

第3節 企業を取り巻く経済システムの変化

- 企業システムの多様性とその改善の方向性における共通性 -

要 旨

1. 各国企業を取り巻く経済システムの変化

企業を取り巻く経済システムの現状と改善策の両面において、各国ごとに多様性が見られる。こうした多様性は、各国の発展段階、企業と政府との関係、企業の資金調達構造や株式保有構造等の金融構造、労使関係、経営者市場の状況、CSR（企業の社会的責任）に関する考え方、といった各国ごとの事情を反映したものであると考えられる。一方で、システム改善の方向性には共通性がある。すなわち、相互牽制の確保等によるガバナンスの改善、及びそのための基盤メカニズム（必要な情報の共有、あるいは企業情報の公開）の改善という方向性は、いずれの国においても共通であり、様々なステークホルダーの観点を踏まえた長期的な企業価値の最大化を目標として、各国は企業システムの改善に努めている。

イギリスでは、1990年前後の企業不祥事等を背景に、社外取締役の活用や取締役会会長とCEO（最高経営責任者）の分離等を中心とした、取締役会をより効果的に機能させようとする改革が進んでいる。その施行は、法規制による強制ではなく、規範を制定し遵守勧告を行うという特徴がある。また、機関投資家には、コーポレート・ガバナンス上で有用な役割を果たすことが強く期待されている。米国の資金調達構造は、直接金融中心である。そこでは、企業の所有と経営が高度に分離しており、株主を保護するために社外取締役が監督機能に大きな役割を果たしているとされている。しかし、CEOが取締役会会長を兼任するケースが多く、その強力な経営権に対して社外取締役や監査法人が有効に機能せずに、近年の企業不祥事の一因となったとの反省が生じた。このため、これらの点についての改善を柱とする企業会計改革法を2002年7月に成立させる等、一層の改革に取り組んでいる。また、イギリスと同様に主要な株式保有主体である機関投資家の役割が積極的に議論されている。ドイツでは、間接金融優位の金融構造の中で、ハウスバンクと呼ばれる銀行が経営監視に一定の役割を果たしてきたのと同時に、ドイツ独自の企業文化である、従業員が経営に直接関与する「共同決定制度」を特徴としていた。近年はグローバル化の進展の中で、株主価値重視（SV志向）の経営手法の導入等、変化の兆しも見られる。韓国では、アジア通貨危機を契機として、経営の非効率化の原因ともされていた財閥の改革を柱として改革に取り組んでいる。取締役会の監督機能の強化、ビッグディール（大規模事業交換）による過剰多角化の解消等が進められているが、今後においても、こうした諸問題への真摯な取り組みを継続していくことが強く求められている。

2. 日本企業を取り巻く経済システムの変化

こうして各国ごとで多様性が見られつつも、企業システム改革が進んでいる中、日本も同様に企業システムを中心として経済システムに改革の動きが見られる。

法制度の面では、国際基準に準じた新会計基準の導入をはじめとして情報開示に改善が見られ、また、持ち株会社の解禁に代表される経営の機動性を高める改革が行われた。そうした中、2002年の商法改正（2003年4月1日施行）では、委員会方式を取り入れたコーポレート・ガバナンスシステムの選択が可能となった。

実態面でも、企業とメインバンクとの関係が変容しつつあると言われている中で、企業のバランスシート調整もあって、資金調達構造において銀行の役割が少なくとも大企業では低下している。株式保有構造においては、近年、金融機関や事業法人の保有比率が低下しており、これは従来の日本で見

られた持ち合い株式や安定株式が解消され始めている結果と考えられる。持ち合い株や安定株の受け皿の1つとしては外国人投資家を含めた機関投資家が挙げられる。今後はこうした機関投資家にも企業の経営監視に対する役割が期待されている。また、M&AやIPOの動向を英米と比べてみると、一時期のITブーム後の日本の落込みは相対的に小さい。今後、事業再編や事業再構築の場面ではM&A、新規の資金調達の場合ではIPOを積極的に活用していくことも期待される。労使関係においては、成果、業績を重視した給与体系、通年採用の動きが浸透する等、柔軟で厚みのある労働市場が出現してきている。

「失われた10年」のフレーズのもと、日本経済は停滞状態にあって、日本は変化していないとの論調も見られることも多いが、着実な進展が1990年代半ば以降実現しており、企業を取り巻く経済システムには変化の兆しを感じられる。厳しい経済環境にあって、経営の革新に不断の努力を続け、高いパフォーマンスを示している企業も存在する。これらの企業の中には、企業活動において社会との関係にも大きな関心を払ってきている企業も少なくなく、今後CSRをはじめとして、より広範な観点を含む議論が展開されていくことが期待される。

東アジアにおいても、各国の多様性を維持しつつも共通の方向性を持った改革が行われており、今後一層経済のグローバル化が進展する中で、企業の競争力維持向上の観点から、また、企業が市民社会の一員として健全に発展していくため、日本も含めて不断の改革への努力が求められる。

世界経済のグローバル化が進展する中、各国の経済システムはどのような変化を遂げていくのであろうか。資本の国境移動が活発なこと、企業立地選択の自由度も高まっていることから、コーポレート・ガバナンスを中心とした企業システムは、グローバル化の影響を最も受けている分野の1つであり、本節では、この分野についての分析を行うこととする。なお、コーポレート・ガバナンスシステムを確立していくことは、東アジア地域における健全な経済の統合を進めていくため、特に域外から安定的に資金が流入していくことが必要という観点からも重要である。

まず、企業を取り巻く経済システムの現状と改善策の両面においては、各国ごとに多様性が見られる。こうした多様性は、各国ごとの事情、例えば、各

国の発展段階、企業と政府との関係（市場を成り立たせる必須の要素としてのルールメーカー、ルールキーパーに関する対応等）、企業の資金調達構造や株式保有構造等の金融構造、労使関係、経営者市場の状況、CSR（企業の社会的責任）に関する考え方、等の違いを反映したものであると考えられる。

しかしながら、多様性が見られる一方で、システム改善の方向に共通性が存在することも事実である。すなわち、相互牽制の確保等によるガバナンスの改善、及びそのための基盤メカニズム（必要な情報の共有、あるいは企業情報の公開）の改善という方向性¹⁾は、いずれの国においても共通であり、様々なステークホルダーの観点を踏まえた長期的な企業価値の最大化²⁾を目標として、各国は企業シス

1) 資源配分には「市場」と企業を代表例とする「組織」の2つの方法があるが、権限による資源配分を行う組織メカニズムの場合のポイントは、権限の配分のあり方、組織内の情報システム（情報生産と情報共有のあり方）であり、ここで述べた共通の方向性は、その両者に対応している。

2) コーポレート・ガバナンスの目的に関しては、株主利益を重視する考え方と、株主以外の従業員や債権者等も含むステークホルダー全体の利益を重視する考え方がある。1990年代は、前者の考え方に立つ米国経済の好調さもあって前者の考え方が支持されていたが、近年でのCSRの議論のように、より幅広のコーポレート・ガバナンスに関する考え方も始めていることも事実である。ここでは、小佐野（2001）にあるティロール（Tirole）にならい、「ステークホルダー全体の経済厚生（経済的利益）の増進を図るために経営者を規律づけるような制度的仕組みのデザインである。」との考え方に沿って今回の分析を進めたい。なお、この考え方においても、迅速な意思決定がなされる場合等、一定の条件下では、株主価値の最大化がコーポレート・ガバナンスの目的となることが指摘されている。

テムの改善に努めている³⁾。

実際、企業は短期的な利益の追求を行うだけでなく、環境や雇用といった社会的な価値にも配慮した活動を行うべきであるというCSRに関する議論が近年盛んになりつつある。特に、欧州では、CSRに対する取組みが民間レベルだけではなく、EU⁴⁾・各国政府レベルでも積極的に推進されている。また、以下のような国際機関からも、様々な行動規範が提唱されている。国連のアナン事務総長は、1999年1月の「世界経済フォーラム」(通称：ダボス会議)において、企業の行動規範として、「人権」「労働」「環境」の3項目に関する9原則から成る「グローバル・コンパクト」を提唱した。OECDは、多国籍企業の行動規範として、1976年に「多国籍企業ガイドライン」を発表し、その後数度の改訂を行ってきたが、1990年代に入り、企業活動のグローバル化が更に進展したことを背景に、2000年6月に、児童労働や強制労働の禁止、贈賄の防止等に関する条項を追加した改訂版を発表した。本ガイドラインでは、企業が遵守すべき一般原則と、情報開示、雇用と労働、環境、贈賄防止、消費者利益、科学技術、競争、税の各項目について、詳細な行動基準を定めている。特に、一般原則では、好ましい企業慣行を発展させるために、「OECDコーポレート・ガバナンス原則⁵⁾」を支持することを謳っており、これら2つの行動規範は補完し合っている。さらに、品質や環境に関する規格を策定しているISO(国際標準機構)も、2001年からCSRに関して

同様の規格策定の検討を進めており、2003年中にはCSR規格に関して基本的方向が決定されることになっている。このようにして、今後は企業の社会的責任についての議論が、日本も含め世界各国でますます高まっていくことが予想される。

ここでは、各国ごとの特徴について比較検討した上で、日本企業を取り巻く経済システムの現状を概観する。

1. イギリス

(1) 制度面から見た企業システムの変化

イギリス・コーポレート・ガバナンスの改革の背景と動向

(イギリス・コーポレート・ガバナンスに関する3委員会)

イギリスでは、1980年代後半から1990年代初めにかけて、大企業における不祥事の発生や企業倒産、業績低迷が相次いだ。その背景には、個性の強い経営トップの独走を他の経営陣が抑制できなかったことや、企業財務における作偽会計のような不正な会計報告があったと言われる。加えて、法外な役員報酬やアカウンタビリティの欠如に対する批判が高まっていた⁶⁾。こうした事態を受け、コーポレート・ガバナンス改革についての必要性が活発に議論されるようになり、1992年に、取締役会及び会計監査人のアカウンタビリティ強化、非業務執行取締役(社外取締役に相当⁷⁾)の登用による取締役会の実効性確保を勧告したキャドベリー⁸⁾報告書が発表され

3) 企業システム、とりわけコーポレート・ガバナンスのあり方についての議論が盛んであるが、パフォーマンスの優れた企業について見てみても、その形態は異なり、一国ごとに見てみても、多様な形が存在する。他方、本文で詳しく見ていくが、企業ごとの個別データ(ミクロ)を集計した結果である、例えば直接金融と間接金融の比率のようなデータ(マクロ)は国ごとの特徴を示している。

なお、コーポレート・ガバナンスの形態が企業、さらには一国経済のパフォーマンスと関係がないと断言することは困難であると考え。第一に、企業がよほど非合理的な存在であるとしても考えない限り、各々の企業が懸命により良いコーポレート・ガバナンスシステムを模索している事実を説明することができない。第二に、そもそも多様性があるという事実は、それがパフォーマンスに影響を与えていないことの何の証拠にもなり得ない。それはちょうど「メジャーリーグで3割以上の打率を残したバッター達のバットの形状・重量やトレーニング方法にどれ1つとして同一のものがない。」という事実から「それらの選択は無意味であり、体格やバッティングのタイプとは無関係にどんなバットを使っても良い。」ということを主張しようとするようなものである。

4) 欧州委員会は、2001年にCSRに関するグリーンペーパーを発表したが、企業が環境配慮、雇用配慮等の社会的責任を積極的に負うことが、その企業にとって競争力を高めることにつながるとともに、経済社会全体にとっても持続的な成長を実現するとし、その重要性を論じた。また、2002年にはCSRに関するレポートを発表し、今後のEU政策においてCSRを積極的に取り込んでいくことを表明している。

5) 1999年5月のOECD閣僚理事会で支持された。各国におけるコーポレート・ガバナンスの法的、制度的枠組みの原則を示し、企業や投資家、その他の関係者に対してコーポレート・ガバナンスの指針を与えることを目的としたものであり、法的拘束力を持たない。株主の権利、コーポレート・ガバナンスにおけるステークホルダーの役割、情報開示と透明性、取締役会の責任等が定められている。なお、2002年5月のOECD閣僚理事会において、2004年に本原則の見直しに向けた評価を行うことが決定された。

6) 菊池・平田(2000)pp.77-78.

7) 日本投資環境研究所(2002)p.15.

8) 食品会社キャドベリー・シェエップス元会長。

た。その後、1995年に、役員報酬制度の明示及び適正な運用を求めたグリーンベリー⁹⁾報告書が発表され、1998年には、キャドベリー委員会の後継委員会としてハンペル¹⁰⁾委員会が設置され、それまでの企業の対応状況を踏まえた最終報告書が発表された。また、同じく1998年には、上記3報告書を基に「統合規範(The Combined Code)」が発表され、現在に至るイギリス・コーポレート・ガバナンス改革の基礎となった(第1-3-1表)。

(統合規範(The Combined Code))

ハンペル委員会は、キャドベリー・グリーンベリー両報告書の「最善の行動規範」にハンペル報告書の「企業統治の原則」を追加した形で「統合規範(The Combined Code)」を作成し、1998年6月に発表した。ロンドン証券取引所は、同年6月に「統合規範」の内容を踏まえた改正上場規則を発表した。改正上場規則は1998年12月31日以降に到来する会計年度の年次報告書に適用され、「統合規範」に対する遵守状況を開示することが求められた。

「統合規範」の構成は第1部「望ましい企業統治の原則」と第2部「最善の行動規範」から成り、基本的な内容は、第1部はハンペル報告書の「企業統治の原則」を、第2部はキャドベリー・グリーンベリー両報告書の「最善の行動規範」に依拠している。第1部・第2部とも、企業からの側面(A.取締役、B.取締役報酬、C.株主との関係、D.アカウンタビリティ及び会計監査)と、機関株主からの側面(E.機関投資家)に分かれて論じている。

「統合規範」の大きな特徴は、上記からもわかるように、勧告の対象を企業に限定するのではなく、もう一方の重要な当事者である機関投資家に対しても規範を示したことである。つまり、上場企業が「統合規範」を盛り込んだロンドン証券取引所の上場規則の適用を受け、「望ましい企業統治の原則」をどのように適用したか、そして「最善の行動規範」をどこまで遵守したかについて、年次報告書及び会計書類に記載することを義務づけられたのと同時に、機関投資家が、議決権行使、企業との対話、コーポレート・ガバナンス体制の評価を通じて、外部

チェック機能を果たすことが求められたのである。

(最近の動向)

2003年1月には、非業務執行取締役に対して焦点を当てた「Review of the role and effectiveness of non-executive directors」が発表され、2003年7月をめどに上場規則を変更する予定となっている。その内容としては、取締役の過半数(取締役会会長は除く)は独立した非業務執行取締役で構成し、非業務執行取締役は1期3年で3選はできない、ストック・オプションによる報酬は認められない等を柱としており、現在までのコーポレート・ガバナンス改革の流れを踏襲し、更に非業務執行取締役の役割を

第1-3-1表 イギリス・コーポレート・ガバナンスに関する3委員会の概要

1. キャドベリー委員会
<ul style="list-style-type: none"> キャドベリー卿を委員長として学界・監査法人・法曹界・証券取引所・イングランド銀行から成る12人の委員が「Committee on the Financial Aspect of Corporate Governance」を設置。 当初の目的は財務面(会計面)及びアカウンタビリティを中心に議論していたが、取締役会と会計監査機能に絡む企業不祥事が発生したことで、会計に加えて取締役会、会計監査人、株主の役割について再定義するより幅広いコーポレート・ガバナンス体制について議論した。 1992年12月に全9章から成る報告書を発表。その中心は公開性、誠実性及び説明責任の原則に基づいて作成された第9章の「The Code of Best Practice(最善の行動規範)」であり、(1)取締役会、(2)非業務執行取締役、(3)業務執行取締役、(4)報告と統制、について行動規範を示した。
2. グリーンベリー委員会
<ul style="list-style-type: none"> 一部の民営化された公益企業における取締役報酬がストック・オプション制度を含め、法外に高額であるとの批判を背景として、グリーンベリー卿を委員長とした役員報酬問題を検討する「Study Group on Directors' Remuneration」を設置。 1995年7月に全8章から成る報告書を発表。第2章で「最善の行動規範」が提示されており、(1)報酬委員会、(2)情報開示及び承認手続き、(3)報酬方針、(4)任用契約及び補償、について行動規範を示した。
3. ハンペル委員会
<ul style="list-style-type: none"> キャドベリー委員会の後継委員会として、ハンペル卿が委員長となり「Committee on Corporate Governance」が設置され、1997年8月に中間報告書、1998年1月に最終報告書を発表。 前2報告書のほとんどすべてを支持するとして、取締役会の第一の任務を事業の長期的な発展とし、事業の成功とアカウンタビリティのバランスが必要とした。 望ましいコーポレート・ガバナンス体制の確立には、企業と重要な株主である機関投資家の利益の一致が重要であり、機関投資家は長期的視野に立って投資に臨む姿勢が求められるとした。 前2委員会が「最善の行動規範」を示したのに対し、「企業統治の原則」を提案している。「規範」が「どの程度まで遵守されているか」を問題にするのに対し、「原則」は「実際にどのように適用されたか」を問題としている。

(資料)各種資料から経済産業省作成。

9) 流通業者マークス・アンド・スペンサー会長。

10) 化学会社インペリアル・ケミカル・インダストリーズ(ICI)会長。

重視した報告書となっている。

また、イギリスは、国レベルでのCSRの取組みが盛んな国である。この動きは、2000年の年金法の改正によって始まったとされている。この法改正は、正確にはSRI（社会的責任投資）を年金基金に義務づけたものではないが、CSRについて言及しており、国家としてCSRに取り組む姿勢を示した。その後も2001年11月にはABI（英国保険協会）がSRIに関する情報開示のガイドラインを作成したことや、2001年4月には貿易産業省（DTI）の閣外大臣が世界で初めてCSR担当大臣として任命されたこと、さらに、2002年10月には「企業責任法（Social Responsibility Bill）」について議会で初めて議論される等、積極的なCSR推進施策を講じている。

取締役会に見るイギリス・コーポレート・ガバナンスの構造

（取締役会の仕組み）

取締役会の構造は、米国と同様で、取締役会が業務執行についての意思決定機能と監督機能を担当する単層構造である。取締役は株主総会の単純多数決で選任され、解任は株主総会の普通決議とされている。「統合規範」により、すべての取締役は定期的にかつ少なくとも3年ごとに再選手続きを経ることを要するものとする、とされており、取締役の任期は3年とされ、通常は取締役の3分の1ずつが毎年新たに選任される。取締役会は、業務執行取締役と非業務執行取締役でバランス良く構成するものとされ、取締役会の3分の1以上は非業務執行取締役で占めるものとされている。また、非業務執行取締役の過半数は独立取締役であることを要する¹¹⁾とされている。

また、公開企業においては、所有と経営の分離が進んでいるため、取締役会には経営に対するチェック機能が期待され、この機能を担保するために、取締役会内に非業務執行取締役を中心とした各委員会（監査委員会、報酬委員会、指名委員会）の設置が一般的である。

（CEO（最高経営責任者）と取締役会会長の分離）

「統合規範」では、経営陣の職務としては、取締

役会の運営と事業運営の業務執行責任という2つの重要な職務があり、特定の個人が無制約の決定権を持たないように、取締役会会長とCEOを原則的に分離することが求められている。両役職を兼任する場合は、取締役会にはこれに対抗できる力があることを要請した。

第1-3-2表によると、取締役会会長とCEOの分離は法規制ではないため、現在でも兼任している企業はあるが、全上場企業でも兼任比率は10%、上位100社では5%にすぎず、イギリスで取締役会会長とCEOの分離が進んでいる状況がわかる。

（監査委員会、指名委員会、報酬委員会）

イギリスの取締役会の構造は単層構造で、取締役会の中にモニタリング機能を有しているため、コーポレート・ガバナンスが実践される上で重要な3つの機能（監査、報酬、指名）について各委員会を設置することを求めている。

- ・監査委員会は3名以上の非業務執行取締役で構成され、過半数は独立していることを要す。
- ・報酬委員会は独立した非業務執行取締役のみで構成されることを要す。
- ・指名委員会は過半数を非業務執行取締役で構成され、委員長は取締役会会長または非業務執行取締役であることを要す。

以上が各3委員会の構成要件であり、いずれもチェック機能として非業務執行取締役の役割に重点を置いており、非業務執行取締役の活用によって取締役会のモニタリングの実効性を確保しようとしている。

第1-3-3表は、実際のイギリス企業における各委員会の設置状況を示している。監査委員会並びに報酬委員会については、上位350社ではほぼ100%、その他上場企業でも80%を超える割合で設置されてい

第1-3-2表 イギリス企業におけるCEOと取締役会会長の兼任比率

（単位：％）

	FTSE100	FTSE250	その他上場企業	上場企業計
兼任比率	5	4	11	10

（出所）The current population of non-executive directors

（Non-executive directors Review team analysis of data supplied by Hemscott）

11) 「The Combined Code」 A.3.2.

