

わが国における企業統治改革の現状

山 口 尚 美

The Trends of Japanese Corporate Governance Reforms

YAMAGUCHI Naomi

1. 本稿の目的

本稿は、日本の企業統治改革の現状を明らかにすることを目的とする。

経済のグローバル化が進展する中、国際競争力の向上を実現するための企業統治改革が世界各国で注目を集めている。わが国でも 1990 年代以降、会社法改正を中心とする改革が次々と進められてきているが、とりわけここ数年の動きはめざましい。安倍晋三内閣の成長戦略を受け、2014 年以降“Comply or Explain”のルールに基づくソフト・ローの運用が開始されており、グローバル資本市場への対応をめざす企業統治改革が急速に進展している。本稿は、これらの企業統治改革について「株主主権」を強化する性格に着目して整理をするものである。

2. 「株主主権」を強化する近年の企業統治改革

本節は、近年における一連の日本の企業統治改革の動向を概観し、それがもたらした株主視点の強化に主眼を置く英米型の改革であることを明らかにする。個別の制度改革の特徴を、株主代表訴訟を促進する改革、ストック・オプションの導入、指名委員会等設置会社などの選択的導入、コーポレートガバナンス・コードの導入、スチュワードシップ・コードの導入の順に見ていこう。

株主代表訴訟を促す制度改革

一連の企業統治改革の嚆矢となったのは、1993 年の商法改正の一環として行われた株主代表訴訟をめぐる制度改革であった。それまでの株主代表訴訟では、損害賠償請求額に応じ

て訴訟手数料が決められていた。訴訟を起こすためには数億円にものぼる巨額の費用を要することが一般的だったのであるが、同改正によって、その訴訟手数料が一律 8,200 円とされた。これによって 8,200 円さえ支払えばいかなる株主でも取締役の経営判断に関する責任を問い、損害賠償を請求できるようになった。

敗訴した取締役は個人の負担で賠償に応じなければならなかったため、経営陣にとってはプレッシャーである。賠償額が最大規模となったものには、大和銀行ニューヨーク支店の巨額損失に対する株主代表訴訟の判決が挙げられる。11 名の取締役に対し、1 審判決では総額 830 億円の賠償支払いが命じられた。その後、控訴審において被告全員が 2 億 5 千万円を支払う和解で決着している。

この制度改革によって株主の経営者に対する潜在的な監視機能が強まったのであり、これが近年における株主主権を強化する企業統治改革の先駆けとなった。

ストック・オプションによる動機づけの導入

次に特筆すべき制度改革は、1997 年の商法改正によってストック・オプションが給与・報酬の一形態として認められたことである。もともと日本の労働基準法はストック・オプションによる給与支払いを認めていなかったのであるが、88 年の法改正ではベンチャー企業において特例として規制が緩和され、97 年にはすべての企業において合法化された。

ストック・オプションとは、企業が役員や従業員に対し、将来の一定期間にあらかじめ決められた価格で自社株を購入する権利を与える制度である。株価が購入価格を上回っていれば、購入して市場で売れば売買益を得ることができる。逆に、株価が購入価格を下回っている場合には購入しなくてもよい。

ストック・オプションが日本で話題になったのは、エージェンシー理論を支持する経済学者や経営学者によって、これがアメリカの企業統治における有効な手段であると喧伝されてきたことによる¹。周知のとおり、アメリカにおける企業統治論の開始は、バーリとミーンズが指摘したように所有と支配の分離の現象にあった²。大規模化した株式会社の株式が無数の大衆株主に分散されることによって、実質的な企業支配力は株主の手から非所有の専門経営者の手へと渡ることになる。この「経営者支配」と呼ばれる状況を受け、誰がいかにして大企業経営者を規律づけるかという企業統治の問題が発生したのである。アメリカの企業統治論でもっぱら議論されてきたのは、いかにすれば専門経営者が株主利益に忠実な行動をとるかという点であった。

この問題の解決にあたるアメリカ型企業統治の発想は単純明快である。すなわち、所有と

注1 岩井克人 [2009]『会社はこれからどうなるのか』平凡社、120 頁。

注2 Berle, A. A., Jr./Means, G. C. [1932] *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, New York.

経営が分離しているところにエージェンシー問題が発生するのであれば、所有と経営を一致させてしまえばよいというものである。つまり経営者の報酬を株価に連動させてしまえば、経営者が自己利益を追求すればするほど、自動的に株主利益が増進されることになる。経営者にストック・オプションを与えれば、自分の報酬額を高めるために株価を上昇させようと必死に努力するはずである。これが同制度改革の理屈である。

先ほど見た株主代表訴訟の促進が、株主利益に反することをすれば罰金を科されるという「ムチ」の制度であるのに対し、ストック・オプションは株主利益を高めれば高めるほど報酬が与えられるという「アメ」の制度であるといえる。

「株主利益の代弁者」としての社外取締役

1990年代後半以降になると、株主利益の観点からより厳しく企業経営を規律づけるため、社外取締役の導入とその「独立性」の向上をめぐる議論が活発化し始める。とりわけ97年にソニーが取締役会の機能を高めるため、執行役員制の導入と取締役会のスリム化を図り、同時に社外取締役を増員したことによって、取締役会改革の必要性の意識が上場企業全体に広がることになった。

社外取締役がこれまでの日本企業にも存在していたことはよく知られている。だが近年の企業統治改革の動向を見れば、日本企業の社外取締役に求められる性格がこれまでのものとは大きく変化していることがわかる。伝統的な日本企業にいた社外取締役は、メインバンク、株式持合いの相手企業、主要取引先企業等からの派遣役員や、官公庁から天下りしてきた人物が担当していることが多かった。いわば銀行や他企業、行政機関との良好な関係を維持するための「お付き合い」の側面が覗えるものであり、彼らが実質的な経営上の意思決定に口を出すことはほとんどなかった。

