

米国における企業改革と日本的経営システムの課題

鎌田 信男

要 旨

2001年12月から2002年にかけて続発した企業不祥事件をきっかけに、米国政府、証券監督機関はドラスティックな企業改革に乗り出した。企業改革に対しては経営側からの反発もあったが、行政当局は、経済システムの健全化を念頭に、あえて経営者に対し厳しい規律を求めた。行政側が厳しい企業改革に踏み込めた背景には、機関投資家の積極的な株主行動や、証券監督機関、労働省による株主重視政策の効果で、コーポレート・ガバナンスの意識が米国社会に浸透していたためである。ところで、日本に目を転じてみると、株式市場では、外国人の株式保有割合が、今や2割に達している。急激に進行する株式市場のグローバル化は、コーポレート・ガバナンスでは後進国とも言える日本における経営スタイルを大きく変革させていく可能性がある。ただ、海外機関投資家による外圧的経営改革にのみまかせるのではなく、日本の行政機関、企業双方が、コーポレート・ガバナンスの本来のあり方を自らの課題として再検討すべきであろう。経営の透明化、経営責任の明確化、そして企業不祥事の再発防止に向けた企業改革に、自らの意思で本腰を入れる時機が日本に到来したと思われる。

はじめに

米国の有力企業の1社とみなされていたエンロン社(Enron Corp.)が、2001年12月に突然倒産した事件は、米国社会に大きな衝撃を与えた。しかも、エンロン事件発生直後から、相次いで大手企業で不正行為が発覚、それによる企業倒産が続発した。自由主義経済のメカニズムで経済成長を支えてきたのは、民間企業の活力だった。一連の企業事件は、高度成長の支柱となっていた企業活動への米国市民の信頼を大きく揺るがした。米国企業への信頼崩壊は、経済システムの混乱に繋がる。

危機感の中で、米国行政府は素早い対応をとった。議会は企業改革法を公布し、証券取引を管理する証券取引所も上場規則改革案を発表し、企業不正に対し断固とした措置をとった。こうした措置では、不正行為排除のため、経営の透明化と経営者の経営説明責任強化に特に重点が置かれた。有名企業が経営者の判断で粉飾決算や不正取引を行い、結果的に企業倒産に繋がるケースは日本でも後を絶たない。しかし、日本社会では、依然米国のような思い切った経営者監視のルール導入が実現されていない。日本の企業環境と比較すると、米国の企業改革に向けての積極的姿勢が一段と鮮明になる。

米国で、ドラスティックな経営者監視ルールの導入を取り込めることができた背景は何か。コー

ポレート・ガバナンス⁽¹⁾の意識が、社会内部に根強く浸透していたから、というのがその答えであろう。本論では、米国においてコーポレート・ガバナンスを社会に浸透させた要因を整理した上で、米国型経営システムの有効性と、日本的経営の課題を検討したい。

1. 米国における企業改革と経営者監視の強化

(1) 企業不祥事発生と行政的対応

新興工業諸国での輸出産業の興隆、一次産品価格や国内での人件費高騰などで、1970年代にはじまった米国企業の活力低下は、80年代に入っても進行した。81年に政権に就いたレーガン大統領は、「強いアメリカの実現と減税政策」をスローガンに政権を運営したが、企業の復活には至らず、結局は「双子の赤字」(＝政府財政と経常収支の大幅赤字)を残す結果となった。

米国経済に著しい変化が現れたのは、IT産業育成を産業政策の軸に位置づけたクリントン政権期においてである。90年代、クリントン大統領期の米国経済は、伸び悩みの時代を抜け出し、快進撃の時代に入った。経済成長率は、政権期間(93年～2000年)、実質GDPで年率3.8%。米国経済は、1960年代以来の高度成長⁽²⁾を謳歌した。

クリントン大統領期の高度経済成長の基盤は、民間企業の活力だった。世界にささきがけて情報部門の強化に本腰を入れた産業政策⁽³⁾は、民間企業での活発な設備投資と、生産性の伸びをもたらした。経済成長と株式市況の活気⁽⁴⁾に支えられ、米国社会は、世界経済のリーダーとしての地位を固め、自国経済の順調な発展に自信を深めた。

経済運営で自信を取り戻した米国社会に大きな衝撃を与えたのは、2001年12月に露呈したエンロン社経営陣による不正会計操作である。エンロン社(Enron Corp.)は、1985年に設立されたエネルギー商社で、ITと金融技術を駆使し設立以来15年間で米国企業トップ10(フォーチュン誌集計で、売上高ベースで1999年18位から2000年に7位となる)にランキング入りするまでに急成長した企業である。世間の注目を集めていた同社が経営破綻に陥ったのが、2001年12月。倒産後の調査で、同社の杜撰な経営内容と経営陣による巨額の会計操作が確認され、米国内外の金融市場を混乱させた⁽⁵⁾。発覚した企業不祥事は、エンロン社だけではなく、2002年に入ると、国内の有名企業で相次いで経営者による不正行為が発覚したのである。大手小売のKマートに、会計操作で売上水増しの疑惑が浮上。SECの調査の後、2002年1月に連邦破産法第11条(会社更生法に相当)を申請した。また、光通信のグローバル・クロッシングも粉飾決算が発覚、同じ1月に同法第11条を申請した。大手通信のワールドコムは、2002年6月に会計操作が発覚し、倒産した。この他、主だったところだけでも、金融のタイコ・インターナショナル、ダイナジー、クエスト・コミュニケーションズ、メルクなどで、2002年中に会計操作が発覚している。

経済を支えてきた民間企業の運営が機能しなくなれば、経済システムが崩壊する。米国の政策当局は、企業不祥事再発防止を念頭に、経営の透明化と経営者の説明責任に焦点を絞り、素早い企業制度の改革を行なった。

以下で、とりわけ企業改革に強い影響をもたらした議会及び証券監督諸機関に焦点をあて、法

制度上の改革を概観してみよう。

ア. 議会からの企業改革

企業不祥事後、2002年3月、ブッシュ大統領が、企業改革に向け10項目の提案を行う(正式名称は「会社の責任改善と米国の株主保護のためのプラン」)。企業への投資家保護を前提としたもので、その骨子は、企業の重要情報は投資家が常時、かつ迅速に入手可能な状態にすること、企業の全公開情報についてCEO (Chief Executive Officer) やCOO(Chief Operating Officer)などの企業経営の最高責任者が個人として責任を負うこと、米国証券取引委員会(以下SEC, Securities and Exchange Commission)監督下に監査法人を監視する独立機関を設置すること、などである。

大統領プランをベースに、2002年前半に議会上下両院で企業改革法案作りが始まり、両院各委員会(上院は、銀行住宅都市問題委員会、下院は金融サービス委員会が担当)で練り上げられた後、企業改革法案(=サーベンス・オクスリー法案、英文正式名称は、An Act to Protect Investors by Improving the Accuracy and Reliability of Corporate Disclosures Made Pursuant to the Securities Law, and for other Purposes)へ一本化され、2002年7月30日に連邦法として成立した。

企業改革法は上場会社を対象に、主としてコーポレート・ガバナンス改革と企業情報開示の改善に焦点が当てられた。とりわけ、ガバナンスの面には、多くの改革事項が盛り込まれた。その概要として、①これまで以上に強い権限を持つ監査委員会の設置を義務付ける、②監査委員会は、独立取締役⁶⁾から構成され、任務上必要な場合、会社費用で外部の独立した立場のアドバイザー(弁護士など)を利用できる、③外部監査人の任免、報酬決定は監査委員会により行われ、監査報告は監査委員会に提出される、④監査委員会に従業員から内部告発を秘密保持の状態で行える制度を設けさせる、⑤CEO、CFOなど経営執行者に財務報告書の個人保証を行わせる、などが指摘される。情報開示面では、①企業監査を監視する機関として公開会社会計監督委員会(PCAOB)をSECの管轄下に新設(同委員会は、監査法人の監督や監査報告の作成に関する監督を行う)、②監査法人の業務を制限、③企業による財務情報開示の改善、④投資銀行のアナリスト業務の制限、などが規定されている。