る。指名委員会については、「統合規範」で指名委員会の設置が「取締役会が小規模でない限り」とされていることから、取締役会が比較的小規模であるその他上場企業での設置状況は29%と低いものの、上位100社では94%、中位250社でも81%の企業において委員会が設置されている。

イギリスにおけるコーポレート・ガバナンス改革の実施メカニズム

イギリスにおけるコーポレート・ガバナンス改革の特徴は、法改正や新規立法等、強制力を持つ改善命令によって企業を柔軟性のない規則に従わせるという形式を取らず、従来よりイギリス企業で実践されている好ましい慣行や運営方法を調査、特定、規定化してガイドラインを制定した上で、遵守勧告を行うというアプローチを採用している。その背景には、イギリスが判例法の国であり、企業の行動をコントロールするのは、会社法の条文ではなく、これまでの慣行の積み重ねである、という発想が定着していることが挙げられる¹²⁾。

そうしてコーポレート・ガバナンスに伴う規律を、法規制による強制ではなく、企業の自主性を尊重しながらも情報開示に伴い発生する外部圧力によって企業に求める発想のもとで、イギリス企業は年次報告書でそうした勧告の遵守状況、方針について詳細な情報開示を求められている。そのため企業はコーポレート・ガバナンス体制に問題が生じた場合の機関投資家やその他の利害関係者、マスコミからの批判に伴うマイナス効果やレピュテーションリスク¹³⁾を重視し、情報開示に積極的に取り組むようになってきている。

(2) 実態面から見た企業システムの変化

一般的にイギリスの金融構造は、米国と同じくアングロ・サクソンモデルとも呼ばれ、直接金融を主体とした資本市場中心システムを特徴としている。ここでは、近年の資金調達構造の変化を見た上で、株式保有構造における変化と、近年コーポレート・ガバナンスにおいて、その役割が期待されている機

関投資家の動向について概観する。

資金調達構造の変化

イギリスは従来から金融市場が発達している国であるとされ、企業の資金調達は米国と並び、市場から調達する直接金融中心の構造であると言われている。

第1-3-4図は、イギリス非金融法人企業の資金調達構造を示している。近年ほぼ一貫して借入金の比率は低下しており、1991年に28.9%であった比率は1999年には18.6%にまで低下、2000年には21.4%となっている。一方で、株式・出資金、株式以外の証券（社債等）の比率は逆に上昇を続けており、1991年に合計での比率は60.8%であったが、1999年は76.4%にまで上昇し、2000年は73.8%となっている。こうしたことから、イギリスにおいて資金調達構造は更に直接金融の傾向を強め、市場中心となることがわかる。

「統合規範」においても、コーポレート・ガバナンスにおける銀行の役割については直接的に触れられている項目は特になく、銀行の株式保有も1%にも満たないため¹⁴⁾、銀行のコーポレート・ガバナンスに果たす役割は小さい。

第1-3-3表 イギリス企業の取締役会における各委員会の存在比率

1) 監査委員会 (単位: %)

FTSE100	FTSE250	その他上場企業
99	100	85

2) 報酬委員会 (単位: %)

FTSE100	FTSE250	その他上場企業
99	100	86

3) 指名委員会 (単位: %)

FTSE100	FTSE250	その他上場企業
94	81	29

(出所) The current population of non-executive directors
(Non-executive directors Review team analysis of data supplied by Hemscoft).

12) 日本投資環境研究所 (2002) p.35.

13) 情報開示を積極的に行わなかったり、誤った経営情報が流れることで、外部からの評判が低下し損失を被る可能性が高まるというリスク。

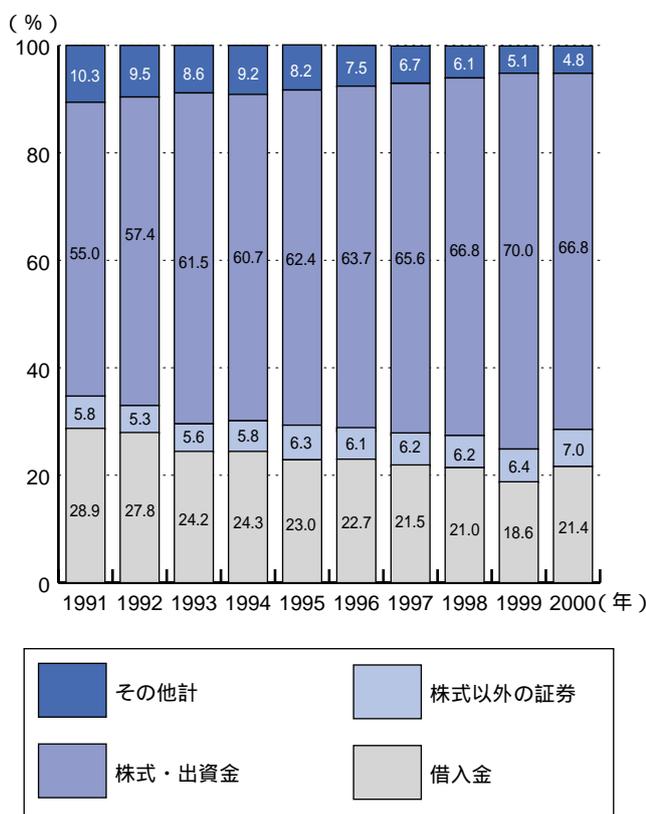
14) 株式保有構造の変化の欄参照。

株式保有構造の変化

第1-3-5図は、イギリスにおける株式保有構造を示している。個人から機関投資家へのシフトが鮮明となっており、2001年では機関投資家¹⁵⁾の保有比率は50%に達する水準となっている。また、近年は外国人投資家の比率が急上昇しているが、これは、サッチャー政権下で1986年に始まった「金融ビッグバン」によってイギリス証券市場が対外的に広く開放されたことに加え、近年の国際分散投資の受け皿になっているためと考えられる。

また、米国と同様に所有の分散が進んでいるとされ、筆頭株主、上位株主に対する集中度も、日独と比べると比較的低いとされている。

第1-3-4図 イギリス非金融法人企業の金融負債残高内訳



(資料) The Office for National Statistics 「Financial Statistics」から作成。

銀行による株式の保有は、イングランド銀行の審査を受けた上で、他の企業の株式を保有することができることとされているが、実際の保有は1%未満と圧倒的に少数派である。

(機関投資家の分類¹⁶⁾)

保険会社...イギリスでは保険会社は株式会社組織、相互会社組織、他の会社の子会社、の3種類に分類される。

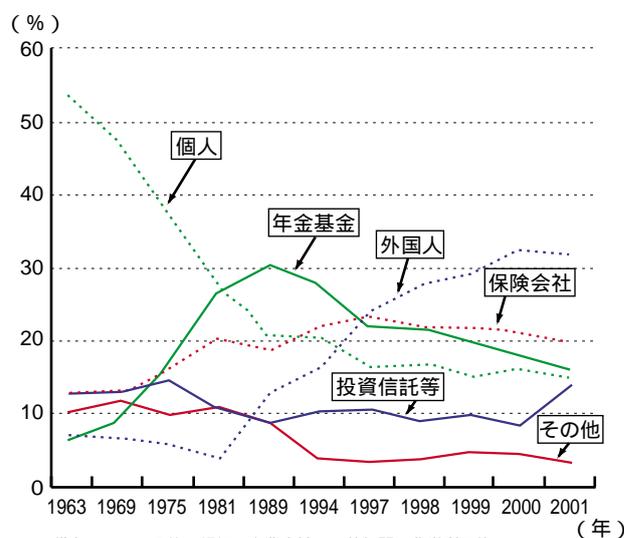
年金基金...公的及び企業年金¹⁷⁾から成る。大規模年金基金は自主運用を行う。年金制度の管理責任は受託者(一般的には年金実施企業の役職者)が負う。

投資信託...ユニット・トラストとはオープンエンド型投資信託¹⁸⁾、インベストメント・トラストはクローズドエンド型投資信託¹⁹⁾。

(機関投資家²⁰⁾の役割)

1991年のマックスウェル事件²¹⁾を契機とし、政府

第1-3-5図 イギリスの株式保有構造の推移



(備考) 1. その他...銀行、事業会社、公共部門、非営利団体。
2. 投資信託等...ユニット・トラスト、インベストメント・トラスト、その他金融機関。

(資料) The Office for National Statistics 「Share Ownership」から作成。

15) ここでは機関投資家として保険会社、年金基金、投資信託等を考える。これは統計上では海外投資家の内部の構成が不明であることから、海外投資家に占める機関投資家のシェアは不明であるため。

16) 日本投資環境研究所(2002)p.27.

17) イギリスではサッチャー改革の影響もあり、早くから企業年金が発達した。

18) 常に、自由に換金することが可能である投資信託。換金は純資産額に基づき行われる。

19) 発行証券の買戻しが保証されていない投資信託。そのため発行証券は証券取引所や店頭市場において市場価格で売買され、売買価格が純資産額よりも上下することがある。

20) 2001年のマイナースレビューでも触れられているとおり、イギリスにおける機関投資家は、長期安定的な資産運用を目的とする年金基金と生命保険を中心に考えている。

21) メディア大手のマックスウェル・コミュニケーション及びミラー・グループを所有していたロバート・マックスウェル氏が、自らが所有する企業の年金受託者理事長の地位を利用し、年金資産を企業投資活動に流用したが、流用先が破綻したため、多くの従業員が年金を受領できない事態に陥った事件。

は1995年に年金法を制定し、年金基金の公的監視が制度化され、また、投資原則ステートメント(SIP²²)による情報開示が求められた。SIPは投資に関わる意思決定のために作成され、その後も見直すことが義務づけられている。内容は、投資対象、資産配分、リスク、期待リターン、償還のほかに、分散投資義務、最低積立基準に対する遵守が記載されている。

1992年のキャドベリー報告書では、コーポレート・ガバナンス体制における機関投資家の企業に対する影響力を認識し、議決権の積極的な行使、投資対象企業の経営陣との定期的な会合、取締役のチェックを行うよう勧告した。さらに、ハンペル報告書では、機関投資家の機械的な議決権行使²³を批判し、機関投資家に対して柔軟性をもって、議決権行使だけではなく、企業とのコミュニケーションに努めるように求めた。最終的に「統合規範」では、企業向け規範とともに、機関投資家を中心とした株主に対する規範が示された点が大きな特徴である²⁴。

また、機関投資家に対する議決権行使ガイドラインが多様化し、混乱の要因となっているとの指摘があり、1999年7月に英国年金基金協会と英国保険協会が共同でステートメント「責任ある議決権行使」を公表した。その中では、議決権行使の重要性と議決権行使がコーポレート・ガバナンスに有用であることが説明されている。

2. 米国

(1) 制度面から見た企業システムの変化

コーポレート・ガバナンスの改革の動向
(1990年代までの動き)

米国におけるコーポレート・ガバナンスの概念は、1932年にバーリとミーンズによって著された「近代株式会社と私有財産」²⁵の中で所有と経営の

分離が議論されたことまでさかのぼることができ、以来、取締役会の独立性や企業支配をめぐる議論が続いた。

そうした中、1956年には、NYSE(ニューヨーク証券取引所)上場規則において社外取締役を2名以上選任する義務が課せられ、取締役会の機能を十分に確保しようとする動きも見られるようになっていった。しかし、依然として、1960年代は「CEOの時代」と言われるように、CEOが強大な権限を有していたとされていた²⁶。

しかし、1970年代に入り、「キャンペーンGM」運動²⁷、ペンセントラル社の破綻²⁸、ウォーターゲート事件に端を発する企業不正献金問題²⁹が起これ、取締役会の形骸化や不正な財務報告等が指摘され、コーポレート・ガバナンス改革を求める気運が高まっていった。そうした流れを受けて、1978年に米国法曹会が「取締役ガイドブック」を発表し、取締役の行動規程が示されるとともに、取締役会の運営、すなわち独立社外取締役の定義と重要性、監査委員会、報酬委員会、指名委員会の設置について提案が行われた。また、同年NYSEは、独立社外取締役によって構成される監査委員会の設置を上場企業に求める上場規則を作成した。

1980年代に入ってから、巨額の資金を背景として、M&A・TOB(株式公開買付)が頻繁に見られるようになった。当時はまだ機関投資家によるコーポレート・ガバナンスへの関与が少なく、企業買収を計画した者は、コーポレート・ガバナンス改善の立場から買収を行うのではなく、市場評価が低い企業³⁰をターゲットとして買収後、会社分割、リストラクチャリング等によって強引な手段で株価を高めて売り抜けるといった、短期的視野に立った行動を取った。こうした買収者に対して、経営陣は様々な

22) 年金法改正により、現在ではSIPにSRIに関するステートメントを記載することが義務づけられている。

23) ボックス・チェック(空欄チェック)・アプローチと呼ばれる。

24) 「統合規範」E節機関投資家。

25) Berle and Means: The Modern Corporation and Private Property.

26) 中央青山監査法人経営監査グループ(2002) p.60.

27) 米国を代表する経営監査グループ社に対して社会的責任を認めさせ、事業目的を公衆の利害と一致させるように定款を変更させることや、取締役会に公衆利益の代表者を参加させることを求めた運動。

28) 当時米国最大の鉄道会社であったペンセントラル社が1970年に倒産したが、債務超過であったにもかかわらず、倒産前の2年間に1億ドルを超える多額な配当を行っており、取締役会がその財務内容について正確な報告を受けていなかったことが破綻後に判明した。

29) 現役大統領の辞任にまで発展したウォーターゲート事件を受けて、SECが行った調査により、数百社に上る企業が不正な企業献金や不正支出等の違法行為を行っていたことが判明した。

30) 例えば、キャッシュフローが潤沢であるが、取扱商品、サービスが成熟市場であり、株式市場からの評価が低いような企業。

買収防衛策を取り、さらに、地元企業の流出をおそれる地方自治体も、防衛側（被買収企業）に有利な法制度を定める等して対抗したとされる³¹⁾。

こうした買収者のコーポレート・ガバナンス改善に対する意識は高くないとされ、また、その強引な手法に対する世論の批判等もあり、現在ではこのような敵対的買収は減少している。

1990年代に入ってから、1988年に機関投資家の議決権行使が義務づけられた関係から、カルパース（CalPERS）³²⁾や私学共済年金基金（TIAA-CREF）といった機関投資家が積極的にコーポレート・ガバナンスに関与するようになったとされ、様々なコーポレート・ガバナンスに関するガイドラインが作成された³³⁾。いずれも、取締役会の独立性の確保や社外独立取締役の重要性、会計監査との関係について議論されており、単層構造である取締役会制度における取締役会の監督機能と業務執行機能の明確化に焦点が当てられ、監査委員会を中心に経営監督強化が強く要請された。

（最近の動向）

1990年代の米国経済が好景気であったこともあり、米国型コーポレート・ガバナンスは十分に機能しており、ベストプラクティスとの認識も広まりつつあったが、2001年のエンロン事件、ワールドコム³⁴⁾の粉飾決算という企業信用を揺るがす不祥事が発生し、その後も企業不祥事が相次ぎ、米国のコーポレート・ガバナンス体制の欠陥が露呈した。しかし、米国はこの失われた市場の信頼を回復、維持するため、異例の早さで2002年7月に企業会計改革法（サーベインズ＝オックスレー法）を成立させ、また、NYSEとNASDAQも同法の趣旨に準じ、上場基準の大幅な見直しを行うことを発表した。同法の内容としては、不正会計を防止することができなかった外部監査法人の独立性の確保と外部監査法人自体

の監督機関の設立、監査委員会を中心とした取締役会によるモニタリング機能の強化と社外取締役の独立性の確保、ディスクロージャーの更なる強化、経営者の不正に対する厳罰化等が挙げられる。その内容もさることながら、エンロン事件発生からわずか9か月余りで新法を成立させたことと、同時期に各証券取引所の上場規則の見直しが行われていることは、信頼回復のためのコーポレート・ガバナンス改革への強い姿勢が感じられる。

米国コーポレート・ガバナンスの構造

（取締役会の仕組み）

取締役は株主総会の単純多数決で選任される。解任については、株主総会の過半数の賛成があれば、取締役は任期途中でも解任される。解任に当たって正当な事由を必要とするか否かは、基本定款の定めによる。取締役の任期は州法³⁴⁾によって異なるが、1～3年が一般的である。

取締役会の構造は、同じくアングロ・サクソンモデルと言われるイギリスと同様に、取締役会が業務執行における意思決定機能と同時に経営監督機能を併せ持つ単層構造から成る。

単層構造の具体的な内容は、株主総会で選任された取締役³⁵⁾から成る取締役会が、経営者であるCEOをはじめとする業務執行役員の業務執行を監督する構造である。

（取締役会と業務執行の分離）

米国の取締役会は単層構造であり、独立した社外取締役によって構成される各委員会は存在するが、1つの機関の中に業務執行機関と経営監督機関が存在する形式である。同じく単層構造であるイギリスが取締役会会長とCEOの分離を近年のコーポレート・ガバナンス改革の中で進めているのとは違って、監督機能のトップである取締役会会長と業務執

31) 一方で、こうした買収阻止策は株主価値を高める努力を削ぐとの批判もあるが、利害関係者（ステークホルダー）に資すると考えられ、現在も様々な防衛策は続けられている。

32) カリフォルニア州公務員退職年金基金。

33) 機関投資家自身が作成したガイドラインのほかに、1992年の米国法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」、1996年の全米取締役協会「取締役のプロフェッショナルリティー」、1997年のビジネスラウンドテーブル「コーポレート・ガバナンス・ステートメント」等がある。

34) 米国の株式会社は連邦法ではなく、州ごとの会社法によって規定されている。よって、すべてを踏まえ記述することは困難であるが、大企業の多くがデラウェア州に設立されるため、デラウェア州法を見れば米国の会社法のおおよそはわかるとされている（深尾・森田（1997）p.169）。

35) 2002年8月のNYSEの上場規則変更案では、過半数が独立取締役でなければならないとしている。

行のトップであるCEOは大半の企業で兼務³⁶⁾されているのが現状である。両役職を兼務することは、自らの業務執行を自らが監督するという不合理が発生すると同時に、強大な権限を有するリーダーの存在を認めることとなり、経営者の独走等の経営リスクは増加する。また、監督機能が期待される社外取締役は一般的に他企業のCEOであることも多く、自身の業務が多忙であるため、当該企業の業務に精通し経営を常に考えているCEOに対抗することができない。また、当該企業に関する情報はCEOから提供されており、情報提供が偏るおそれも生じている。

CEOや他の取締役の選任のため、多くの企業が社外取締役から成る指名委員会を有しているが、多くの企業は、CEOが推薦したリストを株主総会に提出することを承認するにとどまっており、指名委員会は限定的な効果しか持たないとの批判もある。

以上からもわかるように、米国の企業構造において、CEOへ広範な経営権が集中しており、取締役会の実行性の確保がコーポレート・ガバナンスの大きな論点となっている。

(監査委員会、指名委員会、報酬委員会)

経営を監督する機関として取締役会に各委員会が設置されている。いずれの委員会も会社法では設置を強制されていないが、NYSEとNASD(全米証券業協会)によって、上場企業には監査委員会(3名以上の社外取締役によって構成される)の設置が強制されている。また、取締役の報酬について決定する報酬委員会³⁷⁾と、CEOを含めた新任取締役候補者の選定、現行取締役の再任を行う指名委員会³⁸⁾の設置がある。

上記3委員会はいずれも、取締役会の職務の明確化、自主性確保を目的としており、好ましいコーポレート・ガバナンスを維持するために重要な役割を果たす組織とされる。

(会計監査 (外部監査))

外部の公認会計士、監査法人による会計監査は、

財務諸表を外部から客観的にチェックするものであり、好ましいコーポレート・ガバナンスを実践するために必要なチェック・アンド・バランスの重要な一部を構成するものであるとされている³⁹⁾。しかし、会計監査は、基準の解釈に幅があることや、監査法人が監査以外の分野、例えばコンサルティング分野等で業務を企業に提供することによって適切な監査が実施されないおそれがあり、SECは監査人に支払われる監査報酬と非監査業務報酬の明確化等の情報開示を求めるようになっていた。それにもかかわらず、そうした情報開示制度が十分でなかったことが、2001年12月に当時過去最大の破産となったエンロン事件でも明らかになった。同社の委任状説明書では、監査報酬と非監査業務報酬の金額が明示され、独立性についても記載されていたが、不正な会計処理と不明朗な簿外取引により、最終的に破綻に至る事態に陥った。こうした状況を踏まえ、2002年7月に成立した企業会計改革法では、外部監査人に対する新たな監督機関を設立し監督を強化するとともに、同一企業に対する監査業務と非監査業務の重複を大幅に制限した。

