法人株主は投資先企業が敵対的買収を仕かけられたとしても、投資先企業の株式を売却することはなかった。しかし2004年2月のライブドアによるニッポン放送の敵対的企業買収においては、このような安定株主としての法人株主の行動に相当の変化が現れ始めた。買収合戦において法人株主が高い買取り価格を提示している敵対的な買収提案者に株式を売却せず、低い買取り価格を提示した友好的な買収提案者に株式を売却することは、法人株主自身の株主に対して損失を与えることになり、法人株主の経営者が株主代表訴訟を提起されることになりかねないためである。

2004年春にニッポン放送はフジテレビの株式を32.3%所有していたが、このフジテレビ株の時

価総額はニッポン放送自体の時価総額を上回っていた。これは見かたによってはニッポン放送の企業価値はマイナスの評価になるということもできる。フジテレビとニッポン放送はこのような「資本のねじれ」を解消するために、まず2004年春ニッポン放送がフジテレビの株式を売却し所有比率を22.5%にまで引き下げ、逆にフジテレビがニッポン放送の株式の12%を取得した。次いで2005年1月17日、フジテレビが日本テレビを子会社にしてフジサンケイグループの複雑な資本関係を整理する目的で、フジテレビが日本放送株の50%以上の取得を目標にTOBを実施した。フジテレビの買い付け価格は1株5,950円であった。ライブドアはこの友好的企業買収の間に突然割り込み、2月8日ニッポン放送の株式35%を東京証券取引所の立会外取引で取得した。証券取引法は経営権を獲得するために3分の1を超える株式を取得する場合はTOBを用いるべきことを規定している。したがってこのケースが違法にあたるとする指摘も出された。金融庁はこのケースが違法にはあたらないとの判断を下したものの、問題であることは認め、将来は規制する方針をうち出した。その後ライブドアはさらに市場でのニッポン放送株買収をすすめ、株価は7,840円まで高騰した。フジテレビのTOBの買い付け期限の3月7日時点でフジテレビのニッポン放送株取得率は36.47%となりTOBは成立した（フジテレビは途中で買収目標を50%から25%に引き下げた）。TOB終了時の株価は6,600円であった。他方ライブドアがこの日までに市場を通して取得したニッポン放送株式は42.23%に達した。

この買収戦で注目されたのはニッポン放送株を所有する法人株主がフジテレビのTOBに応じ、敵対的買収を阻止するための安定株主としての役割を果たしたかどうかである。フジテレビとの取引関係を重視する東京電力、関西電力、講談社、電通などの法人株主はTOBに応じる一方、第一生命保険、日本生命保険、野村ホールディングスなどはTOBに応じるかどうか態度を明らかにせず、トヨタ自動車は中立の立場から株式を保有し続けることを表明した。また、一部の生命保険会社と宝ホールディングスなどの企業は持株のうち半分をTOBに応じ、半分は市場で売却するという行動をとった。このように法人株主は、従来の安定株主としての役割を重視する立場から、自社の株主に対する責任をより強く意識するように変化してきており、これまでの日本的な企業間関係が変わりつつある。

5. 監査法人と規制機関

2001年12月のエンロン倒産以後の一連の企業破綻において、米国の企業と会計監査法人の癒着の問題が批判されることになった。米国は2002年7月に企業改革法を制定し、監査法人の監査部門とコンサルティング部門を切り離すことや、監査法人に対する独立の監視機関を新設するなどの方法によって、監査法人が企業経営者と癒着を深め、粉飾決算を見逃したり、あるいはこれに積極的に関与したりすることを防止するための施策を打ち出した。日本においても同様の事件が以前から続発していたが、山一証券、そごう、ヤオハンジャパン、長銀、日債銀など粉飾決算をめぐる監査法人が損害賠償を求めて提訴される例も少なくない状況になってきている。また日本住宅金融をめぐる粉飾決算では、提訴された朝日監査法人が初めて株主との和解に応じた。こ