イ. 証券監督機関からの改革

投資家の保護と、企業経営の透明化を重視する証券監督機関も、企業不祥事対策にたちあがり、具体的な対応策を打ち出した。

SECは、事件発生直後から、企業事件に強い関心を示していたが、2002年2月に、証券取引所に上場基準の改定を促していた。さらに、ヘンリー・ピットSEC委員長(当時)自身が、2002年3月の上院公聴会で改革案を公表した。その概要は、①四半期情報など重要情報の早期開示、②取締役等の行動規範の再検討、③CEOなど企業経営者による公表財務報告書の個人名での保証、④監査法人の監督機関の新設、⑤企業による担当監査法人の定期的な変更などである。これらの考えの多くが、企業改革法で生かされることになった。

取引所側からも、上場規則の変更の形で、企業経営者の規律を求める改革案の検討が、議会の動きと平行して始まった。ニューヨーク証券取引所（以下 NYSE）は、後述の通り、1950年代から企業の取締役会に最低2人の社外取締役を入れるよう上場規則を改定するなど、古くからコーポレート・ガバナンス問題に積極的に取り組んでいた。そのNYSEは、2002年8月から何度となく検討案を公表し、2003年11月に、コーポレート・ガバナンス規則最終案を公表している（Final NYSE Corporate Governance Rules, Nov 04 2003）。以下は、その要点である。

- 1) 取締役会の過半数を独立取締役とする。
- 2) 監査委員会（最低3人）の構成委員は全て独立取締役とする。
- 3) 監査委員会は、取締役報酬のみとする。監査委員会は、外部監査人の任免を行なう。
- 4) 指名／コーポレート・ガバナンス委員会の設置を会社に義務付ける。同委員会は独立取締役のみから構成され、取締役の選任、指名を行なう。
- 5) 報酬委員会の設置を会社に義務付ける。同委員会は独立取締役から構成される。
- 6) コーポレート・ガバナンス・ガイドライン、及び営業規範を設けさせる。
- 7) 上場会社のCEOは、コーポレート・ガバナンスに関しNYSEの上場規則に違反のない旨を、個人名で保証し、毎年NYSEに報告する。この報告は、SECに記録され、投資家向け年次報告内で公開されることになる。
- 8) 独立取締役とは、取締役会が「実質的な利害関係」を持っていないと判断した取締役を指す。業務、個人双方の面で「実質的な利害関係」が検討されなければならない。かつて当該企業に勤務していた場合、その企業を3年以上離れた後でなければ独立取締役には就けない。当該企業の株主であってもならないし、家族が企業と利害関係があってもならない。さらに本人、家族が取締役としての報酬以外にその会社から年間10万ドル以上を受け取ってはならない。

以上見たとおり、本規則では、上場会社に利害の薄い独立取締役の役割を、これまでになく強化させている。そして独立取締役のみによる、監査委員会、指名／コーポレート・ガバナンス委員会、報酬委員会の設置が特徴となっている。経営に対し徹底的に外部監視を強める姿勢を打ち出したわけである。

ナスダック証券取引所(以下 NASDAQ)も、NYSE と同時期に上場規則の見直しを行ない、上場規則改正案を SEC に提出した。その後、SEC 側の要望も含めた上で修正を行い、改正案は2003年11月に SEC の承認を得て、2004年から施行となっている。以下はその概要である。

- 1) 独立取締役が、取締役会の過半数を占める。これら独立取締役から構成される経営会議が、定期的に開催されなければならない。
- 2) 監査委員会（最低3人）は、全て独立取締役から構成される。ただし、例外として1名のみ、最長2年間、非独立取締役からの就任も認める。
- 3) 監査委員は、取締役の報酬以外に会社から一切の報酬を受けることはできない。
- 4) 監査委員会は、外部監査人の全業務を監督し、彼らに対する任免権を持つ。

- 5) 取締役の選任においては、独立取締役のみで構成される独立指名委員会（例外として、1名に限り非独立取締役を含めることができる）、あるいは独立取締役の過半数の承認が必要である。
- 6) 独立取締役のみから構成される独立報酬委員会（例外として、1名に限り最長2年間、非独立取締役を含めることができる）が、取締役の報酬額を定める。
- 7) 独立取締役とは、その会社や子会社の取締役や従業員であってはならず、本人並びに家族が、その会社から前年度中6万ドル以上の報酬を受けていてはならない。また、本人が当該会社に勤務していた場合、退職後3年以上経過していなければならない。その会社に親族が過去3年以内に勤務していた場合も、独立とはみとめられない。

NASDAQの上場規則でも、会社と利害関係の少ない独立取締役の役割強化と独立取締役による、監査、取締役人事、取締役報酬のチェック体制の確立に重点を置く内容となっている。

(2) 一連の企業改革の意義

以上見たとおり、企業不祥事以降米国の行政府がとった企業改革の枠組みは、企業改革法においても証券取引所上場規則改定案においても、外部者の視線を用いて経営者監視と経営の透明性を高めるという目的で共通している。このために、独立取締役の権限をこれまで以上に高いものにし、これにより企業経営者の独断と企業の私物化を押さえ込み、経営者に対して企業経営上の説明責任を課すものになっている。

規則違反者への罰則規定も厳しい内容になっている。企業改革法においては、エンロン事件の再発防止を念頭に、企業経営側に厳しい規律を打ち出した。CEOやCFOなど企業経営者に対し、意図的な不正行為に対しては最高20年の禁固刑が科される（証券詐欺とみなされる場合は、最高25年）。これを幫助する会計監査機関、証券アナリストらにも同様な厳しい刑が科されることになる。また、企業がSECに提出する財務報告書において、CEOやCFOなどの経営者責任者が自身の手で署名することを規定した。虚偽報告に意図的に署名している場合には、連邦法の下での犯罪とみなされ、禁固刑に加え、場合によって最高500万ドルの罰金が科されることになる。さらに、虚偽報告書作成後にCEOやCFOが得た報酬は、全て放棄させられることになる。CEOやCFO以外の経営陣、及び弁護士などに対しても報告義務や罰則規定が設けられた⁷⁾。

証券取引所からは、上場基準の改定を通じ、経営組織改革によるガバナンス強化策が出されたが、規則に違反した場合は、上場廃止の罰則も規定されている。大手企業が上場廃止処置を受ければ、場合によっては、企業存続にも繋がりがかねない。証券取引所も、厳しい処置を打ち出したわけである。

今回の厳しい企業改革は、企業経営者を厳しく律するものであり、しかもコスト負担増にも繋がる。このため経営側からは不満の声も上がっている。米国内の9000人の企業経営者を対象とした法律事務所による2004年のアンケート調査では、回答の67%が、企業改革法が厳しすぎるという意見だった⁸⁾。

経営者側の不満や反発にかかわらず、行政サイドは、企業不祥事の再発にむけ、あえて企業改革に踏み切ったわけだ。日本でも、数多くの企業不祥事を経験している。特に、90年代のバブル崩壊以降の厳しい経営環境の中で、経営者が関与した不祥事件が頻発している。典型的なケースは、1997年に発覚した山一証券事件だが、それ以降も企業不祥事発生は途切れることがない⁽⁹⁾。こうした状況にもかかわらず、厳しい経営者監視システム導入に踏み切れずにいる日本と比較すると、米国の行政の迅速性が際立っている。

企業改革法施行から2年間で、大手企業14社、約600人の幹部社員が起訴されている。また2004年7月には、エンロン社のケネス・レイ元会長兼CEOが起訴された。米国調査会社によると、2003年にCEO抜きで取締役会を開いた企業は、全体の87%に達したという報告もある⁽¹⁰⁾。一連の規制強化の狙い通り、企業改革法が施行され、米国では企業経営の透明化の動きは強まりつつあるようだ。

確かに、監査強化により日常業務や意思決定過程の手続きを文書化する必要が生じることは否定できない。実際、上場企業合計で、ガバナンス強化の対応にかかった新規コストは2004年、50億ドルを超えるという見積りもある⁽¹¹⁾。ただ、不正による企業倒産がひとたび起これば、社会的損失は、ガバナンス強化から生じるコストを遙かに上回るものとなる点は留意しなければならない。600億ドル以上の負債総額を残して倒産したエンロン社のケースを想起されたい。

