

機関投資家によるコーポレート・ガバナンス

京都大学経済研究所教授 橋木 俊詔
慶應義塾大学商学部教授 深尾 光洋
ニッセイ基礎研究所 (ガバナンスWG)

<目次>

はじめに	42
1. 金融機関のコーポレート・ガバナンスへの関わり	43
(1) メインバンク制	43
(2) 株主としてのコーポレート・ガバナンスへの関わり	44
(3) 双方向でのコーポレート・ガバナンスの改善	45
2. 株式持ち合い	46
(1) わが国の株式保有構造	46
(2) 株式持ち合いの現状	47
(3) 「株式持ち合い」解消の動き	48
(4) 株式持ち合いの企業経営に与えた影響	51
3. 株主権行使の現状	52
(1) 株主権の内容	52
(2) 株主議決権行使の現状	53
(3) 株主代表訴訟の現状	56
(4) 株主提案権行使の現状	58
(5) まとめ	59
4. 株主総会	60
(1) 株主総会についての考え方	60
(2) 株主総会の集中	60
(3) 株主総会の運営	62

5. 情報の利用	63
(1) 情報の利用とコーポレート・ガバナンス	63
(2) 情報開示の現状	63
(3) 経営情報の開示	66
(4) インベスター・リレーションズ（IR）の強化	68
6. われわれの提言	70
(1) 提言の視点	70
(2) 情報開示の質的な充実	71
(3) 取締役会の改革	73
(4) 株主総会の改革	75
(5) 機関投資家による株主議決権の行使	77
補論 コーポレート・ガバナンス	80
(1) 企業	80
(2) コーポレート・ガバナンス	80
(3) 企業はだれのものか	83
(4) われわれが考えるコーポレート・ガバナンス	84
(5) 機関投資家	85
参考文献	88

はじめに

わが国の金融機関は、株主として有数の地位を占めている。株式分布状況調査（全国証券取引所協議会、98年3月末）によると、金融機関（銀行、信託、生損保、投信、年金など）の上場株式の保有時価総額は129.8兆円で、市場全体の42.1%に達している。

コーポレート・ガバナンスの視点から、金融機関の株式保有を見ると、株主として有数の地位を占めているにもかかわらず、その関与は小さく、いわゆる「サイレント・パートナー」としての役割を果たしてきた。一方、金融機関は、債権者の立場から企業運営に積極的に関与してきた。いわゆる「メインバンク」制はわが国の効率的な企業システムを支える特徴の1つとして理解されていた。

しかし、バブル崩壊後、金融機関の株式保有リスクが顕在化した。また、大量の不良債権の発生、粉飾決算の発覚や総会屋への利益供与事件など、不祥事が頻発することにより、わが国企業システムそのものに対する不信感が増大する状況となっている。

さらに、企業活動の国際化、資本市場の自由化・国際化による内外資本の流出入にともなって、グローバル・スタンダードによるコーポレート・ガバナンスへの関与の必要性が高まっている。金融機関は、「株主」としてコーポレート・ガバナンスに関与するように、強く迫られているのである。

本稿は、「金融機関（＝機関投資家）が、どのようにコーポレート・ガバナンスに関わって行くのか」について、いくつかの提言を含めてまとめたものである。その構成は、まず第1章「金融機関とコーポレート・ガバナンス」で、われわれの問題意識をまとめている。第2章「株式持ち合い」、第3章「株主権行使の現状」、第4章「株主総会」、第5章「情報の利用」は、わが国におけるコーポレート・ガバナンスの現状と問題点の指摘を試みている。そして、第6章「われわれの提言」では、わが国機関投資家がコーポレート・ガバナンスに関わる際に、投資先企業とともに取組み、改善すべき方向・方策を考えている。

わが国のコーポレート・ガバナンスについては、さまざまな改善すべき点があると思われるが、特に「われわれの提言」では、

- ① 情報開示の質的な充実
- ② 取締役会の経営監視機能の強化
- ③ 株主総会の開催分散化と機能強化
- ④ 機関投資家による株主義決権の行使

といった4つに焦点をあて、具体的な方策を検討している。

機関投資家（株主）の、コーポレート・ガバナンスへの関与を強化することが、受託者責任を果たし、運用効率を上昇させる観点から必然と考えられる現在、当レポートに何らかの有益な示唆が含まれていれば幸いである。

1. 金融機関のコーポレート・ガバナンスへの関わり

(1) メインバンク制⁽¹⁾

わが国の金融機関は、機関投資家として有数の地位を占めている。株式投資残高が、単に、大きいだけでなく、株主資本をも上回る規模だけに、「株価変動の影響を受けやすい経営体質」になっている（図表－1）。

図表－1 銀行・事業会社の株式投資

	A/銀行の株式投資残高	A/銀行株主資本	A/銀行使用総資本	B/事業会社の有価証券残高	B/事業会社株主資本	B/事業会社使用総資本
75年3月期	23496億円	61.8%	1.83%	68875億円	41.2%	6.55%
80年	43480	73.9	1.96	91584	34.9	6.22
85年	78503	90.5	2.08	136615	29.6	6.81
90年	219799	102.1	3.08	264505	32.0	9.01
91年	255395	109.0	3.48	313237	35.2	9.93
92年	273457	110.5	3.69	333056	35.8	10.22
93年	273069	108.3	3.92	344086	36.2	10.49
94年	288452	112.7	4.19	357099	36.9	11.02
95年	320271	125.6	4.67	374433	38.0	11.51
96年	352674	152.9	5.09	391213	38.8	11.84
97年	363505	148.3	4.98	412276	39.6	12.41
98年3月期	363549	174.1	4.99	426255	40.2	12.79

(注) 東証1部の上場銀行(信託を除く)および、事業会社の合計値

(資料) ニッセイ基礎研究所作成

しかし、金融機関は、株主としてのコーポレート・ガバナンスには積極的な関わりを持たなかった。むしろ、メインバンクとして、債権者の立場からコーポレート・ガバナンスに関与した結果、株主はじめ、他のステークホルダーの権利の確保が図られてきたのである。これは、わが国の経済や株式市場が右肩上がりである間は、様々なステークホルダー間に摩擦を引き起こさずに、それぞれの利益の確保が可能であったため、こうしたメインバンク機能を果たせていたものと考えられる。

⁽¹⁾ 日本では、ほとんどの会社が、貸出や決済サービス等の取引について、一つないしは少数の銀行（いわゆるメインバンク）と密接な取引関係を維持しようとしています。1993年1月に富士総研が実施したアンケート調査によれば、9割超の企業がメインバンクを有しており、各企業が有しているメインバンクの数は平均1.6行となっています。

メインバンクは、会社の株式を数%（独占禁止法による規制で五パーセントが上限）保有していることが多く、取締役を送り込んでいることもあります。たとえば、前述のアンケート調査によれば、メインバンクが大株主となっている企業は5割強に達しており、メインバンクから役員を受け入れている企業も3割弱存在します。

日本では従来、企業が経営危機に陥った場合に、メインバンクが中心となって資金繰りを支援するなどして、企業の再建に協力してきました。これは企業サイドがメインバンクに対して、「いざという時には支援してもらえる」という期待を持っており、銀行もその期待にこたえることによって、メインバンクとしての名声を維持して取引先を拡大することで、企業救済のために要するコストを上回る利益を得ることができたためと思われる。

（コーポレート・ガバナンス入門、深尾光洋、99年4月）

(2) 株主としてのコーポレート・ガバナンスへの関わり

ところが、わが国では、バブル崩壊後も、既存の企業システムに安住し続けた結果、環境変化に
適応できない部分が拡大してしまった。一方、米国では、市場原理を活用した企業リストラが活発
に行われ、企業システムが再生した。

株式市場の不振が継続し、(不良債権処理に利用してきた) 株式含み益が消失するに至って、株価
変動リスクが顕在化し、株式保有による足元の業績への悪影響が表面化している。加えて、情報開
示の世界的な統一の動き(時価会計の導入など)を背景に、ようやく、金融機関は、株主としてコ
ーポレート・ガバナンスへの関与を考え始めた段階にある。

これに対して、コーポレート・ガバナンスの対象となる企業の意識変化も大きい。(図表-2)は、
日経新聞が実施した「企業統治に関する社長100人アンケート」(97年6月)の一部であるが、監査
役と株主を重視する一方、「メインバンクには、企業経営をチェックする役割を全く期待しない」と
いう、極端な結果となっている。(なお、メインバンク制については、「そもそも機能していなかつ
た」との主張も見られる。)

図表-2 企業統治に関する社長100人アンケート結果(日経新聞、97年6月)

質問1	日本でコーポレート・ガバナンスを確立するには、何がもっとも必要だと考えられますか	
イ	経営の軸である取締役会の機能強化など内部改革	30.2%
ロ	社外重役制度など外からのチェックの強化	8.0
ハ	独禁法など法律の整備	0.6
ニ	経営トップの倫理観、遵法意識徹底	38.9
ホ	経営情報の開示強化	20.4
質問6	経営にあたってのステークホルダーの優先順位をどうつけていますか	
1位	株主	180点(①3点、②2点、③1点で合計)
2位	ユーザー	123
3位	従業員	121
4位	取引先	35
質問7	企業経営をチェックするシステムとしてどの要素が重要と考えますか(複数回答)	
イ	社外取締役	7.4%
ロ	監査役	30.7
ハ	メインバンク	0.0
ニ	販売店、顧客	7.8
ホ	労働組合	8.6
ヘ	社内法務担当	11.9
ト	投資家、株主	28.7
チ	マスコミ	1.6
リ	その他	3.3

(資料) 日経産業新聞(97年6月20日)

金融機関が、株主としてコーポレート・ガバナンスへの関与を強化することは、従来のわが国企業システムに根本的な変化を求めることを意味する。特に、大きな影響を受けると考えられる点として、

- ① (株式持ち合いを背景とする) 株主のサイレント・パートナー化
- ② (本来、株主を代理して企業の業務執行を監視・監督することも期待されているのに、企業の内部昇進者が主体を占めることで) 取締役・取締役会の業務執行機関化
- ③ 株主総会の形骸化

などが挙げられよう。

金融機関が変化を求められる点は、単に意識面に止まらず、法制面の整備(規制緩和)や、実務慣行の変更、企業の意思決定組織の変更など、多岐にわたると考えられる。

(3) 双方向でのコーポレート・ガバナンスの改善

また、株式持ち合いが、双方向で形成されていることを考えると、金融機関が株主として、コーポレート・ガバナンスへの関与を強めれば、その反対方向の動きも想定される。

例えば、金融機関が株主として発言を始めると、おそらく金融機関の株主もまた、金融機関に対して、株主として発言を始めることになるだろう。また、金融機関が株式持ち合いを解消すれば、必然的に自身の安定株主構造も解消に向かうことが想像される。

金融機関は数多くの難問に直面しているが、コーポレート・ガバナンスの強化もその一つである。株主としてコーポレート・ガバナンスに真剣に取り組むことが、自身のガバナンス改善にも自動的につながる。その意味で、金融機関が、日本版ビッグ・バン後の、世界的な生き残り競争に勝ち残って行くためにも、株主としてコーポレート・ガバナンスへの関わりを強化することは、必要不可欠な要素と考えられる。

2. 株式持ち合い

(1) わが国の株式保有構造

日米の株式保有構造を（図表－3）で比較すると、共通点は、個人保有比率の低下、外国人と機関投資家保有比率の上昇である。相違点は、米国では事業法人、金融機関の株式保有が活発でないことである⁽²⁾。

この相違点が、わが国の株式保有構造の特徴とされている「株式持ち合い」である。

図表－3 日米の株式保有構造比較

	日本						米国					
	時価総額	個人	外国人	銀行	事業法人	機関投資家	時価総額	個人	外国人	銀行	事業法人	機関投資家
1960年	5.6兆円	46.3%	1.3		17.8		0.45兆ドル	87.8%			0.0	8.2
65	8.8	44.1	1.8	15.5	18.6	13.0	0.77	85.7			0.0	10.7
70	16.8	37.7	4.9	15.8	23.9	12.1	0.92	82.1			0.0	14.0
75	44.7	32.1	3.6	19.0	27.0	12.3	1.53				0.0	
80	79.9	27.9	5.8	19.9	26.2	13.8	2.36	60.8	4.2	0.0	0.0	23.1
85	196.2	22.3	7.0	20.9	28.8	14.8	3.53	48.9	5.8	0.2	0.0	34.6
90	393.5	20.4	4.7	15.7	30.1	16.6	8.33	49.9	6.9	0.3	0.0	34.6
95	378.2	19.5	10.5	15.1	27.2	15.1	10.06	48.6	6.3	0.3	0.0	39.3
96	358.5	19.4	11.9	15.1	25.6	15.6	12.27	45.7	6.5	0.5	0.0	42.3
97	288.2	19.0	13.4	14.8	24.6	16.1	12.75	44.4	7.5	0.5	0.0	45.9
98								41.9	7.3	0.5	0.0	44.4

(注) 機関投資家＝生命保険＋年金基金＋投信

なお、米国統計は数字がネット（純計）値となっているため、日本統計と概念上異なる部分がある

このため、米国の事業法人の株式保有が0となっても、相互に保有している可能性もある

(資料) 株式分布状況調査、Flow of funds

⁽²⁾ 理由は、以下のとおりとされている。『企業が長期的な取引関係にある他の会社の株式を保有することは、あまり見られません。』また、『銀行本体は株式保有が原則として禁止されていますが、銀行持株会社は、金融機関以外の会社の議決権のある株式の5%まで保有することができます。5%という保有限度は日本の銀行と同じです。しかしアメリカでは、銀行持株会社も5%までの株式保有を積極的に行おうとはしません。事実全体として見ると、アメリカの銀行持株会社は株式をほとんど保有していません。これはアメリカの銀行が貸出先の株式を保有していると、その会社が倒産したときに、銀行の貸出は他の債権者の貸出よりも劣後させられる可能性があるからです。』

(「コーポレート・ガバナンス入門」、深尾光洋、99年4月)

(2) 株式持ち合いの現状

株式持ち合いは、事業会社間、金融機関と事業会社間に主として見られる、相互の株式保有である。歴史的に、以下の3段階によって形成された。

- 第1段階 1950年代～ 株式買い占め防止を目的とした、旧グループ企業間での持合
- 第2段階 60年代～ 外資による買収防止を目的とした、取引系列企業間での持合
- 第3段階 80年代～ 大量時価発行増資の受け皿と財テクを目的とした、株式投資による持合

そして、現在、バブル崩壊後の株式市場の長期低迷を背景に、「株式持ち合い」の解消が続いており、97年度は、ニッセイ基礎研究所の調査開始以来、最大の下落幅であった（図表－4）。

図表－4 株式持ち合いの動き（時価総額ベース）

金融機関・事業会社の株式保有

	安定保有	(対前年度比)	うち持合	(対前年度比)	その他	(対前年度比)	個人	(対前年度比)	海外	(対前年度比)
1987年度	41.53%	(-)	21.20%	(-)	33.47%	(-)	20.39%	(-)	4.12%	(-)
88	41.64	(0.11%)	20.72	(▲0.48%)	33.75	(0.28%)	19.91	(▲0.48%)	4.33	(0.21%)
89	40.27	(▲1.37)	20.37	(▲0.35)	34.80	(1.05)	20.49	(0.58)	4.19	(▲0.14)
90	41.07	(0.80)	21.19	(0.81)	33.63	(▲1.17)	20.36	(▲0.13)	4.69	(0.50)
91	41.08	(0.01)	21.15	(▲0.04)	32.30	(▲1.33)	20.31	(▲0.05)	6.04	(1.35)
92	41.30	(0.22)	21.14	(▲0.01)	31.35	(▲0.95)	20.73	(0.42)	6.32	(0.28)
93	40.58	(▲0.72)	20.79	(▲0.35)	31.37	(0.02)	20.05	(▲0.68)	7.72	(1.40)
94	40.51	(▲0.07)	20.82	(0.03)	31.13	(▲0.24)	19.90	(▲0.15)	8.11	(0.39)
95	39.03	(▲1.49)	20.61	(▲0.21)	30.65	(▲0.48)	19.51	(▲0.39)	10.51	(2.40)
96	37.67	(▲1.36)	19.64	(▲0.97)	30.79	(0.14)	19.39	(▲0.12)	11.94	(1.43)
97	35.69	(▲1.98)	18.18	(▲1.46)	31.74	(0.95)	19.00	(▲0.39)	13.35	(1.41)

(注)「持合比率」は2社間で相互に株式を持ち合っていることが確認できた株式時価の時価総額に占める比率

「安定保有比率」は、持合に金融機関による一方的株式保有、事業会社による一方的金融機関(銀行)株保有を加えたもの

「その他保有比率」は事業会社による他の事業会社に対する一方的保有時価の時価総額に占める比率

(資料) 株式分布状況調査などより、ニッセイ基礎研究所作成

(3) 「株式持ち合い」解消の動き

① バブル崩壊後の株価の長期低迷によって、もともと低い配当性向という理由と重なって株式投資収益率は大幅に低下し、株式保有リスクが顕在化している。特に、バブル期の「財テク」運用は、巨額の損失を抱えていると見られ、景気低迷の中、企業に本業回帰（株式売却）の動きが強まり、株式市場で供給過剰要因として懸念されるに至っている（図表－5）。