のように監査法人の甘い監査が日本においても厳しく糾弾されるようになってきた現実を背景に、監査法人と企業の関係あるいは監査法人に対する監督にもやや緊張感が見られるようになってきた。

監査法人が監査報告書に特記事項をつける企業の数も、2000年3月期は30社、2000年9月期62社、2001年3月期60社、2001年9月期100社、2002年3月期105社、というようにしだいに増加している。また、2003年3月期からは企業の継続性（ゴーイングコンサーン）規定が導入され、破綻リスク情報の開示が義務付けられることになったため、監査法人と企業との関係は一層緊張感のあるものへと変わってきた。2004年3月期決算短信で、企業の存続にかかわるリスクを抱えていることを意味する、ゴーイングコンサーンを記載された会社は30社にのぼった。企業と監査法人との間の意見対立や、監査リスクの上昇を理由に監査法人が企業との監査契約を解除する例も多くなっており、契約期間中に監査法人が交代した直後に企業が倒産した例も出ている。さらに、日本公認会計士協会は監査法人に対する調査を実施し、調査対象となった109監査法人（全体の約3割）のうち99法人（調査対象の9割）に改善勧告を出した。

公認会計士制度に対する国際的な信任の確保を目的として、2002年12月に金融審議会公認会計士制度部会において、「公認会計士制度の充実・強化」と題する報告書がまとめられた¹⁴⁾。この報告書は①公認会計士の使命・職責の明確化、②公認会計士等の独立性の確保、③監査法人等に対する監視・監督の機能の充実・強化、④公認会計士制度の見直し等を内容とするもので、この報告書に基づき、2003年6月に公認会計士法が改正された（2004年4月より施行）。この「公認会計士法の一部を改正する法律」（以下：改正公認会計士法）により、これまでの公認会計士審査会を改組・拡充する形で2004年4月に公認会計士・監査審査会が金融庁の中に設立された。同審査会は会長と9人の委員から構成され、これまで公認会計士審査会が行ってきた①公認会計士等に対する懲戒処分や監査法人に対する処分の調査審議、および②公認会計士試験の実施の他に、新たに③日本公認会計士協会による「品質管理レビュー」のモニタリングをも行うことになった。「品質管理レビュー」とは、日本公認会計士協会が、公認会計士や監査法人が行う監査の品質管理状況をレビューする制度である。公認会計士・監査審査会は日本公認会計士協会に対して「品質管理レビュー」をモニタリングするほか、監査事務所や被監査会社もモニタリングの対象としている。具体的には、内部管理体制に問題がある場合には、監査法人だけでなく監査を受けている会社に対しても公認会計士・監査審査会が立入り検査を実施する方針を打ち出している。公認会計士・監査審査会は「品質管理レビュー」が機能しているかどうかを点検することによって監査法人を間接的に監視することになる。

アメリカでは2002年の企業改革法により、上場企業会計監視委員会（PCAOB）が新設され、監査法人の監督を担うことになった。従来は監査法人に対する監督は監査法人どうしが相互に行

14) 以下は、次の資料によっている。公認会計士・監査審査会ホームページ。

<http://www.fsa.go.jp/cpaaob/about.pdf>

うピアレビューといわれる方式で行われてきたが、監査法人から独立したPCAOBに監督機能を移すことになったのである。公認会計士・監査審査会のモニタリングはアメリカでのこうした流れにならない、日本公認会計士協会の「品質管理レビュー」を日本公認会計士協会から独立した機関がチェックしようとするものである。アメリカのようにPCAOBが直接監査法人を監視するのではなく、日本公認会計士協会が行った「品質管理レビュー」を公認会計士・監査審査会がモニタリングするという、間接的な方法では会計監査に対する監視は十分ではないというもの、従来と比べれば一歩前進というべきであろう。