コーポレート・ガバナンスの強化においては、経営者をして継続的な経営効率改善努力に向かわせ、また経営透明化で経営者のルール違反を抑止させることで、長期的視点から企業へのより高い投資収益効果をもたらす効果が期待されている⁽¹²⁾。こうした点からすれば、今回の米国における大胆な企業改革は、順調な企業運営のために、さらには持続的な経済成長のために不可欠な措置であったといえる。

2. 米国におけるコーポレート・ガバナンスの担い手

産業界にみられた不満にもかかわらず、ここまで厳しい経営者監視の枠組みの整備にとりかかったのは、「株主利益のためには、企業経営者を監視する強力なコーポレート・ガバナンスが不可欠」という考えが行政⁽¹³⁾と産業界に根深く浸透していたためといえる。株主の健全な育成があり、はじめて産業界は、安定した資金を手にし、これを生産活動に投じ、企業利益を生み出すことが出来る。この循環こそ、米国資本主義の維持・発展の基礎である。コーポレート・ガバナンスの発想が社会に根付き、そして支持されていたため、産業界の不満にもかかわらず、行政側も自信を持って素早い政策対応をとることが可能だったといえる。

以下では、コーポレート・ガバナンスの米国社会の浸透で先導的役割を果たしてきた3つの要因を整理しておこう。

(1) 年金を中心とした機関投資家

株式会社を所有する者は株主であり、株主は企業運営を委託した経営者に対し株主権を行使できる。しかし、投資額が小さい個人投資家の株主総会での株主権は限定される。株式の個人保有の割合が高い社会においては、企業経営者（＝取締役）が、企業的意思決定を独占し、株主総会で企業業績に対し経営者が追求される可能性が小さい。株主総会は形骸化した状態となっている。即ち、こうした土壌では、コーポレート・ガバナンスは極めて弱いものとなる。例えば、A.バーリーとG.C.ミーンズは、1932年の著作、「近代株式会社と私有財産」(The Modern Corporation and Private Property)で、1920年代の米国大企業200社において、「過半数持株支配、並びに個人所有のそれは全会社数の11パーセント」に過ぎず、多くの株式が一般株主に分散され、保有されていることを示した。その上で、会社の強大な権限は、株主ではなく、少数の経営者に把握されてしまい、多数の株主の経営権は失われていることを説明した。第二次大戦後もしばらく状況はかわらなかった。M.メイスの著作、「アメリカの取締役」(Directors: Myth and Reality)では、多数の企業調査に基づき、1960年代の企業経営構造を説明している。「株主は一般的に、所有者として組織されておらず、また本来、組織できない。そして、事業企業の所有者による支配あるいは影響が欠けているので、やはり、社長が、典型的には、事業企業を支配する事実上の権力を持っている。そして、この支配力によって、小規模な会社の同属所有者—管理者と同様に、社長が、取締役の行なうこと、あるいは行なわないことを、大部分決めるのである」⁽¹⁴⁾。この時代でも経営者の強い支配力は残っていたのだ。

米国の株式保有構造をみると、第二次世界大戦後間もない1950年には、個人投資家（＝家計部門）の保有割合は9割だった。小額の株式を保有する多くの個人投資家が、発行済み株式の大半を所有していたのだ。1970年においても、個人投資家の割合は、なお7割近くを占めていた(表1参照)。こうした状況では、本来のコーポレート・ガバナンスが機能しにくく、経営者が、企業の支配権を握るのには都合が良かったのである。

この状況に目立った変化が生じたのは80年代に入ってからだ。徐々に株式の個人保有の割合は低下し、2003年には4割を下回っている。かわって機関投資家、特に年金基金の割合が高まってきた。貯蓄額が増加するにつれ、資産運用先が多様化し、専門家による資産運用の割合が高まってきたのである。大量に、集中的に株式を保有・管理する機関投資家の時代となったのである。

表1 米国における株式保有構造の推移

年末	家計部門		銀行部門		保険会社		企業年金		公的年金		投資信託・投資会社		政府及び海外の保有		保有株式合計(市場価格)	
	10億ドル	%	10億ドル	%	10億ドル	%	10億ドル	%	10億ドル	%	10億ドル	%	10億ドル	%	10億ドル	%
1950	128.7	90	0.2	0	4.7	3	1.1	1	0.0	0	5.0	4	2.9	2	142.7	100
1960	359.8	86	1.3	0	12.5	3	16.5	4	0.6	0	20.3	5	9.3	2	420.3	100
1970	572.5	68	90.8	11	27.8	3	67.1	8	10.1	1	46.0	5	27.2	3	841.4	100
1980	875.4	59	139.3	9	78.6	5	232.0	16	44.3	3	50.6	3	74.7	5	1494.9	100
1990	1781.4	50	201.1	6	161.8	5	605.9	17	284.9	8	259.0	7	248.6	7	3542.6	100
2000	7650.1	43	392.9	2	1086.2	6	1956.1	11	1394.2	8	3406.7	19	1740.7	10	17627.0	100
2003	5901.0	38	258.6	2	1111.3	7	1709.2	11	1384.4	9	3350.3	22	1757.8	11	15472.7	100

(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System. Flow of Funds Accounts of the United Statesをもとに作成。

機関投資家が中心の株式保有構造においては、個人保有中心の時代と比べ、株主総会（＝株主権利の行使）の意義は、異なったものになる。機関投資家は、巨額な資産を背景に、一社に対し大量の投資を行なうプロの資産運用集団だ。さらに、彼らは投資収益率を基準として、激しい競争下におかれている。投資先の経営状況は大きな関心事である。彼らの投資資金からすると、その対企業行動のコストが、一個人と比べ収益に見合う場合が多い。企業に対しモノを言うインセンティブを持つ彼らが、エリサ法（後述）による後押しもあり、企業経営者に対し主張しはじめたわけである。

加えて、機関投資家の中でも、年金基金の資金量はとびぬけて大きい。特に、年金基金は、資産管理において、インデックス運用⁽¹⁵⁾に依存する傾向がある。インデックス運用においては、ウォールストリートルール⁽¹⁶⁾に基づいて、日々の相場から利益を得る投資運用を進めていくと、自らの市場での売買行為は、株価に大きな影響を与え、自分自身が不利益を蒙ってしまうリスクが出てくる。このような場合、機関投資家は保有する株式の企業の経営に対する影響力を強めることで、投資先企業の業績改善による株価上昇、配当増加を求めるといふ、長期の視点に立った投資に目を向けるようになる。

こうした機関投資家にかかった投資収益拡大へのプレッシャーと行政側からの株主行動の推進（例えば、後述のエリサ法の施行など）が、機関投資家をコーポレート・ガバナンスへ駆り立てたのである。

(2) 証券監督機関

法制面からみると、2種類の機関がそれぞれの目的の下に米国のコーポレート・ガバナンスを推進した。一つは証券監督機関（SEC ないしは SEC 管理下の証券取引所）、もう一つは、労働省である。まず、証券監督機関について見ておこう。

SEC は、証券市場における不公正取引から株主を保護するという目的で1934年に設立された。そして、創設以来、同機関は株主権利を重視するコーポレート・ガバナンスの先導役を担ってきた。取締役会での社外取締役の役割強化を重視する SEC は、経営を執行しない立場の取締役による監査委員会の設置を、1940年に既に提言していた⁽¹⁷⁾。

SEC の監督下にある NYSE も、コーポレート・ガバナンスに対して強い関心を示していた。実際、1956年には、経営の透明性の観点から、上場企業に対し最低2人の社外（＝独立）取締役の設置を規則化している。その後しばらく、コーポレート・ガバナンスに絡み、証券監督機関からの目立った働きかけは見られなかった。動きが出たのは1970年代に入ってからである。1970年のペンセントラル社の倒産、1972年の多数の企業による不正会計工作事件⁽¹⁸⁾、1974年のフランクリン・ナショナル銀行の経営破綻など、経営者がらみの企業不祥事の続発をきっかけに、戦前から提言していたが、企業側の強い反対で実現出来なかった監査委員会の設置に関する提言を SEC は再度持ち出したのだ。72年に SEC は社外取締役から構成される監査委員会の設置を全上場会社に対して勧告した。NYSE も翌年これを支持することを表明したのである⁽¹⁹⁾。そして、76年に