図表－5 企業の利益率と株式投資収益率の推移

	A製造業・総資産経常利益率	日経平均株価	株価値上がり率	配当利回り	B投資収益率	B－A
1970年～75年平均	4.09%	4358円	16.49%	2.64%	19.13%	15.04%
75年～80年	4.58	7116	9.56	1.74	11.30	6.72
80年～85年	4.69	13113	11.88	1.35	13.23	8.54
86年	3.93	18701	23.65	0.89	24.54	20.61
87年	4.84	21564	23.16	0.75	23.91	19.08
88年	6.00	30159	32.00	0.61	32.61	26.61
89年	6.30	38915	27.67	0.52	28.19	21.88
90年	5.59	23848	3.41	0.48	3.90	▲1.69
91年	4.63	22983	8.66	0.52	▲8.14	▲12.77
92年	3.08	16925	▲24.23	0.66	▲23.57	▲26.65
93年	2.33	17417	▲9.95	0.76	▲9.18	▲11.51
94年	2.69	19723	▲4.97	0.79	▲4.18	▲6.87
95年	3.08	19868	5.49	0.78	6.27	3.19
96年	3.73	19361	3.59	0.76	4.35	0.62
97年	4.01	15258	▲8.20	0.83	▲7.37	▲11.38
98年	2.69	13842	▲11.35	0.93	▲10.42	▲13.11

(注) 株価、配当利回りについては3年移動平均値

(資料) 法人企業統計、東証統計月報より、ニッセイ基礎研究所作成

現在のわが国の株価は、景気低迷、金融システム不安、株式持ち合い解消による株式需給の悪化などが指摘され、バブル期のピーク比半値以下まで下落している。ちなみに、主要株式市場の中で、東京市場の下落率は最大である（図表－6）。

図表－6 世界の株式市場の動き

	A史上最高値	B99年3月末	B/A
東京	(89年12月) 38915	15836	40.6%
NY	(99年3月) 10006	9786	97.8
ロンドン	(99年3月) 6335	6295	99.3
フランクフルト	(98年7月) 6171	4884	79.1
シンガポール	(94年1月) 2471	1518	61.4
香港	(97年6月) 15196	10942	72.0
ソウル	(89年4月) 1007	618	61.3
タイペイ	(90年2月) 12495	6881	55.0

(資料) ニッセイ基礎研究所作成

② 国際会計基準の導入によって、2001年度から、持合株式についても時価評価が始まる。実際に売却するまで、評価損益は損益計算書に反映されないが、貸借対照表の資本の部に「資産評価勘定」として計上されることになる。コーポレート・ガバナンス論が高まる中で、株価の低迷が続くと、企業経営者は、株式保有を正当化するような説明を行うことが困難であろう。

特に、不良債権の償却などで、自己資本比率の低下に苦しむ銀行等において、株式保有縮小（株式持ち合い解消）の動きは強まるものと考えられる。

なお、このような持ち合い解消に伴う株価下落を回避するため、自社株買入消却制度の積極的活用や、受け皿機関の設置、(2000年度から、新しい退職給付会計が導入され、大幅な積立不足が表面化する)年金基金への現物拠出などが検討されている。理論的には、持ち合い解消は（一時的にはともかく）、必ずしも株価の下落要因ではない。したがって、一時的な株価対策よりも、わが国の法人中心の株式保有構造を、欧米と同様に個人投資家、機関投資家中心に変化させるための方策を考えるべきであろう。例えば、個人投資家を株式市場に呼び込む方策として、金融商品間の税制の統一を図ることは有効であろう^③。

③ バブル崩壊による株価大幅下落にもかかわらず、金融機関以外の事業会社は、依然として巨額の株式含み益を保有している。(図表-7)

過去の企業業績悪化時には、いわゆる「益出し」により、業績を下支えしてきたが(図表-8)、株価の低迷による含み益の縮小や、前述の持合株式への時価主義導入などで、株価変動が企業財務に大きな影響を及ぼす可能性が高くなると、株式売却のインセンティブが働きやすくなるものと考えられる。

図表-7 企業保有株式の含み益推移

	株式含み益保有企業		株式含み損保有企業		対象企業の当期利益	株式含み損益/当期利益
89年3月期	1123社	73.25兆円	9社	▲0.00兆円	5.81兆円	12.59年
90年	1115	66.67	24	▲0.01	6.90	9.65
91年	1124	58.88	25	▲0.01	7.44	7.91
92年	1002	36.84	150	▲0.19	6.49	5.64
93年	1049	36.64	106	▲0.18	4.51	8.07
94年	1090	42.59	70	▲0.08	3.40	12.48
95年	1010	32.48	151	▲0.23	3.28	9.82
96年	1107	44.62	59	▲0.08	4.60	9.68
97年	971	30.36	193	▲0.39	5.20	5.76
98年	882	24.93	276	▲0.73	3.59	6.72

(注) 銀行・保険・証券・その他金融を除く東証1部上場企業1170社を対象に算出

(資料) ニッセイ基礎研究所作成

^③ 深尾慶大教授は、金融商品課税の公平化・簡素化のために、総合課税の導入、実質金融収益への課税とあわせて、今後の金融商品の中心になることが期待されている投資信託についても、商品形態の多様化、他の金融商品との課税同一化などを提言されている。

図表－8 企業業績と株式売却益の推移

	A営業利益	(前年比)	Bその他資産売却損益	B/A	期末の日経平均株価
85年3月期	12.02兆円	(13.9%)	0.12兆円	1.0%	12590円
86	11.15	(▲7.3)	0.55	5.0	15859
87	9.30	(▲16.5)	1.24	13.3	21566
88	10.50	(12.8)	1.06	10.1	26260
89	12.84	(22.3)	0.45	3.5	32838
90	14.04	(9.3)	0.60	4.2	29980
91	14.82	(5.5)	0.28	1.9	26292
92	13.71	(▲7.4)	▲0.10	▲0.7	19345
93	11.06	(▲19.3)	▲0.17	▲1.5	18591
94	9.34	(▲15.5)	0.18	1.9	19111
95	10.62	(13.7)	0.24	2.3	16139
96	11.50	(8.2)	▲0.19	▲1.7	21406
97	12.43	(8.0)	0.01	0.1	18003
98	11.97	(▲3.6)	▲1.07	▲9.0	16527

(注) 東証1部上場の銀行・保険・証券・その他金融を除く企業のうち、期間中のデータが取れる1085社の集計値

(資料) ニッセイ基礎研究所作成

④ 株式持ち合いは、その投資収益にかかわらず、継続されてきた。

これは、株式持ち合いによって、安定的な取引関係の継続など、総合的な収益が期待されたからである。しかし、最近では、株式持ち合いに伴う安定取引の確保に対して、企業の期待度は大幅に低下している。市場開放などによる外国企業の市場参入によって、コスト競争が激化しているためと考えられる。

⑤ ただし、新たな株式持ち合いの形成も行われている。例えば、地方銀行(第2地銀を含む)では、持ち合い解消に伴う有力な受け皿がないため、地銀間で持ち合い強化の動きが顕著になっている。

(図表－9) 事業会社でも、外国人持ち株比率の上昇とともに、安定株主強化の動きが見られる。

図表－9 株式持ち合い強化の動き

地方銀行(第2地銀を含む)での株式持ち合い強化					
	A93年3月末持合比率	B98年3月末	B-A	新規持ち合い企業	持ち合い強化企業
福岡中央銀	0.00%	7.37%	7.37%	九州銀、豊和銀、宮崎太陽銀、アオイ	大日本パル、京パ、日本電産、株パ
京都銀	17.17	23.50	6.34	長銀、村田製作、オシロイ紡、アグリア	
南日本銀	0.00	5.68	5.68	福徳銀、熊本F銀、宮崎太陽銀、アグリア、ミズ	
宮崎太陽銀	0.00	5.44	5.44	熊本F銀、南日本銀、福岡中央銀	富士火災、木曾路、アサヒ、日本パ
近畿銀	2.90	7.86	4.96	西日本銀、愛知銀、池田銀、アサヒ、井上金属	
熊本ファミリー銀	0.08	3.88	3.81	南日本銀、宮崎太陽銀、九州銀、ココ堂、九州不二	南海電鉄、浅香工業、オシロイ、アグリア、化学
泉州銀	1.64	4.87	3.23	大阪銀、ニッセイ、東洋パ、アサヒ、アグリア	日本パ、南海毛糸
池田銀	5.68	8.65	2.96	近畿銀、同和火災、安治川鉄工、東洋パ	明光証券、日本パ、アサヒ、アグリア
三重銀	6.38	8.88	2.50	関西銀、アサヒ	壽屋、西部パ、富士火災、長府製作、パル電
西日本銀	11.21	13.58	2.36	近畿銀、安川電機、佐伯建設、アグリア、アサヒ	福岡銀、九州パ、パル電、昭和鉄工、はせがわ
福岡シティ銀	7.04	9.22	2.18	西部パ、北九州パ、長府製作、松村組、アサヒ	丸栄、アサヒ、菊川鉄工、尾張精機、アサヒ
中京銀	5.77	7.78	2.00	第三銀、東海丸万証券、竹田印刷、パル電、アグリア	
九州銀	0.26	2.12	1.86	福岡中央銀、熊本F銀、三井パ、アサヒ	
関西銀	2.84	4.60	1.75	三重銀	千葉興業銀、日本パ、アサヒ、アグリア、アサヒ、芝浦電子
武蔵野銀	1.53	3.14	1.62	東京都民銀、大盛工業、アサヒ、アサヒ、アサヒ	

(注) 93年3月末から98年3月末までに、被持合比率が上昇した地方銀行(第2地銀を含む)上位15行

(資料) ニッセイ基礎研究所調査

(4) 株式持ち合いの企業経営に与えた影響

最近、わが国企業システムの欠陥が露呈していることに対して、「株式持ち合いによる、株主監視の欠如が原因」と、指摘されることが多い。

わが国企業の株主構成と経営指標の関係について、実証分析を試みたが、全体として「株式持ち合いが、企業経営指標に悪影響を与えた」ことを示唆する結果となっている（図表-10）。

図表-10 わが国企業の株主構成と経営指標の関係（実証分析）

(1)-① 株主構成と企業経営指標の関係について(タイムラグがない場合)
 一表の見方は、例えば外国人と株価の○は、「外国人保有比率が上昇すれば、当期の株価は上昇する」関係を示し、
 金融機関保有と経常利益の×は、「金融機関保有比率が上昇すれば、当期の経常利益は減少する」関係があると分析される
 空欄は、統計的に有意な分析結果が得られなかったことを示す

	安定保有	金融機関保有	銀行保有	生保保有	持 合	銀行持合	事業会社持合	大株主	役 員	外国人
株 価	×	×	×	×	×	×	×	○		○
売上高	○				○		○	○		
経常利益		×	×			×				○
売上高経常利益率		×	×			×			○	○
使用総資本経常利益率		×	×			×			○	○
株主資本経常利益率			×						○	○
使用総資本回転率	×	×	×		×	×	×			

(1)-② 株主構成と企業経営指標の関係について(タイムラグがある場合)
 金融機関保有と売上高の×は、「金融機関保有比率が上昇すれば、翌期以降の売上高は減少する」関係があると分析される
 空欄は、統計的に有意な分析結果が得られなかったことを示す

	安定保有	金融機関保有	銀行保有	生保保有	持 合	銀行持合	事業会社持合	大株主	役 員	外国人
株 価	×	×	×	×	×	×	×	○		○
売上高		×								×
経常利益	×	×	×	×	×	×				○
売上高経常利益率	×	×	×	×	×	×				○
使用総資本経常利益率	×	×	×	×	×	×	×		○	○
株主資本経常利益率	×	×	×	×	×	×	×			○
使用総資本回転率	×	×	×		×	×	×		○	

(2) 株主構成の差異によって、企業経営指標に傾向的な差異が発生しているか
 一表の見方は、例えば役員と売上高の○は、「役員保有比率が高い企業群ほど、売上高は傾向的に高い増加を示す」関係にあり、
 安定保有とROAの×は、「安定保有比率が高い企業群ほど、ROAは相対的に低くなる」傾向があると分析される
 空欄は、統計的に有意な分析結果が得られなかったことを示す

	安定保有	金融機関保有	銀行保有	生保保有	持 合	銀行持合	事業会社持合	大株主	役 員	外国人
株 価	×				×		×		○	○
売上高							×		○	○
経常利益							×			○
売上高経常利益率							×			○
使用総資本経常利益率	×				×		×		×	
株主資本経常利益率	×								×	○
使用総資本回転率	×			×			×			

(分析対象) ① 対象企業は、東証1部上場の910社(事業会社)
 ② 対象期間は1988~1997年度までの10年間
 (分析手法) パネルデータによる重回帰分析
 (注) 詳しくは、当所報に収載した新田の論文を参照のこと

3. 株主権行使の現状

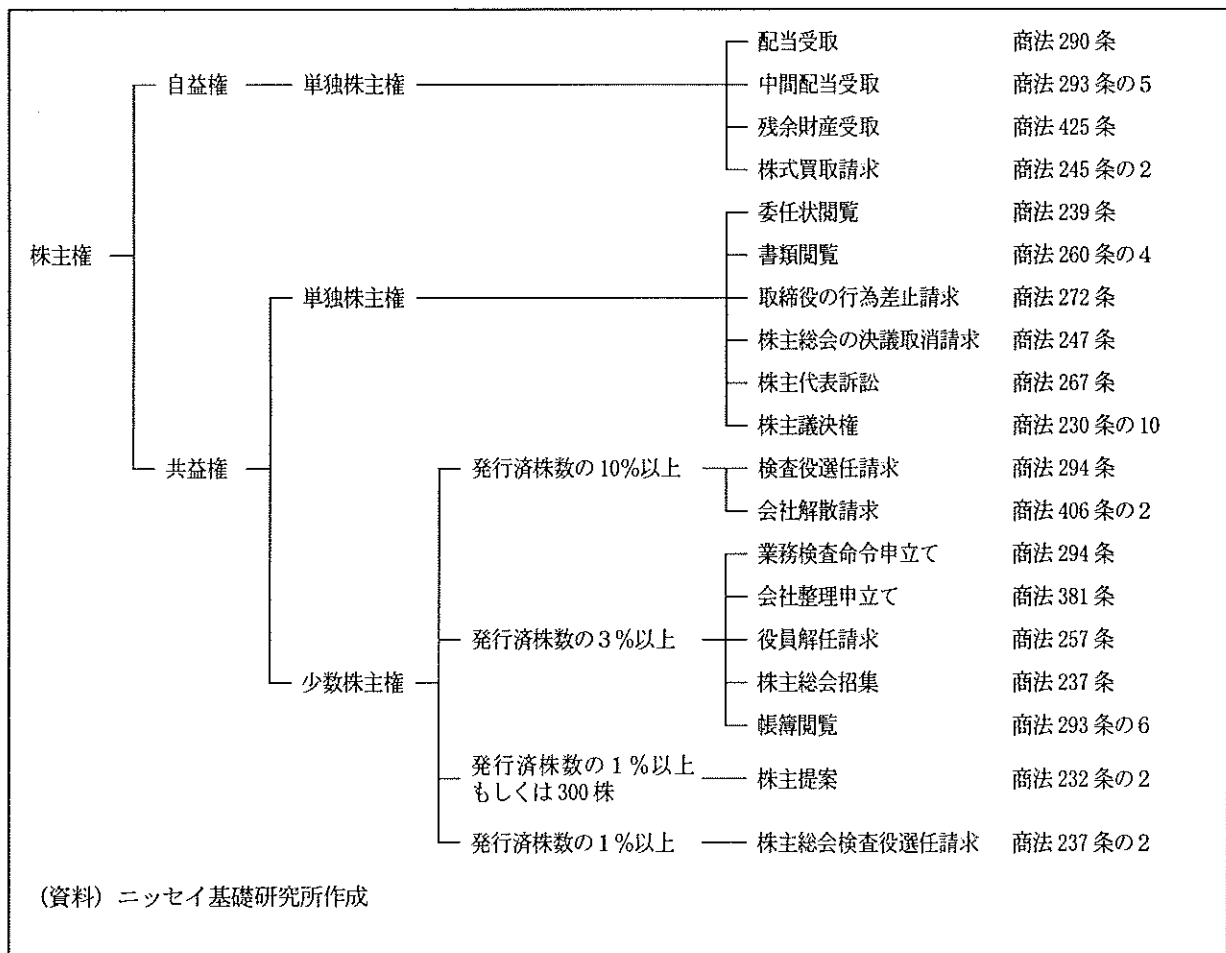
(1) 株主権の内容

株主権には、自益権と共益権がある（図表-11）。

自益権は、株式を所有することによる配当や株価の変動に伴う収益の受取権である。共益権は、自益権を確保するために、株式保有による企業の所有権を基礎として、企業の経営に関与する権利である。