改正公認会計士法にもとづき、不正をはたらいた公認会計士および監査法人に対する処分も強化された。金融庁は2004年8月26日付で「公認会計士・監査法人に対する懲戒処分等の考え方(案)」(以下：指針案)を公表した¹⁵⁾。従来の公認会計士法では、虚偽証明、法令違反などの場合の業務停止期間は最長1年間であったが、改正公認会計士法では業務停止期間の上限を2年に引き上げ、この指針案では不正行為への処分内容を詳細に列挙し、「懲戒処分等の強化を図る」姿勢を明確に打ち出している。

公認会計士・監査審査会は2005年2月8日、日本公認会計士協会が実施している「品質管理レビュー」に対するモニタリングの結果を初めて、「品質管理レビューの一層の機能向上に向けて—日本公認会計士協会による品質管理レビューの実態把握及び提言」と題する報告書で公表した¹⁶⁾。この報告書は1999年から2003年までの5年間の「品質管理レビュー」を分析したものであり、日本公認会計士協会による会計士に対する不正チェックが不十分であるとして、多くの改善すべき項目を指摘している。とくに同一監査法人に対し同じ項目の改善勧告が改善状況不十分として再度指摘されていることは日本公認会計士協会のフォローアップの取り組みが不十分であることを示していると指摘している¹⁷⁾。また、この報告書は「法令違反若しくは会計監査規範の準拠性違反」を行った監査事務所および「レビュー拒否の監査事務所や改善勧告に対する改善措置について改善策を講じようとしぬ監査事務所」に対して、その内容を公表して厳正に対処

図表 5

(監査事務所数)

区 分	無限定意見		限定意見		否定的意見		計
監 査 法 人	22	18.3%	98	81.7%	—	—	120
公認会計士	36	19.6%	148	80.4%	—	—	184
計	58	19.1%	246	80.9%	—	—	304

出所：公認会計士・監査審査会ホームページ「品質管理レビューの機能向上に向けて—日本公認会計士協会による品質管理レビューの実態把握および提言—」12ページ、
<http://www.fsa.go.jp/capaob/shinsakai/gijyoushi/2005208.html>

15) 金融庁ホームページ。 <http://www.fsa.go.jp/news/newj/16/sonota/f20040826-2.html/>

16) 公認会計士・監査審査会「品質管理レビューの機能向上に向けて—日本公認会計士協会による品質管理レビューの実態把握および提言—」公認会計士・監査審査会ホームページ。
<http://www.fsa.go.jp/capaob/shinsakai/gijyoushi/2005208.html>

17) 同上資料、45ページ。

図表 6

平成13年度から同15年度までの監査事務所の規模別による改善勧告事項の有無は以下のとおりである。

(監査事務所数)

区 分	改善勧告事項				計
	なし		あり		
監 査 法 人	—	—	120	100%	120
公認会計士	8	4.3%	176	95.7%	184
計	8	2.6%	296	97.4%	304

また、平成13年度から同15年度までの監査事務所の規模別による改善勧告事項の再指摘の有無は以下のとおりである。

(監査事務所数)

区 分	再指摘事項				計
	なし		あり		
監 査 法 人	12	10.9%	98	89.1%	110
公認会計士	31	21.2%	115	78.8%	146
計	43	16.8%	213	83.2%	256

出所：公認会計士・監査審査会ホームページ「品質管理レビューの機能向上に向けて—日本公認会計士協会による品質管理レビューの実態把握および提言—」13ページ、
<http://www.fsa.go.jp/capaob/shinsakai/gijyoushi/2005208.html>

するよう、日本公認会計士協会に求めている。

2004年12月に施行された改正証券取引法では、企業が重要な情報を開示しなかったために株主に損失を与えた場合には株主が損害賠償を起しやすくなった。これに先立って金融庁は04年3月期の有価証券報告書から経営上のリスク情報の開示を義務づけた。その結果、事故や事件にかかわった企業などのリスク情報が開示されることになった。