(2) 実態面から見た企業システムの変化

米国企業の資金調達構造は、市場からの資金調達を中心とする直接金融優位の構造と言われている。ここでは、その資金調達構造について見るとともに、米国では企業所有構造と経営が高度に分離していると言われている中、近年の株式保有構造の推移について明らかにし、その中で大きな役割を果たしている機関投資家の動向について概観する。

資金調達構造の変化

米国における資金調達は、一般的に資本市場中心システムとも呼ばれる金融構造からもわかるように、市場からの直接調達が中心である。第1-3-6図は、米国非金融法人企業の資金調達構造を示している。1991年に18.0%であった借入金の比率は、近年更に遞減し、2000年には13.7%、一方で、株式・出資金、株式以外の証券(社債等)の比率は遞増しており、

36) 約8割の企業において兼任が見られる(深尾・森田(1997) p.83)。

37) 2002年8月のNYSE上場規則変更案では、報酬委員会も全員が独立取締役であることが求められる。

38) 2002年8月のNYSE上場規則変更案では、名称が指名/企業統治委員会とされ、全員が独立取締役であることが求められる。

39) 日本投資環境研究所(2002) p.160。

資金調達構造が市場中心であることがわかる。

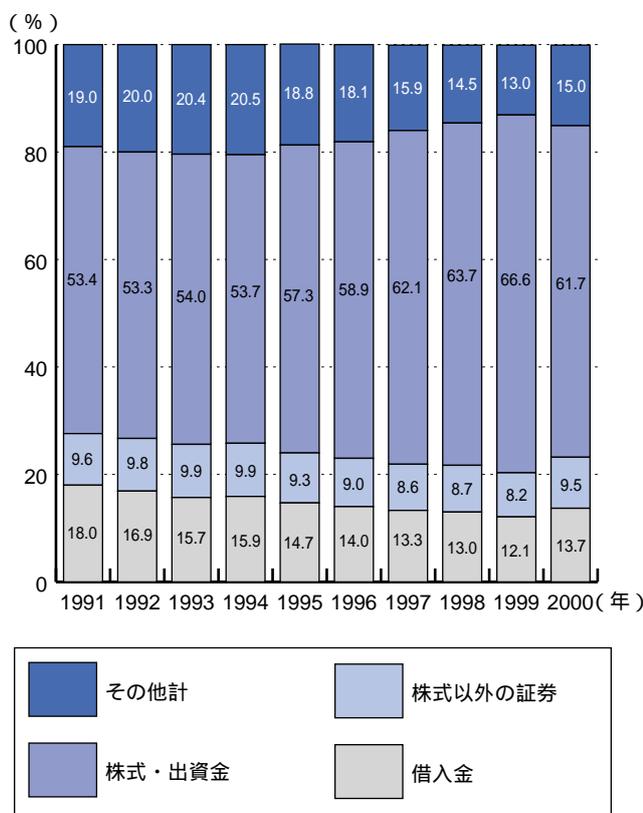
英国と同様に金融機関の株式保有の比率も低いことも併せて考えると、金融機関、特に銀行のコーポレート・ガバナンスに果たす役割は大きくない。

株式保有構造の変化

第1-3-7図は、米国における株式保有構造の推移を示している。株式投資が一般的な米国では、個人（家計部門）の占める割合が依然として高いものの、1980年代以降、徐々に機関投資家（年金基金、投資信託、生命保険）へのシフトが進んでいる。1980年には、個人のシェアは58.6%、年金基金、投資信託、生命保険の合計シェアは24.8%であったものが、2001年には個人のシェアが39.5%に低下している。これに対し、年金基金、投資信託、生命保険の合計シェアは45.5%にまで上昇し、個人のシェアを逆転している。

また、多数の株主が少数ずつ株式を保有し、所有の分散が進んでいるとされ、対照的なシステムであ

第1-3-6図 米国非金融法人企業の金融負債残高内訳



(資料) FRB「Flow of Funds Accounts」から作成。

る日独に比べて、筆頭株主、上位株主への集中は比較的少ないとされており、機関投資家は筆頭株主であるものの、各機関投資家の持ち株比率は数%程度であると言われている。ただし、創業者一族への集中が一部で見られる。

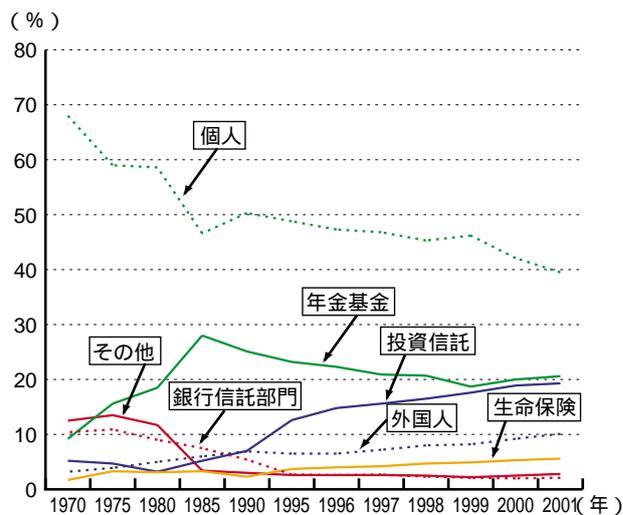
所有の分散が進んでいる背景には、独占禁止法により、競争を制限する場合には他社の株式を取得（持ち合い株）することは禁止されていること等が挙げられる。また、銀行は他の大企業の株式を保有することはできず、銀行持ち株会社は議決権のある株式総数の5%まで他社の株式を保有することができる⁴⁰⁾が、実際の保有はほとんど見られない。

(機関投資家の役割)

金融機関や企業による大規模な株式保有が制限されていたことや、人口構成の高齢化に伴う年金資産の増加等を背景として、米国では、年金基金に代表される機関投資家の株式保有比率が逡増傾向にあることから、企業経営に対する機関投資家の影響力が拡大してきており、コーポレート・ガバナンスの重要な論点となっている。

1970年代までは、機関投資家もいわゆる「Wall Street Rule」に従っているとの見解が一般的であり⁴¹⁾、機関投資家は、投資信託を中心に現在でも株

第1-3-7図 米国の株式保有構造の推移



(備考) その他...銀行、公的部門、貯蓄機関、生命保険会社以外の保険会社、ブローカー・ディーラー。

(資料) FRB「Flow of Funds Accounts」から作成。

40) 深尾・森田 (1997) p.181.

41) 渋谷・首藤・井村 (2002) p.67.

式の短期的利益の最大化を目指す傾向が強いと言われているが、一部の年金基金において、1980年代以降、徐々に株主行動を取る動きも見られるようになった。

その背景には、1974年の従業員退職所得保障法（通称ERISA⁴²⁾法）制定及びそれに準じた州法制定によって、年金基金及び受託機関の受託者責任が明記され⁴³⁾、「prudent man rule⁴⁴⁾」規制が行われるようになった。さらに、その後1988年、連邦労働省の通達、通称「エイボン・レター」によって、議決権の行使が受託者責任の一部であると明確に定められたことがある。

もう1つの背景には、大規模年金基金の資産運用が長期安定性・安全性を重視するため、インデックス運用を採用する傾向が強まっていることが挙げられる⁴⁵⁾。

インデックス運用の場合、インデックスの重要な地位を占める投資先のパフォーマンスが低下した時に「Wall Street Rule」に従って売却すると、資産規模が巨大化している基金の保有株式を売却することになり、更なる株価低下を招き運用成績が低下する。

そういった理由から、インデックス運用では組入れ株式を容易に入れ替えることができず、運用パフォーマンスを改善するためには、問題となる投資先企業の経営に関与することが必要となる。ただし、その場合でも受託者責任の制限から、大株主として取締役を送り込むようなリスクを取ることはできず、機関投資家は株主として経営を改善するように取締役会（及び経営陣）に対して意見表明、つまり、株主総会で議決権行使を行うこととなるのである。

以上2点を踏まえ、年金基金の議決権行使は増えたとされているが、議決権を用いた機関投資家の積極的なガバナンス行動が、実際に経営効率の改善に結びついたか否かについては議論が分かれている⁴⁶⁾。

また、議決権を実際に行使する機関投資家は、カルパースに代表される公務員退職年金基金や私学共

済年金基金等の一部のファンドに限られているとされている。その背景には、投資先企業とスポンサー企業との間取引をはじめとする企業間関係の存在があるため、年金基金の企業に対する積極的な株主行動が妨げられているという問題があり、投資先企業と取引利害関係がない上記のような年金基金のみが議決権を積極的に行使できる状況が挙げられる。また、そうした年金基金にさえ、投資先企業が直接的介入を嫌い、様々な圧力をかける事例も指摘されている。また、年金基金による議決権行使がモニタリングを改善したかという点でも、実証研究の結果は一貫していない⁴⁷⁾。

こうした状況はあるが、投資先企業との関係を維持しつつ経営努力を求める一部年金基金（カルパースや私学共済年金基金）による直接的な企業経営への関与は、受給者や個人株主のコーポレート・ガバナンスへの意識を高め、企業経営者に緊張感を与えたことは間違いない。一方的な売却から、対話（議決権行使）に向かう長期機関投資家の企業コントロールの変化は、市場調整を基盤としていた米国型コーポレート・ガバナンスに少なからず変容を引き起こしつつあると見ることができる⁴⁸⁾。

また、米国におけるCSRの動向については、政府レベルでの取組みはほとんど見られないものの、民間主体の取組みが進んでいる。具体的には、年金基金やSRI投信等がSRI型運用に積極的に取り組んだことで、企業側のCSRへの意識が高まったと言われている。

3. ドイツ

(1) 制度面から見た企業システムの変化

近年ドイツでは、これまであまり配慮されてこなかった株主の利益や権利を向上させることを目的に、コーポレート・ガバナンス改革が実施されている。改革の推進力となった背景、要因と具体的な取決めの動向について概観する。

42) Employee Retirement Income Security Act.

43) 民間年金はERISA法、公務員年金基金は州法の規制を受ける。

44) 企業年金の運用者が各々の職務に応じて思慮深い投資行動を取ることを定めた遵守すべき行動規準のこと。

45) インデックス運用が拡大した理由としては、運用コストが相対的に低く、分散化することにより市場平均並みの安定した運用成績を上げることができるからである（渋谷・首藤・井村（2002）p.68）。

46) 渋谷・首藤・井村（2002）p.68.

47) 渋谷・首藤・井村（2002）pp.70-71.

48) 渋谷・首藤・井村（2002）pp.70-71.

コーポレート・ガバナンス改革の背景

改革が推進された背景としては、企業破綻、海外機関投資家からの圧力、民営化と年金制度改革、企業による自主的な取組み等が挙げられる。

1993年の非鉄金属大手Metallgesellschaftの企業破綻、1999年の建設大手のPhilipp Holzmannの経営危機等は、監査役会の実効性に疑問を投げかける大きな契機となった。Metallgesellschaftには、Deutsche Bank、Dresdner Bank、Allianz等の金融機関の代表が監査役会に存在していたにもかかわらず、事前に問題が発見されず、株主総会やメディアからその責任を追及された。Holzmannでは、業績好調と対外的に報告していたにもかかわらず、直後に旧東ドイツへの投資からの巨額損失が発覚、破産の危機に瀕した。

海外機関投資家からの影響としては、1992年、米国年金基金のカルパースが、ドイツの公益事業会社RWEに対し、株式制度の不平等性⁴⁹⁾を指摘、これを解消するよう求める株主提案を支持した事例があり、結果として、RWEでは議決権の不平等な制度は廃止されている⁵⁰⁾。

1996年のDeutsche Telekomの民営化や、ベンチャー企業に対する新規株式市場（Neuer Markt）の開設は、IT株に対する投資意欲の高まりとともに、それまで株式投資に消極的とされてきた個人投資家を市場に呼び込む結果をもたらした。また、高齢化が進むドイツにおいて、より安定した資産運用を可能とする市場の確立が急がれた結果、英米型の年金基金制度の導入が論じられ、2002年から基金制度に

基づいた個人年金制度が導入されている。

そして、海外での資金調達、事業展開を進める国際的な企業は、海外投資家の理解を求め、進出先の制度に適合するため、自発的にコーポレート・ガバナンスの改善を進めてきた。具体的に、国際的な事業部門の売却や統廃合、分社化といった組織再編により、コーポレート・ガバナンス体制を国家間で折衷し合う等、上手く折り合いをつけていく努力がなされた。合併を通じた組織再編に加え⁵¹⁾、SV志向（株主価値重視）の経営手法や国際基準の企業による自主的な採用の動き⁵²⁾も見られる。

政府によるコーポレート・ガバナンス改革

前述のような企業破綻や海外機関投資家からの圧力、民間グループによるコーポレート・ガバナンス原則策定の試み⁵³⁾が、政府にコーポレート・ガバナンスに本格的に取り組む姿勢を促した。

まず、コール前首相の包括的戦略「雇用増大のためのグローバルな資本市場政策」に基づく「企業の監督と透明性に関する法律」が、透明性の向上、監査機能の強化等を目的として1998年に策定された。そして2000年には、政府内にコーポレート・ガバナンス改革のための委員会⁵⁴⁾を設置し、幅広くドイツ会社制度の見直しを行った。この委員会は、2001年に報告書⁵⁵⁾を提出し、コーポレート・ガバナンスに関連した現行法に対する改正を勧告し、コーポレート・ガバナンス規範を作成する委員会の設置を求めた。これを受けて、コーポレート・ガバナンス規範を作成するための民間の専門家から成る委員会⁵⁶⁾が

49) RWEでは当時、株式数では30%のみを保有する州政府が議決権の60%を握るという不平等な制度を採用していたが、このような国または州政府が経営権を維持するための不平等な議決権制度は、欧州で広範に見られた。

50) カルパースによるドイツ企業に向けたメッセージはその後、コーポレート・ガバナンス原則としてまとめられ、1998年に発表されている。監査役会はすべての株主利益を代表すべき、議決権は平等であるべき、経営構造はアカウンタビリティと独立性を重視したものであるべき等を謳い、アングロ・サクソン型の発想をドイツにも勧める内容になっている。

51) ヘキストとローヌ・ブーランが合併して発足したAventisでは、二層制度が選択され、当初は株主代表のみで構成された監査役会にも、2001年より従業員代表が追加される等、コーポレート・ガバナンス制度における独仏折衷が見られた。

52) 1996年には、Daimler-BenzとDeutsche Bankでストック・オプション制度が導入された。Deutsche BankやBASFといったドイツを代表する企業の海外上場（東京証券取引所やニューヨーク証券取引所）の動きは、ドイツ企業の国際会計基準の採用を促進させた。

53) フランクフルト・グループのコーポレート・ガバナンス・パネル委員会（オスナブルグ大学のテオドール・パウムス教授（現フランクフルト大学法学部教授）をリーダーとする委員会）は、2000年1月にコーポレート・ガバナンスに関する報告書を作成、公表した。また、ベルリン・グループ（ベルリン工科大学のアクセル・フォン・ヴェルダール教授をリーダーとする研究会）によるコーポレート・ガバナンス研究会は、2000年6月にコーポレート・ガバナンス規範を策定している。

54) フランクフルト大学のテオドール・パウムス教授を委員長とする委員会には、政府（首相府、閣僚、法務省、財務省）に加え、学界、企業監査役会及び執行役会、会計事務所、取引所、労働組合、証券業界からの代表が委員として参加した。

55) このパウムス報告書は、コーポレート・ガバナンス規範の制定、企業の経営組織、株主と投資家の保護、資本調達、情報通信と開示、会計基準と監督の6章構成になっている。

56) Thyssen Kruppのクローメ会長を委員長とする委員会には、機関投資家、個人投資家、執行役及び監査役会構成員、取引所、労働組合代表、監査人及び学界から13名の参加があった。委員会の活動は政府から独立したものとされたが、司法省はオブザーバーとして出席、情報を確保した。様々なコーポレート・ガバナンス原則が乱立し、企業が混乱するのを防ぐため、原則一本化に向けて政府が強力にバックアップした。

設置され、規範制定に向けた作業が進められた。2002年2月に、同委員会により、関連する法規制を含めて規範（KODEX）が定められたが、規範を最終的なものとするのではなく、少なくとも年1回は会合を開催し、最新の状態に対応するため改訂されることとされた。

KODEXの内容的な特徴としては、株主・投資家の権利の保護・拡充 - 企業経営情報開示の範囲並びに手段の拡大（企業経営の透明性の向上）、監査役会の機能の拡充並びに明確化、監査役と決算監査人の独立性確保の3点が挙げられる。外国人投資家からの「ドイツの企業経営はわかりにくい」とする批判にこたえ、説明責任を果たすために策定された背景があるため、内容的な目新しさはあまりない。しかしながら、株式法や商法の企業経営、監視に関わる規定をわかりやすくまとめた以外に、「勧告規定」と「推奨項目」が盛り込まれており、特に「勧告規定」の各項目の遵守状況について、「遵守が説明か」の考え方が導入されている。つまり、企業は「勧告規定」につき、遵守している旨を報告するとともに、遵守できていない場合にはその説明を行うことが求められる。法律上の規定はもとより、一般的に認められている実務をこの規範に取り入れたものについては、投資家が規範を認知し、個々の企業がそれに従っているかどうかを投資の判断材料にするとの期待を資本市場及び機関投資家が持つならば、規範は一種の法規範としての役割を持つようになる。また、2002年7月には、報告書の立法提案の部分を受けて商法や株式法の広範な改正を意図する「透明性及び公開性のための株式法及び貸借対照表の更なる改革のための法律」（「企業経営の透明性と開示のための法律」）が策定されている。

CSRの動向

CSRをめぐる動きであるが、ドイツにおいても年金破綻防止を目的として、年金改正法が2001年に連邦議会で成立した。年金の運用者は、基金の投資運用に当たって倫理面、社会面、環境面への配慮の程度について報告書を公表することが義務づけられた。

(2) 実態面から見た企業システムの変化

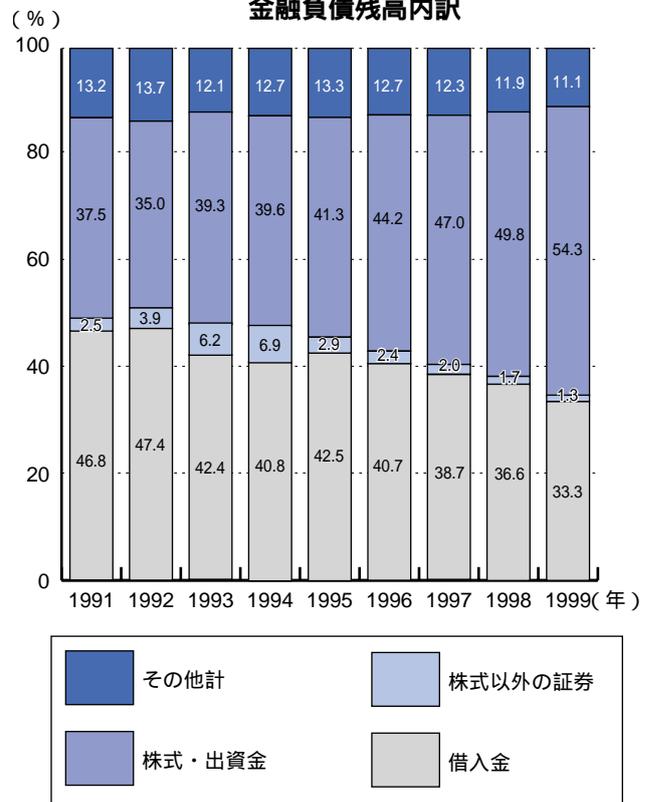
ドイツ型経営システムの特徴として、ハウスパンク制を中心とした間接金融主体の資金調達構造と、企業間の株式持ち合い関係等が挙げられる。本項では、そうしたシステムが近年どのように変化してきたかを明らかにしていく。

資金調達構造の変化

第1-3-8図によると、特に、1990年代前半、借入金の企業の資金調達に占める割合が若干低下する一方で、有価証券の占める割合が若干上昇しており、直接金融がこの時期、企業の資金調達上の重要な要素になってきたことがわかる。

ただし、企業の資金調達に関しては、借入金も額として大分増えており、間接金融から直接金融へ移行したとはっきり言えるような状況にはない。1960年代から、特に1980年代頃まで、寡占化による膨大な利潤を背景に高度な自己金融能力を保持していた大企業は、内部資金（減価償却費や引当金が主）中心から外部資金（株式、社債）のシェアも広げる形へと資金調達構成を変化させている。一方、現在で