SEC 委員長が NYSE に、上場規則変更による監査委員会設置の義務付けを要請し、これに応じ 1977年に NYSE は上場規則を改定した。NYSE の上場会社に対し、78年 6 月までに独立取締役から構成される監査委員会の設置が義務付けられたのである⁽²⁰⁾。1940年以來の SEC の提案が、これでやっと実現したのである。

なお、SEC は、経営監視において監査委員会の機能を重視する立場を貫き通している。最近では、1998年に SEC は会計監査の仕組みを改革するために、証券取引所、証券関係団体の間に監査委員会のあり方をめぐる検討委員会の設置を要請している。早速、ブルーリボン委員会 (Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committee) という検討会議が NYSE、NASDAQ を中心に設置され、1999年に報告書 (Blue Ribbon Committee Report) が SEC に提出されている。同報告には、①「独立取締役」(雇用、報酬面で会社からの「独立性」が従来以上に厳しく要求されている)のみから構成される「独立監査委員会」の設置、②同委員のうち最低 3 人は財務に深い知識を持つ、③委員会は外部監査人の選任・管理に責任を持つ、④同委員会を株式時価総額 2 億ドル以上の上場企業に義務付ける、などの内容が盛り込まれた。前述の通り証券取引所の上場基準改定においては、監査委員会の機能強化に重点が置かれたが、改定の構想はブルーリボン委員会で練られていた内容が基礎になっていたのである。

ところで、SEC は、エリサ法 (後述) 施行後の 1970 年代後半から、機関投資家の議決権行使に関心を示しはじめていた⁽²¹⁾。ところが、当時の、委任状勧誘規則は議決権を行使しようとするものにとって、大きな障害になっていた。即ち、議決権の行使にからみ 10 人を超す株主に勧誘のためにコンタクト (株主宛書状送付、広告などのコミュニケーション活動など) しようとする場合、委任状勧誘規則 (SEC 規則 14A) は、SEC に対し委任状説明書を事前に提出することを要求していたのである。80年代に入り、米国証券市場においては、年金など機関投資家のプレゼンスは徐々に大きくなっていった。また、機関投資家による株主提言が活発化してくると、委任状勧誘規則の改定が求められるようになってきたのだ。SEC もこの点に関し検討しはじめ、92年 10 月に他の株主に委任状を求めず、株主として以外に利害関係がないものの勧誘活動については委任状規則に従う必要はないという規則変更を行なった⁽²²⁾。このことがきっかけで株主からの他の株主への働きかけが容易となり、機関投資家の議決権行使にからむ動きを活発化させることとなった。「株主が広告を出して、他の株主に特定議案への賛同を呼びかけることなども一般化」⁽²³⁾したようだ。機関投資家のプレゼンスが高まるとともに、SEC は、機関投資家による積極的な経営者監視の役割と議決権行使を後押しはじめていたのである。

(3) 労働省

勤労者にとって年金は極めて関心の高い問題である。米国では 19 世紀に既に企業年金制度が設立しており、歴史的にも経験が長い。1942年には、企業年金に対し税制上の優遇策が加えられ、戦後企業年金の資金規模拡大に道筋をつけた。

ただ、戦後間もなくは、年金をはじめ機関投資家の資産規模は、金融資産全体の中では、まだ

小さく(表2に見る通り、1980年以降全体の2割近くを占めていた年金の割合は、1950年には5%程度だった)、運用方法もウォールストリート・ルールに従うことが多く、株主権利の行使には消極的だった。比較的規模の大きい企業年金にしても、当該企業の経営者が自分の会社の企業年金基金を支配するという関係にあり、議決権行使でも経営者の意向に傾き勝ちだった。

行政側が、機関投資家、特に年金基金のこうした対応を問題視しはじめたのは、1963年のインディアナ州に本拠を置くスタッドベイク(Studebake)社が倒産、5000人が失職、加えて年金基金の積立金不足が表面化した事件がきっかけである。当時のケネディー政権は、企業年金政策を研究する委員会を設置するなど勤労者の年金受給権の確立に向け本腰を入れることになった。その後、政権交替などで紆余曲折を経たが、最終的に1974年、労働省の主導で従業員給付制度における受給権者の保護を目的としたエリサ法(ERISA—Employee Retirement Income Security Act of 1974, 従業員退職所得保障法)が制定された。この法律は、企業年金を包括的に規定しているが、特に年金受託者の義務に焦点を当てていた。

なお、ここで年金受託者とは、年金の管理や運営において何らかの権限や裁量権を有する者が該当する。狭義には年金制度の設立者、それを代表する企業の取締役会、年金理事会などを指すが、ファンドマネージャー、年金コンサルタントなどの年金運用に関わる者にも適用されている。エリサ法の規定する受託者義務(第404条(a))を要約すると以下ようになる⁽²⁴⁾。

1. 受託者は加入者及び受給権者の利益のみを追求すること。
2. 加入者及び受給権者への給付を行い年金制度の管理のための正当な費用支払いを行なうこと。
3. 同様な業務を遂行することに精通する「ブルーデントマン」(a prudent man=思慮深い人)が、同等の注意力、技量、勤勉さをもって、受託業務執行上の権限を行使すること(「ブルーデントマン・ルール」⁽²⁵⁾と呼ばれている)。
4. 投資リスク回避のために投資を分散させること。

「ブルーデントマン・ルール」が端的に示すとおり、年金受託者は資産運用において、出来る限りの能力を用いて、最大限の投資収益を実現することが義務付けられたのである。

米国では、企業経営者が受託者となることも可能である。この制度の場合、企業経営者が年金加入者の利益を前提としない投資行動をとることも考えられる。例えば、企業経営者が、買取に対し年金資産を買取対抗手段のために利用することも考えられる。こうした行為の防止のため、エリサ法では、年金受託者の行為は、年金加入者及び需給権者の利益の追求に限定することが規

表2 米国における金融機関別資産規模の推移(10億ドル)

年末	1950		1960		1970		1980		1990		2000		2003	
	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%
全金融機関(注)	335	100	688	100	1665	100	4734	100	14469	100	37498	100	43782	100
企業年金	7	2	41	6	124	7	513	11	1627	11	4422	12	4176	10
公的年金	12	3	34	5	88	5	274	6	1141	8	3089	8	3229	7
非年金部門	336	95	613	89	1453	87	3947	83	11701	81	29987	80	36377	83

(注) 金融機関家には、Federal Reserve Boardの監督下にある公的金融部門、商業銀行部門、保険会社、投資信託・投資会社、及び年金が含まれる。

(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System. Flow of Funds Accounts of the United Statesをもとに作成。

定された。

連邦法であるエリサ法には、厳しい罰則規定がついている。即ち、規定する受託者義務に違反しての年金資産の損失は、労働省長官、年金参加者、受益者などから、連邦裁判所において個人的立場で訴訟対象となり得るのだ。このため、エリサ法施行の74年以降、年金受託者の投資行動に大きな影響を与えることになった。受託者の投資姿勢は、年金加入者利益を優先させることに最重点が置かれることになったのだ。この時期、年金基金、運用機関の競争も激しくなったことも、受託者の運用成績への関心を大きく高める要因となる。このことは、受託者の企業経営者に直接関与しようという動きを促したのである。