コーポレート・ガバナンスは、「共益権による企業経営への関与」であり、主要な株主権の行使形態として、株主議決権、株主代表訴訟権、株主提案権等がある。以下では、この3つについて見て行くこととしたい。

図表-11 株主権の内容



(2) 株主議決権行使の現状

われわれは、機関投資家の各業態（銀行、生保、損保、信託、投信、投資顧問）ごとに、株主議決権行使の現状についてアンケート調査を行った。この結果によると、「機関投資家は、議決権行使にほとんど関心を示していない」という、コーポレート・ガバナンスへの関心度の低さが窺われる（図表－12）。その原因としては、以下の3点が指摘できるだろう。

- ① 株式投資の目的が、必ずしも投資収益の最大化だけに限定されない。
（例えば、自らが行使すれば、相手からも行使されることが懸念され、馴れ合い化していた）
- ② 機関投資家に運用を委託した顧客も、株主権の行使に関心が低い。
- ③ 法制面の制約などにより、株主権の行使が実務的に容易でない。

図表－12 機関投資家の株主議決権行使に関するアンケート調査

I アンケート内容	
①	株式投資規模など、機関投資家としての性格
②	株主権行使に関する規制（法制、自主規制など）の内容
③	株主権行使の内部体制
④	株主権行使状況
⑤	株主議決権行使代行機関について
⑥	その他
II 調査先	
	回答数
銀行	6行 (2行)
信託銀行	2行 (1行)
生命保険	2社 (1社)
損害保険	2社 (2社)
投資顧問	2社 (1社)
投資信託	3社 (2社)
業界団体	4協会 (2協会)
III 実施時期 : 98年3～6月	
IV 回答の概要	
①	議決権行使の意思決定、実務処理は、主として株式投資部門のバック・オフィスが担当
②	議決権行使に関する規制（法制および自主規制）
	銀行・生保・損保 : なし
	信託銀行 : 信託法による規制
	証券投資信託 : 証券投資信託法および協会業務規定
	投資顧問 : 投資顧問業法および協会理事会決議
③	実際の株主権行使（株主総会への出席や日常の接触など）は、金融機関業務の営業窓口が担当することが多い。
④	株主議決権の行使内容を、顧客に報告している、との回答はなかった。
⑤	議決権行使代行機関の利用について、検討を行っている機関投資家はない。
⑥	その他の特徴的な意見
	・ 金融機関は、当該企業の株主であるだけでなく、債権者としての立場もある。また、当該企業が金融機関の株主でもある。したがって、株主権行使に当たって、株主利益を最大にするという考え方のみでは対応できない。
	・ 資産の運用委託を行っている顧客が株式投資に期待するのは、主として配当や売買益を確保するためであり、株主権の行使について関心はほとんどない。
	・ わが国法制上、3月決算企業の株主総会の開催は、6月後半に集中する。このため、議決権行使の事務処理だけで手一杯となり、議案内容についての検討を行う時間の確保が困難である。
	・ 現行制度に特段の問題を感じていない。
	・ 株主総会の実態が、現状に見られるような形のままであれば、株式持ち合いによる安定株主が過半数を占めていることもあり、開催や株主権行使の意味が乏しい。
(資料)	ニッセイ基礎研究所作成

機関投資家の議決権行使に残っている、法制面などの制約を見てみたい（図表-13）。

機関投資家の議決権行使の具体的な規制は、証券投資信託の規制が準用されている。しかし、本来的には「小口・不特定多数の資金を合同運用する」証券投資信託と、「大口・特定の資金を個別運用する」年金基金などの受託運用とでは、議決権行使について、同じ考え方は採用できないと考えられる。特に、「コーポレート・ガバナンスによる株価上昇効果」が期待できるようになってきた、最近の米国の状況を踏まえると、機関投資家の議決権行使について、従来とは考え方を考える必要があるだろう。

「包括的な委任関係が想定されている」受託運用については、実務面では、現行どおりの処理が行われるとしても、大口・特定顧客（年金基金）との間で、顧客の意思を反映させ、柔軟な対応も可能となるように、規制内容を変更する必要があると考えられる。

図表-13 機関投資家の議決権行使に係る規制内容

- ① 全般的な注意義務、忠実義務
信託法 9 条【受託者の利益享受の禁止】
受託者は共同受益者の一人たる場合を除くの外何人の名義を以てするを問わず信託の利益を享受することを得ず
信託法 20 条【受託者の管理義務】
受託者は信託の本旨に従い善良なる管理者の注意を以て信託事務を処理することを要す
証券投資信託法 14 条【受益者に対する忠実義務】
証券投資信託委託業者は、証券投資信託の受益者のため、忠実に当該証券投資信託の信託財産の運用の指図その他の業務を遂行しなければならない
投資顧問業法 21 条【忠実義務】
投資顧問業者は、法令の規定及び投資顧問契約の本旨に従い、顧客のため忠実に投資顧問業を行わなければならない
なお、銀行や生命保険業法には、注意義務・忠実義務規定が存在しない
- ② 議決権行使に関する規定
証券投資信託法 22 条【議決権等の指図行使】
信託財産として有する有価証券に係る議決権（略）の行使については、証券投資信託委託業者がその指図を行うものとする
証券投資信託協会業務規定 7 条（議決権の指図行使）
委託会社は、信託財産として有する株式に係る議決権の行使については、次の各号に定めるところにより、その指図を行うものとする
 - (1) 委託会社がその運用指図を行うすべての信託財産として有する株式に係る議決権の行使については、受託会社毎に一括して、書面をもって行うものとする
 - (2) 委託会社は、受託会社に対し、発行会社毎に、株主総会招集通知書に記載された各議案に対し、次の意思表示を明示するものとする
 - イ 議案に対し賛成であること
 - ロ 議案に対し反対であること
 - ハ 受託会社を代理人として白紙委任すること
 - ニ 棄権すること
 - 2 委託会社は、信託財産として有する外国株式に係る議決権の行使については、当該国の実情に応じてその指図を行うものとする

投資顧問業者の業務運営について(平4・7・20、蔵証第993号) → 98年6月に廃止されたが、業界内では「通達の趣旨は残っている」と解釈されている由

第3 厚生年金基金及び厚生年金基金連合会(「厚生年金基金等」)の資産運用に係る業務

1. 運用

2. 厚生年金基金等の資産運用に係る投資一任契約に関する業務における議決権等の株主権(「議決権等」)の行使の指図 議決権等の行使の指図は、次に掲げる事項に留意する

- (1) 議決権の行使の指図は顧客の一般的利益を図るためのみに行うものとし、自己または顧客以外の第三者の利益を図る目的で指図を行わない
- (2) 議決権等の行使に指図を行うに当たっては、顧客からの指図は一切受けない
- (3) 議決権行使は、特定の議題についての指図内容を決定するに至った過程及び決定の基礎となった根拠データを文書により保存する

投資顧問業協会理事会決議

年金投資一任契約に係る議決権の適正な行使について

(1) 意思決定の原則

- ① 議決権の行使の指図は顧客の一般的利益を図るためのみにこれを行うものとし、自己または顧客以外の第三者の利益を図る目的で指図を行わないこととする。また、議決権の行使を行うに当たっては、顧客からの指図は一切受けないこととする
- ② 顧客の一般的利益とは、経営権の取得を目的としない純粋な投資価値の観点からの利益を意味するものとし、その一般的利益の判断については、投資判断者に委ねる

(2) 事務手続き

① 意思決定

信託より入手した株主総会通知書の写しをもとに投資判断者が、上記・の意思決定ルールに従い決定する

② 問題となる議題の判定・記録

投資判断者は、個々の議題が顧客の一般的利益を図る観点から問題となるかどうかを判定し、問題となる議題があった場合、その議題が問題となる理由及び意思決定の理由を記録する。なお、株主提案議題については、すべて問題となる議題として処理する

③ 根拠データの保存

(a) 問題となる議題については、上記・の記録、株主総会通知書、指図書の写しを保存する

(b) 問題となる議題以外は、指図書の写しを保存する

④ 外国株式について

外国株式の議決権の行使については、当該国の実情に応じてその指図を行う

⑤ 根拠データの保存期間

業務に関する帳簿書類と同様、当該顧客との間で締結された契約が効力を失った日から5年間とする

年金投資一任契約書サブA(投資顧問業協会理事会了承)

第13条(株式の議決権等)

受託資産として株式を取得する場合、その取得する株式に係る議決権等の株主権の行使の指図については、乙がこれを行うこととし、甲(顧客)は自ら行わないものとする

(資料) ニッセイ基礎研究所作成

なお、新聞報道によれば、98年6月開催の株主総会で、三井信託銀行は、年金資産として保有する株式のうち、不祥事が発生した企業の一部議案に対して、実質的な議決権行使を行ったとされる。また、99年6月開催の総会ではかなりの数の投信・投資顧問会社が、実質的な議決権行使に向けて準備中との報道もある(日経金融新聞、99年4月16日)。株主議決権の実質行使による、受託者責任の強化と投資収益の上昇を目的としたものであり、コーポレート・ガバナンスの観点からは歓迎される動きである。

(3) 株主代表訴訟の現状

株主代表訴訟制度は、会社に対する取締役の責任を、(会社の所有者である) 個別株主が、会社に代わって訴を提起する制度で、1950年商法改正によって、米国に習い導入されたものである。しかし、申立て手数料が損害賠償請求額に比例して巨額に上るため、実際にはほとんど活用されなかった。そこで「代表訴訟が、株主の取締役に対する監督是正機能に果たす役割」を考慮して、93年商法改正で、申立て手数料が1件8,200円に統一的に引き下げられた。(商法267条4項)

経営者を中心に、代表訴訟の乱訴が懸念されたが、個別株主にとり、・証拠収拾の困難性、・訴訟期間の長期性などによって、乱訴のインセンティブは小さいと考えられた。実際に、93年商法改正後の株主代表訴訟の係属件数は、改正翌年を除くと、緩やかな増加に止まっている(図表-14)。

商法267条【株主の代表訴訟】

- ① 6月前より引き続き株式を有する株主は会社に対し書面を以て取締役の責任を追及する訴の提起を請求することを得
- ② 会社が前項の請求ありたる日より30日以内に訴を提起せざるときは前項の株主は会社の為訴を提起することを得
- ③ 略
- ④ 前2項の訴は訴訟の目的の価額の算定については財産権上の請求に非ざる請求に係る訴と見做す
- ⑤ 株主が第2項または第3項の訴を提起したるときは裁判所は被告の請求に依り相当の担保を供すべきことを命ずることを得
- ⑥ 略

民事訴訟費用法第3条【申立ての手数料】

- ① 別表第1の上欄に掲げる申立てをするには、申立ての区分に応じ、それぞれ同表の下欄に掲げる手数料を納めなければならない

訴訟の目的の価額が30万円までの部分	その価額5万円までごとに、500円
訴訟の目的の価額が30万円を超え100万円までの部分	その価額5万円までごとに、400円

民事訴訟費用法第4条【訴訟の目的の価額等】

- ② 財産権上の請求でない請求に係る訴えについては、訴訟の目的の価額は、95万円とみなす

(注) 訴訟の目的価額95万円の場合の申立て手数料計算：500円×(30万円÷5万円)+400円×(65万円÷5万円)=8200円

図表-14 株主代表訴訟の係属件数

	地裁係属件数	高裁係属件数	合計
93年12月末	74件	10	84
94年	133	12	145
95年	158	16	174
96年	174	14	188
97年	203	16	219
98年	222	18	240

(資料) 最高裁判所事務総局

また、93年商法改正後の上場企業を被告にした株主代表訴訟は以下のとおりである（図表-15）。

図表-15 主要な株主代表訴訟

訴訟提起時期	被告企業名	原告	損害賠償請求の原因	賠償請求額	担保提供	現 状	決定内容	株主要求
93年 10月	東海銀行	鈴木あきら	不良債権肩代わり	150億円	○	確 定	地裁・請求棄却	×
10月	間組	松丸正	贈賄	0.99		確 定	地裁・請求認容	○
10月	野村証券	亀田信男	不正販売の買戻し(不動産ファンド)	235.11		係属中		
94年 3月	新王子製紙	青木電気設計事務所	先物オプション取引	75	×	確 定	最高裁・上告棄却、地	×
3月	三愛	長倉藤夫	不当な高値での企業買収	59.46	○	終 了	訴訟 取下げ	
4月	中部電力	中川徹	原発建設	62	○	係属中	地裁・請求棄却	×
5月	中村屋	美斉津尚武	ノウハウ債投資	45.81	○	係属中		
5月	日本航空	後藤民夫	為替先物予約にともなう為替差損	11500		終 了	訴訟取下げ	×
5月	三井物産	野島弘光	子会社合併	30	○	確 定	地裁・請求棄却	×
6月	大林組	松丸正	談合による課徴金支払い、受注減少	2.29		係属中		
7月	野村証券	河合恒男	損失補填取引	161		確 定	地裁・請求棄却	×
7月	ニッセイ証券	籠屋幸子	「飛ばし」行為	698.6	×	係属中		
7月	鹿島建設	白井善宏	贈賄、寄付金	5		係属中		
10月	伊予銀行	古田健次郎	追加融資打ち切りにもなう企業損失	38.77	×	係属中		
95年 1月	東海銀行	鈴木あきら	貸出債権放棄	40.38	×	確 定	地裁・請求棄却	×
2月	フタバ	ニュービス香港	不正な第三者割当増資	83.98	×	係属中		
3月	シバア	高橋信	子会社の新株引受	180	○	終 了	訴訟取下げ	×
7月	浅沼組	渡辺聖志	贈賄による受注減少	27.3	○	確 定	地裁・請求棄却	
11月	大日本土木	久慈力	ゴルフ場開発にともなう債務保証	64.55	○	係属中		
11月	三菱銀行	鈴木あきら	貸出債権放棄	95	○	確 定	地裁・請求棄却	
11月	大和銀行	西村・亀田	NY支店の違法取引、SECへの罰金支払い	14.5億ドル	×	係属中		
96年 4月	ヒコー	久田義郎	子会社への無担保貸付	81.09億円		終 了	訴訟取下げ	×
7月	シラ十字	吉武伸剛	HIV訴訟和解にともなう和解金支払い	288.36	×	係属中		
8月	高島屋	木村達也	総会屋への利益供与	1.6		終 了	和解一部認容	○
10月	日本住宅金融	久保田一三	融資の不良債権化	890		確 定	地裁・請求棄却	×
10月	ニッポン放送	元社員2名	子会社の第三者割当増資による親会社地位の喪失	141.06		係属中	地裁・請求棄却、最高裁へ控訴	×
11月	三菱商事	鈴木あきら	債務超過会社への支援損の引当金計上	50	○	確 定	地裁・請求棄却	×
12月	日本航空	久慈力	リゾート開発失敗による子会社整理	22.6		係属中		
97年 3月	東京電力	株主2名	裏金認定による追徴金課税	0.6		係属中		
3月	日本電気	片平公男	子会社への不当な資金供与	0.34		係属中		
4月	住友商事	袖紡産業	社員の不正な領地金取引	2004	×	係属中		
5月	野村証券	株主1名	総会屋への利益供与・損失補填	0.7		終 了	和解一部認容	○
5月	野村証券	株主3名	米国子会社の虚偽報告によるSEC制裁金支払い	2		終 了	訴訟取下げ	×
7月	味の素	株主1名	総会屋対策への違法支出	1.2		終 了	和解一部認容	○
7月	第一勧業銀行	小野寺信一	総会屋への不正融資	22		係属中		
7月	野村証券	株主1名	総会屋への利益供与	3.2		終 了	和解一部認容	○
7月	野村証券	株主2名	不動産債券の不正販売にともなう損失	230		係属中		
8月	野村証券	株主2名	総会屋への違法支出	4.4		終 了	和解一部認容	○
9月	野村証券	株主1名	総会屋への利益供与	11.9		係属中		
10月	山一証券	株主1名	総会屋への利益供与	1.07		係属中		
98年 3月	JR東日本	山口孝	不当労働行為にかかる弁護士費用	0.09		係属中		
3月	日立	株主2名	独禁法違反による課徴金支払い	2.32		係属中		
6月	京浜急行	株主1名	子会社からの閉鎖にともなう整理損	200		係属中		
8月	ヤマト本社	王子ヤマト販売	デリバティブ取引	650		係属中		
10月	山一証券	株主1名	粉飾決算による違法配当	59.96		係属中		

(注) 93年商法改正後に提起された株主代表訴訟のうち、上場企業を対象としたもの
担保提供欄の○は提供申立受理、×は申立却下
株主要求欄の○は株主勝訴、×は株主敗訴
(資料) 資料版/商事法務よりニッセイ基礎研究所作成

なお、自民党政務調査会・法務部会「商法に関する小委員会」は、「企業統治に関する商法等の改正要綱」を公表した。これは、乱訴防止の目的から、株主代表訴訟の適否の判断を監査役会に委ね、監査役会に訴訟参加権、責任減免提案権を与えるといった内容になっている。