第1-3-8図 ドイツ非金融法人企業の金融負債残高内訳



(資料) Monthly Report of the Deutsche Bundesbankから作成。

も資本市場からの資金調達が困難な中小企業は、一貫して銀行借入に頼らざるを得ない状況にある⁵⁷⁾。しかしながら、近年の株式市場の低迷下で直接金融市場からの資金調達は苦しく、銀行側も「貸し渋り」的状况を強めており⁵⁸⁾、大企業も中小企業も困難な状況に立たされているというのが現状のようである。

株式保有構造の変化

(企業株式の保有構造)

銀行や非金融系企業の株式保有割合が高いのが特徴である。とりわけ銀行は、個人株主による株式の寄託を通して、実質的にはより多くの株式を保有し、経営に対する支配力を保持してきた⁵⁹⁾。さらに、金

融機関同士に株式持ち合い関係があり、株主圧力を受けにくい構図になっている⁶⁰⁾(第1-3-9図)。

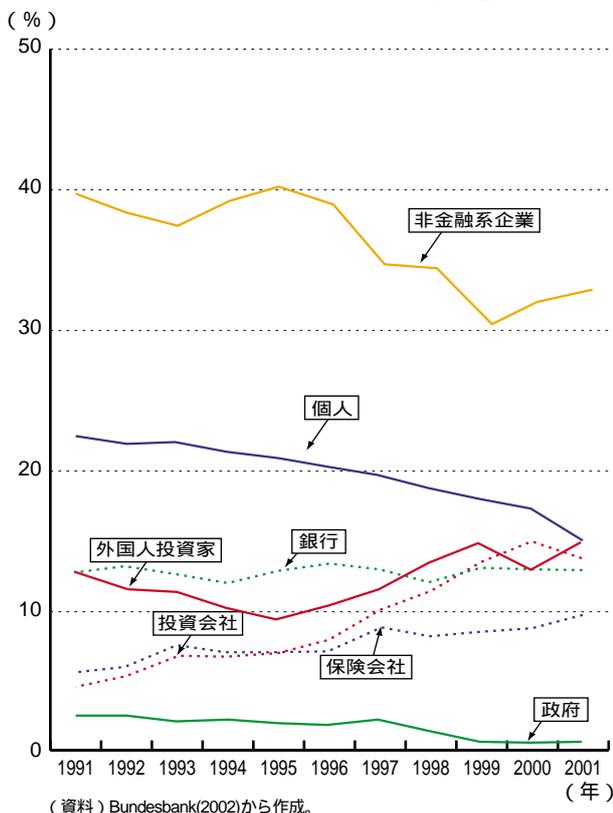
政府による株式保有は、連邦政府のみならずいくつかの州政府で見られる。例えば、Niedersachsen州はVolkswagen社の株式を一定割合保有し、NRW州(市も含む)はケルン空港の株式を保有している。しかしながら、民営化が全国規模で進む中で、デュッセルドルフ空港の政府保有の株式が建設会社に引き継がれる等、政府による株式保有割合は低下傾向にある⁶¹⁾。

機関投資家による株式保有の割合は、米国等に比して依然低いが、1990年代を通じて急速に上昇した(第1-3-10表)。

(機関投資家の役割⁶²⁾)

ドイツでは、DWSとUNIONと言われる2つの機関投資家が、その規模の大きさと確立された企業への関与手法で注目を浴びている。通常、機関投資家による個々の企業の株式保有割合は1~2%程度と少ないが、この状況を反映して個々の企業への監査役派遣は行われていない。企業への関与の仕方は、米国型よりイギリス型に近く、即座に株式を大量売却したり、取締役の交代につながり得る圧力をかけることはせず、問題解決は建設的な話し合いや対話を通じて行おうとする。具体的な手法として、各企業から機関投資家の資産運用マネージャーに対して、

第1-3-9 図 ドイツの株式保有構造の推移



第1-3-10表 機関投資家による投資規模

(単位: 100万ドイツ・マルク)

1970年	2
1980年	20
1990年	230
1998年	1,300

(出所) Max-Planck-Institut fuer Gesellschaftsforschung.

57) Deutsche Bank ResearchのDr. Walter、Commerz BankのMr. Pantherへのヒアリングより。

58) ドイツ連銀等によると、国内企業向け貸出し伸び率は2002年に入りほぼゼロの状態が続いており、大手銀行に至ってはマイナスである。

59) 結果として銀行は、監査役会に多くの代表を送り込んでいる。監査役会の機能については、懐疑的な意見も多いが、銀行出身の監査役については、ある程度の有効性を示す事例もいくつか存在する。例えば、Deutsche BankはFlick兄弟によるFeldmühle Nobelの敵対的買収を、1株当たりの議決権を制限することで阻止した(Franks and Mayer(2001))。また、こうした銀行による株式保有を通じた支配が、時価/簿価比率やROEを上昇させているとする実証分析がある(Gorton and Schmid(1999))が、寄託された議決権についてはこの限りではないとする分析結果(Franks and Mayer(2001))もある。

60) 金融機関同士の株式持ち合いの直近の事例としては、AllianzとMünchen再保険、München再保険とHypo Ferrain Bankの関係が挙げられる。Allianz München再保険(23%)、München再保険 Allianz(21%)、München再保険 Hypo Ferrain Bank(25.7%)、Hypo Ferrain Bank München再保険(13.3%)となっている。

61) NRW州の事例は、Dr. scholtzへのヒアリングより。

62) DWSのDr. Bergmanへのヒアリングより。

企業の戦略的事項、利益状況と見通し等について、少なくとも年1回報告、プレゼンテーションを行ってもらおうというものがある。その際、株主価値に配慮した観点から経営が行われていない、さらには行う意思がないと判断されれば、結果として企業には株式売却の圧力がかかるため、企業は経営改善へ向けて尽力せざるを得なくなる。また1つ、機関投資家が企業の株主総会へ出席し、そこで発言を行うというものがある。先のプレゼンテーション同様、企業が株主価値に配慮した経営を行うことが期待される。

DWSが企業の戦略を変化させたとする具体的な事例として、例えば、Daimler-Chrysler社が1990年代に導入した経営陣を対象にしたストック・オプション制度に関するものが挙げられる。以前は、権利行使まで数年（通常3年）待たねばならなかったところ、制度をより柔軟で効果的なものにする方向へ圧力をかけた結果、Daimler-Chrysler社はそれに従うことになったという。また、Siemensに対し、事業分野が非常に多様化した中で、コア・ビジネスに集中できていない状況が経営戦略上あまり好ましくない旨伝えた結果、2000年初め頃より、Siemensは部分的にはあるが、よりコアのビジネスに特化するようになったとのことである。

（株式持ち合いの構造）

ドイツにおける株式保有構造は、ピラミッド構造になっている点が特徴である。ピラミッド構造により⁶³⁾、最上位の株式保有者は1株の保有で1議決権以上の価値を得ることが可能になり、低コストで下位層に属する企業の経営支配力を獲得できる⁶⁴⁾。

1990年代の世界経済のグローバル化と競争激化の中で、ドイツ企業は短期的な業績と株主価値を重視

する方向に傾斜し始めた⁶⁵⁾。株式保有による関係固めの価値はより軽視され、破産企業の債権放棄や債務の引受けといった、大株主としての伝統的な役割を果たすことによるリスクは意図的に回避されるようになり、大企業の持ち株の一部売却あるいは縮小が進んだ。さらに、統一バブルの崩壊⁶⁶⁾が、とりわけ金融機関に企業株式の保持を思いとどまらせている。また、2002年以降、配当課税についてのインピュテーション方式の廃止に伴う法人間配当の非課税化⁶⁷⁾とのバランスを保つ観点から、法人間のキャピタル・ゲインについても、原則非課税とされた。ただし、税制改正については、現在のところ株式市場低迷の中で、期待されていた株式売却の促進と市場活性化効果は、あまり上がっていないようである。

とは言え、数値の上では、これらの銀行は今なお巨大企業の大株主としての地位にあるようである。また、特に金融機関同士の株式持ち合いに関しては、関係の組替えが起こっただけで、依然残存するものも目立つ。

（3）「共同決定制度」に見る企業と従業員の関係の変化

ドイツには、企業の社会的責任の確保、「公益」のための有力な試みとして、1976年に全面化された「共同決定法」（1951年 モンター共同決定法⁶⁸⁾、1952年 事業所組織法⁶⁹⁾、1976年 共同決定法⁷⁰⁾）がある。特に利害の対立しやすい従業員と経営者の利益調整を目的としたもので、現在でもその法的枠組みは変化していない。従業員と株主資本を拠出した人々を同じ土俵に並べて、両者の権利義務関係を包括的に定めている。資本と労働のコンセンサス経営、労働争議の回避が実現されること、長期的観点から戦略決定がなされること等が長所として強調され

63) その他、提携や株式相互持ち合いによる経営支配力の強化の効果も指摘されている（Franks and Mayer (2001)）。

64) Bebchuk, Kraakman, and Triantis (1999)。ただし、そうした見解を否定する実証分析もある（Franks and Mayer (2001) , Emmons and Schmid (1998)）。

65) Deutsche Bankは、2002年に入り、取締役会の人数を8人から5人に減らす一方、取締役会の下に実際の経営決定を下す執行委員会を設置した。Deutsche Bankのビジネスの3分の2は既にドイツ外で展開されており、国内に勤務する従業員は全従業員の半数にすぎず、今後同銀行のグローバル化はますます進展すると思われる（Die Zeit 2002. 5.16）。

66) 統一後、銀行は雪崩を打って旧東ドイツ地域への貸付けに動いた。しかしながら、特に建設部門への投資は過剰であり、続々と完成したオフィスビルには空き家が目立ち、ゼネコンの破綻にもつながった。不良債権等の処理がスムーズにいかない銀行や保険会社の株価も急落した。

67) 配当所得に対する法人税と所得税の二重課税を調整するためのインピュテーション方式が、配当可能自己資本の分類等、遂行上の煩雑さやEU加盟国間での制度協調の必要性から廃止されたことに伴い、法人間配当の非課税措置が採られた。

68) 従業員1,000人を超える石炭鉄鋼企業を対象にしたもの。当時基幹産業であった石炭鉄鋼産業における使用者側の力を牽制し、ひいてはドイツ基幹産業の強大化を防ぐことをねらいとして、連合国、特にイギリスの圧力により成立した。

69) 従業員500人を超える企業を対象にしたもの。

70) 石炭鉄鋼産業以外の従業員2,000人を超える大企業に適用されるもの。

る。一方、選出母体の利益代表という色合いが強く、監査役会にセクショナリズムが持ち込まれやすい、特に株主代表から選出される監査役会会長に特別議決権があり、株主寄りの決定がなされやすい⁷¹⁾、

迅速な意思決定や必要なストラクチャリング、イノベーションが阻害され、ドイツ企業の国際競争力が低下する等が短所として指摘されている。従業員の経営参加のあり方とそれをめぐる近年の変化を概観する。

共同決定制度の枠組み

(監査役会の構成(第1-3-11表))

第1-3-11表 監査役会の構成

有限会社	
500人以下	監査役会の設置が義務づけられていない
500人超 2,000人以下	監査役の3分の1を従業員代表とせねばならない
2,000人超	監査役の半数を従業員代表とせねばならない
株式会社	
2,000人以下	監査役の3分の1を従業員代表とせねばならない
2,000人超	監査役の半数を従業員代表とせねばならない

(資料)各種資料から経済産業省作成。

(職場協議会と集団交渉)

職場協議会は経営協議会とも言われ、従業員500人以上の企業に設置が義務づけられている。各事業所単位ごとに1つずつの職場協議会、企業全体としては中央協議会を置くことになっている。この中央協議会で、職業斡旋、失業保険、失業手当、賃金について、労使双方の話し合いが持たれるが、それらは経営者団体と労働組合との間の集団交渉の結果を反映したものになっている。例えば賃金については、個々の企業から独立した外部の集団交渉で決まる水準が最低賃金になり、これを見据えて企業内部でプラスアルファをめぐって交渉が持たれることにな

る。採用や教育訓練等のガイドラインの設定、健康や安全等についても、労働組合と経営者団体との間で産業全体として取り決められた労働協約に反しない範囲で、企業内部で決定される⁷²⁾。

具体的な効果として、実際産業界内の各企業の賃金や職務環境のばらつきは低く抑えられている。また、集団交渉では、各職能ごとに賃金水準が提示されるが、職能間の賃金水準の格差は大きくないため、結果として、各企業内の従業員間で平坦かつ高水準な賃金構造が実現している。経営陣と現場作業員との収入格差は、アングロ・サクソン諸国のそれに比して、相対的に低い。この高止まりした賃金は、従業員にそれに見合った訓練、再訓練への投資を積極的に行わせるインセンティブを与え、これが労働組織の効率性に貢献する面もある⁷³⁾。

共同決定制度の変容の実態

(監査役会の機能強化)

監査役会については、企業の長期的利益の実現に向けて、期待された役割を果たしていないと指摘する声が少ない⁷⁴⁾。構成規模が大きいこと、取締役会からの情報提供が少ないこと、開催頻度が原則として年4回と少ないこと等が主な原因として挙げられている。また、従業員代表監査役の場合、事業と直接無関係で事業に精通していない労働団体の大物等が就任、兼務するケースも多く、議論が雇用、労働条件といった問題に集中してしまう、そうでなくても監査の専門的知識が薄いとの声も聞かれる。ただし、バランスシートその他監査に必要な知識、技能については、労働組合から従業員代表にトレーニングの機会が義務として施されているようである⁷⁵⁾。その他の点については、近時のコーポレート・ガバナンス改革の中で論点として大きく取り上げられ、機能強化が図られてきた。具体的に、規模の大きさからくる非効率性を打破するため、監査役会の下に

71) ただし、一般に、監査役会会長はコンセンサスを形成するために尽力するため、従業員による監査役会のブロックといったことはめったに起こらない(Max-Planck-InstitutのDr. Streeckへのヒアリングより)。

72) 基本的に、経営者連盟に属す企業間で相互にモニタリングが行われる。

73) Jackson, Höpner, and Kurdelbusch (2002)。

74) 例えば、建設大手のPhilipp Holzmannが、1999年に建設不況等を背景に経営危機に直面し、最終損益で約13億ユーロに上る赤字を計上した。政府による大規模な金融支援策により、危機を回避したものの、現役役員を監査役会会長として送り込んでいたDeutsche Bankが、早期のリスク発見を遅らせたとして批判される等の事件もあった。

75) DGB(ドイツ労働総同盟)のDr. Koestlerへのヒアリングより。また、DGBは監査役会の従業員代表を教育するハンス・ベックラー財団をデュッセルドルフに置いている(日本投資環境研究所(2002))。

各委員会を設定することが奨励されている⁷⁶⁾。また、監査に必要な情報量を増加させるため、取締役会から監査役会への報告義務が強化されると同時に、そうした情報収集が監査役会と取締役会の協働事項と明示された⁷⁷⁾。

(労働組合の変質)

近年、労働組合は従来の地域別・産業別から企業別へと変化し、雇用者の雇用者団体からの脱退は増加、各企業が独自に自社適的な労働者対策を取るようになりつつある。その結果、ミクロの企業レベルの決定とマクロの中央協議会や労働組合の目標が衝突する事態が容易に生じるようになった。例えば、1997年のKruppによる買収の試みの際には、組合のIG Metallが買収に反対し続けた一方で、Kruppの従業員は最終的には支持を表明した。従業員は、階級ではなく、企業の構成員として自らの利益をとらえている⁷⁸⁾。これまでも、業績不振で利益が出ない企業が、団体交渉で決められたよりも低い賃金や悪い労働条件を現場で取り決めるという逸脱が見られたことはあった。しかし、産業レベルの集団交渉を産業内の各企業の賃金や労働条件に反映させるというやり方は、ここへきて本格的にきしみ始めている。

こうした変容の背景として、失業率が低く経済が順調に推移し、高品質の製品が市場で高く売れていた時代と異なり、失業問題や福祉の高負担が懸念され、国外における競争が近年激化してきた⁷⁹⁾ため、共同決定の枠組みを経て達成される高賃金、休暇、福利厚生が維持不能になりつつあることが挙げられる。また、旧東ドイツ地域の企業については、統一後、高コスト構造につながる共同決定制度の枠組み

を、あまり積極的に導入しなかった経緯がある⁸⁰⁾。

(株主価値重視 (SV志向) の経営手法の導入⁸¹⁾)

株式市場による圧力が顕在化してきた中で、企業が株主価値重視 (SV志向) の経営手法をより積極的に採用するようになったことも、共同決定制度の維持を難しくしている要因の1つである。SV志向の経営の下では、成長と雇用よりも利益を重視する戦略が好んで選択される。実際、契約社員形態や、自然減、早期退職、パートタイマーといった次善的手法の増加により、中核雇用の割合は縮小してきている。また、従業員の給与報酬については、1990年代半ばから、個人や企業の業績に連動させる動きが広がり始め、それまでの均一的で安定した従業員収入の形は崩れつつある。

4. 韓国

(1) 財閥改革の進展

他のアジア諸国・地域と異なる韓国の経済システムの特徴は、「財閥」⁸²⁾と呼ばれる大企業集団が国民経済において圧倒的な経済力を持っていることである。以下、金大中政権の進めた財閥改革⁸³⁾を概観する。

通貨危機の発生と財閥改革のスタート

韓国の財閥企業は、1990年代以降、銀行からの借入に加えて、非銀行金融機関からの借入れ、直接金融、海外資金等、多様な資金調達手段を活用して設備投資を拡大してきた。これは結果的には過剰投資につながり、財閥企業の相次ぐ破綻を招いた。

76) KODEX5.3。監査委員会については「すべき」であるのに対し、他は「できる」という規定になっている。実際例えば Scheringでは、監査、研究開発、人事、執行の委員会が、E.ONでは監査、投資、執行の委員会が設置され、各々業務の効率化に貢献しているようである。

77) KODEX3.4等。

78) Jackson, Höpner, and Kurdelbusch (2002)。

79) 1990年代に入って東欧から安い部品調達ができるようになり、東西ドイツ統一後の不況の中でコスト切下げ圧力がきつくなってきたことが挙げられる。

80) 旧東ドイツ時代の多くの国営企業では、経営者として送り込まれる党官僚は「お飾り」的要素が強く、マイスターや部長クラスが実質的な経営を担っていた。そのため、従業員の仲間意識は強く、統一以降は「転換期の苦労をともした」ことも手伝って、旧西ドイツ地域に比べると超勤や給料の抑制に甘んじる傾向があるようである。

81) Jackson, Höpner, and Kurdelbusch (2002)。

82) ここで、「財閥」とは、高(2000)の定義にならない、「創業者一族による所有・経営支配が強く、非関連部門に多角化を進めた大企業集団」ととらえることとする(高(2000) p.64)。

83) 政府の財閥改革の動きと並行して、財閥オーナー以外のステークホルダーの視点から最も活発にコーポレート・ガバナンスに関する活動を行ってきているのが、1994年に設立された参与連帯(PSPD)である。参与連帯は政治権力に対する監視を目的としているが、それ以外に、1997年の通貨危機以降、少数株主の観点から、財閥企業に対する株主代表訴訟の提起や株主総会での株主提案を積極的に行っている。

1997年には通貨危機が発生、同年12月にはIMFの緊急融資を受けるにまで至った⁸⁴⁾。このような状況の中で大統領選挙に当選した金大中氏は、政権発足前から、財閥改革を強力にリードしてきた。

財閥改革のポイント

以下において、金大中政権が進めていった財閥改革を概観するが、当該財閥改革のポイントは、次の4点にまとめることができる。

第一に、経営内容の悪い企業を整理することにより、負債比率⁸⁵⁾を低下させ、財閥企業の脆弱な財務構造を改善すること、第二に、ビッグディール(大規模事業交換)を行うことにより、いわゆる過剰多角化の状態を解消すること、第三に、創業者一族による所有・経営両面での強い支配力により生じていた内部ガバナンスの機能不全状態を改善すること、第四に、資本市場からのガバナンス機能が効かないという外部ガバナンスの機能不全状態を改善すること、である⁸⁶⁾。そこで、以下において、上記4つのポイントごとに、金大中政権の財閥改革を概観する。

(財閥企業の財務構造改善)

財閥企業は、銀行からの借入れに大きく依存しながら事業活動を拡大していった。その結果、負債比率が高くなり、経済環境が悪化すると債務不履行のリスクが高まるという意味で脆弱な財務体質であった。これに対して、政府は、1998年2月に、30大財閥の負債比率を1999年末までに200%以下にする方針を提示し、その実行を求めた。

また、財閥企業の負債比率を高くした原因として、財閥企業における中核企業が傘下企業の債務を保証するという相互債務保証の慣行が長く続いていたこと⁸⁷⁾が挙げられた。政府は、まず1998年末までに異業種間での債務保証を解消し、引き続いて2000年3月までに既存の系列間債務保証すべてを解消するこ