次に、わが国の証券取引所が企業統治改善に対してどのように取り組んできたかについて検討することにしよう。ニューヨーク証券取引所は1970年代から社外取締役の選任や監査委員会の設置を上場規則の中に盛り込んできた。また、ロンドン証券取引所はキャドバリー委員会報告書など3つの報告書を統合した統合規範を上場規則に採用し、企業情報の広範な開示を求めている。このように海外の証券取引所が企業統治の改善に関して急速に整備を進めているのに対し、東京証券取引所のそれは極めて遅れたものとなっている。東京証券取引所は2004年3月「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」を制定した。しかし、それはこの原則が冒頭で述べているように「コーポレート・ガバナンスに関する特定の施策やその集合体としての特定のモデルを、最良のもの又は最低限のものとして示そうとするもの」ではなく、関係者に対して「共通する認識の基盤を提供すること」を目的としている¹⁸⁾。このように東京証券取引所の企業統治に関する規

18) 株式会社東京証券取引所「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」3ページ。東京証券取引所ホームページ。<http://www.tse.or.jp/listing/cg/principles/index.html>

制は海外の証券取引所の規制とは大きく異なるものである。

また、2004年8月に発覚した西武鉄道の有価証券報告書への虚偽記載事件では、同社の上位10大株主の所有比率について40年以上にわたって虚偽の記載がなされていたことが明らかになった。この事件を受けて金融庁は2004年11月有価証券報告書を提出している全ての企業に有価証券報告書の点検を指示したところ、589社（全体の13%）が報告書を訂正する結果となった。この事態を重視した金融庁は有価証券報告書への虚偽記載に対して課徴金を課するように証券取引法を改正する方針を打ち出した。西武鉄道は10大株主への所有の集中が80%を超えていたことが発覚し上場廃止となったが、東京証券取引所が同社の上場廃止基準への抵触を長年にわたり見逃してきたことや、多くの企業の有価証券報告書の誤りを放置してきたことは極めて重大な問題であろう。証券取引所自らが市場の信頼を損なう行動をとってきたことになる。この事件の後、東京証券取引所は上場企業に有価証券報告書が正確であることを誓約する義務を負わせ、誓約できない場合には上場廃止とする新たなルールを設けることになった。すなわち上場企業は「有価証券報告書等の記載内容の適正性に関する確認」を提出しなければならず、確認書を提出したにもかかわらず虚偽の記載が認められた場合にも上場廃止基準の対象にすることになった¹⁹⁾。

これまで株主総会の開催通知が株主に発送されてから株主総会までの期間が短く、多くの企業に投資する機関投資家が個々の企業の総会議案を精査することが困難であるとの不満があげられていた。とくに海外の機関投資家は郵送に時間がかかるため議決権行使すら難しいケースもあった。年金資金運用基金や厚生年金基金連合会などの機関投資家はこうした状況を改善するよう東京証券取引所に要求してきたが、2004年7月機関投資家向け議決権行使サービス運営会社、インベスター・コミュニケーション・ジャパン（ICJ）が設立された。ICJは東京証券取引所、日本証券業協会、アメリカのシステム会社オートマチック・データ・プロセッシングが共同出資する会社で、ICJのシステム上に企業の総会議案を開示し、内外の機関投資家がそれを閲覧して議決権を行使する仕組みを構築する²⁰⁾。このシステムへの参加を決定している企業は全上場企業の7%程度と少ないものの、システムが稼動（2006年3月予定）すれば、機関投資家の議決権行使に資するところが極めて大きい。

19) 東京証券取引所ホームページ。「会社情報等に関する信頼性向上のための上場制度の見直しについて」
<http://www.tse.or.jp/guide/interview/041116s.pdf>, 2004nenn 11月16日。

20) 「日本経済新聞」2005年2月18日、2005年3月15日。