ただ、(図表-15)を見る限り、最近の株主代表訴訟の多くが、何らかの法令違反に問われている。日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムの共同議長でもある奥島孝康早大総長は、講演で「商法 267 条 (株主代表訴訟) も、『ちゃんとした企業経営』をしていれば怖くないはず。自民党の商法改正に見られる乱訴防止の言い分には賛成しない。実際にも、これまでの株主代表訴訟をみると、提訴されたケースは、ほぼ 100%が『訴えられる』ことをしている」と述べている。

コーポレート・ガバナンスの視点から株主代表訴訟を考えると、株主による損害賠償請求には、理由 (取締役の何らかの不法行為) が存在する。特に、最近のわが国企業の不祥事続発が、経営者の「遵法性」欠如の現れとすれば、「遵法性」を要求する株主代表訴訟により、コーポレート・ガバナンスの機能強化が期待できるだろう。

もちろん、「遵法性」とともに、株主価値 (企業収益) の最大化を目指して、「効率性」も重視する必要はあるが、最近の不祥事に伴う企業の追加コストの大きさを考えると、株主代表訴訟のプラス効果に、より期待できるものと考えられる。

(4) 株主提案権行使の現状

次に、株主提案権の行使について、考えてみたい。

商法 232 条の 2 【株主による議題・議案の提案権】

6 月前より引続き発行済株式の総数の 100 分の 1 以上に当る株式又は 300 株以上の株式を有する株主は取締役に対し会日より 6 週間前に書面を以て一定の事項を総会の会議の目的と為すべきことを請求することを得(略)

② 前項の株主は取締役に対し会日より 6 週間前に書面を以て会議の目的たる事項に付その株主の提出すべき議案の要領を前条に定むる通知に記載することを請求することを得但しその議案が法令若しくは定款に違反するとき又は同一の議案に付総会において議決権の 10 分の 1 以上の賛成を得ざりし日より 3 年を経過せざるときはこの限りに在らず

(図表-16) は、わが国における株主提案の現状で、わずかの件数に止まっている。

しかも、その内容は、電力会社に対する反原発株主からの提案や、労務問題を抱えるJR東日本など、特定の問題が約半数を占めている。また、特定株主の・特定企業に対する株主提案と、経営陣に内紛があった企業の株主提案が残りの大半を占めており、株主提案権の行使が、コーポレート・ガバナンスに十分に活用されていないのが現状であろう。

図表-16 株主提案の内容

年度	提案会社数	うち電力会社	その他(過去に1回のみ株主提案のあった企業)	(過去に複数回の株主提案があった企業)
83年度	1社	0社	よみうり*	
84	1	0	阪神	提案者・鈴木
85	3	0	極東貿易 トク	中央が* 提案者・松下 中央が* NEC 中央が* 提案者・7411-7 中央が* 大ト 宮田工業 中央が* 大ト 宮田工業 中央が* 提案者・高橋 中央が* 宮入が* 中央が* 宮入が*
86	3	0	知ッ*	提案者・西原 提案者・MIS
87	8	0	日本船工 新日本造機 文化(社) 大正海上 社ン	ニチロ 日本気化器
88	7	0	ドム観光 社 丹青社	ニチロ 提案者・C.L.*
89	4	0	共和電業 日質信	丸正 丸正
90	4	0	小糸製作	提案者・吉田 日本気化器
91	3	2		提案者・山口 提案者・吉田 近鉄 丸正 丸正
92	7	5		提案者・不詳 王子製紙 王子製紙
93	11	6	京都が* 他	
94	12	7	三井埠頭	
95	11	6		
96	13	8	ツク 日住金	
97	16	8	立川が* 安藤建設 大同ほくさ 社行ッ	
98	16	8	社バ- 社ッガ 日商岩井 千代田火災 阿波銀行	
累 計	120社	50社	29社(29社)	15社(41社)

(注) 83年以降の上場企業における株主提案件数
(資料) 資料版/商事法務よりニッセイ基礎研究所作成

(5) まとめ

株主権行使の現状について概観してきたが、全体的に以下のような問題点がある。

- ① 機関投資家の株主議決権行使についての意識は高くなく、積極的に行使されていない。
- ② 株主議決権行使に関して、法制面などでも、制約が存在する。
- ③ また、株主代表訴訟制度、株主提案権などには、機関投資家は関心を払っていない。

しかし、米国のエイボン・レターに見られる、「株主議決権を中心とした株主権の行使が、機関投資家の投資収益の向上に重要な手段を提供している」とのコーポレート・ガバナンスの考え方は、わが国にも当てはまると思われる。株主権行使のための環境整備が、当面、コーポレート・ガバナンス強化の重要な対策の一つであろう。

4. 株主総会

(1) 株主総会についての考え方

株主総会は、会社の最高意思決定機関であるが、実質的に機能していない実態は、たびたび指摘されてきた。「所有と経営が高度に分離」された、現代の大企業では、株主総会を最高意思決定機関と考えなくても、支障が余りないのではなかろうか。コーポレート・ガバナンスの視点から考えると、株主総会が取締役の選任・解任の権限を持ってチェック機能が働く限り、株主総会は、意思決定よりも情報開示の場として機能を強化する方が良いかもしれない。

英国のハンペル委員会報告（98年1月）でも、「会社は定時株主総会を、個人投資家への情報開示の場として活用することが重要である」との意見を発表している。

商法 230 条の 10【株主総会で決定できる事項】

総会は本法又は定款に定むる事項に限り決議を為すことを得

商法 234 条【定時の株主総会】

定時総会は毎年 1 回一定の時期に之を招集することを要す

商法 235 条【臨時の株主総会】

臨時総会は必要ある場合に随時之を招集す

(2) 株主総会の集中

わが国での株主総会は、議決機関として、形式的な開催が会社・経営者にとって必要な余り、株主にとっては不満足な状況にある。経営者が総会屋対策に精力を注ぎ、株主重視の姿勢に乏しかったことが理由であろう。

わが国では、上場企業の約 3/4 の株主総会が 6 月下旬の「特定日」に集中している。（図表－17）このため、多数の企業の株式を保有する株主が、全ての株主総会には出席できないことが指摘され、株主軽視の象徴となっている。しかし、株主総会開催日の集中現象は、実際には法制により、不可避な面がある。

図表－17 株主総会集中の状況

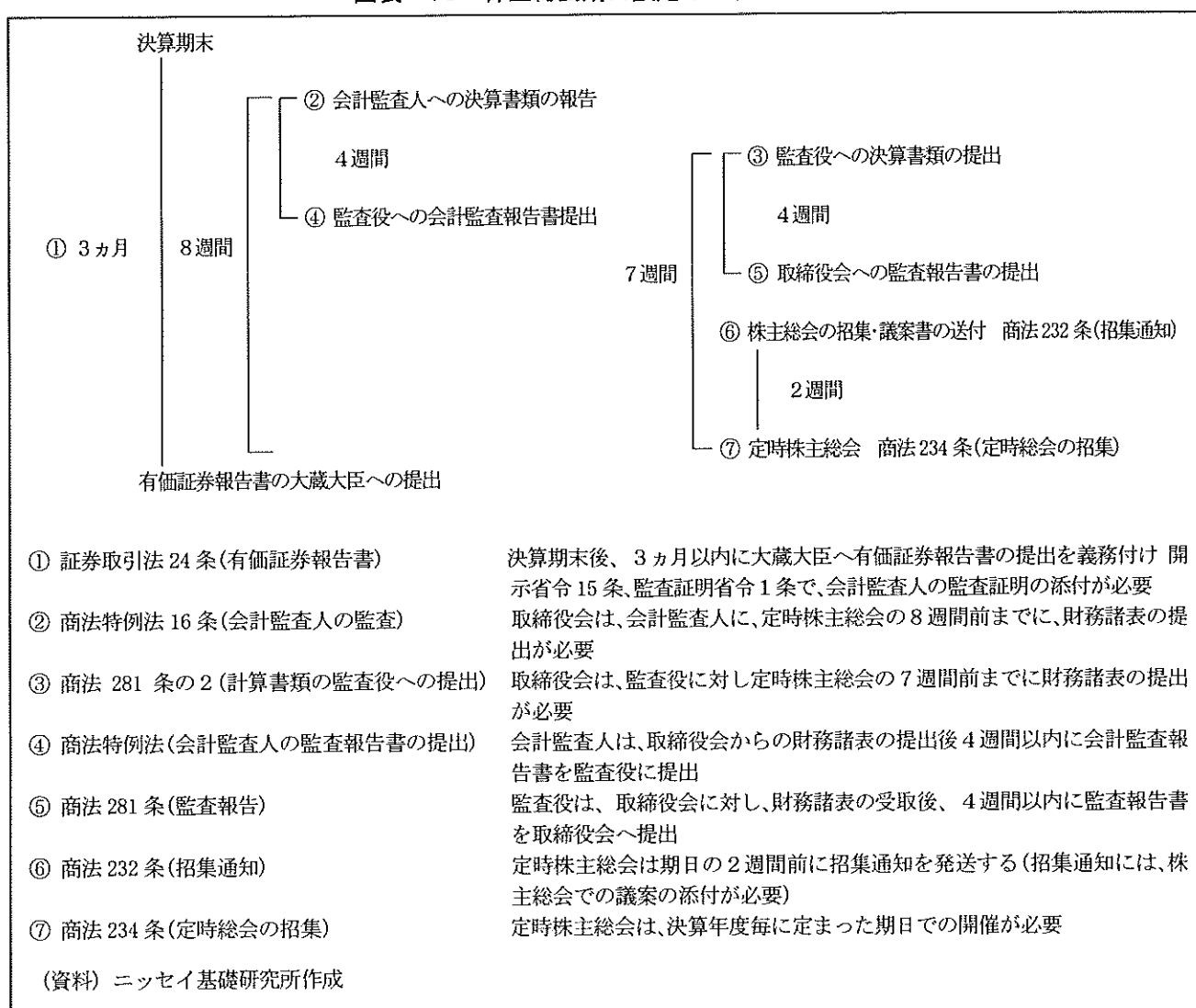
	A 上場企業数	3 月決算企業	B うち特定日開催企業数	B/A
92 年度(平成 4 年度)	2127 社	1708 社	6 月 29 日・月 1579 社	74.2%
93 年 (5)	2167	1750	6 月 29 日・火 1634	75.4
94 年 (6)	2231	1822	6 月 29 日・水 1705	76.4
95 年 (7)	2286	1864	6 月 27 日・火 1755	76.8
96 年 (8)	2352	1927	6 月 27 日・木 1807	76.8
97 年 (9)	2391	1968	6 月 26 日・木 1799	75.2

(資料) 資料版/商事法務より、ニッセイ基礎研究所作成

図表-18は、株主総会日程に影響を与えると考えられる法制を、整理したものである。

3月決算の上場企業の場合、6月末までに有価証券報告書を大蔵大臣に提出しなければならない。これには、監査意見の付された財務諸表が含まれ、財務諸表には「株主総会で決議された」利益金処分（損失処理）計算書が含まれる。このため、6月末までに有価証券報告書を提出するには、その前に株主総会の開催が必須となり、決算実務の処理期間、会計監査人・監査役の監査期間などを勘案すると、6月下旬に開催せざるを得ないのである。もちろん、特定日に集中させる必要はないが、現行法制のまま開催日の分散化を図ったとしても、せいぜい1週間程度の間分散されるだけだろう。

図表-18 株主総会期日設定のスケジュール



(3) 株主総会の運営

株主総会の運営は、明らかに形骸化している。(図表-19)

平均 30 分程度の開催時間で、法令により株主総会で決議が必要とされている、利益処分案の承認、取締役・監査役選任、退任取締役・監査役への慰労金支給案の決議などが行われている。

図表-19 株主総会の運営状況

	94年6月総会	95年6月総会	96年6月総会	97年6月総会	98年6月総会
総会開催会社数	1750社	1822	1864	1927	1968
計算書類の承認(注)	11	15	15	16	14
利益処分案の承認	1750	1822	1864	1927	1968
取締役選任	1183	1515	1292	1664	1394
監査役選任	1508	1485	587	1661	1623
退任役員への慰労金支給	1195	1489	1219	1652	1649
定款の変更	1745	228	354	391	1156
(うち事業目的の変更)			(206)	(169)	(320)
(うち自社株消却関連)			(0)	(120)	(1156)
会計監査人選任	22	26	28	18	29
役員報酬の改定	570	174	117	157	81
その他	56	71	74	59	185
(うち合併に関する議案)			(41)	(34)	(30)
(うち自社株消却関連)			(7)	(18)	(52)
(ストック・オプションの導入関連)			(21)	(21)	(60)
株主総会平均開催時間	28分	26	25	29	31
株主総会への事前質問状がない企業の比率	82.5%	86.8	89.2	84.8	89.4
" での株主発言がない企業の比率	85.6	86.7	85.3	81.0	75.9

(注) 監査特例法 16 条により、資本金 5 億円以上(または負債総額 200 億円以上)の企業は、定時株主総会に計算書類の承認を求めなくてよい

(資料) 資料版/商事法務よりニッセイ基礎研究所作成

5. 情報の利用

(1) 情報の利用とコーポレート・ガバナンス

機関投資家は自己責任原則により投資を行っている。過去、経済成長に伴う株価の上昇が約束された時代には、わが国に特有の株式持ち合い構造も加わって、自己責任原則を余り意識しないでも、高い投資収益率を享受できた。そのため、バブル崩壊と株価の長期下落・低迷は、機関投資家の自己責任意識の希薄化も一因と考えられるだろう。

投資に対する自己責任原則は、「自ら投資判断を行い、結果（投資収益）が自らに帰属する」ことであるが、「投資判断に必要な情報が十分に得られている」ことが、その前提条件となる。

おそらく、過去に、機関投資家サイドから、情報開示の充実について積極的に求めたことはないだろう。（時価発行全盛時代に、生保会社が発行企業にプレミアム還元を公約させ、約束を守らなかった場合に、次の時価発行引受を拒否したのは、例外的な行動であった。）

機関投資家が、企業に投資情報を開示させるために、どのような行動をとれば良いのかは、コーポレート・ガバナンスに関わる際に、重要な検討対象になるだろう。

(2) 情報開示の現状

情報開示は、証券発行の際に行う「発行開示」と、発行企業が行う「継続開示」とがある。発行開示の簡便化と、継続開示の充実化が、情報開示の流れである。ここでは、日米の継続開示の現状を見る。

わが国の継続開示は、証券取引法および開示省令に基づき、有価証券報告書によっている。

米国における継続開示は34年証券取引所法によっている。それぞれの開示には、年次報告書と期中報告書があり、期中報告書は、半期ごと（米国は四半期ごと）の定期報告書と、報告が必要となった時に発行される臨時報告書とがある。期中の定期報告の頻度以外に、日米の継続開示制度には、大きな違いがない（図表-20）。

図表-20 日米における開示制度の比較

1. 開示様式	
日本での有価証券報告書による開示様式	米国での34年証券取引所法による開示様式
開示省令第3号様式 内国会社の年次報告書(継続開示)	様式10-K 年次報告書の一般様式
〃 4号様式 〃 の 〃 (新規開示)	
〃 5号様式 〃 の半期報告書	様式10-Q 四半期報告書
同取扱通達 様式7号 〃 の臨時報告書	様式8-K 臨時報告書
開示省令第8号様式 外国会社の年次報告書(継続開示)	様式20-F 外国会社の年次報告書
〃 9号様式 〃 の 〃 (新規開示)	
〃 10号様式 〃 の半期報告書	様式6-K 外国会社の期中報告書
同取扱通達 様式8号 〃 の臨時報告書	〃 〃 の臨時報告書
2. 開示対象会社	
日本での有価証券報告書の対象会社	米国での34年証券取引所法による対象会社
① 証券取引所に上場される有価証券の発行企業	① 証券取引所に上場される証券の発行会社
② ①に準ずる店頭登録企業	② その他の証券発行会社で総資産が1000万ドルを超え、かつ株主数が500人以上でSECに登録された会社
③ 募集・売出に発行開示の登録を受けた有価証券の発行企業	③ 証券公募のためSECに登録届出書を提出し、その証券所有者が300人以上の発行会社
3. 年次報告書の記載内容	
日本での年次報告書(様式第3号)	米国での年次報告書(様式10-K)
第1 会社の概況	第I部
1 会社の沿革	1 営業(内容は規則S-K101項で規定)
2 資本金の推移	2 資産(S-K102項)
3 株式の総数	3 訴訟(S-K103項)
4 株式の状況	4 株主総会の決議事項
5 1株当たり配当等の推移	第II部
6 株価並びに株式売買高の推移	5 株価及び株式に関連する事項(S-K201項)
7 役員状況	6 財務に関する資料(抜粋)(S-K301項)
8 従業員の状況	7 経営者による財務状況・経営成績に関する分析・検討(S-K303項)
第2 事業の概況	8 財務諸表及び補足的財務状況の説明(S-K302項)
1 会社の目的及び事業の内容	① 連結貸借対照表
2 経営上の重要な契約	② 連結損益計算書
3 研究開発活動	③ 連結株主持分計算書
第3 営業の状況	④ 連結キャッシュフロー計算
1 概況	⑤ 付属明細表
2 生産能力	⑥ 注記
3 生産実績	9 会計士の変更及び会計財務についての会計士との見解の不一致(S-K304項)
4 受注状況と生産計画	第III部
5 販売実績	10 取締役及び業務執行役員(S-K401項)
第4 設備の状況	11 取締役及び業務執行役員の報酬(S-K402項)
1 設備	12 特定の株主及び経営者の株式保有(S-K403項)
2 設備の新設、重要な拡充もしくは改修又はこれらの計画	13 一定の関係を持つものとの関連取引(S-K404項)
第5 経理の状況	第IV部
1 財務諸表	14 添付書類、財務諸表付属明細書(S-K604項)
① 個別貸借対照表	
② 個別損益計算書	
③ 利益金処分計算書	
④ 付属明細表	
⑤ 注記	
2 主な資産、負債及び収支の内容	
3 有価証券等の時価情報	
4 資金収支の状況	
5 その他	
第6 企業集団等の状況	
1 企業集団等の概況	
2 企業集団の状況	
3 関連当事者との取引	
第7 株式事務の概要	