しかし近年の企業統治改革をめぐる議論では、社外取締役の独立性をいかに高めるかということが中心的な論点の1つとなっているのであり、社外取締役に期待される役割は株主利益の観点から経営者を厳しく監視することにある。「株主利益の代弁者」としての取締役会の経営監視活動を強化するため、社外取締役の積極的な活用を促進するところに近年の企業統治改革の要点がある。

それでは、その制度改革が具体的にどのようなものかを見ていこう。

社外取締役を活用した新たな機関形態の選択的導入

2003年4月施行の改正商法以降、アメリカ型企業統治モデルである「委員会等設置会社（現・指名委員会等設置会社）」の選択的な導入が認められるようになった。これに移行した場合、監査役は設置されず、取締役会の中に指名委員会、報酬委員会、監査委員会の3つの委員会の設置が義務づけられることになる。それぞれの委員会は3人以上の取締役から構成され、その過半数が社外取締役でなくてはならない。3つの委員会の委員は兼任できること

から、委員会等設置会社を選択した場合、最低2人以上の社外取締役の選任が必要ということになる。

また、従来型である「監査役会設置会社」では取締役会が業務執行機関と監督機関を兼ねるものであったのに対し、委員会等設置会社では取締役会によって選任される執行役が業務執行を担当し、その業務執行を取締役会が監督することになる。業務執行と業務監督とを明確に分離することで、取締役会の監督機能を強化しているのである。

さらに、取締役の任期を1年に短縮することで、株主総会の取締役会に対する監督機能も強化されている。

このように委員会等設置会社は株主利益の観点から取締役会の経営監督機能を強化するしくみとなっている。委員会等設置会社は、2006年5月施行の会社法では呼称から「等」が外され「委員会設置会社」となり、2015年5月施行の会社法改正によって「指名委員会等設置会社」となった。

2015年施行の改正会社法では同時に、監査役会設置会社と指名委員会等設置会社が続く第3の形態として「監査等委員会設置会社」が選択的に導入された。監査等委員会設置会社を選択した場合、監査役は設置されず、取締役会の中に3人以上の取締役から構成される監査等委員会の設置が義務づけられることになる。指名委員会等設置会社と同様、その過半数が社外取締役でなくてはならないため、最低2名の社外取締役の設置が必要である。

さらに同改正会社法では、社外取締役の積極的な活用とその監視活動の強化を促進するための新たな規定が設けられている。

第1に、社外取締役を置かないことに関する説明責任の義務づけである。従来型である監査役会設置会社では、社外取締役の設置は義務ではないものの、設置していない場合には定時株主総会において「社外取締役を置くことが相当でない理由」を説明し、事業報告書に記載しなければならなくなった。そのため、実際には多くの企業が社外取締役を導入せざるを得なくなった。

第2に、社外取締役の要件の厳格化である。同改正によって、当該企業およびその子会社の業務執行者のみならず、当該企業の業務執行者の近親者、親会社の業務執行者、兄弟会社の業務執行者もまた、当該企業の社外取締役から除外されることになった。これによって社外取締役の独立性の向上がめざされている。

それでは実際に、どれくらいの上場株式会社がこれらの機関形態を採用しているのだろうか。

新たな機関形態の導入状況と見通し

日本取締役協会が発表したリストによれば、2016年8月1日現在、指名委員会等設置会社を採用している上場株式会社はわずか71社（全体の2.01%）に過ぎず、圧倒的多数の企業は依然として監査役会設置会社を採用し続けている。また、ひとたび指名委員会等設置会社に移行したあと再び監査役会設置会社に戻している企業も多く、その数は累計40社にな

る³。この数値からわかるとおり、指名委員会等設置会社を実際に採用している企業はごく少数であり、ほとんど浸透していないのが実情である。

それに対し、監査等委員会設置会社については法制化されて間もないため導入している企業はまだ存在していない。だが導入を表明している上場株式会社は多く、川井総合法律事務所が集計したリストによれば、その数は同年10月2日時点で712社にのぼっている⁴。その理由としては前述の会社法改正に加え、2015年6月に「コーポレートガバナンス・コード」が導入されたことによって、上場株式会社が社外取締役を導入せざるを得なくなったという事情が大きい。改めて後述するが、同コードは独立性の高い社外取締役の2人以上の選任を上場株式会社に要求するものである。

従来型である監査役会設置会社では、3人以上の監査役のうち半数以上が社外監査役でなくてはならないのであり、最低2人の社外監査役が必要となる。そのため同コードのもとで監査役会設置会社を選択すると、2人の社外監査役と2人の社外取締役という、合計4人もの社外要件を満たす役員人材を確保しなければならなくなってしまう。

ところが監査等委員会設置会社に移行すれば、従来の社外監査役を社外取締役に選任し直すことで、コーポレートガバナンス・コードの要件をとりあえずは満たすことができる。新たに2人の社外取締役を探すことが困難な企業にとって、監査等委員会設置会社への移行は魅力的である。この方法で監査等委員会設置会社に移行した場合、当然その社外役員の権限は強化されることになる。実務家の本音がどうかはともかくとして、審議会の見方では、これによって企業統治が「向上」するのである。

なお、選択可能な3つの機関形態のうち、社外取締役にもっとも大きな権限を付与しているものは指名委員会等設置会社である。監査等委員会設置会社では、過半数の社外取締役から構成される指名委員会と報酬委員会の設置は義務づけられてはいない。法制審議会はこれを指名委員会等設置会社へ移行するまでの過渡的な形態と位置づけている。