とを求めた。

(ビッグディールによるいわゆる過剰多角化の解消)

財閥企業のいわゆる過剰多角化を解消するため、政府の強い圧力の下、基幹産業を握る五大財閥企業(現代、大宇、三星、LG、SK)に対して事業交換を行わせるビッグディールが実施された。具体的には、全経連(全国経済人連合会)は1998年7月の政府との合意に基づき、同年10月にビッグディールの最終案をまとめ、半導体、石油化学、自動車、航空機、鉄道車両、発電設備・船舶用エンジン、精油の7業種を対象として、大企業間の事業交換を行う計画を発表した。さらに、事業交換発表後、政府は1998年末までに財閥改革にめどをつけることを企図して⁸⁸⁾、同年12月7日に強力な業種専門化政策を打ち出した(「五大グループ構造調整推進合意文」として発表)。

(内部ガバナンスに関する問題の改善)

財閥企業においては、財閥オーナーが独占的決定権を持ち、内部でのチェック機能が不在であった。そのため、政府は、このような内部ガバナンスの機能不全状態を改善するため、グループ会長や会長秘書室等の廃止、社外取締役制度の整備を行った。

まず については、通貨危機前には、財閥オーナーがグループ会長としてグループ全体に君臨し、これを補佐する会長秘書室等がグループ全体の重要な意思決定に関与していたが、これらは商法上の根拠のない存在であったため、政府は、経営責任を追及し得るよう、グループ会長や会長秘書室等を廃止することとした⁸⁹⁾。これに合わせて、政府は、財閥オーナーを系列企業の代表理事(日本における代表取締役に相当)に就任させる⁹⁰⁾ことで法的責任が問われる仕組みを整備した(事実上の取締役制度の導

84) 1997年中の財閥の破綻は次のとおり。韓宝(資産規模14位)、三美(26位)、真露(19位)、大農(34位)、起亜(8位)、ヘテ(24位)、ニューコア(25位)、漢拏(12位)。また、その後、1999年に大宇グループが破綻したほか、2000年にかけては、現代グループが経営難に陥った(赤間他(2002)pp.4-5)。

85) 負債比率 = 負債 / 資本と定義される。

86) 高(2000)p.141。

87) 相互債務保証により、「財閥」系企業であれば、借入れを増やし、事業拡張が可能となった一方、信用供与している中核企業の危機が、即グループ全体の危機につながる構造が生まれていた、と指摘されている(深川(2000)p.198)。

88) 水野(1999)p.46。

89) 深川(2000)p.196。

90) 例えば、現代財閥のオーナーである鄭周永は現代建設の代表理事に就任した(柳町(2001b)p.199)。

入)

次に については、取締役会の監督機能を強化し、財閥オーナーの独占的決定を牽制するため、政府は社外取締役制度の導入とその拡大を行った。1998年度から上場企業に社外取締役を最低1名選出することが義務づけられ、資産2兆ウォン以上の大規模上場法人に対しては、2001年末までに取締役会の半数以上に社外取締役の選出が義務化された⁹¹⁾。

(外部ガバナンスに関する問題の改善)

財閥企業に対する外部の経済主体からのガバナンスが機能していないという問題点に対して、政府が通貨危機以降行ってきた対策は、少数株主の権利を強化すること、経営の透明性を確保する観点から連結財務諸表のほかに別途「結合財務諸表」の作成を義務づけることである。

まず については、株主からの経営監視を機能させるべく、少数株主の権利を強化した。具体的には、政府は、少数株主による株主代表訴訟要件、取締役解任請求要件をそれぞれ緩和するとともに、株主総会での取締役選出において、日本における累積投票制度に該当する「集中投票制」を導入した⁹²⁾。

次に については、政府は、財閥企業の全体的な財務内容を開示することを目的とした「結合財務諸表」の作成、公表を命じた。この結合財務諸表とは、財閥オーナーが実質的に支配する企業集団の系列社間出資、売上げ、貸借取引等の内部取引を相殺した上で、企業集団を結合(統合)して作成する財務諸表である(財政経済部「2000年下半期経済政策方向」6月23日)。これは、これまで義務づけられていた連結財務諸表では、財閥系列社間に複雑な出資、内部取引関係が存在するため財閥の全体像を把握することができず、財閥企業全体の財務情報が不透明であったことから、このような事態を改善することを目的としたものである⁹³⁾(第1-3-12表)。

(2) 企業システムの現状と課題

資金調達構造の変化

1970年代まで、韓国においては資本市場が発達していない状況であったため、政府の強い統制下に置かれた銀行からの借入れを中心とした資金調達構造であった。1980年代に入ると、民営化⁹⁴⁾以降も銀行長(頭取)が事実上政府に任命される等、銀行が引き続き政府の統制下に置かれる一方で、金融の自由化、資本市場の育成が進められたことにより、1980年代後半からは資金調達面で直接金融が間接金融を上回るようになった⁹⁵⁾。1990年代に社債発行、CP発行の条件が緩和される中で、上位の財閥企業は直接金融により豊富な資金の調達が可能となった⁹⁶⁾。

第1-3-12表 金大中政権によるコーポレート・ガバナンス改革措置

(1) 1998年末まで
<ul style="list-style-type: none"> ・上場法人の少数株主権行使要件を緩和(1998.2、1998.5) : 株主代表訴訟提起: 1% 0.05% 0.01%、取締役解任請求: 1% 0.5% ・上場法人に対する社外取締役制度を導入(1998.2) : 1998年末までに最低1名以上、1999年中に取締役の4分の1以上 ・企業集団の結合財務諸表導入(1998.2) ・事実上の取締役制度導入(1998.12 商法) ・集中投票制導入(1998.12 商法)[上場法人の30%のみ導入 残りは定款で排除]
(2) 1999年
<ul style="list-style-type: none"> ・大規模上場法人(総資産2兆ウォン以上)に対する支配構造改善 : 社外取締役数拡大(2000年中に3名以上、2001年以降は取締役2分の1以上) ・監査委員会(社外取締役が3分の2以上)設置義務化 ・社外取締役を選任する時、候補推薦委員会(社外取締役が2分の1以上)の推薦を義務化 ・大規模金融機関(銀行、総合金融、資産2兆ウォン以上の証券会社)の支配構造改善 : 社外取締役数拡大、監査委員会設置義務化、候補推薦委員会による社外取締役の推薦義務化 = 大規模上場法人と同一 ・少数株主権行使要件を上場法人の2分の1水準に緩和

(出所) 高(2001) p.136.

(原出所) 財政経済部「最近の現代グループ人事関連 政府の立場」(2000年6月23日)

91) 高(2001) p.137.

92) 高(2001) pp.136-137.

93) 高(2001) p.136.

94) 韓国の銀行は、1960年代以来すべて実質的に国公有・国営であり、民営化が完了したのは1980年代中盤である(深川(2000) p.216)。

95) 1980年代に上場が急ピッチに進んだ背景としては、上場条件の緩和、特に外部者所有の規定が緩和され、外部者による10%以上の買入れが規制されたことにより、敵対的M&Aへの懸念が払拭されたこと、グループ内で相互出資規制が強化されたことにより、グループ内での資金融通の限界に直面した財閥が直接金融に眼を向けざるを得なくなったこと、が挙げられる(深川(2000) p.188)。

96) 高(2001) p.127.

加えて、証券会社、保険会社、投資信託会社、総合金融会社⁹⁷⁾等の「第2金融圏」⁹⁸⁾の業務拡大と参入自由化を政府が進めたため、財閥企業は政府統制の緩いこれら「第2金融圏」へ参入し、自らのコントロールが可能な金融機関の創設を進めていった。その結果、1990年代に入ると、財閥企業は「第2金融圏」からの資金調達も拡大させていった(第1-3-13表)。

このように、金融の自由化を受けて、上位の財閥企業を中心に、財閥企業は直接金融、「第2金融圏」からの借入れ、さらには海外での資金調達を活用することにより、銀行に依存しない独自の資金調達源を確保していった。こうして財閥企業は、銀行資金に頼らずに設備投資や海外投資を拡大させる手段を手に入れることができるようになった⁹⁹⁾(第1-3-14表)。通貨危機後においても、資金調達手段として間接金融

機関からの借入れは減少する一方で、株式や社債といった直接金融手段は増加している(第1-3-15図)。

株式保有構造の変化

株式の保有構造を見てみると、韓国の上場企業のうち、伝統的に最大の保有者は個人で、2000年でも37.7%を占め、1980年時点に比べれば低下傾向にあるものの、依然として最大のシェアを占めている。法人企業の株式保有が個人保有に次ぐシェアを占めている。このような株式保有構造の中で、財閥オーナー一族は直接、あるいは系列企業を通じて広範に財閥企業の株式を保有しているのが実態である¹⁰⁰⁾。例えば、30大財閥の内部保有比率を見ると、1997年4月に43.0%、2001年4月時点においても45.0%となっている。このことからすれば、財閥オーナーを頂点とする一族支配は、系列企業や自社株を合わせ

第1-3-13表 30大財閥の金融機関借入残高

(単位: 10億ウォン、%)

	1988年	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年
30大財閥の銀行借入金(A)	18,572	23,818	26,788	30,372	29,938	32,483	35,293
銀行借入金総額に対する比率	23.7	19.8	19.5	19.0	16.6	14.9	13.9
30大財閥の第2金融圏借入金(B)	7,047	14,902	20,316	26,547	31,926	38,128	52,689
第2金融圏借入金総額に対する比率	32.4	37.8	36.6	35.9	37.1	37.2	38.4
30大財閥の借入金総額(A+B)	25,619	38,720	47,104	56,919	61,864	70,611	87,982

(出所) 高(2000) p.77.

(原出所) 金(1999:40頁)、韓国銀行監督院「証券業務情報」各号から金作成。

第1-3-14表 韓国企業部門の資金調達と株価・金利動向

(単位: %)

	間接金融			直接金融				海外借入	その他	株価指数	会社債利回り	一般貸出金利
	小計	預金銀行	非預金銀行	小計	CP	会社債	株式					
1970	39.7	30.2	9.5	15.1	0.0	1.1	13.9	29.6	15.6	n.a.	22.9	24.0
1975	27.7	19.1	8.6	26.1	1.6	1.1	22.6	29.8	16.4	79.9	20.1	15.5
1980	36.0	20.8	15.2	22.9	5.0	6.1	10.9	16.6	24.5	108.8	30.1	20.0
1985	56.2	35.4	20.8	30.3	0.4	16.1	13.0	0.8	12.7	138.9	14.2	10.0 ~ 11.5
1988	27.4	19.4	8.0	59.5	6.1	7.5	40.6	6.4	6.7	693.1	14.5	11.0 ~ 13.0
1990	38.4	15.8	22.6	42.4	3.7	21.5	11.8	6.4	12.8	747.7	16.5	10.0 ~ 12.5
1991	41.8	19.8	22.0	37.9	3.8	24.2	11.5	4.1	16.1	657.1	18.9	10.0 ~ 12.5
1992	36.3	15.1	21.1	41.4	7.6	12.1	13.1	4.6	17.7	587.2	16.2	10.0 ~ 12.5
1993	34.1	13.1	18.3	52.9	13.9	14.5	14.7	2.2	17.9	728.2	12.6	8.5 ~ 12.0
1994	44.5	20.7	23.8	38.1	4.9	14.2	14.8	4.9	12.4	965.7	12.9	8.5 ~ 12.5
1995	31.8	14.9	17.0	48.1	16.1	15.3	14.4	8.4	11.7	934.9	13.8	9.0 ~ 12.5
1996	31.3	15.7	15.6	47.0	17.5	16.9	11.3	10.2	11.5	833.4	11.9	8.8 ~ 14.8
1997	37.9	12.9	24.3	37.1	4.1	22.9	7.7	6.1	18.9	654.5	13.4	15.3

(備考) 「その他」は企業信用、政府借入等、「直接金融」は上記3項目のほかに国債も含めた小計。「株価指数」は年平均値、会社債利回りのは、1972年の数値。

(出所) 高(2000) p.75.

(原出所) 韓国銀行「調査統計月報」各年度3月号『資金循環動向』、韓国銀行「経済統計年報」各年から作成。

97) 韓国の総合金融会社(総金社)とは、1975年末の「総合金融会社に関する法律」により、銀行業務と証券業務を含めた総合的金融業務が可能な金融機関として認可されたものである。総金社には、外貨借入れ、貸出し業務とともに、設備・運転資金の投融资、企業手形の割引・売買、コール業務、有価証券の引受・募集・販売斡旋、社債・債務証券の発行、リース業、証券投資信託等、広範な業務が可能で、韓国金融機関における専業主義の例外的存在であった(高(2000) p.73)。

98) 韓国では、これらの非銀行金融機関を総称して、「第2金融圏」と呼ぶ。

99) 高(2001) p.126.

100) 深川(2000) p.183.

ることで、最大かつ安定的な株主としての地位を依然として維持する状況を作り出していると考えられる¹⁰¹⁾ (第1-3-16図)。

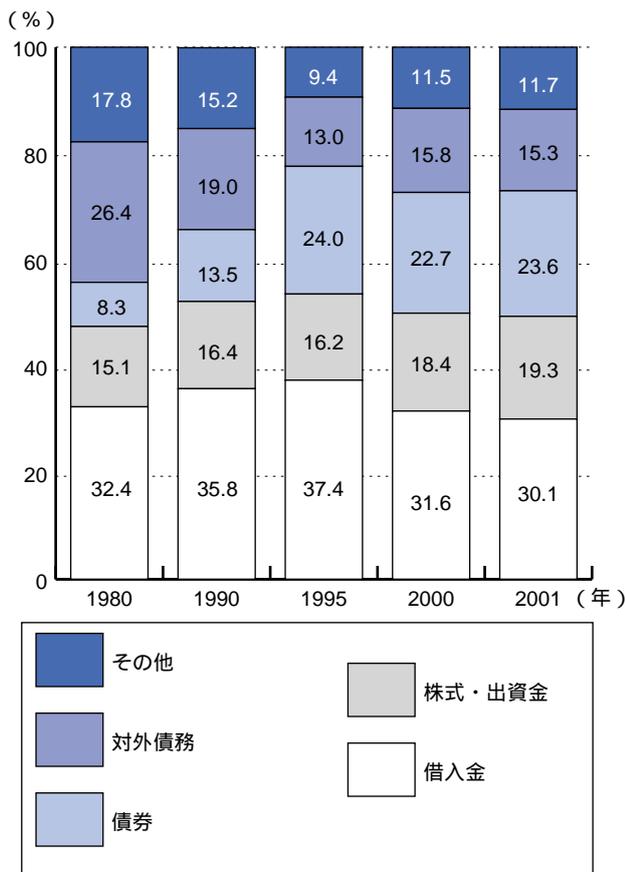
一方、以上のような財閥オーナー族以外の株式保有主体として、外国人投資家や機関投資家が考えられる。

まず、外国人投資家は、保有比率の上昇に伴い無視できない存在となりつつあるが、財閥オーナー族ないし系列企業に比して、主要な株式保有主体には現状なっていない。例えば、2000年1年間の外国人純投資額(投資額 売却額)のうち、三星電子への投資が3兆8,000億ウォン(33.4%)、現代電子が3兆3,900億ウォン(29.8%)、SKテレコムが9,600億ウォン(8.4%)となっており、この3社で外国人純投資額全体の約72%を占めている。このように、外国人株式投資は一部優良銘柄に集中しているた

め、現状では、外国人投資家の韓国企業全体に占める地位は限定的であると考えられる。ただし、今後、外国人投資家の位置づけが拡大していくことについては、肯定的な見解も存在している¹⁰²⁾。

次に、機関投資家については、1990年代以降、資本市場の主要なプレイヤーとして財閥系の金融機関(証券会社、生命保険、投資信託等)が台頭し、通貨危機を経てもなお独立的な機関投資家が育成されていない状況である。そのため、現状では機関投資家が財閥企業を監視することが期待できる状況ではない。今後、外資系金融機関を含めて、財閥企業から独立した機関投資家が育成されることが課題となっている¹⁰³⁾。もっとも、いくつかの非銀行金融機関で外国資本が参入していること(現代投資信託等)や、政府が非銀行金融機関に対しても社外取締役の拡大等の支配構造改革を進めていること等、現状でもいくつか進展が見られる¹⁰⁴⁾。

第1-3-15図 韓国非金融法人企業の金融負債残高内訳



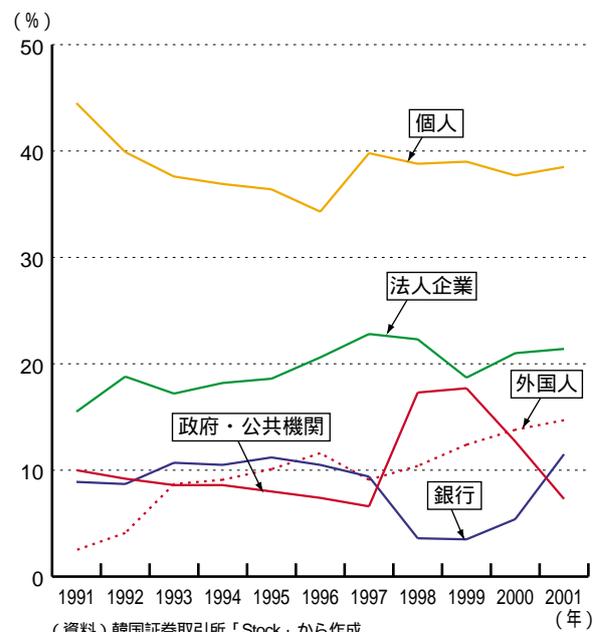
(資料) 韓国銀行「Flow of Funds」から作成。

(3) 韓国財閥の現状と課題

脆弱な財務体質

政府が財閥の財務構造改善策として、1999年末までに30大財閥の負債比率を200%以下にする方針を

第1-3-16図 韓国の株式保有構造の推移



(資料) 韓国証券取引所「Stock」から作成。

101) 柳町 (2001a) p.50.

102) 例えば、深川 (2000) p.210、柳町 (2001a) p.49.

103) 高 (2001) p.143.

104) 高 (2001) pp.142-143.