4. 定期報告書の開示内容

日本での半期報告書(様式第5号)

- 第1 会社の概況
 - 1 資本金の増減
 - 2 株式の総数
 - 3 株式の状況
 - 4 株価及び株式売買高の推移
 - 5 役員の異動
 - 6 従業員の状況
- 2 事業並びに営業の状況
 - 1 事業の状況
 - 2 営業の状況
- 第3 設備の状況
 - 1 設備の異動
 - 2 設備計画
- 第4 経理の状況
 - 1 中間財務諸表
 - ① 中間貸借対照表
 - ② 中間損益計算書
 - ③ 注記
 - 2
 - 3 その他

米国での四半期報告書(様式10-Q)

- 第I部
 - 1 財務諸表
 - ① 連結貸借対照表
 - ② 連結損益計算書
 - ③ 連結キャッシュフロー計算書
 - ④ 注記
 - 2 経営者による財務状況・経営成績に関する分析・検討(内容は規則S-K303項で規定)
- 第II部
 - 1 訴訟(S-K103項)
 - 2 登録証券の変更
 - 3 優先証券の支払い不能
 - 4 株主総会の決議内容
 - 5 その他
 - 6 添付書類その他

5. 臨時報告書の記載内容

日本での臨時報告書(様式7号)

- 1 国外で総額5億円以上の株式・CBその他の売出・募集を行ったとき
- 2 募集によらない総額5億円以上の有価証券の発行が取締役会で決議されたとき
- 3 親会社または特定子会社の異動
- 4 主要株主(10%以上の株式保有)の異動
- 5 重要な災害の発生またはその収束
- 6 会社資産の5%以上の損害賠償の提起、または1%以上の損害賠償となる訴訟の終結
- 7 売上高・総資産のいずれかが10%以上増加する合併、もしくは会社が消滅する合併
- 8 売上高・総資産のいずれかが10%以上増減する営業の譲渡もしくは譲受け
- 9 代表取締役の異動
- 10 会社資産の1%以上の額の債務不履行の発生
- 11 財政状態および経営成績に著しい影響を与える事象の発生

米国での臨時報告書(様式8-K)

- 1 会社の支配の変更
- 2 重要な資産の取得および処分
- 3 破産および更生法の適用
- 4 監査人の変更
- 5 その他の重要な事象
- 6 取締役の辞任
- 7 事業年度の変更

(資料) ニッセイ基礎研究所作成

年次報告書(様式第3号と様式10-K)の開示内容については、全体として、日米間で大きな差異はない。量的には、わが国の方が米国より詳細な部分も見られる。米国で開示されているのに、わが国では開示されていない項目は、以下のとおりである。

- ① 株主総会の決議事項の内容
- ② 財務状態に関する資料(抜粋)
- ③ 取締役および執行役員の報酬

さらに、開示内容で注目すべきは、様式10-Kの7(経営者による財政状況・経営成績に関する分析・検討)である。そもそも、企業の開示情報は、業績情報と経営情報の2つに分類できる。

「業績情報」は、会計情報を基礎として、企業の財政状態、経営成績を示すもので、わが国の業績情報開示は、米国と比較しても、遜色のない水準が求められている。ただし、残された点は、比較可能性を確保するための、会計基準の統一問題である。現在、国際会計基準を参考に、わが国の

会計基準を連結・時価主義会計に転換する準備が整ってきている。

一方、「経営情報」は、①経営者による財政状態・経営成績の評価、②今後の企業経営戦略、③市場、その他の外部環境見通し、などに関する意見表明である。機関投資家が投資判断をする際に、企業や市場の将来の成長性、収益機会を確保するための企業戦略、などが重要である点に異論はないであろう。これまで、わが国の情報開示では、業績情報偏重のきらいがあったが、今後は、経営情報の充実が重要と思われる。つまり、わが国の現状は、「企業」が情報開示をしているのに対し、米国では、「経営者」が株主や市場に情報開示していると言えるかもしれない。

(3) 経営情報の開示

わが国で、経営情報の開示が少ないことは指摘した。ただし、有価証券報告書の、「第1会社の概況」の中で、株主にとって、重要な経営情報である基本配当政策の開示を求めている。しかし、(図表-21) に示したとおり、その開示内容の水準は不十分である。参考に掲げた、コカ・コーラ社の配当基本方針(様式10-K記載)と比較すれば、その差は歴然としている。

機関投資家の立場から考えた場合、米国の年次報告書(10-K)にある〈経営者による財政状況・経営成績に関する分析・検討(マネジメント・ディスカッション)〉や、アニュアル・レポートの巻頭に置かれる「経営者から株主への手紙(レター・トゥ・シェアホルダー)」のような、経営情報の充実が、情報開示面でのコーポレート・ガバナンス強化に重要であろう。

図表-21 わが国主要企業の配当基本政策の記載内容

企業名	有価証券報告書での「基本配当政策」の記載内容
2503 キリンビール	明治 40 年の創業以来毎期欠かさず株主の皆様に配当を実施してまいりましたが、経営体質の強化および今後の事業展開などを考慮のうえ、安定した配当を継続的に行うことが、株主の皆様の要請に応えるものと考えております
2914 日本たばこ	安定的な配当を継続的に行うことを基本としつつ、株主への利益還元を努めることを念頭におき、あわせて企業体質の強化と今後の事業展開に備えるための内部留保の充実などを勘案して決定する
3584 福助	安定配当を維持することを基本と考えており、新商品の開発、販売体制の強化、経営の効率化等に取り組む
4010 三菱化学	業績に応じて行うことを基本としつつ、今後の事業展開に備えるため、内部留保の充実、配当額の中長期的な安定等を総合的に勘案して決定する
4452 花王	配当を充実させる一方、企業活動がグローバル化していく中で、更に企業体質を強化していくことが必要と考えております 5年前から毎年増配を実施し、配当性向も逐次高めてまいりました
4502 武田製薬	当期利益に対する配当性向 30%をめどとする配当方針を掲げてきたが、当期より、当期利益に欧米持株会社に留保された利益を加えた金額に対する 配当性向 30%をめどとして成果の配分を行っていく
5001 日本石油	利益配分については、株主に対して安定的な配当を行うことを基本としつつ、業績、配当性向等を十分勘案して株主の期待に沿うべく努力し、あわせて企業体質の維持・強化および将来の株主利益確保のため、内部留保を充実させる
6501 日立	中長期的な事業計画に基づき、再投資のための内部資金の確保と配当の安定的な成長を念頭に、財政状態、利益水準及び配当性向等を総合的に勘案して検討する
6702 富士通	利益配分の基本的な考え方は、株主に安定的な利益の還元を図るとともに、財務体質の強化および業績向上に向けた事業展開に備えるため、内部留保を充実する
6762 TDK	株主資本利益率、株主資本配当率の水準や今後の業績動向等を総合的に勘案して成果の配分を行う
6963 ローム	株主に対する利益還元を経営の重要課題の一つと位置づけており、安定配当を維持することを基本方針としております しかしながら、業績に応じた弾力的な配当政策や、内部留保の充実による企業体質の強化も肝要であり、これらを総合的に勘案し、利益還元を行う
7011 三菱重工	引き続き厳しい状況が続く経営環境の下、企業体質の一層の強化および今後の事業展開のため、内部留保に意を用い つつ、株主の期待に応える
7203 トヨタ	安定的な配当の継続を基本に業績および配当性向等を総合的に勘案する
7974 任天堂	利益配分についてもクリエイティブな事業の性格を踏まえ、これらの新製品の研究開発等、将来の事業展開に必要な内部留保を確保するとともに、経営環境の変化の中でも安定した配当を継続する
8083 三菱商事	会社の競争力を維持・強化して、株主資本の拡充と同利益率の向上を図るとともに、配当水準の向上と安定化に努める方針です。当面の配当金額については、 配当性向 30%をめどとし、更に収益力や配当水準の維持を勘案して決定する
8264 伊予銀行	配当政策の基本として株主資本利益率と配当性向を重視してまいりました。当社は配当性向 40%を目標に今後とも引き続き積極的な利益還元のご提案ができるよう努力
8302 日本興業銀行	銀行業の公共性に鑑み、資産内容の健全化と財務体質の強化を図りつつ、安定配当を行う
8604 野村証券	証券業の公共性に鑑み、将来の安定的な収益基盤の強化に向けた内部留保に留意しつつ、現在の株主に対する配当の充実を図る
9020 JR 東日本	株主の皆様に対して安定配当を継続していくとともに、鉄道事業を中心とする当社事業を将来とも健全な経営基盤のもとに発展させていくため、内部留保を充実させることを利益処分の基本的な考え方としております
9432 NTT	業績の向上、財務体質の強化を図り長期にわたって株主の利益を確保することが重要な課題であると認識しており、内部留保の確保に留意しつつ、適正な配当を行う
参考 Coca Cola	97 年度の配当性向は約 34%である。我々の本業である飲料分野で成長性の高い事業への投資を積極化するため、取締役会では、今後の配当性向を徐々に 30%へ低下させる方針である
(注) 掲記の 20 社はニッセイ基礎研究所で任意に抽出	
(資料) 有価証券報告書よりニッセイ基礎研究所作成	

(4) インベスター・リレーションズ（IR）の強化

IR（インベスター・リレーションズ）とは、「対象を株主に限定した広報活動」を指す。既に、多くの企業がIR活動に積極的に取り組んでいる。日本IR協議会、東京証券取引所、日本証券アナリスト協会が、数年前からこうしたIR活動に積極的に取り組む企業を表彰するなど、IRの普及・強化も進展してきている。（図表-22）は、それぞれの表彰制度と表彰された企業を示している。

図表-22 わが国のIR関連の企業表彰制度

1. 日本インベスター・リレーションズ（IR）協議会・IR優良企業表彰 目的：IRの主旨を深く理解し、積極的に取り組んでいる企業を表彰することで、日本企業のIR意欲を一層喚起し、産業界におけるIRの普及に寄与する 対象企業：日本IR協議会加盟企業のうち応募した企業 審査方法：自社のIR活動に対する自己評価、機関投資家・アナリスト・ジャーナリストなどの第三者による評価を基礎に、審査委員会（委員長・新井早大教授）が決定				
第1回表彰企業(96年10月)	第2回表彰企業(97年11月)	第3回表彰企業(98年11月)		
カミチエン	トヨカ堂	リックス		
ソニー	住友電気工業	北九州コカ・コーラ		
JR 東日本	富士通	武田薬品		
日立製作所	フジミク	トヨタ自動車		
本田技研	本田技研			
2. 日本証券アナリスト協会・ディスクロージャー優良企業選定 目的：企業情報開示の向上を目的に、アナリストによるディスクロージャー優良企業を選定する 対象企業：98年度優良企業は時価総額などを条件に、東証1部上場の10業種・116社を対象 審査方法：アナリスト経験3年以上のアナリスト(98年は延293名)があらかじめ用意されたスコアシートによって評価を実施、評価上位企業を優良企業として選定 選定企業：				
	95年度	96年度	97年度	98年度
建設	鹿島建設	鹿島建設	鹿島建設	鹿島建設
化学	—	住友化学	旭化成	旭化成
医薬品	第一製薬	第一製薬	第一製薬	第一製薬
鉄鋼	東京製鐵	住友金属	住友金属	川崎製鉄
機械	—	—	コマツ	コマツ
電気・精密	ソニー	ソニー	日立	富士通
自動車	本田技研	本田技研	本田技研	本田技研
商社	三菱商事	三菱商事	三菱商事	三菱商事
小売り	ヨカ堂	ヨカ堂	ジャスコ	エニ
銀行	—	—	—	静岡銀行
3. 東京証券取引所・上場会社ディスクロージャー表彰 目的：ディスクロージャーの充実を促進する観点から、企業内容等を適時・適切に、投資者に分かりやすい形で開示し、ディスクロージャーに積極的に取り組んでいる企業を表彰する 対象企業：東証上場の内国会社 審査方法：主として決算短信や株主向け書類の開示内容を選定要素とし、法定開示・IR活動等を参考とする。審査は専門家7名の審査委員会で行う 表彰企業：				
第1回(96年1月)	第2回(97年1月)	第3回(98年1月)	第4回(99年1月)	
本田技研	キリンビール	東レ	伊藤園	
鳥居薬品	サトー	資生堂	花王	
ソニーカメラ	マックス	コマツ	ケビン	
アパ	国際電気	ソニー	凸版印刷	
HOYA	スズキ精密	ゼビオ	東京エレクトロ	
SME	アコム	第2電々		
ナムコ	ヤマト運輸			
(資料) ニッセイ基礎研究所作成				

ただ、わが国におけるIR活動の対象は、主として外国人株主である。これは、米国などにおけるIR活動の定着から、外国人株主が、わが国企業に対しても、同様のIR活動を求めているためであろう。このことは、わが国で、これまで機関投資家などの大株主（メインバンク機能を果たした例を除くと）が、株主として、あまり発言（コーポレート・ガバナンス）してこなかったことの証左とも言えるだろう。

また、あるIRサービス会社では、「企業の経営者は、株主の発言を経営方針に反映させようとの意欲が強い。このため、株主としての発言が活発な外国人株主に対するIR活動が主体となっている」との見方をしている。

企業のIR活動強化と、機関投資家のコーポレート・ガバナンスへの関与強化とは、並行して強化が図られるべきものである。

6. われわれの提言

(1) 提言の視点

機関投資家のコーポレート・ガバナンスへの関与は、いわゆるVoice（発言）による方法だが、発言が①コーポレート・ガバナンスの改善に有益な内容（開示情報に基づく、適切なvoiceの形成）で、しかも②大きな声となれば、効果的なはず（効果的なvoiceの伝達）である。

昨年公表された、コーポレート・ガバナンス原則（日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム）と、年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会報告書（厚生年金基金連合会）の提言について、上記の①・②の視点で整理を行ったのが（図表-23）である。

図表-23 コーポレート・ガバナンス改善への提言内容

コーポレート・ガバナンス原則(98年5月)		年金基金のコーポレート・ガバナンス最終報告書(98年6月)	
1A 取締役会のアカウンタビリティ	①	指針I 受託者責任	
2A 情報開示		指針III 情報開示	
3A 情報の比較可能性維持			
4A 情報開示のステークホルダー間の調整			
5A 社外取締役の選任	②	視点A 社外取締役の選任	
6A 取締役会の構成		視点B 取締役会の適正規模	
7A 経営の意思決定と業務執行の分離		視点F 経営戦略の基本方向	
8B 社外取締役の選任		視点A	
9B 取締役会内部での独立委員会の設置		視点E 役員報酬	
10B 取締役会会長とCEOの分離		視点C 取締役の位置づけ(株主のエージェント)	
11A 監査役監査の独立性強化		視点D 監査役の位置づけ(株主のモニター)	
12B 監査役の監査対象拡大	視点D	指針II 株主と経営者の関係 (エージェント関係)	
13B 株主総会の役割	①		
14A 大株主への対応			
15B 株主総会の役割			
	②	視点G 株主総会	指針IV 議決権行使

(資料) それぞれの報告書をニッセイ基礎研究所で再構成

全体を概観すると、情報開示の整備・強化によって、取締役の説明責任（アカウンタビリティ）を果たさせるとともに、社外取締役の選任によって、「エージェント問題」（株主のエージェントである経営者が、私的利益を追求することにより生じる損失、いわゆるエージェント・コスト）の回避を図ろうとするものである。

われわれは、これまでの検証を基に、わが国の機関投資家がコーポレート・ガバナンスに関わっていく際に改善すべき点について、いくつか提言を行いたい。提言は、①投資家が自己責任で投資判断するのに必要不可欠な情報開示の充実（開示情報に基づく、適切なvoiceの形成）、②株主が効果的に権利行使できるような環境整備（効果的なvoiceの伝達）、の2つの視点に基づいている。