法制審議会幹事である東京大学法学部教授の藤田友敬は、ソフト・ローに関する座談会における「長期的な取締役会改革の方向性」というトピックの中で次のように述べている。すなわち、「長期的には社外取締役過半数、執行役兼務者を限定した独立性の高い監督機関としてのボードというのが向かう方向で、そのための第一歩として、そちらに誘導できるような素地をいろいろなところに用意しておこうというのが、中間試案全体の背景にある大きな流れ」⁵なのである。

注3 日本取締役協会「指名委員会等設置会社リスト（上場企業）」2016年8月1日更新（http://www.jacd.jp/news/gov/jacd_iinkaisecchi.pdf）、最終アクセス2016年11月10日。

注4 川井総合法律事務所（<http://www.kawailaw-japan.com>）が集計。監査等委員会設置会社への移行を表明した企業数を代表弁護士のプログ（<http://blog.livedoor.jp/kawailawjapan>）において随時公表している。

注5 唐津恵一・神作裕之・田秀樹・田中亘・藤田友敬 [2012]「座談会：会社法制の見直しに関する中間試案について」『ソフトロー研究』第19号、東京大学大学院法学政治学研究科グローバルCOEプログラム、104頁。

複数人の社外取締役設置などの「努力義務」を課す上場規則

おりしも会社法改正の1ヶ月後である2015年6月、金融庁と東京証券取引所を共同事務局とする有識者会議の結果として取りまとめられた日本版コーポレートガバナンス・コードの運用が開始された⁶。同コードは2014年改訂版の『日本再興戦略：未来への投資・生産性革命』で示された安倍晋三内閣の成長戦略である「第3の矢」において、日本の「稼ぐ力」を取り戻すための有力な政策候補の1つとして導入されたものである。

同コードはイギリスのものと同様、“Comply or Explain（遵守または説明）”のルールに基づくソフト・ロー（法的拘束力のない規範）として制定されている。東証1・2部上場のすべての株式会社に対し、記載された原則について、実施するか、または実施しない場合にはその理由を説明することが求められる。これを無視した場合には、証券取引所の企業行動規範に違反したものとして、企業名の公表、上場契約違反金の徴求、改善報告書の徴求、特設注意市場銘柄への指定など、所定の措置がとられることになる。

同コードの目次を示せば〈表1〉のとおりである。5つの大きなカテゴリーが示され、各カテゴリーの基本原則を達成するためにとるべき個別の原則が示されている。表中「△」印のついているものは、『企業統治報告書』などでの情報開示が必要な原則が含まれている項目である。

表1 日本版コーポレートガバナンス・コードの目次

1.	株主の権利・平等性の確保
1-1.	株主の権利の確保
1-2.	株主総会における権利行使
1-3.	資本政策の基本的な方針
△ 1-4.	いわゆる政策保有株式
1-5.	いわゆる買収防衛策
1-6.	株主の利益を害する可能性のある資本政策
△ 1-7.	関連当事者間の取引
2.	株主以外のステークホルダーとの適切な協働
2-1.	中長期的な企業価値向上の基礎となる経営理念の策定
2-2.	会社の行動準則の策定・実践
2-3.	社会・環境問題をはじめとするサステナビリティをめぐる課題
2-4.	女性の活躍促進を含む社内の多様性の確保
2-5.	内部通報
3.	適切な情報開示と透明性の確保
△ 3-1.	情報開示の充実
3-2.	外部会計監査人

注6 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード：会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために」2015年6月1日付。

4. 取締役会等の責務

- △ 4-1. 取締役会の役割・責務 (1)
- 4-2. 取締役会の役割・責務 (2)
- 4-3. 取締役会の役割・責務 (3)
- 4-4. 監査役及び監査役会の役割・責務
- 4-5. 取締役・監査役等の受託者責任
- 4-6. 経営と監督の執行
- 4-7. 独立社外取締役の役割・責務
- △ 4-8. 独立社外取締役の有効な活用
- △ 4-9. 独立社外取締役の独立性判断基準及び資質
- 4-10. 任意の仕組みの活用
- △ 4-11. 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件
- 4-12. 取締役会における審議の活性化
- 4-13. 情報入手と支援体制
- 4-14. 取締役・監査役のトレーニング
- 5. 株主との対話
- △ 5-1. 株主との建設的な対話に関する方針
- 5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表

(注) △印は報告書で開示が求められる原則。

出所：東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード：会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために」2015年6月1日付より筆者作成。

単純な分量からしてもわかるとおり、取締役会の役割をめぐる原則がもっとも多く、同コードの中心となっている。中でも注目されるのが、企業に2人以上の独立社外取締役の設置を求める原則である（原則4-8）。それまでも2010年以降、すでに1人以上の独立役員（社外監査役または社外取締役）の確保を義務づける上場規則は置かれていたのであるが、同コードは経営監督機能のさらなる強化をめざすことから、株主の立場から経営を監視する独立社外取締役の複数人の選任を原則として求めている。

なお、東京証券取引所が定める独立役員の独立性基準は、改正会社法のものよりも一層厳格である。親子・兄弟会社関係や親族関係に加え、取引関係、役員報酬以外の金銭関係などの点においても、企業から独立していることが求められる。

改正会社法において「社外取締役を置くことが相当でない理由」の説明が義務づけられたことに加え、証券取引所の原則として独立取締役の複数人の確保が「努力義務」とされたことからすれば、もはや監査役会設置会社を含めるすべての上場株式会社において、社外取締役の設置は免れることのできない課題となる。