ただ、施行当初は同法の適用に関し、具体的ガイドラインが徹底されておらず、受託者に混乱もみられた⁽²⁶⁾。このため、判例や受託者の問い合わせに対する労働省側の個々の見解により、エリサ法のガイドラインが具体化されていった。このエリサ法の解釈にかかわり、1988年、労働省からエイボン社の年金担当者に送られた一通の書簡（エイボン・レター）が、米国のコーポレート・ガバナンスに決定的な影響を与えることになった。エイボン社の年金基金（The Retirement Board of AVON Product）が労働省に対し見解を求めていた。「保有する株式の議決権行使についても、エリサ法の「受託者責任」が適用されるのか」を確認する内容だ。これに対し、1988年2月、労働省年金局は、エイボン社にその見解を示した書簡を送った。これが、「エイボン・レター」と呼ばれる通達書簡である。同書で、労働省は、「受託者の義務が議決権にも含まれる」旨を明示した。株主総会での議決の結果は、すべて株式価値を左右する以上、年金受託者は投資価値を最大化するための義務を負うという考えなのである。

その後89年には、年金受託者は、常に年金受益者、参加者の利益を考慮し、議決権行使を彼らの利益のためにのみ行わねばならない旨の通達を出した。

また、90年には、「受託者から運用委託をうけた投資マネジャーは、議決権行使の義務があり、また受託者は投資マネジャーの議決権行使を監視する義務がある」ことを指摘し、投資マネジャーに受託者責任を認知させる通達（モンクス・レター）を出している。

年金基金全体にかかわる受託者責任を規制する法律がなかったため、エリサ法及び労働省の指導が企業年金内に浸透していくと、公的機関もエリサ法の考え方を年金運用に順次取り入れはじめたのである。90年代はじめには、米国の大部分の州で、「公的年金の株主権行使のガイドラインを労働省の基準に準じたもの」⁽²⁷⁾にしようとする動きが出ていた。米国全体の年金運用がエリサ法や労働省のガイドラインを遵守する方向に進んだのである。労働省は、94年に通達（シャーマン・レター）を公表した。これは、年金基金が投資マネジャーと、議決権行使を求めないという旨の契約をした場合でも、議決権に関する責任は免れ得ないという内容である⁽²⁸⁾。こうした過程の中で、コーポレート・ガバナンスを重視の発想は、企業年金から公的年金基金、さらにはインハウス以外の年金投資マネジャーへと、広く機関投資家全般に浸透していったのである⁽²⁹⁾。

(4) 機関投資家によるコーポレート・ガバナンス行動の軌跡

前述の通り、現実の企業経営で、経営者支配の基盤が崩れたのは比較的最近のことだが、米国での株主と経営者との対峙の歴史は戦前の1930年代にはじまっていた⁽³⁰⁾。第二次世界大戦後しばらくは、株主行動の多くは、社会運動や消費者運動の一環として行なわれるケースが目立った。戦後から1960年代頃は公民権運動の高まりを反映し、個人株主による企業への働きかけが主流だった。例えば、1966年、マイノリティーの雇用確保を求めるグループが株主を組織し、イーストマン・コダック社へ圧力をかけた。また、1969年からは、兵器製造への批判としてハニウェル社に、兵器製造の中止を求める運動が起きている。1970年には、企業の社会的責任を追及するラルフ・ネーダー氏による「GM社に責任ある行動を取らせる運動」(GM社の事業の目的を国民の健康、安全と一致するものに限定するように、定款の変更を求めた)が起きているが、株主運動として株主全体に意識改革をもたらすには至らなかった。米国で株主が経済利益を視点に置き、経営者に本格的に立ち向かいはじめたのは、エリサ法に促された年金などの機関投資家が株主行動を取り始めた1980年代に入ってからである。以下では、この時期以降の機関投資家の経営者への対峙の主要経過を概観してみよう。

米国の証券市場の動向を見ると、1960年頃から企業は業務多角化を図る手段として、他企業との合併あるいは他企業を買収する方法を用い始めた。この方法は、証券界ではM&A (Merge & Acquisition, 企業の合併、買収行為)と呼ばれ、1980年代に入り各種産業で活発化した。買収攻撃をかけようとする企業は、証券会社と組んでTOB (Take Over Bid, 株式公開市場買付け)の手法を用い、ターゲットとした公開会社の株式をしばしば市場価格を上回る株価で買い取ろうとした。特に、経営不振で株価が低迷した企業は、買収の対象として狙われる。買収されると、経営陣はその会社から追放される。このため、業績低迷の企業の経営陣は、外部からの買収の動きには、防衛的となったわけである。「ファンダメンタルズに比べ株価の低迷する企業は、しばしば市場価

表3 株主総会での株式提案件数の推移

提案内容	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
経営者報酬関連(件数)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	6	10	4	1	8	13	9	11	38	25	163
(%)							9	15	3	1	8	17	9	13	16	9	38
反ボイゾン・ピル(件数)	30	18	18	33	32	16	12	7	6	13	12	6	17	18	21	50	76
(%)	100	50	29	34	32	30	19	11	5	10	12	8	17	21	9	18	18
取締役会関連(件数)	0	0	0	0	6	2	8	17	45	34	28	20	15	12	52	58	52
(%)	0	0	0	0	6	4	12	26	37	25	29	26	15	14	22	21	12
反クラシファイド・ボード(件数)	0	0	0	1	1	1	4	10	31	40	21	13	20	20	42	39	38
(%)	0	0	0	1	1	2	6	15	25	30	21	17	20	23	17	14	9
反ゴールデン・パラシュート(件数)	0	0	1	9	19	6	5	3	13	10	4	1	3	0	13	18	16
(%)	0	0	2	9	19	11	8	5	11	8	4	1	3	0	5	7	4
その他(件数)	0	18	43	53	43	29	30	19	24	36	25	23	35	27	75	83	82
(%)	0	50	69	55	43	54	46	29	20	27	26	30	35	31	31	30	19
合計(件数)	30	36	62	96	101	54	65	66	123	134	98	76	99	88	241	273	427
(%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

(注) 87年から2000年までは、グループ組織による提案。2001年以降は、グループ組織のみならず、個人による株主提案も含む数字。
(出所) Georgeson Shareholder社、Annual Corporate Governance Review内データより作成。

格の40～50%のプレミアムを上乗せしてTOBの対象となった」⁽³¹⁾という。1984年、テキサコ (Texaco) 社の経営陣は、バス・ブラザース・エンタープライズ社のグリーンメール (Green Mail) (敵対的買収をしかけ、後に買収を回避させたい経営者に市場価格を大きく上回る価格で株式の買収を要求する行為) に合意し、同社は「1.4億ドルの巨額プレミアム」⁽³²⁾で株式買い戻しを行なった。当時のテキサコ社の大株主、カルパース (CalPERS は、California Public Employees' Retirement System の略)⁽³³⁾は、この件に強い不満を示し問題視した。当時カルパースの運用責任者でカリフォルニア州財務長官だったJ.アンルー氏はこの件をきっかけに機関投資家評議会 (CII, Council of Institutional Investors)⁽³⁴⁾を1985年に正式発足した。当初から転売目的の企業買収も活発化するようになり、1980年代後半には、グリーンメールも米国産業界に横行するようになっていた⁽³⁵⁾。CIIは、85年2月に、最初の会合を開催し、その際にグリーンメール対策を議題に取り上げた。この動きに応じ、一部の機関投資家は、アンチ・グリーンメール (=経営者がグリーンメールに応じることを拒否する行動) に向け定款変更を株主提案に着手。他の株主からの委任状のとりつけ作業を行なった (委任状戦略)。株主提案の内容とは、過半数の株式数により承認されない限り、企業は、一定年数に満たない期間しか株式を保有していない株主から、その株式を市場価格を上回るプレミアム付きで買入れることはできない、というものだ。これがきっかけで、1985年半ばまでに約60社でアンチ・グリーンメールに関する株主提案が提出されるなど、株主活動の活発化のきっかけを作ったのである⁽³⁶⁾。M&Aが横行する80年代、企業経営者は、買収の対応のため、色々な対抗措置をとった。その中には、企業収益の面ではプラスとは思えぬケースが多くあり、株主である機関投資家の対応も活発化した。