以下、具体的に、①情報開示の質的な充実、②取締役会の改革、③株主総会の改革、④機関投資家による株主議決権の行使、の順に提言したい。

(2) 情報開示の質的な充実

提言Ⅰ 経営情報の充実

具体的な方策① 有価証券報告書や営業報告書などの開示資料に、充実した経営情報（経営者自身の声による経営戦略など）を盛り込む

提言Ⅱ ターゲット別開示制度の導入

具体的な方策② 大株主や機関投資家などを対象とした情報開示の充実

具体的な方策③ 個人株主や機関投資家などに対する開示情報の仲介機能を強化するため、アナリスト、格付け機関などに対する情報開示を充実する

われわれは、機関投資家が投資判断を行う際に、情報開示が重要なことについては先に指摘した。そのうち、「業績情報」は、実質支配力基準の連結中心の決算制度への移行や、時価会計の導入など、会計基準の国際化・標準化の流れに沿って急速に充実してきている。

一方、経営戦略など「経営情報」の開示は、未だ満足すべき水準ではない。これは、「経営情報（目標）を具体的に開示した場合、達成できないと経営責任を追及される」ことを恐れているためであろう。

しかし、われわれは、提言Ⅰで「株主価値の最大化を図るために、経営者が考えていることを知り、それに基づき、自己責任により投資判断を行う」ために必要な情報を求める。もちろん、経営者が株主価値の最大化を目標としない場合には、経営責任を追及されるだろう。

ただし、株主と経営者は、一方的な委託・受託の関係ではなく、双務的な関係が基本となっている。経営者は、専門性や総合的な判断能力、強いリーダー・シップなどを求められるため、その人材供給源は、それほど大きくないだろう。また、株主による過剰な経営関与は、経営の効率性確保の観点から、否定されなければならない。したがって、株主による経営責任の追及が乱用されると、経営者は、そのような企業の経営受託を忌避することになるだろう。

こうした関係にあることを前提に、われわれは、「経営者が自身の声で、株主に、経営情報を積極的に開示すべき」と提言する。経営者は、少なくとも・米国のアニュアル・レポートに見られる「経営者から株主への手紙」の作成、さらには・株主の投資判断に必要と考えられる「企業経営の数値目標」の公表、に積極的に取り組むべきものとする。

また、われわれは提言Ⅱで、ターゲット別情報開示の導入を求める。米国では、情報開示の質と量に関して、2つの立場から議論があった。第1は、「必ずしも会計原則等を熟知していない一般投資家に対して、過度の情報開示は、混乱をもたらす恐れがある」で、第2は、「機関投資家は、一般投資家向けの開示内容では満足しない」であった。コーポレート・ガバナンスの実行場面では、遵法性の確保（情報開示における株主平等原則の尊重）が基本ではあるが、株主価値最大化のために

効率性への配慮（大株主や機関投資家に対する追加的情報開示）も不可欠と考えられる。

米国では1973年からターゲット別情報開示(Differential disclosure system)が始まった。メインの情報開示として、一般投資家向けの「アニュアル・レポート」と、機関投資家向けの「様式10-K」の2段階で開示が行われている。また、(一般投資家向けの)株主総会の他に、大株主・機関投資家向け、さらにはアナリスト向け説明会の開催も定着している。

なお、説明会でインサイダー情報が提供されないことは当然だが、大株主(上位20位もしくは、持株比率が一定水準以上)が、納得して株式保有を継続できるような、詳細情報が提供されてしかるべきであろう。もちろん、このターゲット別情報開示の導入は、「自己責任原則の下で、投資判断に必要な情報のレベルが、一般投資家と機関投資家では異なっている」との事実に基づいている。一般投資家と機関投資家を差別的に取り扱うものではなく、「投資家が必要とする情報を、適時・適切に開示するだけ」との考えである。当然、一般投資家が必要とすれば、機関投資家に開示されたのと同じ情報を、容易に入手できることを保証されるべきである。

(図表-24)は、情報開示について、日本の現状と、われわれの提言を図示したものである。ターゲット別情報開示によって、強化すべき点は、以下のとおりである。

- ① 経営情報・業績情報を「わかりやすく」まとめた一般投資家向け資料
- ② 「詳細な」情報を提供する、機関投資家・大株主向けの説明会の開催
- ③ アナリスト・格付け機関・議決権行使代行機関など、加工情報提供仲介機能の整備

図表-24 ターゲット別情報開示に関するわれわれの提言

	アメリカ	日本
情報開示の場	大株主・機関投資家	大株主・機関投資家
	一般投資家	一般投資家
	株主総会	株主総会
情報開示資料	IR活動	IR活動
	説明会	説明会
情報仲介機能	アニュアル・レポート	有価証券報告書
	様式10-K	アナリスト・格付け機関・議決権行使代行機関
	アナリスト・格付け機関・議決権行使代行機関	アナリスト・格付け機関・議決権行使代行機関

(注) ○ は、われわれの提言で強化すべきと考える部分
(資料) ニッセイ基礎研究所作成

また、一般投資家・機関投資家向けに、開示情報を加工して提供する情報仲介機関の整備、強化も重要であろう。既に、わが国でもアナリスト、格付け機関が金融サービス業として一定の位置を占める段階にあるのに対し、議決権行使代行機関については、未だ導入されていない。法制面の整備も含めて、早急に検討が開始されるべきである。

(3) 取締役会の改革

提言Ⅲ 取締役会の経営監視機能を強化する

具体的な方策④ 取締役会の機能を分化し、経営執行について執行役員制度の導入を図る

具体的な方策⑤ 社外取締役制度を拡大し、監査役とともに経営監視を行う
なお、社外取締役中心の「監査委員会」によるか、監査役会の独立性・中立性を高め機能強化を図るかについては、企業が選択できるようにする

企業の取締役・取締役会は、所有者である株主の委託を受けて企業経営にあたる。企業経営には、経営の執行と経営の監視の2つの側面がある。前者は、株主利益の最大化を目的に、効率的な経営を志向し、後者は、株主利益の最大化を目的に執行されているかを監視する。わが国では、取締役の大半が内部昇格者によって占められるという特徴のため、効率的な経営執行の面で効果が大きかった一方で、株主利益の最大化が図られてきたとは必ずしも言い難い。

また、わが国では、合併などにより取締役数が50名を上回るような大規模な取締役会も出現し、効率的な経営意思の決定面で、機能低下が懸念される状況もある。執行役員制度の導入は、一つの解決策だろう。さらに、取締役会の機能分化、とりわけ株主の代理人として、経営監視機能の強化が望まれる。

なお、わが国会社法では、監査役・監査役会制度も導入されている。監査役制度については、業務内容、任命方法などから、しばしばその実効性に疑問を呈されてきた。自民党政務調査会・法務部会「商法に関する小委員会」が先般まとめた「企業統治に関する商法等の改正案要綱」によると、①社外監査役の要件を厳格化するとともに定員を増加する、②監査役の任期を伸長、辞任に関する発言機会を株主総会に設ける、③株主総会への監査役の選任議案提出には、監査役会の同意が必要など、監査役の身分保障、独立性を強化する内容となっている。

欧米では、取締役会に経営監視機能の強化を期待する動きが強まっており、米国の独立取締役(independent director)や、英国の非執行取締役(non-executive director)などが拡大している。このような、社外取締役の選任によって、株主と企業経営者の「エージェンシー問題」は小さくなると考えられるが一気に問題解決が図れるわけではない。(図表-25)は、社外取締役制度が定着している、米国の取締役構成について調査した結果である。これによると、社外取締役制度は、企業間に取締役の兼任関係をもたらし、あたかも、わが国における株式持ち合いと同様の状況になっている。また、本来、専門経営者である企業のCEOや著名人が、他社の社外取締役になっているケースも多いが、果たして他社の株主の代理人としてまで、機能を十分に発揮できるのかについて、疑問の声もある。

監査役会制度と取締役会(社外取締役制度)の果たす経営監視機能の調整を図ることも必要である。仮に、「監査役会」制度が、上述のような自民党の改正案要綱の方向で機能強化が図られる場合

でも、米国のように、取締役会の内部に社外取締役中心の「監査委員会」を強化して行く意向があれば、各社が株主総会で自由に選択（定款に定める）できるようにすべきだろう。

図表-25 米国における社外取締役制度の現状

		取締役定員	うち社外取締役	他社との兼職取締役数	CEOの兼務する会社	その他の有名人
ATT(電話通信)	T	13人	9人	5人	C	
アライズ(機械)	ALD	15	12	2	MRK, JPM	
アコア(非鉄金属)	AA	11	10	5	EK, ルセントT	Rババ(英ICI会長)
Aエクスプレス(カード・金融)	AXP	13	11	5		
ボーイング(航空機)	BA	13	11	6	HWP	Wベリー(元国防長官)、Jビックス(TIAA CREF会長)
キャピテ(建設機械)	CAT	12	11	2	ATT, Gパシフィック	Cキラー(元USTR代表)
シェブロン(石油)	CHV	13	10	5	ATT, C	Cヒル(元USTR代表)、Sアマスト(元国務次官)
コカ・コーラ(清涼飲料)	KO	12	11	3	Gパシフィック	Wバフェット(Bハルウェイ会長)、Sラン(元上院軍事委員長)
デュポン(化学)	DD	13	10	2	JPM, ミッド	渡辺五郎(三井物産副社長)、Cバズ(MIT学長)
Eコダック(写真)	EK	12	9	3	ATT, GM	シタソン(元CEA委員長)、Mコルズ(元カリフォルニア州知事)
エクソン(石油)	XON	13	9	3	JPM	Mボス(スタンフォード大教授)
GE(電気機械)	GE	15	10	5		
GM(自動車)	GM	15	12	5	PG	
グッド・イヤ(自動車タイヤ)	GT	12	11	1		Sラン(元上院軍事委員長)、Fローズ(元初大名誉学長)
ヒューレットP(精密機械)	HWP	13	10	4		Wヒューレット、Dバカート(ともに創業一族)
IBM(コンピュータ)	IBM	11	10	3	Bマイヤーズ	植原稔(三菱商事会長)、Cバズ(MIT学長)
Iベーパー(製紙)	IP	13	11	2	CAT	
J&Jソルソン(医薬品)	JNJ	13	11	3	ATT, ゼロックス	
マクドナルド(レストラン)	MCD	15	10	1	Dアラッド・ストリート	Tカーズ(大統領専属ドライバー)
メルク(医薬品)	MRK	13	11	3	Gシス	
MMM(化学)	MMM	12	8	3	カギル、Dバドラン	Rリゾウエイ(元国務次官欧州担当)
モリス(たばこ)	MO	14	12	3		Rマドック(欧州の新聞王)
JPモルガン(金融)	JPM	18	12	6	GE	Mフェルト・シュタイン(ハーバード大教授)
P&G(医薬品)	PG	17	13	6	ゼロックス、モロー	
シヤーズ(百貨店)	S	11	9	1		
シティグループ(金融保険)	C	17	15	6	MO	
エオカーバート(化学)	UK	11	9	2		Rリゾウエイ(元国務次官-欧州担当)
ユテカロー(一般機械)	UTX	13	11	4		Hベーカー(元国務長官)、Wベリー(元国防長官)
ウォルマート(小売り)	WMT	15	11	0		Fハルパー(コロラド大学長)、Jウォルトン、Sウォルトン(創業者)
ディズニー(娯楽)	DIS	16	13	0		Sボウエ(俳優)
合計		404人	322人(79.7%)	99(24.5%)	17社(56.6%)	

(注) NYダウ工業株採用銘柄の30企業について取締役の他のダウ採用銘柄企業との兼任状況を調査、「CEOの兼任する会社」欄の英文略称はダウ採用銘柄

(資料) 米SEC・EDGARシステムの各企業10-Kより、ニッセイ基礎研究所作成

(4) 株主総会の改革

提言Ⅳ 定時株主総会の開催を分散化させる

具体的な方策⑥ 有価証券報告書の記載要件から、利益処分（損失処理）計算書を除外する

提言Ⅴ 定時株主総会について、株主と取締役の意見交換の場としての機能を強化する

具体的な方策⑦ 株主総会で、経営者は、経営の基本戦略や株価に対する所感などを述べ、それに対する質疑応答の時間を確保する

具体的な方策⑧ 株主総会の議論を、実効性のあるものとするために、株主提案などに対してある程度の制限を設ける（総会屋などに対する予防措置）

「定時株主総会が、運営の形骸化と機能低下の悪循環に陥っている」ことについては、既に指摘した。この悪循環を断ち切るために、われわれは提言Ⅳで「定時株主総会の集中開催排除」を求める。定時株主総会の集中開催は、(図表-26)に見られるとおり、法制と企業意識の両面に原因がある。

図表-26 定時株主総会日時決定の要因（重複回答）

	93年	94年	95年	96年	97年	98年	
他社と開催日時を合わせる	1042社	1134	1124	1002	979	832	→ 企業意識による部分
集中日をできるだけ避ける	13	15	13	13	26	64	
親会社等の開催日との関係	152	135	138	132	147	165	
一般株主出席の利便を考慮して	67	64	70	67	75	116	
開催の曜日	226	158	189	264	158	236	
決算・招集手続きの関係	971	1096	1129	1210	1302	1403	→ 法制に起因する部分
その他・無回答	38	34	35	48	41	48	
合計	1731社	1832	1869	1879	1927	1970	

(資料) 商事法務研究会「株主総会白書」よりニッセイ基礎研究所作成

法制面では、「3月決算の場合、6月下旬に株主総会を開催」しなければならない要因となっている、有価証券報告書の大蔵大臣への提出と、株主総会の関係を変更する必要がある。例えば、①6月末提出の有価証券報告書に記載する「利益処分計算書」を「利益処分に関する議案」に変更し、②株主総会で確定した利益処分計算書と有価証券報告書記載の議案が相違した場合に限り、臨時報告書の提出を義務づけることにすれば、株主総会の開催時期に制約がなくなり、分散開催が可能となるだろう。

また、企業意識面では、従来、いわゆる総会屋の介入による株主総会の混乱を懸念して、集中開催されていた。しかし、昨今の総会屋などに対する利益供与禁止規定の厳格化などによって、企業の遵法意識は格段に高まっており、アカウントビリティの強化など、企業行動の変化が強く求められている。そこで、われわれは提言Ⅴで、コーポレート・ガバナンス原則、英ハンペル委員会最

終報告書と同様、株主総会が本来の議決機関に止まらず、情報開示の場としての機能強化も求める⁽⁴⁾。

もちろん、株主総会の混乱などを目的とした行動に対して予防措置を講じることも必要である。例えば、①会社の信用を失墜させるような内容の株主提案に対しては、取締役会の判断で拒否できる、②議長が1人当たりの質問時間・質問回数を予め制限し、オーバーした場合は毅然とした措置を行う、といった対応である。

われわれの提言（株主総会の分散開催、意見交換の場として機能強化）は、先の提言（情報開示の質的改善）とともに、企業の対応に裁量度を高めることになる。企業の取組み姿勢次第で、株主にとって、株主総会の効用が従来より後退する可能性もはらんでいる。しかし、企業の対応（コーポレート・ガバナンスへの取組み姿勢）は、市場の評価を受ける。昨今の市場における、時として厳しい株価評価を見れば、「裁量と責任とが、表裏の関係にある」ことが容易に理解できよう。企業が対応を誤ると、最悪の場合、市場から駆逐される可能性もあるだろう。

⁽⁴⁾ コーポレート・ガバナンス原則（日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム、98年5月）

4. 3 株主総会

【原則 14A】

- ・ 株主総会は、アカウンタビリティの観点から、株主と取締役会との意見交換の幅を広げる場として有効活用する
- ・ 株主総会の開催日は、現在の同日開催集中の現状を考慮し、見識ある行動を望む

【原則 15A】

- ・ 株主総会とは別に、大株主に対してより詳細な説明会を公開で開催する

【原則 16B】

- ・ 株主総会の決議事項は経営の根幹に係わるものに限定する

(注) 原則Aは可及的速やかに実施すべきもの、原則Bは世界の市場環境に照らしながら修正を加える必要のあるもの、乃至大きな法律改正を要するもの

(資料) コーポレート・ガバナンス原則・最終報告（日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム）（98年6月）

ハンペル委員会最終報告書（R. ハンペル委員長、98年1月）

38 会社はその定時株主総会に質疑応答時間を設けたうえで、会社の業績などについて説明する

42 会社は株主総会の場で回答できなかった主要な質問に対し、文書による回答を株主に対して行う

45 定時株主総会の招集通知および議案書などの関連書類は、少なくとも総会開催日の1ヵ月前に株主に発送しなければならない

46 会社は株主総会の議事録を作成し、希望する株主に配布する

(注) 英国でのコーポレート・ガバナンスに関する検討は、以下のとおり積極的に行われている。

1992年 マックスウェル事件などの企業不祥事が相次いだことに対する反省から、キャドバリー委員会が設置され、企業チェック機能の強化を求めた「キャドバリー報告書」を公表