またコーポレートガバナンス・コードで注目されるのは、株式持合いの解消を促す原則である（原則1-4）。それによれば、上場株式を政策保有株式として保有する場合には、その政策保有に関する方針を開示しなくてはならない。つまり株式持合いの経済合理的な保有意義を説明しなければならなくなったのである。さらに同原則では、その政策保有株式に係る議決権行使の基準を策定・開示することが要求されている。

株式持合いは安倍内閣の成長戦略の1つの標的である⁷。この原則によって、これまで売却をためらっていた企業も保有を見直さざるを得なくなったのであり、株式持合いの解消に拍車がかかる可能性が大いにある。実際に、すでに持合い株式を手放す動きも見られている。これについては次節で後述する。

同コードの中でいまひとつ留意したい点は、株主以外の利害関係者の位置づけである。原則2によれば、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会といった株主以外の利害関係者との適切な協働が必要不可欠であるという。だが、その「適切な協働」が何を意味するかについては本コードの中では明示されていない。そこで、以下の文面から若干の解釈を加えてみたい。

基本原則2の解説には次のようにある。すなわち、「上場会社は、自らの持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を達成するためには、これらのステークホルダーとの適切な協働が不可欠であることを十分に認識すべきである。……（中略）……上場会社が、こうした認識を踏まえて適切な対応を行うことは、社会・経済全体に利益を及ぼすとともに、その結果として、会社自身にも更に利益がもたらされる、という好循環の実現に資するものである」。この文面によれば、利害関係者との協働の目的は「企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を達成すること」および「会社自身の利益を高めること」にある。換言すれば、利害関係者との「適切な協働」は会社自身の利益のための戦略的手段として位置づけられていることになる。

同様のことが別の箇所からも読み取れる。原則2-3では社会・環境問題への対応を「重要なリスク管理の一部」とし、原則2-4では女性の活躍促進を含むダイバーシティの取組みを「会社の持続的な成長を確保する上での強み」としているのに対し、それらが企業の「責任」であるとはどこにも書かれていない。このような文面の端々から読み取れるニュアンスからすれば、「それが結果的に会社の利益のためになるのであれば、株主以外の利害関係者問題に取り組んでもよい」といったものであり、結局のところ焦点は株主利益にあると解すことができよう。いずれにしても、「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」と題された原則2については開示要請のある原則とはなっていないのであり、その重要性は低い。

それに対し、原則5の「株主との対話」は開示要請のある項目を含むものとなっているのであり、重要課題とされている。原則5-1には、「取締役会は、株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取り組みに関する方針を検討・承認し、開示すべきである」と記されている。企業と株主との対話については、2014年に運用が開始された「スチュワードシップ・コード」との関連で後述する。

同コードの全体を見たとき、明らかに力点が置かれているのは株主視点の強化とそのため取締役会改革なのであり、英米の基準を反映した「株主主権」型の制度設計がめざされていることがわかる。

注7 自由民主党「日本再生ビジョン」2014年5月23日公表、13-16頁。

上場株式会社における社外取締役の導入状況と見通し

これまでに説明してきたような企業統治をめぐる会社法やソフト・ローの制度改革を受け、実際に上場株式会社における社外取締役の導入状況はどのように変化しているのだろうか。

〈図1〉は、東証1部上場株式会社において、社外取締役および独立社外取締役を設置している企業比率の推移を見たものである。2004年には社外取締役を設置している企業が、東証1部のうちわずか30.2%しか存在していなかった。それが、会社法改正の議論が本格化した2014年には74.4%に、改正会社法施行後の2016年8月には98.9%にまで増加している。

そのうち独立社外取締役について見れば、2010年に独立役員1人の設置が義務化されて以来、その導入企業数は着々と増えてきている。2016年には97.2%の企業の社外取締役が東京証券取引所の独立性基準を満たすようになっている。

また、社外取締役を2人以上設置している企業比率を見ると、2004年にはわずか14.8%であったものが、2016年には85.5%にもなっている。そのうち独立社外取締役が2名以上である企業比率は、同年で80.3%になる。コーポレートガバナンス・コードで2人以上の独立社外取締役の設置が原則化されたことの影響はやはり大きいといえる。

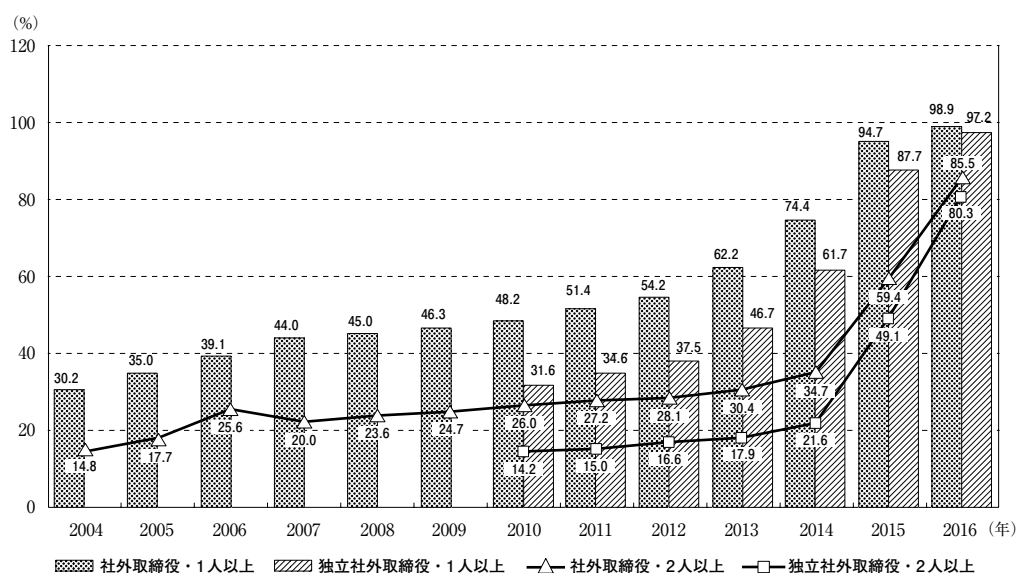


図1 社外取締役および独立社外取締役の設置企業比率の推移（東証1部）

（注）各社『有価証券報告書』データをもとに日本取締役協会が毎年8月1日に集計。

出所：日本取締役協会「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」2016年8月1日付（<http://www.jacd.jp/news/odid/cgreport.pdf>）をもとに筆者作成。