ポイズン・ピル (Poison Pill) とは、企業の定款の中に、買収が難しくなるような仕組み (買収をしようとする企業にとっては毒 (=Poison) を組み込ませる措置) である。例えば、時価を大きく上回る価格での買い戻し条件のついた優先株の発行や、株式の稀釈化を目的とした株式分割を可能とさせる条項などである。敵対的買収は、収益低迷企業にとって、無能経営陣の交替をもたらす機会かもしれない。87年に、ポイズン・ピルを取り入れることに反対する株主提案を最初に提出したのはカルパースで、同年、30件の同様な提案が行なわれている。

このほか、ゴールデン・パラシュート (Golden Parachute) (当該企業の経営者が買収され解雇される時巨額退職金が支払われるという契約) のような買収の対象となった企業が打ち出す戦略に対抗する提案を行なっている。

90年代に入り買収ブームは一段落するが、時期を同じくして機関投資家の関心は、一時的収益に関わる買収工作対応のものから、投資した企業の収益性に向かうようになってきた。このため取締役の選任、解任など取締役会に関係するもの、反クラシファイドボード (Repeal Classified Board)⁽³⁷⁾、取締役の報酬開示⁽³⁸⁾など、投資先企業の経営構造に、関心が移り始めたのである。即ち、株主提案は、企業の経営はどうあるべきかという問題にかかわりはじめたのである。

例えば、90年暮れには、トリビューン社 (Tribune) の個人株主がCIIの支持の下に、取締役会の構成メンバーの過半数を独立取締役にするべきであるという趣旨で定款変更を取締役に求め

た。その後、オキシデンタル・ペトロリアム社 (Occidental Petroleum)、ウェスト・マネジメント社 (West Management)、ダウ・ケミカル社 (Dow Chemical) など大手企業で、過半数の独立取締役を要求する提案が出された⁽³⁹⁾。また、91年5月、カルパースなど年金基金が、経営改善を理由にシアーズ・ローバック社の株主総会で、自らの候補者を社外取締役として送り込むために働きかけた。それ以降も、独立取締役から構成される指名委員会の設立や取締役会会長と CEO (最高経営責任者) の兼業禁止など、多くの取締役会の構成をめぐる提案が出された。さらには、92年以降、経営者の解任を求める要求も活発化した。同年に、GM 社の会長兼 CEO のステンベル氏が更迭され、それがきっかけに、92年から93年にかけてアメリカン・エクスプレス、ウェスティング・ハウス、IBM、イーストマン・コダック、など米国の代表的企業で CEO 解任が起きた。この動きは、その後も続き、有名企業では97年にアップル・コンピュータで、98年にはサンビーム、エレクトリック・データシステムズで CEO が解任された。つい最近では (2004年)、ウォルト・ディズニーで株主の要求による CEO 解任が起きている。高額所得が一般的な米国の経営者スタイル⁽⁴⁰⁾において、企業収益上成績を残せない経営者をいつまでも就任させることは、株主利益に反することになる。90年代に入り、企業経営陣にとっては、株主特に機関投資家からの圧力は無視できないものとなってきたのである。

すべての機関投資家が、コーポレート・ガバナンスに積極的に関与しているわけではないが、極めて活発に行動している一部機関投資家 (アクティヴィストといわれている) が核となり、企業取締役の任免権を行使するなど、注目を集める株主行動を行い、これにより、企業への影響力を強めた。さらに株主の目立った動きは、他の機関投資家を議決権行使などの形で、コーポレート・ガバナンス行動に巻き込んでいったのである⁽⁴¹⁾。個人株主中心時代とは異なり、株主は強い要求を行なうようになっていた。

株主保護の視点からの強いモチベーションでガバナンスの法制度化を進めた証券監督及び行政機構、そして株主としての主張を強力に進めた機関投資家。これら3つの要素により、2002年以降の企業改革実現の土壌が作られてきたといえよう。

3. 米国型コーポレート・ガバナンスを通してみる日本的経営の課題

ところで、強まる米国のコーポレート・ガバナンスの潮流は、海外の経営体質にはどのような影響を及ぼすことになるのだろうか。本節では、米国に比べ、経営者監視の点では対策が遅れている日本に焦点をあててみる。

日本の経営構造の特徴をまとめると、特に以下3つの点が浮かびあがる。

- (1) 大半の取締役が内部昇格者 (=低い独立取締役のウェイト)
- (2) 業務執行を兼ねる取締役会 (=株主に代わり経営を監視すべき取締役会が業務も執行する)
- (3) 当該企業の退職者ないしは元取締役が担うインハウス型監査役 (=低い経営からの独立性)

これら3点は、日本企業の経営システムの特徴を表しているが、こうした経営構造からすると、取締役会が株主の代弁を行う機能を担っているとは、考え難い。

確かに、90年代後半以降日本の企業にも社外取締役を設置する動きがではじめている。2004年6月時点での日本経済新聞社による全国証券取引所上場会社2108社を対象とした調査によると、社外取締役を採用する上場企業は、630社、社外取締役数は1065人と、前年同期の493社、918人から増えているものの、社外取締役の数が過半数を占める企業は僅か16社のみ⁽⁴²⁾。依然社内取締役中心の経営構造なのだ⁽⁴³⁾。米国で浸透する経営者監視を重視するスタイルの経営システムからすると、日本のコーポレート・ガバナンスは殆ど出発点にあるといわねばならない。

2003年4月より、改正商法が施行され資本金5億円以上、あるいは負債総額200億円以上の会社は、「委員会等設置会社」に移行することが可能になった。取締役会には、報酬、指名、監査の3委員会が設置され、各委員会では過半数が社外取締役であることが要求される。ただ、この委員会等設置会社となるか否かは、あくまで会社自身の判断に任せられ、強制ではない。実際、委員会等設置会社に移行をした上場会社は、2004年3月で、50社。2003年の36社よりは増えているものの、現状では委員会等設置会社は上場会社の中で極めて少数派なのだ。しかも、全上場企業に厳しい規則と処罰を課す米国の企業改革法と比べると、改正商法が示すコーポレート・ガバナンスは、極めて緩いものになっているのだ。

コーポレート・ガバナンスの緩さは、企業経営の規律付けにも明確な対応が欠けてしまっている。前述のことはあるが、1990年代に入ってから現在（2004年10月時点）に至るまでの企業不祥事続発以降も、企業経営者の規律を求めるため目立った対応策が、政策当局からも、証券監督機関からも出されていない。エンロン事件以降、迅速な対応をみせた米国の状況とは際立った対応を見せている。

こうした中、注目される動きは近年の日本の株式市場における外国人投資家のプレゼンスの拡大である。東京証券取引所が発表する株式保有分布に関する統計によると、外国人による株式数ベースでの保有割合は、2003年で約2割に達している（表4参照）。前述のカルパースのように積極的な日本株運用を行ない始めている米国機関投資家も少なくない⁽⁴⁴⁾。こうした機関投資家は、投資収益には極めて敏感であり、投資先企業の経営の動きにも目を配っている。例えば、CIIは、S&P社が株価指数構成のため選ぶ企業を対象に毎年一定期間の投資収益率の実績を計測している。収益率の低い企業を選定し、加盟団体のコーポレート・ガバナンス上の参考用に、リスト

表4 日本の株式保有構造の推移（保有株式数からみた構成比、%）

年	家計部門	金融機関	事業法人	政 府	外国人	合 計
1950	61.5	24.5	11.0	3.1	0.0	100
1960	46.3	34.3	17.8	0.2	1.3	100
1970	39.9	33.5	23.1	0.2	3.2	100
1980	29.2	40.5	26.0	0.2	4.0	100
1990	23.1	46.9	25.2	0.6	4.2	100
2000	26.3	37.8	22.3	0.4	13.2	100
2003	22.7	32.2	25.1	0.3	19.7	100