同時に公表された〈企業行動規範 code of best practice〉は、ロンドン証券取引所の上場基準として採用された

1995年 サッチャリズムの下で積極的に行われた公営企業の民営化は、「リストラによる労働者解雇と業績好転による経営者の高額報酬」をもたらし、社会全般の不満が高まった

グリーンベリー委員会が設置され、役員報酬制度の検討と高額報酬の是正が行われた

1998年 〈企業行動規範〉の遵守を求めるため、本来「遵法性」とともに企業目的となるべき「効率性」が軽視され、英国企業の競争力低下とともに批判が顕在化した

この点を主題に、ハンペル委員会が設置され、企業の「遵法性」と「効率性」の両立をめざした〈統合規範 combined code〉が策定された

(資料) ハンペル委員会最終報告書(98年1月)よりニッセイ基礎研究所作成

(5) 機関投資家による株主議決権の行使

提言VI 機関投資家が株主議決権を実質的に行使する

具体的な方策⑨ 機関投資家が株主議決権を行使できるよう、法制上の制約を廃止する

具体的な方策⑩ 機関投資家は、その議決権行使のガイド・ラインを公表する

われわれの最後の提言VIは、機関投資家が株主議決権を実質的に行使することを求める。

これまで、わが国の機関投資家が議決権を実質的に行使してこなかったのは、以下の理由である。

- ① わが国経済の順調な拡大を背景に、株価が上昇基調で、議決権行使の必要性が乏しかった。
- ② 株式持ち合い構造が「互惠取引」をもたらし、議決権を実質的に行使できない環境にあった。
- ③ 定時株主総会の集中開催による、時間的・物理的制約があった。

しかし、バブル崩壊以降、既に株価低迷は10年目となり、状況は大きく変化している。

- ① バブル崩壊以降、株式投資リスクが顕在化している。
- ② 運用資産規模の拡大した機関投資家は、従来のウォール・ストリート・ルール（投資対象企業の経営に不満がある場合、株式を売却する）、いわゆるExit（退場）の実行が困難となり、他方、受託者責任を強く求められるようになってきている。
- ③ コーポレート・ガバナンスへの取組み強化、わが国企業システムのグローバル・スタンダード化の流れがあいまって、「互惠取引」への期待度は低下している。

「株主総会の分散化」（提言IV）によって、時間的・物理的制約がなくなると、「機関投資家の議決権行使を制限している法制の緩和が必要」となる。既に指摘したように、「不特定多数の小口資金」を合同運用する証券投資信託業の規定が、「特定・大口の年金資産」運用機関（投資顧問、生命保険、信託銀行）に準用されているのは、必ずしも妥当ではない。株主議決権行使について、両者の相違点を反映した取扱いをすべきである。

少なくとも、投資顧問業協会理事会決議は、その根拠となる通達「投資顧問業者の業務運営について」（蔵証第993号）が廃止されている。通達が廃止されたのに、見直しが行われていないのは、「機関投資家として、議決権行使に対する認識が欠如していることの証左」との批判もあり得よう。なお、株主議決権行使にあたっては、受託者責任を果たす観点から、行使内容の記録保管に止まらず、運用委託者に対する開示義務も検討する必要があるだろう。

ところで、機関投資家の株主議決権行使にあたっては、行使基準の明確さが必要である。また、この行使基準（議決権行使ガイドライン）を公表することは、経営者が経営戦略などを決定する際に、重要な判断材料になることは確実であり（機関投資家の議決権行使ガイドラインに反する経営方針の決定は、株主総会で会社提案議案に反対されることとなる）、結果的に、機関投資家のコーポレート・ガバナンスへの関与が強化されることが期待できるのである。

（図表-27）は、米国の年金基金、投資顧問などが公表している議決権行使ガイドラインについてまとめたものである。

図表一27 米国における機関投資家の議決権行使ガイドライン

	Calpers	NYCERS	AFL- CIO	A 投資顧問
1. 利益処分に関するもの				
利益処分・配当決定	個別判断(キャッシュフロー)	賛成		個別判断
2. コーポレートガバナンスに関するもの				
取締役の選任	個別判断(対立候補)	賛成	個別判断(対立候補)	個別判断
監査役を選任	個別判断	賛成		賛成
退任取締役への慰労金支給	個別判断(従業員出身は賛)			個別判断
取締役の報酬	個別判断	賛成	個別判断	賛成
監査役報酬	賛成	賛成	個別判断	賛成
会計監査人の選任				
会長とCEOの分離	個別判断		賛成	
独立委員会の設置(監査、役員指名・報酬)	個別判断		賛成	
取締役の改選時期	反対		個別判断	
〃 任期制限			反対	
〃 定員変更	個別判断(適正は10~15人)		賛成	個別判断
〃 株主要件	反対	反対	反対	
〃 会社取引	個別判断		個別判断	
〃 免責	個別判断(保険料支払いは賛)			
複数の議決権行使設定				
株主総会での議決方式の変更	反対	反対	反対	
コーポレートガバナンス条項	個別判断	反対	反対	
グリーン移行への支払い	反対		反対	
3. 株価に関するもの				
ストックオプション制度	賛成(行使価格、希釈度)	個別判断		賛成
減資	個別判断			
授權資本の変更	個別判断(2倍まで)	個別判断	賛成	
自社株買い(消却)	賛成(発行済株式の10%まで)	賛成		個別判断
会社の再編(リストラ関連)	個別判断		賛成	
ボイスンビール条項	個別判断	反対	個別判断	
従業員持株制度		賛成	賛成	
既存株主の先買特権	賛成		賛成	
4. その他				
会社の合併				
営業譲渡・譲受				
会社の解散	個別判断			
財務諸表の承認	個別判断	棄権		賛成
定款の変更(事業分野の変更)	個別判断		反対	個別判断
「無限定適正」以外の監査意見				
負債の発行	個別判断	賛成		賛成
従業員の労働環境		賛成		賛成
社会問題	個別判断	個別判断	賛成	
(注) CALPERS : カリフォルニア州公務員退職保障基金 NYCERS : ニューヨーク市公務員退職保障基金 AFL-CIO : アメリカ労働総同盟・産業別会議 (資料) 各機関の公表資料より、ニッセイ基礎研究所作成				

なお、最後に、議決権行使ガイドラインの内容について、若干の検討を行っておきたい。

現代の株式会社においては、企業の経営は、株主自らが選任した専門経営者（取締役）に委任して行われているため、株主と経営者（受任者）の間に、いわゆるエージェンシー関係が成立している。そこで、議決権行使については基本的に、次のように考えることができるだろう。

機関投資家の株式投資は、投資収益の獲得を主目的としている。このため、経営者の成果を株主として認容するかどうかは、第1に、投資収益が満足できる水準か判断が行われる。第2に、エージェンシー・コスト（株主・経営者間のエージェンシー関係を維持するために必要なコスト）が、株主の許容範囲内かどうか判断されるだろう。この2点について、株主として満足できると判断すれば、「原則として会社提案に賛成する。また、株主提案には、取締役会意見に沿った行使」となるだろう。一方、満足できないと判断すれば、「経営者の交代を図る」ことになるだろう。このため、機関投資家が議決権行使ガイドラインを作成する際には、上記の2点についての判断基準を明確化する必要がある。

わが国の株主総会における決議議案は、①取締役、監査役、会計監査人の選任、②利益処分案、退任取締役等に対する慰労金支給案、③役員報酬の改定、ストックオプション制度の導入、④合併・営業譲渡、事業目的の変更など、⑤その他、の5つに大別することができる

上記の原則に従えば、①と②～⑤とは、別次元での判断となる。①に賛成する場合には、②～⑤も原則賛成であるが、「株主利益の最大化に反していないか」の視点を加えて、最終的に個別判断することとなる。①に反対する（経営者の交代を図る）場合には、②～⑤にも原則として反対することとなる。

議決権行使ガイドラインを策定することによって、実効的な企業経営のモニタリングが期待できることから、機関投資家の役割と責任は重大である。われわれは、機関投資家が経営者に対して積極的に発言することによって、企業経営が株式市場で評価される方向に改善、発展することを期待する。

補論 コーポレート・ガバナンス

企業、コーポレート・ガバナンス、株主などの概念について、機関投資家の視点で整理しておきたい。異なった見方であろうが、テーマ考察の補論として、整理を試みたものである。

(1) 企業

金融機関（＝機関投資家）の投資対象となるのは、主として公開されている企業（株式会社）である。市場における公正な価格形成のために必要不可欠な情報開示、現実の企業に対する統治行動などについてコーポレート・ガバナンスの議論が行われる。

企業は、経営者を中心とする組織体を形成し、企業目的達成のためにさまざまな企業活動を行う。この企業活動は、他の社会構成員との間に多様な利害関係を生じさせる。この利害関係の調整こそがコーポレート・ガバナンスの原点であり、また、利害関係調整の主要な担当者が企業経営者である。

企業の経済学

青木昌彦・伊丹敬之

85年3月

企業行動を本格的に理解する上で、われわれが不可欠と考える企業の4つの本質的側面である。

第1の側面は、企業が自分の直面するさまざまな市場で取引相手とのスポットの取引を行うだけでなく、彼らとの間に作り上げていくさまざまな構造的関係である。

第2には、組織体という内部構造を持った企業という側面。企業は自分の取引相手との間に構造的関係を作ろうとするばかりでなく、自分自身も組織体としてさまざまな意味での内部構造を持つとする。第3の側面は、その組織としての企業の意思決定に中心的な役割を果たす経営者である。経営者は、時には企業者として、時には組織体の管理者として機能する。さらには、企業を取り巻くさまざまな利害関係者の間で、その利害の仲裁者としても機能する場合がある。いずれの場合にせよ、経営者を抜きにして企業は語れないという面がある。

企業の第4の本質的側面は、技術という無形資源である。(略)

(2) コーポレート・ガバナンス

企業は、その存在目的を達成するためにさまざまな活動を行うが、他の社会を構成する組織との間で複雑な利害関係があり、それを調整して行く機能が要求される。これがコーポレート・ガバナンスの原点となっている。

コーポレート・ガバナンス（アメリカ法律家協会「コーポレート・ガバナンスの原理」の研究）

証券取引法研究会国際部会

94年12月

ガバナンスという言葉を使って論じられているのは、企業とくに大規模な公開会社が、どのような機構を備え、どのような基準に則って行動すれば、株主その他の関係者の利益を程よく調整し、社会の要請に応えることができるかという問題である。企業の所有と支配・経営が分離している状況の下でとすれば無制約になりがちな経営陣の、選任・組織・義務・責任などが中心問題である。しかし企業の経営に株主の意思を適切に反映させず、株主の利益が害されたときの救済を図る方法を含むから、単なる経営機構だけの問題ではない。また、社会における企業の比重が増大し、企業活動が社会に及ぼす影響が大きくなったことが、ガバナンス論議の一契機であるところから、いわゆる企業の社会的責任の問題が当然そこに含まれる。

アメリカの企業統治 なぜ経営者は強くなったか

マーク・J・ロウ

96年4月

1980年代、アメリカ大企業の多くは痛みを伴いながらリストラクチャリングを行った。効率的で生産的になったものも多いが、そうでないものもあった。株主、役員会および上級経営者間の関係の大改革は現在も続いている。この三者の相互関係を変える提案—企業の役員会で株主の声にもっと重きをおくべきかどうか—は、以前から行われている。(略) 企業の株主、役員会および上級経営者間の関係—つまり、企業統治の歴史は非常に重要である。また、企業統治は経営にとって重要である。テクノロジーは企業の能力の限界を確定し、経営は企業がその能力の限界にいかにか近づかを決定する。

メインバンク資本主義の危機

ポール・シェアード

97年7月

家計部門の貯蓄を投資・生産活動という形で運用する企業を監視し、必要ときに企業の経営に介入することを意味する。(略) 企業は資本市場から資金(資本)を調達し、それを投資して、他の生産要素と組み合わせることによって生産活動にあたり、将来の収益(所得)という形で投資家に還元しようとする。企業は生産主体であると同時に、トップ経営者を頂点に持つ意思決定システムでもある。経営者が勤勉に働き、資本市場から預かっている資産を効率的に運用しているかどうかを監視しそうでないときにははしかるべき措置をとることがコーポレート・ガバナンスの役割である。

日本のコーポレート・ガバナンス—構造分析の観点から—

経済企画庁経済研究所

98年3月

株式会社においては、企業の意思決定は基本的に経営者に任されており、出資者たる株主や債権者が経常的に意思決定に参画しているわけではない。しかし経営者が判断を誤ることもあるし、企業の利益を害して自己の利益を図ることもある。利害関係者が経営者の意思決定を不適切なものであると判断した場合に、自己の利害に基づいて経営者の意思決定を制約し、あるいは変更させ、またはそのような状況を予防するための手段がコーポレート・ガバナンスであると言える。株主や従業員など企業の効率的経営によって利益を受ける利害関係者が適切なコーポレート・ガバナンスを有するならば独断的な意思決定を防止するためのチェック機能が働くとともに、事後的には経営者に効率的な経営を行うためのインセンティブを与え、事後的には選択淘汰が行われることになるので、結果として効率的な経営が達成される可能性が高まることが期待される。

企業ガバナンス構造の国際比較

深尾光洋・森田泰子

97年5月

「コーポレート・ガバナンス」という用語を、より広い概念として用いている。すなわち、企業における経営上の意思決定のしくみ、企業のパフォーマンスに密接な利害を持つ主体相互間の関係を調整するしくみ、株主が経営陣をモニタリングしまたコントロールする方法、の三者からなる概念として捉えている。つまり、「企業が効率よく運営されるためには、株主、経営陣、従業員、債権者、取引先等の様々な利害関係者の間で、どのように権限や責任を分担し、また、企業が生み出す付加価値を配分していけばよいか」

日本コーポレート・ガバナンス原則

企業統治とは、統治の権利を有する株主の代理人として選ばれた取締役が構成する取締役会が、経営方針、戦略について意思決定するとともに、経営者がヒト・モノ・カネ等の経営資源を用いて行う企業の経営を監督する行為である。換言すれば、取締役会には、報酬等による経営者の動機付けや監査報告書による経営執行の監視等の監督により、経営者が長期的株主利益の追求を通じて企業価値の最大化を実現すべく経営者の統治を行うという重大な役割が期待されている

コーポレート・ガバナンス グローバル市場における競争力強化と資本アクセスの改善

OECD

98年4月

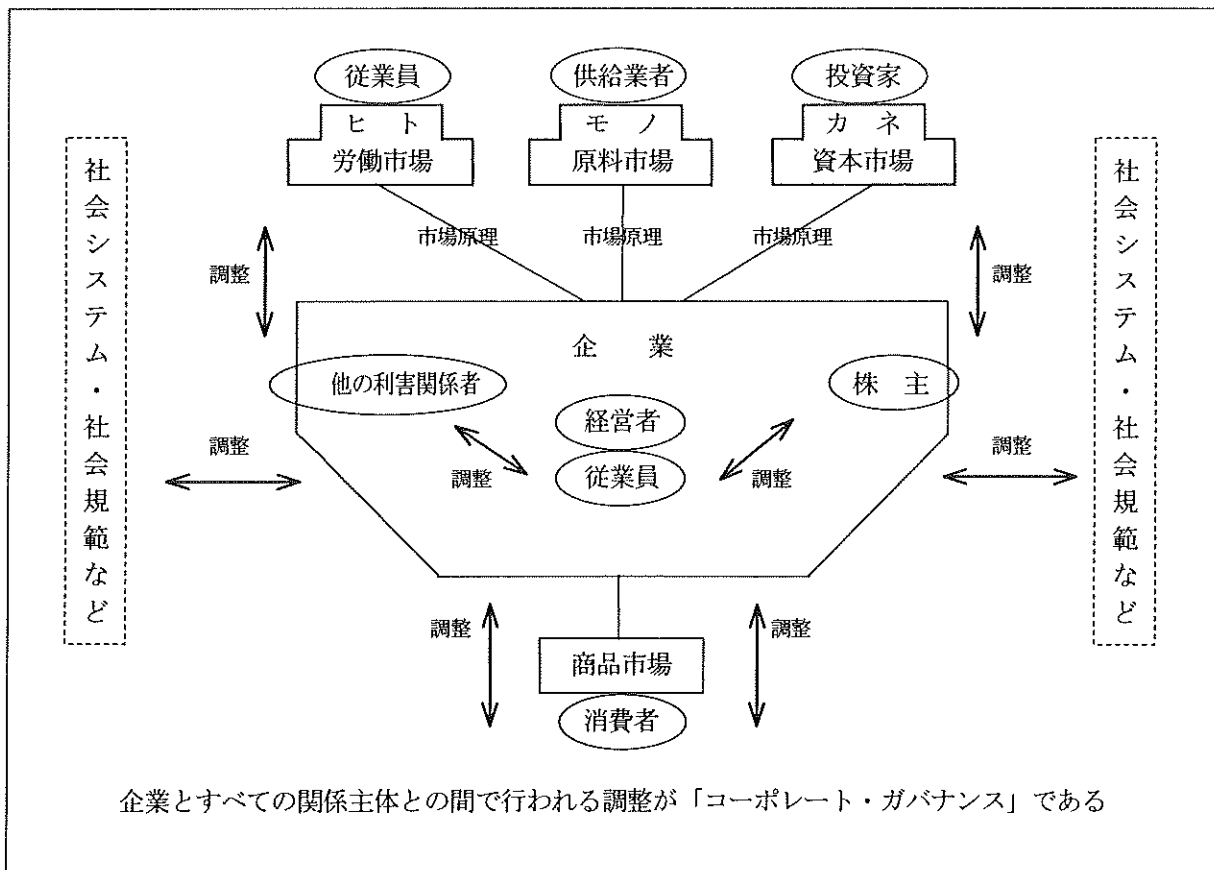
コーポレート・ガバナンスというのは、株主、取締役会メンバー、経営者からなるコアグループ間の関係とそれに付随する責任構造とが、その企業の主要目的の達成に必要な競争上の成績を最もよく挙げられるようデザインされることである