最終アクセス 2016年11月10日。

以上のデータからわかるとおり、社外取締役の導入とその独立性向上をめざす制度改革が実際に企業に与える影響は大きい。現時点では、“Comply or Explain”のルールにもとづく原則の形式を採っているものの、近年における会社法をめぐる議論は社外取締役設置の義務化を射程に入れたものである。

今回の改正会社法では、経済団体からの根強い反対意見もあり義務化は見送られている。しかしその附則によれば、施行から2年経過した後、社外取締役の選任状況や社会・経済情勢の変化等を勘案したうえで必要があると認められた場合、社外取締役設置の義務づけ等の措置を講ずることが明記されている。このような法的要請の強まりとともに、日本企業にとって社外取締役の導入は抗いがたい潮流となっていっている。

これまで日本的経営を守り、社外取締役を導入してこなかったトヨタ自動車やキャノン、新日鉄、東レといった企業でさえも法改正と上場規制の動きには抗えず、軒並み独立社外取締役の起用に踏み切っている。これらの方針転換は経営者の望みというよりは、むしろ高まる「外圧」に屈したという印象が強い。

また今後、社外取締役の義務化に向けた動きが進展すれば、前述の監査等委員会設置会社や指名委員会等設置会社の導入企業数もさらに増加することが予想される。

株主との対話を促進するソフト・ロー

これまで見てきた株主権の取締役会改革を支えるものとして、他方で企業と株主との対話の必要性が強調されている。その柱とされているのが、2014年2月26日に金融庁の有識者検討会が公表した日本版スチュワードシップ・コードである⁸。

同コードは、企業経営者に株主利益を意識させ、投資リターンの拡大を図るための機関投資家の「あるべき姿」が示された指針であり、企業と機関投資家の対話を推奨するものである。日本の上場株式会社に投資する機関投資家および議決権行使助言会社がその対象となる。コーポレートガバナンス・コードと同様、“Comply or Explain”のルールに基づくソフト・ローであり、その指針は原則の形式をとるものである。

コーポレートガバナンス・コードが「投資される側」である企業の役割を原則化したものであるのに対し、スチュワードシップ・コードは「投資する側」である機関投資家の役割を原則化したものである。どちらも安倍内閣の成長戦略に組み込まれているものであり、両コードは同戦略の一環である「稼ぐガバナンス」を実現するための「車の両輪」とされている。前述のコーポレートガバナンス・コードの中にも、株主との対話を促進するための体制や取組みに関する方針の開示を求める原則が含まれているのであり（原則5-1）、企業側と機関投資家側の両方に努力義務を課すことで、対話の実効性を確保し株主視点を強化しよう

^{注8} 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会『「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》：投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために」2014年2月26日付。

とする狙いが窺える。

スチュワードシップ・コードの序文では、機関投資家の責任として、「投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』」などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る」ことが定められている。同コードは、機関投資家がこの責任（「スチュワードシップ責任」）を果たすための7つの原則から構成される。各原則の要点は〈表2〉に示したとおりである。

同コードの受け入れを表明している国内外の機関投資家は徐々に増加してきており、2016年9月2日時点では213社となっている⁹。その内訳は、信託銀行等7社、投信・投資顧問会社等151社、生命保険会社18社、損害保険会社4社、年金基金等26社、その他（議決権行使助言会社他）7社である。

表2 日本版スチュワードシップ・コードの原則

1. 投資先企業との対話を通じて受託者責任を果たすための方針の策定・公表
2. 利益相反の管理に関する方針の策定・公表
3. 投資先企業の状況の把握
4. 投資先企業との「目的を持った対話」による認識共有・問題改善
5. 議決権行使とその結果公表に関する方針の策定
6. 議決権行使を含む対話状況の委託者への定期的な報告
7. 投資先企業と対話を行うための体制の整備

出所：日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》：投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために」2014年2月26日付をもとに筆者作成。

以上で見てきたとおり、日本で展開されている企業統治改革とは、もっぱら株主利益の観点から経営者の規律づけを強化するしくみを導入するものであった。一方では賞罰と厳しい監視のシステムによって取締役会の株主視点の強化をめざし、他方では株主の発言力を強化をめざしている。すなわち、株主利益に反することをすれば「ムチ」を科し、株主利益を高めれば「アメ」を与え、株主利益を志向するような厳しい監視システムを置く一方、株主に対しては積極的な経営監視活動を推奨する、というものであった。

それでは、このような経営監視活動の主体となる「株主」とは具体的にどのような株主のことであるのか。次節で見ていく。

注9 金融庁「《日本版スチュワードシップ・コード》の受け入れを表明した機関投資家のリスト」2016年9月2日付。

3. アメリカ機関投資家の影響力の拡大

前節において、日本の企業統治改革が「株主主権」を強化する英米型の改革であることを明らかにしてきたのであるが、株主の投資行動のパターンや目的には多様性があることから、いかなる株主が当該改革の主たる対象となるかは検討しておく必要があるだろう。