（出所）東京証券取引所 2004年6月「平成16年度株式分布状況調査の調査結果について」

(Focus List) を公開している。米国の年金基金は、海外株式保有の場合でも最大限の株主行動が義務付けられている⁽⁴⁵⁾ので、海外での議決権行使に積極的な姿勢を崩すわけにはいかないのだ。欧州や日本など海外企業投資に関しコーポレート・ガバナンス原則をもつ米国企業年金も少なくない。また、日本株投資の拡大につれ、これまで以上に米国のガバナンス促進機関も関心を示し始めている。例えば、株主の議決権行使に関する2つの有力情報サービス機関、IRRC (Investor Responsibility Research Center, 1972年設立)、ISS (Institutional Shareholder Services) がともに2001年から日本に進出し、活動を始めている。ISS を例にとると、進出と同時の2001年、「日本の株主総会で、監査役選任で511社、役員慰労金で377社の議案」に反対票を投じることを提言した⁽⁴⁶⁾。また、2003年には、日立製作所の取締役選任事項で、反対票を投じるように呼びかけていた⁽⁴⁷⁾。こうした状況下で、日本ではこれまでの比較的大人しい株主の経営者への対応姿勢が、今後大きく変化していくことが考えられる。株式市場での急激に進行するグローバル化は、今後日本の経営システムを大きく変革させていく可能性があるのだ。外国人株主の大幅な増加により、小手先の企業改革でお茶を濁す時代は終わろうとしている。ただ、海外機関投資家による外圧の経営改革にのみまかせるのではなく、日本の行政機関、企業双方が、コーポレート・ガバナンスの本来のあり方を自らの課題として再検討すべきではなかろうか。経営の透明化、経営責任の明確化、そして企業不祥事の再発防止に向けた企業改革に、自らの意思で本腰を入れる時機が来たと思われる。

注

- (1) 「コーポレート・ガバナンス」は、一般に「企業統治」と訳されているが、その解釈は様々である。「会社の多様なステークスホルダー（＝利害関係者。具体的には経営者、従業員、取引先、株主などが該当）の中で、誰の権限が会社の意思決定上最も重視されるべきか」という点に関しても意見が分かれている。本稿では、経営と資本の分離という株式会社の本来の構造に立ち戻り、株主による株式会社の支配こそ、コーポレート・ガバナンスの本来の姿との理解で論を進める。
- (2) 61年から63年にかけてのケネディ大統領期の成長率は同4.2%、63年から69年にかけてのジョンソン大統領期のそれは同4.7%だった。
- (3) クリントン大統領は政権発足早々にNII (National Information Infrastructure=全米情報基盤) 構想を発表した。これは、「2015年までに全米に高度情報通信網を築き上げる」という内容で、産業部門での生産性向上、遠隔医療の実現、研究情報・教育・市民情報の効率化、行政コストの低下等を目的とした産業政策である。その後、96年には、Telecommunications Act of 1996（＝新通信法）を施行し、電話会社、とCATV会社の相互参入、地域電話会社と長距離電話会社の相互参入、CATVに関する規制緩和、インターネットの整備などを掲げ、情報通信分野の重点育成を図った。こうした政策を推進し、情報通信分野で世界をリードし、高度経済成長を実現させた。
- (4) ちなみに、米国の代表的株価指数であるDJダウ指数は、90年末の2633から1999年末に10786と10年間で4.1倍の上昇率で、10年間の指数上昇率として過去最高を記録した。同率は、40年代1.5倍、50年代2.9倍、60年代1.3倍、70年代1.0倍、80年代2.9倍であった。
- (5) エンロン事件については、鎌田 [2004] にて詳述。本稿では省略する。
- (6) 企業構造においては、本来的に3つの機関が企業経営を担うことになる。即ち、株主（＝株主総会）、経営執行者（CEO, COO など）、取締役会である。株主のために、企業経営の執行を監視するのが、取締役会の

本来的役割である。取締役会が会社内の生え抜きである社内取締役中心に構成され、経営執行者の配下に置かれていれば、取締役会はその本来の機能を発揮することはできない。そこで、社内の人材ではない企業から独立した取締役の役割が生まれる。

- (7) 大統領経済諮問委員会 [2003] p91参照。
- (8) 読売新聞, 2004年7月19日付記事より。
- (9) 不正な経営や放漫経営で企業破綻に陥った例を列挙すると、主なもので山一証券破綻と同じ年の1997年に北海道拓殖銀行, 徳陽シティ銀行, ヤオハン・ジャパン, 1998年に日本長期信用銀行, 日本債券信用銀行, 三田工業, 1999年に国民銀行, 2000年にそごうなどがみられる。さらに経営破綻ではないが、経営者が起訴された最近の例として、2003年の武富士, 2004年の三菱自動車などがある。
- (10) 日本経済新聞2004年8月28日付記事より。
- (11) 読売新聞, 2004年7月19日付記事より。
- (12) コーポレート・ガバナンス強化は、結果的に経営者に効率を高める経営を要求することになる。これにより、株主の期待する企業の投資収益の向上が期待される。この考えを立証する文献は少なくない。例えば、Chaganiti と Damanpour は、1980年代のデータをもとに、米国製造業企業80社における機関投資家の株主保有比率と企業収益の関係を調査。機関投資家の株式保有割合が高い企業と ROA, ROE の高さが相関関係にあることを示している (Chaganiti, R and Damanpour, F [1991] 参照)。また、日本においては、例えば日本コーポレートガバナンス研究所 (JCGR) による最近の調査なども指摘される。ここでは、2003年実施のアンケート調査 (201社からの回答) で、同研究所独自のガバナンス度合いを示す指数 (JCG Index) と投資収益率 ROE, ROA の関連性を調べている。同調査でも、高い指数の会社が総じて高い ROE, ROA を実現させているという結果を得ている (若杉 [2004] p61-p88参照)。
- (13) ちなみに、大統領経済諮問委員会による2003年の年次報告書では、コーポレート・ガバナンスを以下のように表現している。「コーポレート・ガバナンス・システムは、経営者の決定に作用し抑制と均衡を確立することによって、企業の効率性をはかり、したがって経済成長にも影響を与える。これらのシステムが株主や他の見込みのある投資家のようなアウトサイダーにとって観察可能となる程度に応じて、その企業と取引を行なおうとする投資家の意思に影響を及ぼす。従って、自らの企業の成長を迫及しようとする強力な経営者は、強力なコーポレート・ガバナンス・システムを作り上げることによって利益を得る見込みが高い」。2002年7月成立の企業改革法の企業犯罪への厳しい処罰規定についても、「罪を犯そうとする経営者に逮捕される高い可能性と逮捕された場合により大きな罰則が加えられることを知らしめることによって、経営の説明責任の原則を実現している」と指摘している (大統領経済諮問委員会 [2003] p94参照)。
- (14) メイス M.L. [1991] p222参照。
- (15) パッシブ運用とも呼ばれるもので、株式市場の動きを全体的に示す指数に連動した動きを持つ株式銘柄をバスケットとして選び出し、ここに投資する運用方法である。米国の大手公的年金のカルパースは「運用資産の80%をインデックス運用し、残りをアクティブ運用している」ということである (三和[2001]p47参照)。
- (16) 投資先の経営に不満がある場合、株主行動をとるのではなく、株式売却で解決しようとする。かつて米国での機関投資家の一般的行動と言われている。
- (17) ただ、後述の通り、これは実業界からの反対で実現までは、長い歳月を必要とした。
- (18) ウォーターゲート事件をきっかけとした調査で、450社以上の会社が違法政治献金にからむ資金作りのため、不正資金流用や虚偽会計報告を行っていたことが明らかになった。この事件は経営者監視強化の要求につながった (大掛 [2002] p319参照)。
- (19) 海外事業活動関連協議会編 [1995] p24参照。
- (20) 大掛 [2002] p320参照。
- (21) 機関投資家に関する三和氏の著作によると、1970年代後半から SEC は、機関投資家の株主行動を調査し、1980年に機関投資家の議決権行使に対する見解を報告書内で公表している。報告書内では、①機関投資家は、議決権行使においては正式な決定手続きをとること、②取締役の選任の提案は、無条件に賛成してはならない、などを指摘している。三和 [2002] p129参照。