コーポレート・ガバナンス委員会最終報告書

コーポレート・ガバナンスの定義は「企業が管理・運営されるためのシステム」である。議論の中心は、株主とそれによって選任された取締役の関係が中心となるが、企業の他の利害関係者との関係が含まれることはもちろんである。

ここまで紹介してきた、企業およびコーポレート・ガバナンスの概念をまとめ、下記のような概念図を作ってみた。(図表-28)

図表-28 企業とコーポレート・ガバナンス (概念図)



(3) 企業はだれのものか

企業はその目的の達成に向けて行動する。

「株主価値の最大化」が企業の目的と考えられている米国では、株主が企業の所有者で、経営者はその代理人として行動するとの考えが定着している。

スティグリッツ・ミクロ経済学

J スティグリッツ

95年1月

企業組織の最終的な形態は株式会社 corporation である。株式会社の場合には、所有権は会社株という持ち分に分割されている。すなわち株式購入者は対応する持ち分だけ、その企業を所有する権利を得ているのである。

未来企業

ピーターF ドラッカー

92年8月

今日、アメリカの大企業のCEOのほとんどが、「株主の利益」のために、そして「株主にとっての価値の最大化」のために、企業を経営していると言う。

一方、わが国では、米国企業との相違を前提として、「経営者は、株主価値の最大化のためだけに企業経営を行っていない」との考えが、広く受け入れられている。

日本の企業

今井賢一、小宮隆太郎

89年10月

日本の大企業は、以上に述べてきたように正規の従業員1人当たりの所得を最大にするように行動していると考えられ、(略) そのかぎりでは、一般に「労働者管理型企業」といわれているものと類似の性質をもっている。(略) しかしそれでは、日本の典型的な大企業の場合、株主という、本来は企業利潤に対する全面的かつ最終的な請求権をもつ自己資本の提供者が存在するにもかかわらず、従業員集団が利潤の分配にあずかり、かつ従業員1人当たりの所得を最大にするように行動しうるのは、なぜなのであろうか。

ところが、バブル崩壊後は、「こうした日本企業の特徴が、企業システムの脆弱性につながっているのでは」との認識からか、米国型の株主主権論を前提としたコーポレート・ガバナンスの議論が多くなっている。

日本コーポレート・ガバナンス原則

株式会社は、株主、経営者、従業員、消費者、取引先、債権者などのステイクホルダーからなる協働システムであるが、現在の株式会社制度は、自己資本の提供者である株主に会社の所有者であるという特別な立場を与えている。それは株主が残余利益の請求者として、ひとりビジネスリスクを負担するからである。私有財産制度の下では、所有者は所有物を自由に利用することができる。その代わりに、それに伴うリスクはみずから負担しなければならない。逆にリスクを負担する者が支配者として統治が認められる。

ビジネスリスクを負担する株主は所有者として会社を統治することができる。株主の目的は投資家として投資収益を追求することであるから、株主は投資収益が最大化されるよう会社を統治するはずである。このことからわれわれは、株式会社の目的は株主利益の最大化であり、そのために企業統治を実践するものと理解する。

企業統治に関する商法改正案要綱

自民党法務部会商法に関する小委員会

99年4月

わが党では、この問題について、一昨年5月より有識者のヒアリングを通じ、鋭意議論を重ねてきた結果、わが国の株式会社における「低い配当性向」「持ち合いに象徴される法人中心の株主構成」「過剰な発行済株式数」「特定株主への利益供与」等、企業経営における一般株主軽視の現状を重視し、「株主利益の最大化のための企業経営のチェック体制の強化」が急務であることを確認した。

(略)

しかしながら、こうした努力にも拘らず、最近の経済情勢も反映し、株主軽視の土壌が大きく改善される兆候は未だ見られない。

このため、商法の理念を尊重しながら株主重視の姿勢を一層鮮明にし、社外取締役の機能強化に努める米国の企業社会に範を求め、グローバルスタンダードの観点から、わが国におけるコーポレート・ガバナンスの確立を早急に図るべきである。

(4) われわれが考えるコーポレート・ガバナンス

以上の点を踏まえて、われわれが考えるコーポレート・ガバナンスについて、まとめておきたい。

- ① 企業は、その目的（営利追求）を達成するために、長期にわたって生産・販売活動を継続する。
- ② 企業は、目的達成を効率的に行うために、内部構造を保有するとともに、社会システムの中で活動を行うために、企業外部との複雑な関係が発生する。
(利害関係者、ステイク・ホルダーの存在)
- ③ 企業を中心とする経営者が、常に企業目的達成のために最善を尽くす保証はなく、企業に利害関係をもつステイク・ホルダーは、経営者が企業目的追求のために最善を尽くしているかを監督・監視する必要がある。この監督・監視活動がコーポレート・ガバナンスである。
- ④ 株主は、すべてのステイク・ホルダーが保有する企業との債権関係の中で、最劣後の債権保有者である。このため、株主のコーポレート・ガバナンス活動は、他のステイク・ホルダーに比較して、関与の度合いが、必然的に高くなる。

日本のコーポレート・ガバナンス—構造分析の観点から—

アメリカにおいては、企業は株主のものであるという基本的な考え方が確立している。したがってコーポレート・ガバナンスという主題の下で株主が企業の意思決定に影響を与えるための手段、すなわち企業の営業活動の結果を株主の利益と合致させるための方法または制度を検討することになる。

一方、日本では「従業員主権論」や「人本主義」に代表されるように、企業は必ずしも株主だけのものではなく、従業員をはじめとする企業をとりまくさまざまな利害関係者が企業に対する請求権をもっているという考え方が強い。

最後の点 (④) については、異論があるかもしれない。しかし、企業破綻時に、株主以外のステイク・ホルダーにも (債権関係の契約条件に関わりなく) 影響が及ぶ可能性がある、現在の破綻法制を前提に考えると、株主が企業所有者 (最劣後の有限責任) であることを理由にして、唯一のコーポレート・ガバナンス担当者との議論に与することはできないだろう。つまり、「株主が企業の所有者である」ことは否定しないが、「株主のみが、コーポレート・ガバナンスの権利を有する」との考え方をとらないものである。

この考え方をとると、コーポレート・ガバナンスにおける経営者の役割は、「所有者 (株主) の代理人」ではなく、「すべてのステイク・ホルダー間の利害関係の調整者」ということになる。このため、株主は、株主利益の最大化を達成するために、株主の代理人として、取締役を企業の業務執行の意思決定・監視機関である取締役会に参加させる手段をとっていると考えられる。例えば、米国における社外取締役制度、英国における非執行取締役制度などである。

ただし、このような利害関係調整の考え方を追求した結果、強烈な副作用に直面する可能性があることにも、十分に留意が必要だろう。

未来企業

GEのCEOだったラルフ・コーディネーは、株式を公開している大企業のトップ経営陣は、「受託者」であるとした。トップ経営陣は、「株主、顧客、従業員、供給業者、工場所在地の地域社会等の間において、利益を最もよくバランスさせる」ように、企業を経営する責任があると論じた。今われわれが言うところの「ステイク・ホルダー」である。(略) これでは、経営専門家なるものは、啓蒙専制君主、観念的な哲人や王、哲人CEOとなってしまう、仕事もできなければ、永続しようもなくなってしまう。(略) コーディーナー型のマネジメントに対する最も強烈な一撃は、1970年代後期の敵対的買収だった。

(5) 機関投資家

最後に、機関投資家についてまとめておきたい。

機関投資家とは、「有価証券への投資から生ずる収益を主要な収益源の1つとしている法人形態の投資家をいう。日本では、漠然と、生命保険会社・銀行などの機関投資家、年金基金、各種組合、証券投資信託などをさしているが、アメリカでは年金基金や投資信託のほか、各種財団が大きなウェートを占めている」(経済学辞典、有斐閣)とされている。

また、その株式投資とコーポレート・ガバナンスの関係について、有力な機関投資家 (年金基金) は以下のような認識を示している。

コーポレート・ガバナンス

加州公務員退職年金基金 (Calpers)

98年3月

Calpersは、株主アクティビズムの中心的存在として、内外株式市場に影響をもち、そのコーポレート・ガバナンスに関する取り組みが世界の基準を作っている。Calpersは毎年、その株式ポートフォリオ 1500銘柄から投資収益率が相対的に低く、コーポレート・ガバナンスに問題のある10企業を選び(フォーカス企業)、コーポレート・ガバナンス改善の行動によって株式投資収益率の向上を図っている。ウィルシャー・アソシエイツ社の調査によれば、Calpersのコーポレート・ガバナンス改善行動によって過去5年間にフォーカス企業とされた62社の株価は、指定前の投資収益率がS P500の85%程度であったのに対し、指定後の5年間にはS P500株価指数を54%も上回る投資収益を達成したものとされている。この結果、Calpersには、毎年約1億5千万ドルの追加的収益をもたらしているものとされている。

年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会報告書

厚生年金基金連合会

98年6月

年金基金は銀行・保険会社と異なり、よく分散したポートフォリオを所有し、その総合的な価値の増大によって、加入者および受給者に対する受託者責任を果たすことがその責務である。長期的な資産運用から獲得される収益が年金基金の財政的基盤であり、投資先の企業の健全な発展こそが堅実な年金基金財政を実現する。年金基金は、利子・配当およびキャピタルゲインのみを目的とする純粋な投資家であり、より良い収益を獲得するために、投資先企業との共栄を目指しているのである。この目的を達成するために、年金基金は、自らが企業の経営監視に積極的に取り組み、より良い企業経営を実現する途を模索しなければならない。こうした年金基金の行動は、透明性の高いコーポレート・ガバナンスを実現し、投資家と企業の間には緊密な信頼関係を形成する効果をもたらすはずである。

株式が表象する企業の所有権(株主権)は、自益権と共益権に分けて理解されている。

自益権は、株式の利潤証券としての性格によるもので、わが国商法では、利益配当請求権、残余財産分配請求権などが規定されている。また、共益権は株式の所有証券としての性格によるもので、企業経営に関与することで、最終的に自益権の実現を目指すものと解釈されている。共益権には、取締役選任権、株主代表訴訟提起権、株主提案権などが含まれる。

従来、機関投資家の株式投資にあたっては、自益権を念頭においた投資行動がとられており、いわゆるウォール・ストリート・ルールが一般的な投資ルールとなっていた。

ウォール・ストリート・ルールは、「機関投資家が投資対象企業に対して不満がある場合には、市場で保有株式を売却し、満足している場合には保有を継続する」とのルールで、株主権(共益権)の行使を念頭におかない考え方であった。ただし、この点については、米国でもさまざまな動きの中で大きく変化し、共益権の行使が機関投資家の行動として重要視され、コーポレート・ガバナンスへの関与の一方策として活用されるに至っているのである。

従業員退職所得保障法 (ERISA)

第404条 (受託者責任)

- (a) (1) 第403条(c)、(d)、第4002条および第4044条に基づき、受託者(fiduciary)はもっぱら加入者および受給権者の利益においてのみ制度に対する義務を免除されるものとする。ただし、
- (A) 下記のみを目的とすること
- i 加入者および受給権者に給付を行うこと
 - ii 制度管理のための正当な経費を支出すること
- (B) 当該状況下で、同等の能力で行動し同様の事項に精通しているブルーデント・マンが同様の性格および目的を有する事業の管理に当たり行使する注意力、技量、恩恵および勤勉さをもって、権限を行使すること
- (C) 巨額の損失の危険性を最低限に抑えるため、制度資産の投資を分散すること。ただし、分散しないことが明らかに思慮分別あることとみなされる状況にある場合は除く

未来企業

アメリカの大きな年金基金は、すでに、それぞれ大企業の資本総額の1パーセントから2パーセントを所有している。大企業の中に資本総額の35パーセントを年金基金によって所有されている場合もある(たとえば、チェース・マンハッタン銀行の場合、75パーセントの株式は年金基金によって所有されている)。1パーセントの保有株主であっても、株式を簡単に売却することはできない。ましてや40パーセントの株主、つまり年金基金全体となると、売却することなど全くできない。

(略)

こうして今や、アメリカの大規模な年金基金も、メインバンク・システムを開発したドイッチェバンクの創設者ゲオルグ・ジューメンスが、100年前に、窮迫していた取引先のために自分と銀行の時間を使いすぎると批判されたとき言った「売却できないなら、面倒を見なければならない」という言葉の意味するところを理解しはじめるにいたっている。

エイボン・レター

アランDリボウィッツ労働次官補

88年2月

一般的に、年金基金資産の株式投資運用にかかる受託者責任には、株式議決権の行使が含まれると考えられる。たとえば、エイボン社からの照会事例のような株式保有企業の定款の変更(改正は株主権に影響し、投資価値への影響も考えられる)の提案や、ポイズン・ピル条項に対する無効提案などについて、議決権行使は受託者責任の範囲に含まれる、と労働省では考えている。さらに、議決権行使が年金基金の資産運用の一部であることから、ERISA法403条は、同条による除外事項以外について、受託者に全面的な権限と責任を付与している。

以上のように、機関投資家は運用資産規模の拡大とともに、①希望価格による株式の市場売却が困難(マーケット・インパクト)になり、あるいは、②インデックス運用の場合、インデックス構成銘柄の売却が困難なため、コーポレート・ガバナンスへの関与が必要になってきたのである。コーポレート・ガバナンスへの関与形態には、退出(exit)と発言(voice)があるが、機関投資家としては、主にvoiceによる関与が、重要な意味合いを持っていると考えられる。

日本のコーポレート・ガバナンス—構造分析の観点から—

株主が企業経営に自己の意思を反映させることを目的として企業に影響を及ぼすための第1の方法は株主総会での議決権の行使であり、第2の方法は株式の売却である。議決権の行使と株式の売却はそれぞれ、客がレストランの味やサービスに不満がある場合、店に厳しく注文をつける行為(発言)と二度とその店には行かないことにする行為(退出)に対比することができる。

<参考文献>

- Calpers「コーポレート・ガバナンス」1998.3
- OECD企業部門のコーポレート・ガバナンスに関する諮問委員会「CORPORATE GOVERNANCE」1998.4
- 青木昌彦・伊丹敬之『企業の経済学』岩波書店、1985.3
- 伊丹敬之『日本の企業システム』有斐閣、1993.4
- 今井賢一・小宮隆太郎『日本の企業』東京大学出版会、1989.10
- 久保利英明・鈴木忠雄・高梨智弘・酒井雷太『日本型コーポレート・ガバナンス』日刊工業新聞社、1998.8
- 経済企画庁経済研究所『日本のコーポレート・ガバナンス構造分析の観点から-』大蔵省印刷局、1998.3
- コーポレート・ガバナンス委員会「コーポレート・ガバナンス委員会最終報告書」1998.1
- 厚生年金基金連合会「年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会報告書」1998.6
- 自民党法務部会商法に関する小委員会「企業統治に関する商法等の改正案要綱」1999.4
- 証券取引法研究会国際部会「コーポレート・ガバナンス」日本証券経済研究所、1994.12
- ポール・シェアード『メインバンク資本主義の危機』東洋経済新報社、1997.7
- ジョセフ・スティグリッツ『スティグリッツ・ミクロ経済学』東洋経済新報社、1995.1
- ピーター・F・ドラッカー『未来企業』ダイヤモンド社、1992.8
- 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム「日本コーポレート・ガバナンス原則」1998.5
- 深尾光洋『コーポレート・ガバナンス入門』筑摩書房、1999.4
- 深尾光洋「日本におけるデリバティブを含む金融商品課税の将来像」1998.2
- 深尾光洋・森田泰子『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社、1997.5
- ビル・マホーニー『株主の権利と主張』中央経済社、1997.9
- アラン・D・リボウィッツ労働次官補「Avon Letter」1988.2
- マーク・J・ロウ『アメリカの企業統治』東洋経済新報社、1996.4