本節は、日本で展開されている企業統治改革が、いかなる株主による経営監視活動を強化するしくみとなっているのかを明らかにする。

株式持合いの解消傾向と外国人株主の台頭

日本の大企業をめぐる株主の状況から見ていきたい。日本の上場株式会社における株式所有構造をデータで見てみよう。〈図2〉は、日本の全上場株式会社における単元株数ベースの株式所有比率の推移を株主別に見たものである。このデータの特徴は、1990年以降、それまで大企業の安定株主として存在していた金融機関や事業法人の所有比率が低下している一方、外国人株主の所有比率が急激に増加している点にある。

外国人株主に注目すれば、1990年にはわずか4.7%であった所有比率が、95年には10.5%、2000年には18.8%、2005年には26.3%、2010年には26.7%と一貫して増加してきている。2015年には29.8%にまで増大しており、金融機関、事業法人、個人を凌ぐ第1位の投資部門となっている。

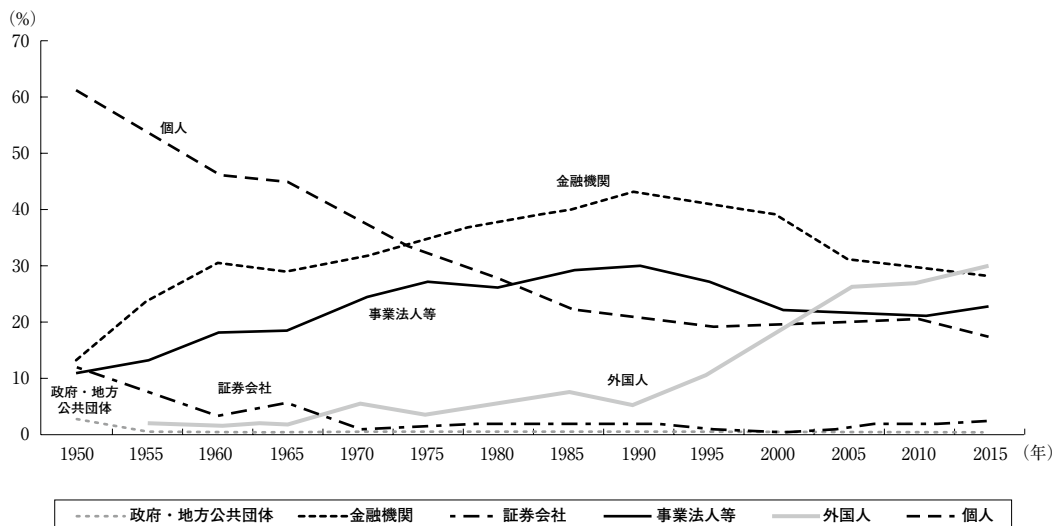


図2 日本の上場企業における株主別株式所有比率の推移

(注1) 単元株数(2000年度以前は単位株数)で換算。

(注2) 金融機関には銀行、生命保険会社、損害保険会社等が含まれる。

出所：東京証券取引所「2015年度株式分布状況調査の調査結果について(要約版)」2016年6月20日付、5頁より筆者作成。

その一方、株式持合いについては解消傾向にある。〈図3〉は上場企業における持合い株式の保有比率の推移を見たものである。これを見れば、事業会社と銀行の両主体において、株数ベースと金額ベースともに株式持合いが減退してきていることがわかる。

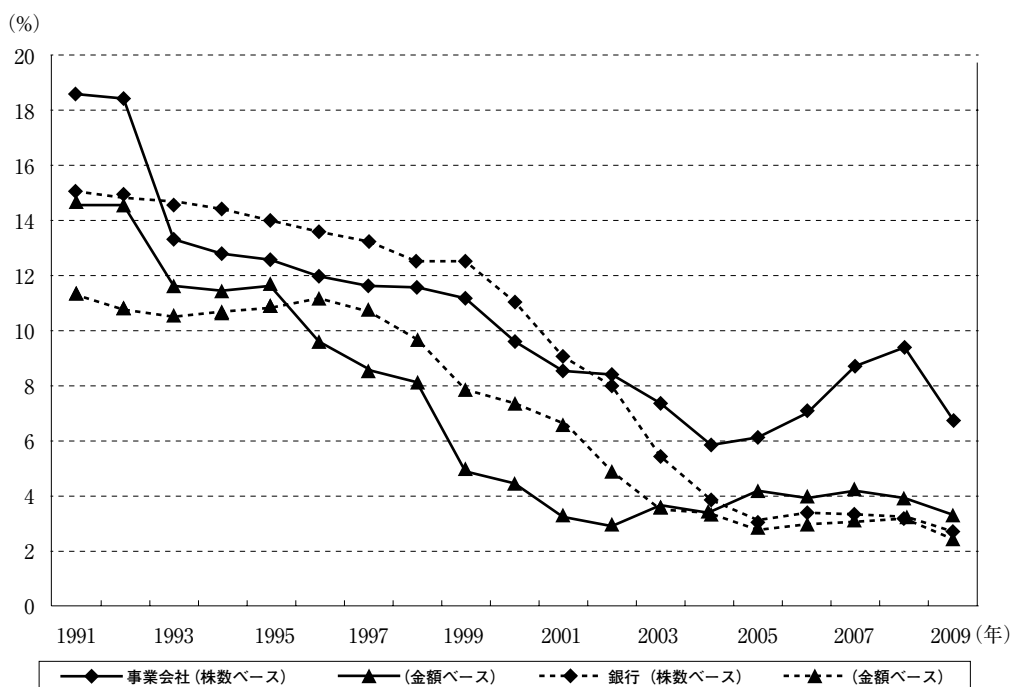


図3 持合い株式の保有比率の推移

出所：大和総研〔2011〕『大和総研調査季報』新春号第1巻、15-16頁者作成。

さらに近年の動向として、2015年7月16日付の『日本経済新聞』の調査によれば、持合い株式を保有する上場株式会社281社のうち168社が2014年度中に保有銘柄数を減らしている。住友商事が保有していた新日鉄住金の8,000万株を242億円で売却したほか、みずほ銀行が富士重工の830万株を331億円で売却、三井住友信託銀行が三井不動産の632株を223億円で売却したことなどが例示されており、同紙は株式持合いの解消が最終段階に突入したと分析している¹⁰。