- (22) 海外事業活動関連協議会編 [1995] p36参照。
- (23) 染宮 [1998] p135参照。
- (24) 前川寛監訳 [1987]『エリサ法』参照。
- (25) 「ブルーデントマン・ルール」は、資産運用管理者の善管注意義務をさすものである。即ち、思慮・分別のある人が十分な注意と能力を発揮する投資行為が資産運用上要求されている。機関投資家が「ブルーデントマン」としての義務を果たしたか否かを裁判所が判断する基準としては、「①明確な投資基準、ポリシーを持ちそれが遵守されているか、②州法あるいは信託の契約文書が資産の分散投資を義務付けているか否か、③信託の目的、機関、受益者のニーズに照らし資産の配分が適切か否か、④判断を下すに当たって市場の状況を十分考慮に入れたか」などが用いられるようである（遠藤 [1996] p118参照）。
- (26) 例えば、「受託者はベンチャーキャピタルへの投資が出来ない」という解釈も生じ、株式投資が激減する時期もあったようだ（遠藤 [1996] p122参照）。
- (27) 小谷野 [1992] p87。
- (28) 若杉 [2004] p113。
- (29) 機関投資家のうち投資会社に関しては、議決権行使に最近まで規制が及んでいなかった。しかし、2003年1月、SECが新規則を発表、年金受託とはかかわりなく投資顧問業者は、議決権行使に関し、その方針と判断過程を文書で顧客に開示することを義務付けた。投資会社も議決権行使に動き出さざるを得なくなってきている（SEC Proxy Voting Investment Advisers rule206(4)-6 January 31,2003）。
- (30) Consolidated Gas Co. of New York の10株株主の Lewis Gilbert が、1932年に株主総会での情報開示への不満から株主活動団体を組織したのが最初の株主行動と言われている。
- (31) 染宮 [1998] p128参照。
- (32) 小谷野 [1992] p81参照。
- (33) 同組織は、約2500公的機関が参加するカリフォルニア州職員退職年金基金。カリフォルニア州内の140万人の公務員年金を扱う米国最大の年金基金（カルパス、ホームページによると2004年6月末時点の資金規模は1663億ドル）で、かつコーポレートガバナンス活動では、米国機関投資家のリーダー的存在である。
- (34) ホームページによると、CIIは公的、民間の年金基金を会員に構成されている。発足当初の会員数は20機関のみだったが、2004年現在130（総資産額3兆ドル）を越す会員数に成長している。機関投資家の株主活動のため積極的な支援活動、オピニオン活動を行なっている。
- (35) 80年代後半には、TOBによる企業買収は、年間100件を上回っていたという。そして、しばしば大企業も買収の標的となった（藤井、鈴木 [2004] p29-p30参照）。
- (36) Brancato ,C.K [1997] p105。
- (37) 米国の多くの企業が準拠するデラウェア州会社法ではその任期により、取締役は全員1年で改選される。しかし、定款の定めにより、取締役任期を3年とし、全取締役の3分の1ずつを改選することができる。これをクラシファイド・ボード制度と呼ぶ。いったんこれを導入すると、正当な理由なしに、取締役を解任できなくなるため、買収抑止策として、導入する企業が増加していた。
- (38) SECは、93年に規則改正を行い、上場企業に対し、上場企業のCEO及び高額所得者4名の過去3年の報酬を開示することを義務付けた（染宮 [1998] p155）。このことも報酬開示請求増加へのインパクトとなったようだ。
- (39) 三和 [1999] p114参照。
- (40) ちなみに最近の、米国経営者の所得に関する報告によると、「米国のCEOの報酬は諸外国と比較して群を抜いて高く、従業員の平均給与の109倍であり、フォーチュン500社のCEOは平均的に年間約10億円の報酬を得ている」とのことである（青山監査法人編 [2002] p65参照）。
- (41) 近年では、取締役関連など投資先企業の基本的事項に関して議決権行使を文書化して定めている年金基金は少なくない状況である（藤井、鈴木 [2004] p94-p95参照）。
- (42) 日本経済新聞2004年8月22日付記事参照。
- (43) 米国の場合、平均的企業において、社内取締役の比率は、93年に既に25%程度の割合だった。若杉[2004]

p106 参照)。

- (44) 例えば、カルパースは、クレー・フィンレー、大和、野村、シュローダー、スカダー・ケンパーの5社に委託し日本の証券運用を行っており、近年では時価で10億ドル以上の日本株を保有していると推定されている。代田 [2002] p35-p36参照。
- (45) 94年の労働省が発したシャーマンレターでは、海外企業への投資に関しても、受託者は、米国内企業と同様な議決権行使義務があるという見解を示している。
- (46) 三和 [2001] p51参照。
- (47) 日立側が自ら選んだ社外取締役は日立の取引先会社出身者だった。これでは、社外取締役といえども監視機能を果たすことができないと、ISSが判断したためである(日本経済新聞2003年6月24日付記事参照)。

参考文献

- 青山監査法人編 (2002) 『コーポレートガバナンスと経営監査』
- 植竹晃久 (1999) 「現代企業のガバナンス構造と経営行動」(植竹, 仲田編著『現代企業の所有・支配・管理』ミネルヴァ書房, 収録論文)
- 遠藤彦彦 (1996) 「機関投資家の受託者責任について」『財界観測』1月1日号
- 大掛猪津夫 (2002) 『取締役・監査役の独立性: 変貌するコーポレートガバナンス』インタワー出版
- 小谷野薫 (1992) 「米国のコーポレート・ガバナンス」『財界観測』5月1日号
- 海外事業活動関連協議会 (1995) 『米国のコーポレート・ガバナンスの潮流』商事法務研究会
- 鎌田信男 (2004) 「エンロン事件と米国のコーポレートガバナンス改革」『東洋学園大学紀要』第12号
- 渋谷, 首藤, 井上編 (2002) 『アメリカ型企業ガバナンス—構造と国際的インパクト』東京大学出版会
- 代田純 (2002) 『日本の株式市場と外国人投資家』東洋経済新報社
- 瀬川新一 (1999) 「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」(植竹, 仲田編著『現代企業の所有・支配・管理』ミネルヴァ書房, 収録論文)
- 染宮秀樹 (1998) 「米国コーポレートガバナンスの展開: 経営者と株主の攻防」『財界観測』7月10日号
- 大統領経済諮問委員会(2003) 「2003年経済諮問委員会年次報告書: The Annual Report of The Council of Economic Advisers 2003」(『2003年米国経済白書』エコノミスト 臨時増刊号(6月9日)内に収録)
- 田村達也 (2002) 『コーポレート・ガバナンス』中公新書
- バーリー A, ミーンズ G.C. (1957) 「近代株式会社と私有財産」(北島忠男訳) 文雅堂銀行研究社(原著1932)
- 藤井靖弘, 鈴木誠 (2004) 『米国年金基金の投資戦略』東洋経済新報社
- 三和裕美子 (1999) 『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス』日本評論社
- 三和裕美子 (2001) 「アメリカ型ガバナンスの国際化」『証券経済研究』第34号
- 三和裕美子 (2002) 「アメリカ機関投資家の対外投資と企業ガバナンス」(渋谷, 首藤, 井上編『アメリカ型企業ガバナンス』東京大学出版会, 収録論文)
- 前川寛監訳 エリサ研究会訳 (1988) 『エリサ法 ERISA The Law and Code 1985 edition』生命保険文化研究所
- メイス M.L. (1991) 『アメリカの取締役: 神話と現実』(道明義弘訳) 文眞堂 (原著1971)
- 守屋俊晴 (2003) 『取締役の企業統治責任』中央経済社
- 若杉敬明監修, 年金総合研究センター編(2004) 『機関投資家の株主議決権行使とコーポレート・ガバナンス』別冊商事法務 No.274
- Baums T., Buxbaum, Hopt K.J. (1994) *Institutional Investors and Corporate Governance* Walter de Gruyter
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2004) *Flow of Funds Accounts of the United States 1995-2003* June 10
- Brancato Carolyn Kay (1997) *Institutional Investors and Corporate Governance. Institutional Investors*

and Corporate Governance The McGraw-Hill Co.

Chaganiti, Rajeswararao and Damanpour, Fariborz(1991) "Institutional Ownership, Capital Structure and Firm Performance." *Strategic Management Journal* October No.12

Report and Recommendations of Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committee (1999) (SEC ホームページ)