示したことを受けて、実際、1999年末には四大財閥¹⁰⁵⁾の負債比率は174%と目標を達成している。また、四大財閥を含む製造業全体の負債比率についても、1997年時点で396%であったのが、2001年には182%まで低下している。ただし、負債比率の低下に比べて、負債額自体が大きく減少しているわけではないことから、この負債比率の低下は負債比率の分母である資本が増強されたからであると考えられる(第1-3-17表)。この関連で注目すべきは、1998年の公正取引法の改正により他社出資規制¹⁰⁶⁾が廃止されたことを背景に、1999年に五大財閥の系列社保有が急増しており、財閥企業の資本増強が系列企業による増資により達成された可能性が高いと考えられることである¹⁰⁷⁾。

政府が負債比率圧縮を迫る中で、財閥企業は従来の相互債務保証等の負債による資金調達から、系列企業による出資へと資金調達手段を変化させることで負債比率を低下させただけで、脆弱な財務体質という財閥企業の問題点が抜本的に改善されたわけではないと考えられる¹⁰⁸⁾。

いわゆる過剰多角化問題

財閥企業におけるいわゆる過剰多角化を解消するため、1998年から五大財閥間でビッグディールや業種専門化が行われてきた。これは、五大財閥の系列社を半減させ主力業種に特化させたという点において¹⁰⁹⁾、一定の成果を上げているが、以下のような問題も存在している。

第一に、船舶用エンジンや現代自動車による起亜自動車の買収等、一部が実現した以外には、ビッグディールの中で最も注目された三星自動車と大宇自動車の案件が三星電子の法定管理申請で失敗したのをはじめ、その他のビッグディールは現段階で成功したとは評価しがたい状況にある¹¹⁰⁾。

第二に、ビッグディールを進めたことにより、国

内市場が従来以上に寡占的で競争制限的な市場となる可能性がある¹¹¹⁾。具体的には、鉄道車両や発電設備で100%国内市場を掌握する独占企業が登場し、半導体等でも2社による寡占市場となっているように、いくつかの業種で独占、寡占化が進んだ(第1-3-18表)。

内部ガバナンスの有効性の確保

財閥企業における内部ガバナンスの有効性を確保するため、グループ会長や会長秘書室等の廃止、社外取締役制度の整備が金大中政権によって行われたが、以下で説明するように依然として問題は残っている。

まず、財閥オーナーが商法上の根拠のないグループ会長職に就いてグループ全体の意思決定を行っていた問題に対し、政府は財閥企業のグループ会長職を廃止し、財閥オーナーを中核企業の代表取締役就任させる措置を採った。しかし、財閥オーナーは中核企業の代表取締役ポストに就任したにすぎないにもかかわらず、当該企業のみならずグループ全体に対して支配を及ぼしている状況にある。このため内部ガバナンスが有効に機能していないという問題点は、結局解消されていないと考えられる¹¹²⁾。実際、財閥オーナーを補佐してグループの意思決定に関与してきた会長秘書室等が、構造調整本部という名前で引き続き存在している¹¹³⁾。

また、社外取締役についても、数的には増大した

第1-3-17表 製造業の債務指標

	1997	1998	1999	2000	2001
負債比率(負債/資本)	396%	303%	215%	211%	182%
負債額(全産業、兆ウォン)	788	776	776	800	82(6月)
GDP比	174%	175%	161%	155%	152%
インタレスト・カバレッジ・レシオ	129%	68%	96%	157%	133%
100%以下の企業の割合	33%	26%	29%

(備考)負債比率:米国159%(2001年)、日本160%(2000年)。
(出所)赤間他(2002)p.13。
(原出所)韓国銀行。

105) 1999年に五大財閥の一角の大宇が破綻したため、大宇を除いて四大財閥と呼ばれている。

106) 公正取引法により、「大規模企業集団に属する会社(金融業または保険業を営む会社及び持ち株会社を除く)は、当該会社の純資産額に100分の25を掛けた金額を超過して、他の国内会社の株式を取得または所有してはならない」とされていた。

107) 朴(2000)pp.71-72。

108) 深川(2001)p.92。

109) 高(2000)p.148。

110) 江口(2003)pp.12-13。

111) 高(2001)p.131。

112) 柳町(2001a)p.50。

113) 柳町(2001a)p.50。

第1-3-18表 ビッグディールの進捗状況(2002年12月現在)

部門	構想	進捗	経緯
半導体	三星電子、現代電子・LG半導体の合併 ：2社体制へ	×	現代電子のLG半導体吸収成るも、 現代電子(ハイニックス)の経営危機発生 経営権争い、外資誘致失敗で決裂へ
石油化学	三星総合化学・現代石油化学の統合、 外資誘致：4グループ体制へ		
家電	LG電子、事業交換で三星電子が 大宇電子を統合：2社体制へ	×	三星-大宇の事業交換失敗、大宇電子は外資売却へ
精油	現代精油、ハンファ精油を買収 SK、双龍精油部門を買収	×	現代-ハンファは成立したものの統合法人難航 SK-双龍失敗、双龍独自に売却を推進
航空機 発電設備	現代宇宙工業・三星航空・大宇重工の統合 韓国重工+現代・三星重工の統合	×	統合法人成立するも、外資誘致失敗 成立したものの、現代・三星の経営権争い持続 韓国重工・斗山グループへの売却推進中
鉄道車両	現代精工・大宇重工・韓進重工の統合		難航(統合法人は成立するも、経営権等をめぐって 紛糾、再度の分離も) 成立(統合法人成立)
船舶用エンジン 自動車	韓国重工、三星重工部門を吸収 現代自動車、起亜自動車を買収 大宇自動車、三星自動車を統合	×	現代-起亜は成立、黒字化 三星自動車の法定管理申請で事業交換失敗 三星自動車はルノーへ売却成立、 大宇自動車はGMへの売却成立

(出所) 江口政弘(2003)「韓国基礎レポート」(『JCIF Country Report』国際金融情報センター)。

ものの、経営監督という機能については、現状ではあまり機能していないと指摘されている。例えば、上場会社協議会の調査では、2000年8月現在、社外取締役の人選を大株主か執行役員の推薦で決定する場合が79.8%で、社外取締役の取締役会出席率も53.5%と低い、という結果が出ている。このような調査結果からすれば、社外取締役制度が独立性と専門性をもって経営監視機能を果たしているとは言えないのではないかと指摘¹¹⁴⁾は一定の妥当性を持つと考えられる。

5. 日本企業を取り巻く経済システムの変化

以上で見たとおり、各国において企業を取り巻く経済システムには多様性が見られるが、一方では、そのメカニズムを改善しようとする共通の方向性があることが確認された。また、新たな動きとして、これまでの資本市場における株主を中心としたガバナンスを超え、広範なステークホルダーの利益を実現しようという動きが近年盛んであることにも触れた。こうした事情は日本においても同様であり、企業システムを中心とした経済システムに改革の動きが見られる。特に、従来型のガバナンスシステムが機能する前提であった経済社会環境は大きく変化しつつあり、広範なステークホルダーへの配慮を念頭においた新しいガバナンスシステムの構築が求めら

れている。以下で、従来型のシステムに生じつつある変化を、特に変化が顕著な金融市場、労働市場を中心に詳しく分析していく。

(1) 制度面から見た企業システムの変化

1990年代に入り、商法を中心として企業活動を規定する制度が改正される動きが続いている。こうした改正は、企業の内部ガバナンスと外部ガバナンスに関わる改正と、企業活動により自由度を与える規制緩和と企業活動の監視をより強化する規制強化という方向性の二軸で分別できる。本項では、1990年代以降行われている企業システムに関する主要な制度変更について整理し(第1-3-19表)、2002年の商法改正で選択が可能となった米国型コーポレート・ガバナンスの特徴でもある社外取締役を活用した委員会等設置会社制度について概観する。

企業システムに関する主要な制度変更

1990年代初頭の制度変更の背景には、主として1990年頃から続発した損失補填、飛ばし、総会屋に対する利益供与等の一連の金融証券不祥事と、1991年の日米構造問題協議の中で米国側から株主の権利の拡大要求等があった¹¹⁵⁾とされている。

そういった背景のもと、1993年に監視制度が機能しておらず不祥事の要因ともなった取締役会を牽制し監督する機関として監査役会が制度化され、同時

114) 高(2001) p.140.

115) 未永(2000) p.178.

に監査役の任期の延長や社外監査役の導入によって、経営監視役としての監査役の機能がより強化された。また、株主の権利行使を容易にすることを目的として、株主代表訴訟提起時の株主の手数料が一律8,200円に定額化され、取締役の会社に対する責任を追及する株主代表訴訟が提起しやすくなった¹¹⁶⁾。

その後、金融ビッグバンに代表される一連のマーケット改革によって企業に対する市場の影響力やモニタリング機能が強まる中、企業がより透明度の高い情報開示と株主重視の経営を要求されるようになった。また、経済のグローバル化が進展し国際競争が激化する中で、日本企業の国際競争力を高める必要が生じていた。

そういった背景のもと、国際基準に準じた新会計基準の導入や監査役機能強化等によって経営監視をより強化する方向性と、持ち株会社の解禁に代表されるような、より機動的な意思決定システムを構築する方向性が模索された。

また、経営により自由度を与えるための方向性として、1990年代を通じて行われた制度変更には、債権者保護の観点から以前は厳しく制限されていた自

己株式の取得制限撤廃が挙げられる。

ストック・オプション制度導入、株主還元、バランスシート改善等を目的として自己株式の取得制限は部分的に順次撤廃され、2001年の商法改正（金庫株の解禁、新株予約権の創設）により目的はおおむね達成されている。

また、一連の自己株式の取得制限撤廃の過程において、1999年に自己株式による企業買収や持ち株会社設立を可能とする株式交換・株式移転制度が創設され、2000年には自己株式の割当てによる事業の分割・買収を可能とする会社分割制度が創設された。こうした制度の導入によって、企業はより事業再編を機動的かつ迅速に行えるようになった。

このように、1990年代は商法改正を中心として企業システムに関する種々の制度変更が行われてきたが、取締役会と監査役（会）を中心とした基本的ガバナンスシステム自体に大きな変更はなかった。しかし、2002年の商法改正（2003年4月1日施行）によって、日本企業¹¹⁷⁾もいわゆる米国型と言われる委員会制度を取り入れたコーポレート・ガバナンスシステムが選択できるようになった。また、従来型

第1-3-19表 企業システムに関する主要な制度変更

年	事象	内容
1993	商法改正	社外監査役制度・監査役会制度の導入 監査役任期の延長（2年→3年） 株主代表訴訟の手数料の定額化（1件8,200円）
1997	商法改正	自己株式取得の規制緩和（ストック・オプション制度の導入）
	独占禁止法改正	純粋持ち株会社の解禁
1999	商法改正	株式交換・株式移転制度の創設
2000	商法改正	株式分割制度の創設
	新会計基準の適用	連結会計制度の本格移行 連結キャッシュフロー計算書の開示 税効果会計の導入
2001	商法改正	金庫株の解禁 新株予約権制度の創設（ストック・オプション制度の拡充） 種類株式の多様化（議決権制限株式の導入・業績連動株式の認知） 社外監査役要件の厳格化と構成比の増大 監査役地位と監督機能の強化 監査役任期の延長（3年→4年） 株主代表訴訟の取締役・監査役賠償責任の軽減
	新会計基準の適用	退職給付会計の導入 金融商品の時価会計導入
2002	商法改正	委員会等設置会社の選択導入 重要財産委員会の設置 種類株式の多様化（取締役・監査役の選解任権）
	新会計基準の適用	持ち合い株式の時価会計導入

（資料）各種資料から経済産業省作成。

116) 1993年以後、株主代表訴訟の件数は急増し、高額な賠償責任の可能性が経営に対する過度の抑止力になっているとの批判もあり、2001年の商法改正により、賠償責任額を代表取締役が報酬の6倍、代表取締役以外の社内取締役が報酬の4倍、社外取締役及び監査役が報酬の2倍までに軽減できる制度が導入された。

117) 委員会等設置会社（重要財産委員会も同様）を選択できる企業は、資本金が5億円以上かつ貸借対照表上の負債額が200億円以上の「大会社」、もしくは資本の額が1億円を超え貸借対照表上の負債額が200億円未満の企業のうち会計監査人の監査を受ける「みなし大会社」。

システムの企業であっても経営の意思決定を機動的に行うことを可能とするため、取締役会の専決事項を一部委任できる重要財産委員会¹¹⁸⁾の設置を認めた。

2003年3月の段階では、40社程度が委員会等設置会社への移行を表明している¹¹⁹⁾。重要財産委員会の設置を表明する企業は、委員会等設置会社への制度移行を表明する企業に比べて少ないが、2003年4月にはホンダが設置を表明している。制度は選択制であり、現在のところは従来のガバナンスシステムを継続する企業が多いものの、企業にとって経営形態の選択肢が増えたことは事実であり、各企業に適したガバナンスシステムを構築できるようになった。

委員会等設置会社の概要

(委員会等設置会社の要件)

2002年の改正商法(2003年4月施行)によって、「大会社」及び「みなし大会社」である株式会社は以下の条件を満たすことにより、委員会等設置会社(第1-3-20図)に移行できることになった。

- ・従来の監査役制度を廃止し、以下の機能を持つ「監査委員会」、「指名委員会」、「報酬委員会」の3委員会を設置する。

「監査委員会」...取締役・執行役の職務執行を監督・監査する。また、株主総会に提出する会計監査人の選任及び解任並びに会計監査人を再任しないことに関する議案の内容の決定をする。

「指名委員会」...株主総会に提出する取締役の選任・解任についての議案を決める。

「報酬委員会」...取締役・執行役の報酬を決定する。

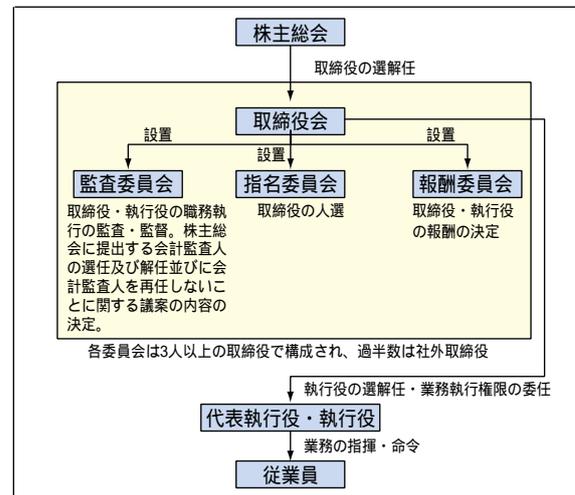
- ・各委員会は3人以上の取締役で構成され、うち過半数は社外取締役¹²⁰⁾とする。
- ・取締役会は代表執行役・執行役を選解任し、日常の業務執行を委任する。
- ・取締役の任期は1年とする。

一般的に日本企業の実務取締役会は構成人数が多いため、意思決定に時間がかかり、迅速な経営判断ができていないという批判があった。

また、「フリー」、「フェア」、「グローバル」の3原則を掲げた金融ビッグバンによる一連の金融規制緩和等が進むとともに、外国人投資家や機関投資家に代表される株主が、より厳しく企業の利益や業績、経営の透明性のチェックを要求する動きが一部で見られるようになった。そして、企業不祥事の発生等とも相まって、市場から経営の監視体制の強化が要求されるようになってきた。

こうした点にこたえるために、委員会等設置会社では、取締役会は通常の業務執行権限を大幅に代表執行役・執行役に委任し、取締役会自身は、社外取締役が過半数を占める各委員会を中心として経営の

第1-3-20図 委員会等設置会社のガバナンスシステムの概要



(資料) 各種資料から経済産業省作成。

118) 重要財産委員会は、以下の条件を満たす「大会社」及び「みなし大会社」が設置できる。取締役会の人数が10人以上のうち1人は社外取締役、重要財産委員会自体は取締役3人以上で構成、取締役会からの委任、監査役制度の存続。一般的な日本企業は、取締役の構成人数が多い場合、機動的な意思決定を行うために事実上の意思決定を経営委員会や常務会といった組織に委ねている場合が多い。従来型の監査役制度の企業において、重要財産委員会はそのような経営委員会や常務会に法的根拠を与え、経営の意思決定を名実ともに可能とするものとされる。重要財産委員会は、取締役会から委任された事項(重要な財産の処分・譲受、多額の借財)について重要財産委員会のみで決定することができ、より機動的で迅速な意思決定が可能となるとされている。

119) 日本経済新聞(2003年3月30日付)。

120) ここでの社外取締役の定義は、過去も現在もその会社または子会社の業務執行取締役、執行役、支配人やその他従業員でなかった者とされている。

監督機能に軸足を移すことにより、経営の監督と業務執行を明確に分離することで、効率的で迅速な意思決定ができることが期待される。

経営を監督する取締役会内に設置される各委員会は、過半数を社外取締役で構成することで、代表執行役や経営陣の暴走を未然に防ぎ、より透明性の高い経営が期待できるとされている。また、取締役の任期の上限を1年とすることで取締役会人事の刷新を行いやすくし、経営に対する監視機能を強化している。

上記が委員会等設置会社の概要であるが、当然問題点も指摘されている。委員会等設置会社への移行を表明しない企業も指摘するその問題点とは、本制度において大きな役割が期待される社外取締役の人材が日本では不足していることである。理由として、日本では終身雇用制が原則であったため、他の企業の経営に関わることは少なく、経営者の人材市場が発達していないため、優秀な独立した社外取締役の確保が困難であると指摘されている。

また、委員会方式の問題点として、委員会方式を以前から採用している米国でも指摘されている点がある。米国では、指名委員会が存在するものの、社外取締役の指名はCEOの推薦によることが多く、指名委員会はCEOの推薦を承認するにすぎず、結局CEOが知人を任命したり、CEO同士がお互いの企業の社外取締役に就任することで、馴れ合いが生じ、実質的に経営監視の機能が低下しているという指摘がある。また、社外取締役に対する情報提供における問題点として、社外取締役は経営のプロではあるが、企業の内部事情に関してはさほど詳しくないため、適切な経営判断のための情報提供システムが重要となる。しかし、社外取締役に対する情報提供はCEOによることが多く、CEOが自分に有利な情報しか流さず、社外取締役が適切な判断ができない可能性も指摘される。ほかに、米国企業の大部分が、取締役会のトップである取締役会会長と執行役のトップであるCEOを兼任しており、権力が集中しすぎるため、結局経営監視の機能が十分に作用していないという問題点¹²¹⁾等が指摘されており、同様の問題が日本でも生じることが懸念されてい

る。

今後の企業の動向

現在のところ、委員会等設置会社への移行を表明している企業は少数であるものの、外形的に見ると独立社外取締役を活用した委員会等設置会社制度は経営監視機能が強化されていることから、海外投資家や機関投資家等を中心とした株主からは、委員会等設置会社への移行の圧力は強まることが予測される。

しかし、単に委員会等設置会社に移行さえすれば株主から評価されるというのではなく、独立した社外取締役の確保や社外取締役に対する適切な情報提供等を含め、ガバナンスシステムを有効に機能させることが求められる。また、重要なことは、従来型と新型どちらのガバナンスシステムを選択するにしても、経営陣はなぜそのシステムを選択したかを、株主に代表される利害関係者に説明し理解してもらう説明責任を負っており、より当該企業に適したガバナンスシステムを選択し有効に機能させることにある。

ソニー、東芝、日立製作所といった大手電機メーカーやオリックス、外資系企業の傘下に入った西友等が委員会等設置会社への移行を表明している一方で、トヨタ自動車、松下電器産業は既存の制度を継続した上での取締役会改革を打ち出しており、今後はこのように、企業ごとで多様性を持ちつつ各企業のコーポレート・ガバナンス改革が進んでいくことが期待される。

以上、公開株式会社を念頭に置いた1990年代の商法改正を中心とした制度変更について見てきたが、日本の株式会社の99%以上は非公開企業であり、これらに有限会社等を加えた公開株式会社以外の営利企業は多数存在する。また、近年、経済・社会の幅広い分野でNPO（特定非営利活動法人）等は顕著な活動を行うようになっており、これらに関するガバナンスについては、今後の課題となろう。

(2) 実態面から見た企業システムの変化

日本の経営システムを支えてきたものは、メイン

121) 同じ委員会方式のイギリス型コーポレート・ガバナンスシステムは、取締役会会長とCEOの分離を「統合規範」にて規定している。日本でも、ソニーは取締役会会長（名称は取締役会議長）とCEOの分離を表明している。

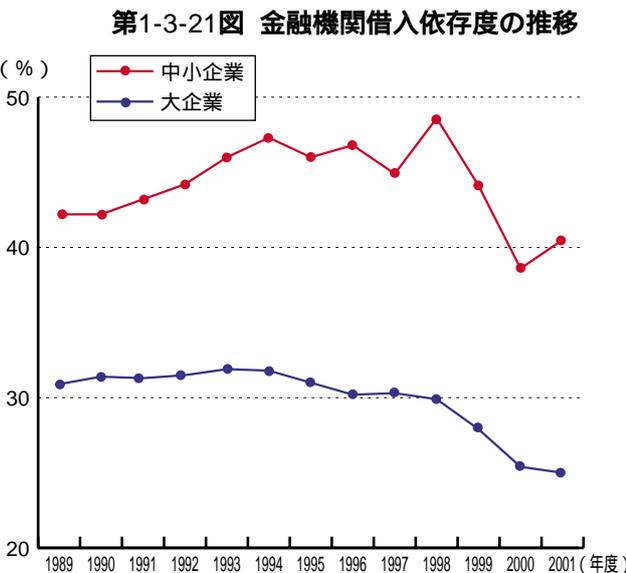
バンク関係に支えられた資金調達構造と、そのメインバンク関係や系列取引に支えられた物言わぬ安定株主と株式持ち合いであった¹²²⁾。本項では、そうしたシステムが近年どのように変化してきたかを明らかにしていく。

資金調達構造の変化に見るメインバンク関係の変容

1980年代後半以降、金融の規制緩和等によって、大企業を中心に資本市場からの資金調達が拡大し、優良な貸出先を失った銀行は不動産の担保価値を過度に重視し、中小企業や建設業、不動産業等の一部のサービス業向けの貸出しを増加させた。このような中、メインバンク機能は低下していったとされる¹²³⁾ものの、この時期は経済成長と不動産価格の高騰が企業の破綻の発生自体を抑制していたこと等から、その機能低下の顕在化は回避されていた。しかしながら、経済低迷と資産デフレが継続する1990年代以降、体力を毀損させたメインバンクによる企業救済が必ずしも成功せず、相次ぐ大型倒産によりメインバンクが主要取引先企業を破綻させることはないという考え方が弱まったこともあり、メインバンク関係の変容はより顕著な形で顕在化していると思われる。

また、1990年代を通じて、企業は景気の低迷もあったことから設備投資意欲も減退傾向にあり、加えて1990年代後半以降は、大企業を中心にフリーキャッシュフロー等の余剰資金を活用してバブル時に過大に調達した借入金を返済したり、資本部分において自社株買いを行う等のバランスシートを調整する動きも見られる。

第1-3-21図は、金融機関借入依存度を示している。大企業の金融機関借入依存度は、1990年代前半は横ばいで推移していたが、1990年代後半にかけて低下し始めた。中小企業は1990年代を通じて上昇していたが1998年度をピークに低下に転じた。銀行の「貸し渋り」の影響もあるが、同時に、企業がバランスシート調整を行っている結果と考えられる。また、第1-3-22図は、ストックベースの民間非金融部門企業における金融負債残高内訳を示している。1990年前後に急拡大していたエクイティファイナンスは、1994年度にかけて低下し、その後は「貸し渋り」や

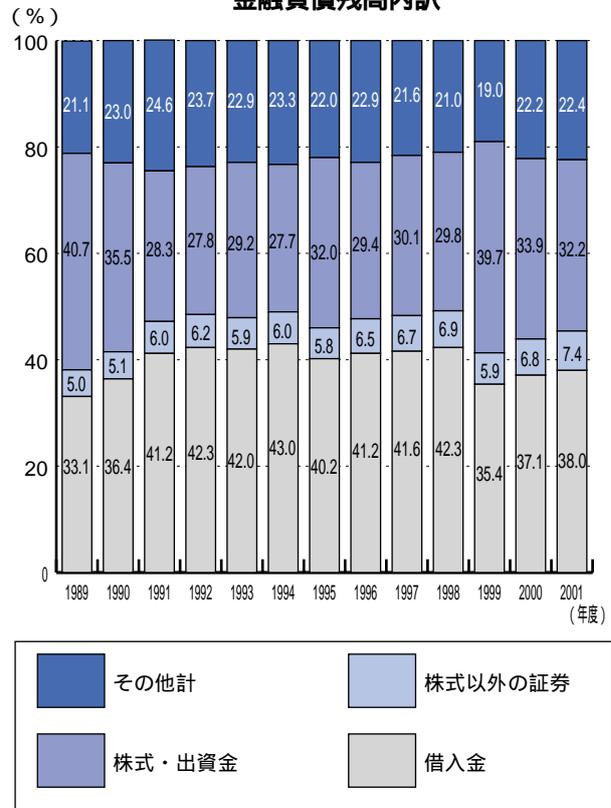


(備考) 1. 金融機関借入依存度 = 金融機関借入金 (短期 + 長期) / 総資本

2. ここでの中小企業は資本金1億円未満、大企業は資本金1億円以上の法人企業。

(資料) 財務省「法人企業統計年報」から作成。

第1-3-22図 日本民間非金融法人企業の金融負債残高内訳



(資料) 日本銀行「資金循環統計」から作成。

122) 新井 (2002) p.54.