また、同紙の11月29日付の記事によれば、大林組は約300銘柄の持合い株式のうち、保有額の3割程度（約1,000億円分）を今後5・6年以内に売却することを発表している。コマツは保有額の少ない1・2銘柄を残し、事業上メリットのない保有株の売却をほとんど終

注10 『日本経済新聞』2015年7月16日付。

えている。パナソニックは合理性の認められない銘柄の株式を売却する方針を示している。花王もまた、株式保有は合理的理由がある場合に限り、保有株式を見直す方針を示している¹¹。

このような状況の中での外国人株主の株式所有比率の上昇は、外国人株主が持合い解消の受け皿となっていることを意味している。外国人株主のうち、とくに日本の企業経営に大きな影響を与えているのはアメリカをはじめとする海外機関投資家である¹²。代表的な日本の大企業の2016年3月時点における株式所有構造を見れば、たとえばトヨタ自動車の普通株における26.83%、村田製作所の41.8%、SONYの54.74%、本田技研工業の41.92%、パナソニックの31.25%、三菱商事の30.37%、任天堂の51.30%、資生堂の38.60%、キーエンスの46.66%が外国法人の持分となっている¹³。

それでは、これらの株主の投資行動のパターンや目的はどのようなものなのか。

受託者責任に拘束されるアメリカの機関投資家

アメリカの機関投資家は委託者の利益となるように株式を運用しなくてはならないという強い「受託者責任 (fiduciary duty)」に拘束されているため、その関心は投資先企業の経営そのものの良し悪しではなく、株価や配当の上昇といった金融上の利益に向けられることが多い。そして、その投資リターンの要求が短期の時間軸のものであるところに特徴がある。機関投資家の格付けは4半期ごとに実施されるものであり、通常の場合だと過去1年間および過去3年間の運用業績が評価の対象となる。委託者から短期的に運用業績を評価され続けるファンド・マネージャーにとって、サイレント・パートナーとなり企業価値の向上を辛抱強く見守るという長期の視点は受け入れがたいものである¹⁴。

当初、これらの機関投資家は投資先企業の経営に不満がある場合、議決権を行使するのではなく、株式を売却することで自己の利益を守るという行動に出ることが多かった。株式を保有し経営に関与することよりも、株式の売買を通じて運用業績を上げることの方が魅力的である。なぜなら多くの場合、ファンド・マネージャーの報酬は投資家からの預かり資産の増加をベースに支払われるためである。つまり投資先企業の経営への関与のしかたの良し悪しではなく、どれだけの金額を動かしたかによって報酬額が決まるのである¹⁵。そのため議決権を行使することで業績不振の企業経営に関与するという選択よりも、株式を売却してし

注11 『日本経済新聞』2015年11月29日付。

注12 藤田利之 [1999] 『日本企業にモノ申す外国人株主』 東洋経済新報社、20頁。

注13 トヨタ自動車、村田製作所、SONY、本田技研工業、パナソニック、三菱商事、任天堂、資生堂、キーエンスの各社『有価証券報告書』(2015年度)を参照。

注14 Davis, S./Lukomnik, J./Pitt-Watson, D. [2006] The New Capitalist, Harvard Business School Press, Boston (鈴木泰雄訳『新たなる資本主義：ニューキャピタリストが社会を変える』ランダムハウス講談社、2008年)、邦訳112頁以下。

注15 同上書、107-110頁。

まった方が経済的に合理的である場合が多いのである。

ところが1990年代以降になると、これらの機関投資家の行動様式に変化が生じるようになる。レーガン政権下の労働省が発表した「エイボンレター」において、株主総会で議決権を行使することは年金基金の重要な資産だとする言明があったことを受け、年金基金を始めとする数多くの機関投資家の受託者責任の中に、投資先企業への議決権行使が盛り込まれるようになったのである¹⁶。これによってアメリカの機関投資家は、単に株式を売買するだけでなく、投資ポートフォリオ内の企業の財産管理にも関与し始るようになった。

そうした中で、投資先企業に対し積極的に経営改善の提案を行うことで投資リターンの拡大を図る「もの言う」機関投資家、いわゆる「アクティビスト」の経営監視活動が活発化し始めた。経営陣に対し資本効率や配当性向の向上を求める問題提起を積極的に行うケースから、経営改革を求める書簡の送付や面談等で非公式に接触してくるケースまで、その要求のしかたはさまざまである。要求項目は、取締役の派遣、企業の身売り、事業分離・売却、取締役の交代、自社株買い、買収防衛策の撤回、事業再編など幅広い。

とはいえ、企業統治の目的そのものが企業支配へと変化したわけではない。彼らの目的は依然として目先の投資リターンの最大化であり、そのための手段として議決権を行使するようになったのである。受託者責任を果たし自身の運用業績を上げることさえできれば、将来的に投資先企業の経営がどうなるかは問わないのである。