123) 久武・大岩 (1999)。

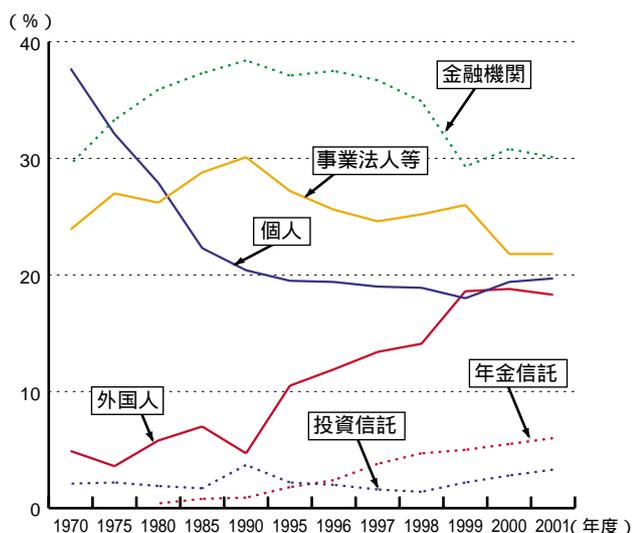
ITブームの影響もあり、明確な一方向のトレンドを見ることができないが、1994年度に43.0%であった借入金の比率は、増減を繰り返しつつ2001年度には38.0%にまで低下しており、メインバンク関係が変容している現在、企業が借入金比率を減らすバランスシート調整を行っていることがここでも考えられる。

企業の資金調達の大部分が銀行借入に依存しており、銀行が債権者の立場を持つとともに株式の持ち合い構造から大口株主の立場を持っていた時代には、銀行は企業の経営を監視し、経営危機時には金融支援や役員派遣を行うことを含め、当該企業に対してコーポレート・ガバナンスを効かせていたとされる。しかし、メインバンク関係が変容している現在、企業サイドのバランスシート調整により資金調達に占める銀行の役割が低下していることを併せて考えると、少なくとも大企業については、銀行のコーポレート・ガバナンスに対する役割は縮小していると考えられる。

株式保有構造の変化

第1-3-23図は、日本の株式保有構造の推移を示している。1つの特徴として、1990年代に入って金融機関及び事業法人の保有比率が低下傾向にあることが挙げられる。両者の合計の株式保有シェアは、

第1-3-23図 日本の株式保有構造の推移



(備考) 1. 金融機関は投資信託・年金信託を除く (1970年度、1975年度については年金信託を含む)。
2. 外国人には個人・法人を含む。
3. 金額ベース。
(資料) 全国証券取引所協議会「平成13年度株式分布状況調査」から作成。

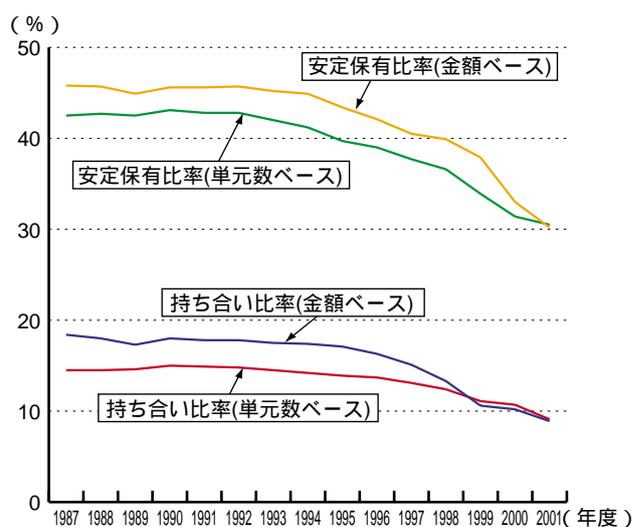
1990年度の68.5%から2001年度には51.9%へと16.6%低下している。

これは、銀行を含む企業間での株式の持ち合いが急速に解消され始めている結果と考えられる。1990年代に入り、金融機関の不良債権処理や収益率の低下が問題視され始め、金融機関が取引先の株式を保有する余裕がなくなると同時に、メインバンク関係が変容しつつあることを反映して企業サイドでも金融機関の株式を保有する意味が薄くなり、さらに、系列解消が進んでいることも持ち合い株、安定株の減少の要因となっている。加えて、近年では、保有株式に対する時価会計の導入も影響を与えている。持ち合い株式であっても毎期時価評価を行う必要が生じ、会計上の収益変動要因となったことも株式売却を後押ししていると考えられる。

第1-3-24図によると、持ち合い株比率は、金額ベースで1990年度の18.0%から2001年度は8.9%へと低下、同じく安定保有株比率は、金額ベースで1990年度の45.6%から2001年度は30.2%へと低下しており、株式の持ち合いや安定保有の解消が進んでいる実態を表している。

一方で、そうした持ち合い株式の受け皿となっている株式保有主体は、投資信託や年金信託から成る機関投資家と外国人投資家が挙げられる。投資信託

第1-3-24図 株式市場における安定保有比率及び持ち合い比率の推移



(備考) 1. 持ち合い比率... 2社間で相互に保有していることが確認された株式の比率。
2. 安定保有比率... 持ち合い株式・金融機関が保有する株式・事業会社が保有する金融機関株式・関係会社として保有されている株式の比率。
(資料) ニッセイ基礎研究所「株式持ち合い状況調査 2001年度版」から作成。

と年金信託の合計シェアは、1990年度の4.6%から2001年度の9.3%に上昇し、急激にシェアを拡大した外国人投資家は、1990年度の4.7%から2001年度の18.3%にまで急伸している。

外国人投資家のシェア拡大の背景には、世界的に国際分散投資が進展していることに加え、金融ビッグバンによる株式売買委託手数料の自由化や外為法改正といった一連の金融規制緩和が行われたことがあると考えられる。こうした外国人投資家の中には、カルパス等に代表される外国人機関投資家も含まれていると考えられ、国内における投資信託と年金信託のシェアの上昇も見られることと併せて考えると、日本でも米国やイギリスと同様に機関化現象が起こりつつあると言える。

日本社会の高齢化の進展や確定拠出年金の導入等を考えると、今後の投資信託や年金信託の運用資産残高は更に増加し、株式保有主体における機関投資家比率が上昇することで、機関投資家がコーポレート・ガバナンスにも大きな役割を果たすことが期待される。

一般的には、持ち合い株主、安定株主は、事業上の協調関係が順調である限り、多少の企業収益の変動や株価の変動によって株式を売却しようとはしないが、外国人を含め、機関投資家の保有目的は基本的には投資収益の確保であるため、企業収益の悪化時や株価が低迷している場合は、時には「Wall Street Rule」と批判されることもあるが保有株式を売却したり、または株主総会での議決権行使等を使い当該企業の経営を改善しようとする。つまり、企業は常に市場からの監視にさらされることで、経営のチェック体制が強化され、経営改善への圧力が強まるのである。

ただし、機関投資家もフリーライダーやコスト・ベネフィット問題等もあり、すべてがコーポレート・ガバナンスに対して積極的に行動しているとは言えず、今後も無条件に機関投資家に対して期待するのではなく、機関投資家自体をいかに機能的に作用させるかという問題や、近年保有比率を低下させている個人投資家をいかに株式市場へ呼び戻し、育成するかということも今後の大きな課題である。

(機関投資家の取組みの一例)

投資目的が長期的な収益確保であり、機関投資家の中でも一般的にコーポレート・ガバナンスに対する意識が高いと言われている年金基金における株主総会での議決権行使の一例として、厚生年金基金連合会の先駆的な取組み¹²⁴⁾を見てみる(第1-3-25表)。全体では、株主総会で議決権を行使した970の会社議案のうち、24.1%に当たる234の会社議案において反対票を投じている。

反対票の比率が一番高かったものは、定款の一部変更等に対する会社議案で、48.9%の反対票を投じた。これは、株主総会の特別決議の定足数引下げに関するものが大半で、理由としては、変更の必要性等、具体的な変更理由が明示されなかったためとしている。次に反対票の比率が高かったのは、退任役員に対する退職慰労金贈呈に対する会社議案で、42.9%の反対票を投じた。この中では、経営陣のチェックに大きな期待が寄せられている社外取締役、社外監査役への退職慰労金支給は独立性の観点から問題であるとして反対票を投じ、さらに、長期にわたって業績不振が続いており、経営責任が問われるべきと判断される場合の退職慰労金の支給に対して反対票を投じた。また、取締役の選任及び報酬等に関しても、それぞれ20.3%、33.3%の反対票を投じている。

こうした積極的な議決権行使は、機関投資家の経営に対するチェック機能、コーポレート・ガバナ

第1-3-25表 厚生年金基金連合会投資先企業の会社議案に対する議決権行使状況

総会議案	議案数	反対	賛成	反対率
取締役の選任	138	28	110	20.3%
取締役の報酬等	6	2	4	33.3%
監査役の選任	124	16	108	12.9%
監査役の報酬等	8	0	8	0.0%
利益等の処分	161	26	135	16.1%
ストック・オプション	34	5	29	14.7%
自己株式の取得枠の設定	95	5	90	5.3%
退任役員への退職慰労金贈呈	133	57	76	42.9%
定款の一部変更等	184	90	93	48.9%
合併・分割・持ち株会社化	59	3	55	5.1%
営業譲渡	6	1	4	16.7%
資本準備金等減少の件	22	1	20	4.5%
合計	970	234	732	24.1%

(備考) 1. 対象は2002年7月～2003年3月に株主総会を開催した212社。
2. 棄権票もあるため反対票と賛成票の合計は議案数に一致しない。
(出所) 厚生年金基金連合会。

124) 厚生年金基金連合会は、2002年4月から自家運用においてインデックス運用を開始したことに伴って、連合会自らが直接議決権行使を行うようになった。

スに対する意識が高まりつつあることを示している。

さらに、厚生年金基金連合会では、2003年2月に「厚生年金基金連合会 株主議決権行使基準」を発表しており、2003年4月からはこの基準に従って議決権行使を行うとしている。この中では、企業のあるべき「コーポレートガバナンス原則」と議決権の「具体的行使基準」を明確に定めた上で、議決権行使を株主価値を高める重要な手段であると位置づけ、受託者責任を果たすためにも適切な株主議決権行使が求められているとしている。

株式市場に見られるガバナンス環境のダイナミックな変化

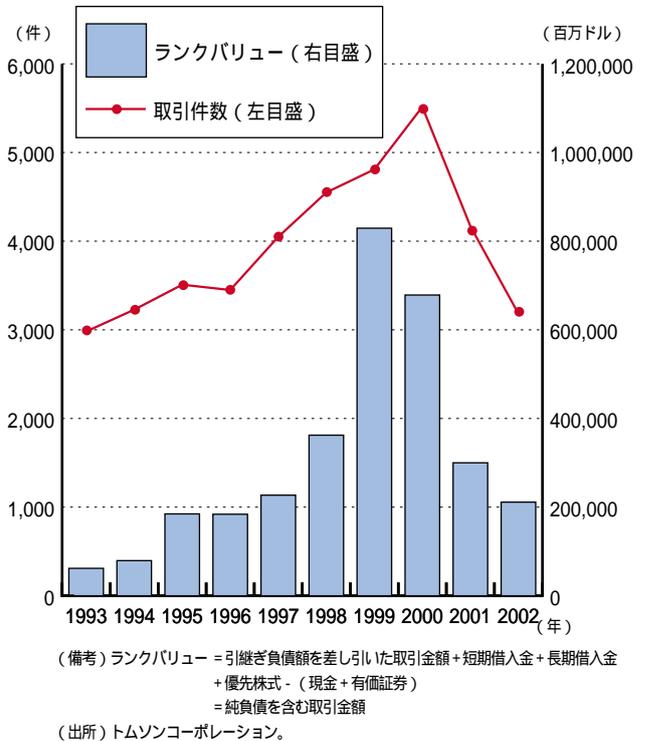
(M&Aの動向)

メインバンク関係に支えられていた資金調達構造が変容しつつある中、事業再生や事業再編等の場面で、TOB等のM&Aを積極的に活用していることが考えられる。

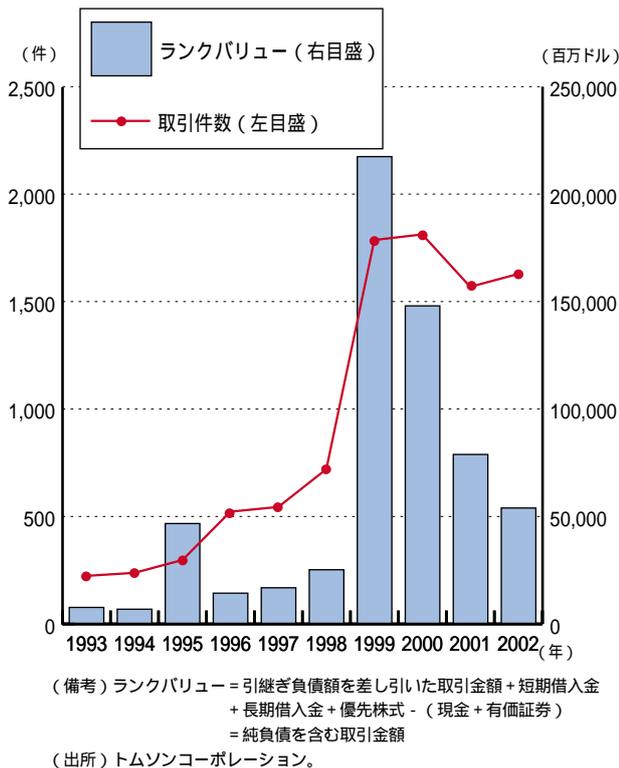
ここで、M&Aの直近10年間の動向をしてみる(第1-3-26図、第1-3-27図、第1-3-28図)。日本においては、金額ベースが1999年でピークアウトし、ITブーム時に行われた大型案件が減少することで約4

分の1にまで大きく減少しているのに対し、件数ベースでは2000年がピークであるが、その後の減少幅は金額ベースに比べて小さく、約10%の減少にとどまっている。同時期にイギリスでは、2002年の水準

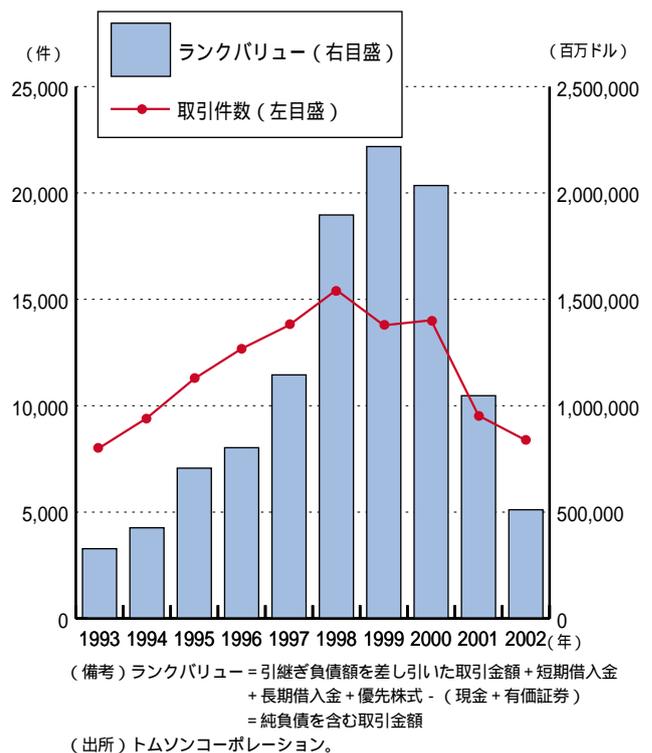
第1-3-27図 イギリスにおけるM&Aの動向



第1-3-26図 日本におけるM&Aの動向



第1-3-28図 米国におけるM&Aの動向



は金額ベースがピークの1999年に比べて約4分の1と日本と同程度の落込みであるが、件数ベースでは、ピークの2000年に比べて60%以下へと減少している。また、米国の2002年の水準は、金額ベースがピークの1999年に比べて約4分の1にまで減少しているのは日英と同じ傾向であるが、件数ベースでは、ピークの1998年に比べて約半分へと大きく減少している。

日本の件数ベースの落込みが小さいのは、外資系企業を含め各企業が、事業再編や事業再構築に細かくM&Aを活用し始めていることで、1件当たりの取引金額は減少しているものの、取引件数の減少を小幅にしていることが考えられる。今後も産業再生法の抜本改正、産業再生機構の創設、早期事業再生ガイドラインの策定等を受けて事業再生や業界再編が更に本格化することが予想され、M&Aは一時的なブームにとどまらず、より実効性を持って展開していくことが期待される。

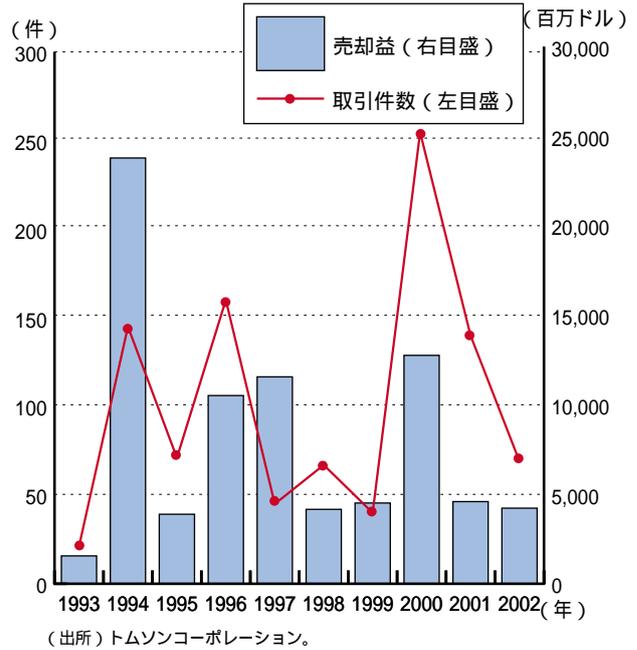
(IPO (Initial Public Offering : 新規株式公開) と上場企業の倒産の動向)