日本でのアクティビストの広がり

この受託者責任としての議決権行使の対象は、当初はアメリカ企業のみを対象とするものであったが、1994年のクリントン政権のもとで規制範囲が拡大され、海外企業もその対象に含まれるようになった。今日では数多くのアメリカの機関投資家がインターネットを經由して世界各国の投資先企業に対して日常的に議決権行使を行っている。

日本でも、このような投資のリスクを負わないアメリカの機関投資家が台頭してきているのであり、上場株式会社の経営者に対して短期的な金融上の利益を要求する行動に出ている。日本では、2007年にブルドックソースの敵対的買収防衛策が認められたことや、2008年のリーマン・ショック以来、スティール・パートナーズを始めとするアメリカの機関投資家の多くは一時的には撤退していた。ところが2013年以降、前述した安倍内閣の成長戦略への期待から、再び日本株の積極的な買いに転じている。大量保有報告書の提出件数を見れば、たとえば2000年代半ばにMBOの提案を立て続けに行ったダルトン・インベストメンツは、リーマン・ショック後の2010年には5%以上保有する銘柄が皆無であったが、2014

¹⁶ 詳しい経緯は、Useem, M. [1996] *Investor Capitalism : How Money Managers Are Changing the Face of Corporate America*, Basic Books, New Yorkを参照。

年には36件にまで増えている。株主提案を積極的に行っていたブランデス・インベストメント・パートナーズは2012年の2件から2014年の45件に、ザ・エフエフピー・バリュール・リアライゼーション・マスター・ファンドは2012年の5件から2014年の32件に増加している。

なお、外国人投資家が日本企業に投資をする場合、カストディアンと呼ばれる証券保管会社が投資家に代わって有価証券の管理を行うことが多いため、実質的な株主であるアメリカの機関投資家の存在が名簿上は見えにくくなっている。しかしながら、そのような顔の見えない株主が、株価形成に対する決定的な影響力を行使しているのである。

日本ではアクティビストによる株主提案はまだそれほど多くないが、非公式の接触は年々増えてきているという¹⁷。書簡を送付し、ROEや株主還元の改善や企業統治の強化などに関する考え方を提示してくるケースが多いようである。典型的な事例としては2013年5月、アメリカのヘッジ・ファンドであるサード・ポイントがソニーに対し、エンターテインメント部門を本体から分離し、アメリカで上場することを書簡で提案したことが挙げられる¹⁸。

4. 現行企業統治改革の問題と今後の課題

本稿は、日本で進展する企業統治改革の近年の状況を明らかにしてきた。日本の大企業をめぐる各種企業統治制度は、端的に言えば株主利益の観点から経営監督機能を強化するしくみであり、株主偏重的な性格が強くうかがえるものであった。

だが、近年日本の大企業に対して影響力を強めている株主とは、匿名性の高いヘッジ・ファンドを典型とするアメリカの機関投資家であり、投資のリスクを負わない株主である。彼らの要求は相変わらず株価、ROE、配当といった短期的な金融上のリターンにあり、投資先企業が将来的にどうなるかといったことには関心を持たないのである。

現時点ではまだ経営の自律性が失われる事態には至っていないものの、独立社外取締役の導入をはじめ、株主視点の強化に主眼を置く企業統治改革が進展していくことを考えれば、日本の大企業経営者はますますこれらの目先の利益のみを追求する株主の短期的要求の圧力に晒されることになる。そうなれば、経営者の意思決定が短期の金融目的に拘束されるという事態にもなりかねない。

より根本的な問題を指摘するなら、そもそもこのような「株主主権」を強化する英米型の改革は日本企業の実態になじむものだろうか。取締役会が果たしてきた機能や役割は、そもそも日本と英米とでは大きく異なるのである。

注17 大和総研「重点テーマ・レポート：米国アクティビスト動向と日本企業への示唆」2014年6月10日付、4頁。

注18 『日本経済新聞』2013年5月15日付。

元来、日本企業の取締役は社内年功序列制の頂点として従業員との同質性を維持してきたのであり、決して「株主利益の代弁者」といった性格を持つものではなかった。日本企業では年功序列の慣行のもと勤続年数に応じて昇進が決まることが多く、取締役会のメンバーがすべて生え抜きの内部昇進者であるという企業が少なくない。社外出身の取締役であっても、メインバンクから転籍してきた人物であることが多くその関係性は緊密である。このような状況にあって日本企業の取締役は経営者の「身内」として、厳しい監視の目を光らせるのではなく、経営者を信頼しその意思決定を尊重するという態度をとってきたのであり、そのことが経営者の規律を喚起してきたのである¹⁹。

ところが近年の企業統治改革の前提にはそうした日本企業の実態とはかけ離れた英米型企業統治モデルの構想が置かれているのであり、日本企業の取締役会にも英米企業と同様の機能と役割が求められている。その背後にある「株主主権」の思考が本当に日本企業に適合的であるか否かが論じられることはほとんどない。

多くの日本企業の経営者にとって、「会社は株主のもの」とする考えより「会社はそこで働く人々のもの」とする考えの方が共感できるものではないだろうか。企業活動の正当性は経済合理性だけで説明されるものではなく、その社会や文化の中で共有されている価値観と照らし合わせたとき、人々に容認されるものであるか否かが重要である。企業統治改革もそうした企業の実態と適合的な形で進められなければならない。

日本企業にとっての最良の企業統治改革の方向については、法学分野との学際的問題として議論を深めていく必要があるだろう。

(参考文献は脚注に記載)

(やまぐち なおみ 本学非常勤講師)

注19 日本企業の経営者の規律のあり方は、田中一弘 [2014]『「良心」から企業統治を考える：日本的経営の倫理』東洋経済新報社を参照。