日本においても、ベンチャー企業等の高い成長力が期待できる新興企業の円滑な資金調達を可能にする

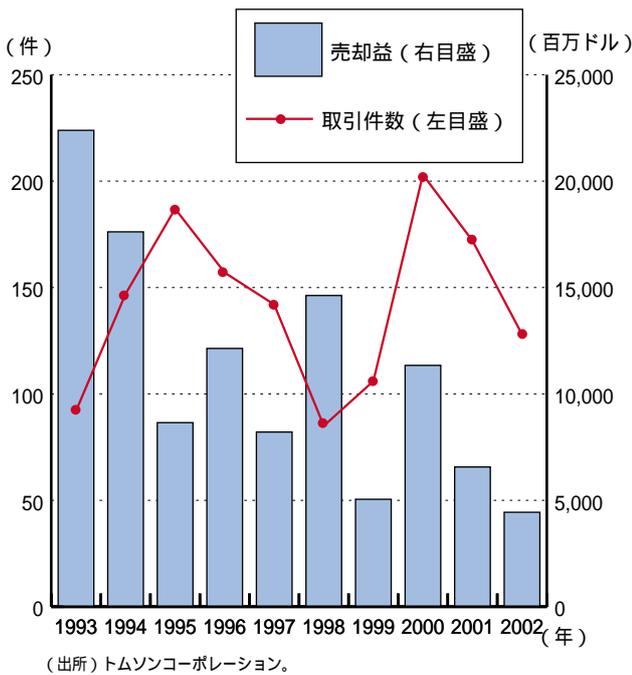
る目的で、1999年11月には東京証券取引所に「マザーズ」が、2000年5月には大阪証券取引所に「ナスダック・ジャパン¹²⁵⁾」が開設され、IPOの機会が拡大された。

第1-3-29図、第1-3-30図、第1-3-31図は、日本及び英米におけるIPOの動向を示している。日本では、ITブームと新株式市場の開設の効果があつた2000

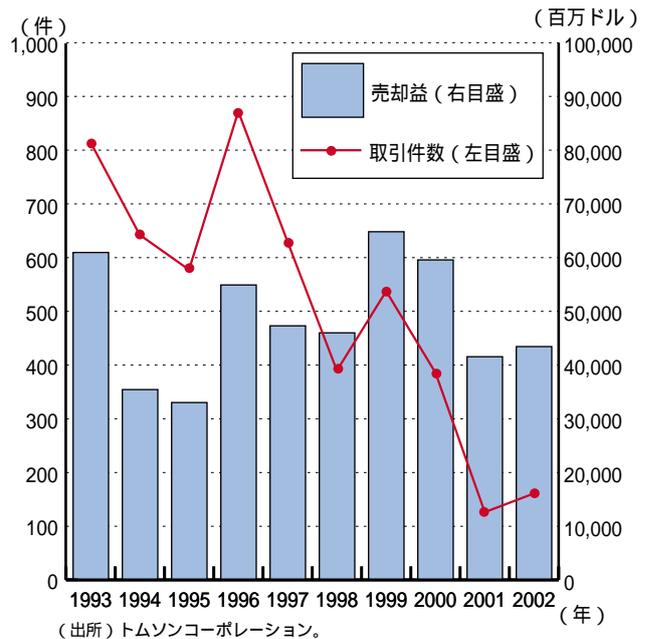
第1-3-30図 イギリスにおけるIPOの動向



第1-3-29図 日本におけるIPOの動向



第1-3-31図 米国におけるIPOの動向



125) ナスダック・ジャパン株式会社と大阪証券取引所との間の業務協力契約の解消により、2002年12月16日に「ナスダック・ジャパン」から「ヘラクレス」へ市場名が変更されている。

年に、件数ベースで近年10年のピークを記録した後、株式相場低迷の影響もあってIPOの件数は減少傾向にあり、2002年はピーク時の60%強にまで低下したが、イギリスでは、2000年のピークに比べて2002年は30%以下、米国に至っては1996年のピークに比べて2002年は20%以下の水準にまで落ち込んでおり、相対的に日本のIPO件数の落込みは小さい。また、株式相場の低迷を理由に公開日を延期している上場予備軍も多いと言われており、日本企業のIPOへの関心は依然として高いと考えられる。

一方で、銀行の不良債権処理への圧力が高まる中、業績不振企業、過剰債務企業を取り巻く経営環境は長引く不況下で一層厳しさを増しており、上場企業の倒産も珍しくなくなっている。日本における上場企業の倒産動向を示している第1-3-32図によると、1980年代を通じて16件しかなかった上場企業の倒産は、1990年代半ばより増加する傾向にあり、1997年に14件を記録した後、1998年、1999年には若干減少したものの、その後再び増加に転じ、2002年には戦後最高の29件を記録した。

まとめ

上記までで見たように、株主を中心とした金融市場における狭い意味でのコーポレートガバナンスを分析した場合、メインバンク関係や株式保有構造の

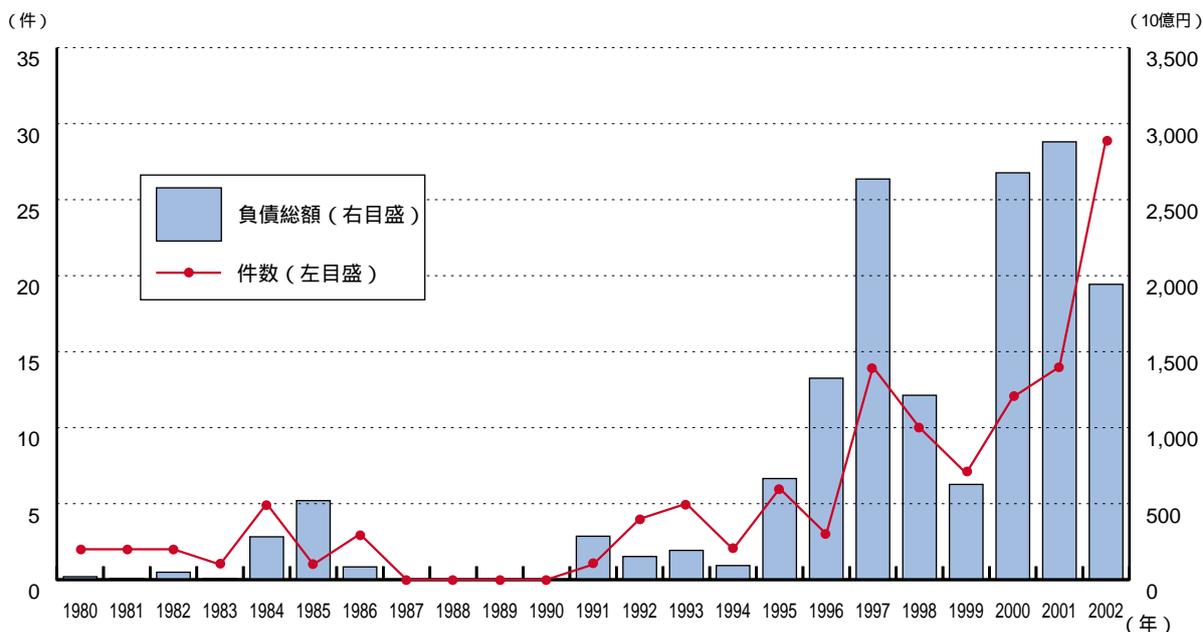
変化、M&AやIPOの活発化に加えて、制度面でも2003年4月より委員会等設置会社の選択が認められるようになってきている。このような動きは、いわゆる米国型コーポレート・ガバナンスと共通点も多い。

その背景には、1990年代は米国経済が好調であったこともあり、企業システムも米国型が最善であり、市場のメカニズムを活用した米国型コーポレート・ガバナンスを導入しようとする動きが世界的に広まっていったこととも無縁ではない。

一方で、2001年末より米国でエンロンやワールドコム事件に代表される企業不祥事が頻発する事態に至って、米国型コーポレート・ガバナンスの問題点を指摘し、また、従来型のシステムであっても十分な経営パフォーマンスを上げている日本企業があることから、日本のコーポレート・ガバナンスの良い点を強調し、コーポレート・ガバナンス改革の必要性はないとする論調も一部で見られる。

しかし、最善とも思われた米国型コーポレート・ガバナンス体制にも不備があったことは、必ずしも米国型コーポレート・ガバナンスシステムの欠点だけを強調するのではなく、コーポレート・ガバナンスシステムには最終形、完成形はなく、また、各企業の個別事情もあり、すべての企業に適したコーポレート・ガバナンスシステムはあり得ず、時代と情勢に応じて、より良いコーポレート・ガバナンス体

第1-3-32図 日本における上場企業の倒産動向



(資料) 帝国データバンク「2002年の上場企業倒産動向調査」から作成。

制の確立に向け、不断の改革への努力が必要であることを示しているにすぎない。

事実、米国では一連の企業不祥事を受けて、2002年7月には米国企業会計改革法（サーベインズ＝オックスレー法）を速やかに制定する等、常に改革への努力を示している。日本においても、従来の日本型システムと米国型システムの二者択一の議論に終始するのではなく、日本独自の経済や文化に対応した、より良いコーポレート・ガバナンスシステムの確立を目指し、常に改革を行っていく必要がある。

（3）従業員との関係の変化

本項では、メインバンク関係と並んで日本型コーポレート・ガバナンスシステムの重要な論点であり、また、主要プレイヤーでもある従業員について、企業との関係を中心に考えてみる。近年は雇用市場が流動化する傾向が見られ、また、成果給、年俸制に見られるような新たな給与体系が導入されることで、従業員と企業との関係も変化しつつあると言われている。ここでは、従業員（労働者）と企業（経営陣）との重要な賃金・条件交渉の場である春闘をめぐる変化を中心に概観し、日本の雇用関係の変化について見てみる。

春闘の動向

（2002年の春闘の動向）

2002年の春闘は、経済環境が悪化し、2001年12月には失業率が5.5%に上昇する等、雇用情勢が厳しさを増す中で取り組まれた。

経営側は「ベアの見送りととどまらず、定昇の凍結・見直しや、さらには緊急避難的なワークシェアリングも含め、これまでにない施策にも思い切って踏み込むことが必要」¹²⁶⁾として、賃上げに対して強い抵抗感を示し、一方、労働者側である連合も、1989年の結成以来初めてベアの統一要求を事実上見送って、賃上げ要求基準を「賃金カーブ維持分+」とし、「ベア」よりも「雇用確保」を重視した要求となった。

労使双方とも「雇用の確保・維持」という観点は

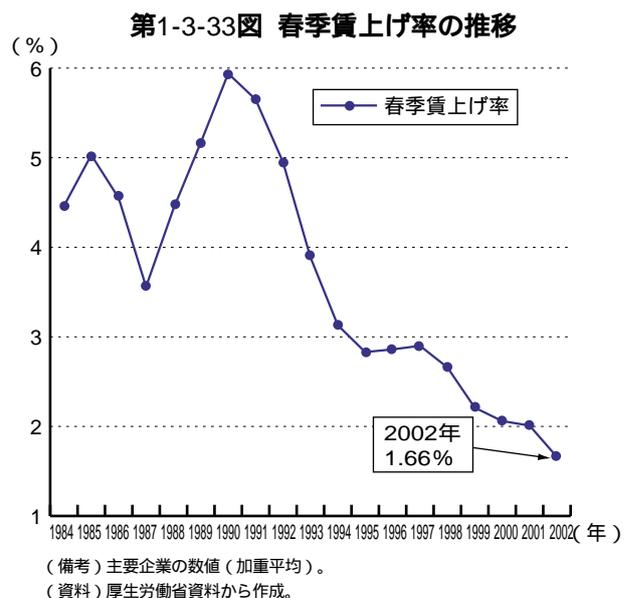
一致しており、ベア要求自体を見送る組合も多く、自動車、造船等のベア要求を行った組合に対しても経営陣は軒並みゼロ回答を行った。さらに、集中回答日後に、大手電機メーカーを中心に、経営側からの賃金カット、昇給延伸、時間外割増率の引下げといった「賃下げ逆提案」(緊急労務対策)が次々と明らかとなる¹²⁷⁾等、春闘自体が大きな歴史的転換点を迎えた。

こうした結果、春季賃上げ率は1.66%（主要企業：厚生労働省調べ）となり、2%のほぼ定昇程度にとどまった2001年の賃上げ率2.01%を更に下回った。これは、ベアゼロに加え、定昇分も見直した企業があったことを示していると考えられる（第1-3-33図）。

（2003年の春闘の動向）

第1-3-34表にも見られるように、経営者の定期昇給に対する姿勢が一層厳しくなる中で2003年の春闘は取り組まれた。

まず、経営者側の日本経団連は、2002年12月17日に2003年版「経営労働政策委員会報告¹²⁸⁾」を発表した。その中で、2003年春闘を「もはや賃金の社会的相場形成を意図する『春闘』は終焉した。個別企業労使の関心は、賃金水準や賃金の引き上げ幅のいか



126) 労務行政研究所(2003) p.38.

127) 荻野(2002) p.22.

128) 2002年版までは日経連が「労働問題研究委員会報告」として発表、日経連と経団連が統合してから名称変更したもの。

んではなく、自社の生き残りをかけ、雇用の維持に最大限の努力を払いつつ、いかに付加価値の高い働き方を引き出す人事・賃金制度を構築するかにある¹²⁹⁾。」と位置づけた。賃上げに関しては、「デフレスパイラルが危惧される状況下での合理的賃金決定のあり方が問われているが、企業の競争力の維持・強化のためには、名目賃金水準のこれ以上の引き上げは困難であり、ベースアップは論外である。さらに、賃金制度の改革による定期昇給の凍結・見直しも労使の話し合いの対象になりうる¹³⁰⁾。」として、ベアゼロだけでなく定昇改革にも踏み込む姿勢を示している。

一方、連合は、2003年1月10日に「2003春季生活闘争 当面の方針(その2)」を発表したが、その中で、雇用の維持・安定の取組みを最優先としつつ、賃金に関しては、賃金カーブの確保を目指す方針を打ち出した。昨年に続き、ベアについての統一要求を見送り、定昇を確保する姿勢を打ち出した形である。さらに、パート労働者等の処遇改善と均等待遇の推進や、不払い残業(サービス残業)の撲滅と総労働時間短縮の推進にも言及し、賃上げ交渉中心の春闘の方針を転換しつつあると言える。

まとめ

近年の春闘をめぐる動きからも見られるように、雇用の流動化が見られる中、終身雇用制と右肩上がりの給与システムに代表される企業と従業員との関係が近年変化し始めている。

企業業績が右肩上がりであった時代には、企業は従業員を確保するために毎期定期昇給及びベースアップを行い、終身雇用を前提とした雇用システムを構築し、従業員のインセンティブを高めていた。

しかし、1990年代には日本経済が長期低迷に陥っ

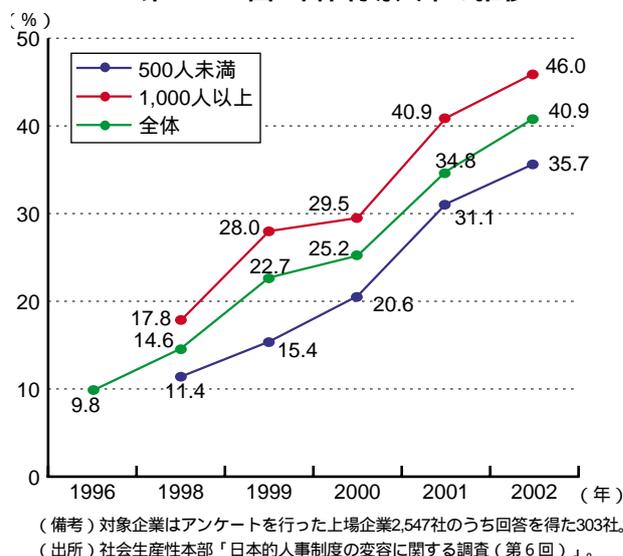
ていたという要因もあるが、経済のグローバル化が進展し、国際競争がより激化している現在、企業は硬直化した雇用関係を改善するため、定期昇給及びベースアップに代表される横並びの給与引上げを見直し、より成果、業績を重視した給与体系に移行しつつある。

第1-3-35図は、上場企業における年俸制導入の推移を見たものであるが、近年その比率は一貫して上昇しており、従来の春闘での横並び一律賃金引上げの状況が変化しつつあることがうかがえる。

また、新卒採用についても、大企業を中心に、導入検討を含め通年採用の動きが浸透しつつあり(第1-3-36表)、横並びであった新規採用も柔軟な形態へと変化が見られる。

以前の日本では、企業と従業員は言うならば一心同体の関係にあり、企業は従業員を重要な利害関係者として重要視する側面があったが、近年は、よりゆるやかで対等な関係者として扱う動きが見られる。従業員が企業を選択できる環境が整いつつある

第1-3-35図 年俸制導入率の推移



第1-3-34表 今後の賃金決定のあり方について

(単位: %)

定昇のみとし、余裕あれば賞与に反映	定昇中心に行うべきでベアは毎年行う必要はない	定昇制度を見直し降給も導入すべき	定昇+ベア方式をとるが、定昇を中心とすべき	定昇+ベア方式でいくべきである	その他
33.2	10.2	37.6	4.4	1.1	13.5

(備考) 調査対象は、旧日経連常任・財務理事会社及び東京経営者協会会員会社の労務担当役員以上のトップ・マネジメント(1,966社)で、275社の回答(回収率: 14.0%)。(出所) 日本経団連「春季労使交渉に関するトップ・マネジメントのアンケート調査結果概要」(2002年8月発表)。

129) 日本経済団体連合会経営労働政策委員会(2002)p.6.

130) 日本経済団体連合会経営労働政策委員会(2002)pp.57-59.

ことは、ガバナンスの主体として、より重要な役割が期待されていることを示している。企業が市場メカニズムを取り入れることで、企業と従業員の関係にも市場メカニズムが導入されつつあることが見てとれる。

(4) 今後の展望

英米独のような先進諸国も、経済システムに各国ごとに多様性を持ちつつも、様々なステークホルダーの観点を踏まえ、長期的な企業価値の最大化を目的として、情報の共有と相互牽制の確保という共通の方向性を持ったシステム改善に取り組んでいる。また、韓国でも見たように、他の東アジア諸国・地域においても、1997年のアジア通貨危機から経済の安定的な成長軌道を回復するために、不良債権処理を進め、会社法、破産法、競争法といった企業に関連した法令を整備し、企業をより効率的に機能させる方向性が模索された。また、通貨危機の原因ともなった未成熟な直接金融を整備することは、企業に銀行借入りに偏らない多様な資金調達手段を提供するだけでなく、経営の監視強化や会計基準の統一化・厳格化の必要性から企業の適切な情報開示を要求するように、ここでも多様性を持ちつつも情報の共有という共通の方向性が見てとれる。

一方、日本では、「失われた10年」のフレーズのもと、経済は停滞状態にあり、日本は変化していないとの論調が見られることも多いが、他方で、ここで見たとように、法制度の整備をはじめとして着実な進展が1990年代半ば以降実現しつつあり、日本においても、企業を取り巻く経済システムには変化の兆

しが感じられる。

厳しい経済環境下にあっても、経営の革新に不断の努力¹³¹⁾を続け、高いパフォーマンスを示している企業も多数存在する¹³²⁾。これらの企業の中には、高い収益性を上げるのみならず、その企業活動全般において、社会との関係にも大きな関心を払ってきている企業も少なくない。今後、我が国において、企業システムをめぐる議論がますます盛んになることが予想されるが、それに際しては、CSRをはじめとする、より広範な観点を含む議論が展開されていくことが期待される¹³³⁾。

東アジアにおいても、各国の多様性を維持しつつも共通の方向性を持った改革が行われており、今後一層経済のグローバル化が進展する中で、企業の競争力維持向上の観点から、また、企業が市民社会の一員として健全に発展していくため、日本も含めて不断の改革への努力が求められる。

第1-3-36表 新規大学卒の通年採用制導入企業の割合

(単位：%)

	導入済	導入予定	導入検討中	導入予定無し	無回答
全産業	6.6	3.0	25.6	62.3	2.5
5,000人以上	16.8	2.6	37.9	41.8	0.9
1,000人～4,999人	8.5	2.5	36.5	51.6	0.8
300人～999人	9.6	3.5	24.2	61.6	1.2
100人～299人	9.1	3.0	29.5	56.7	1.7
30人～99人	5.5	3.0	24.2	64.4	2.8

(出所)厚生労働省「雇用管理調査(平成13年)」。

131) 一例として第2章第3節で紹介する企業群は、新需要開拓におけるブランドの構築、強みのある経営資源の活用等や、最適な生産・分業体制の維持を行うことで高いパフォーマンスを示している。

132) ITブームの反動で落ち込んでいた電機機械部門の売上高経常利益率が、2002年には在庫調整が一巡したことや、リストラクチャリング等による固定費削減によって2002年は大きく回復したことや、自動車を中心とした輸送機械部門も2001年を上回るパフォーマンスを示している。

133) 一例として経済同友会が2003年3月に第15回企業白書として『「市場の進化」と社会的責任経営 - 企業の信頼構築と持続的な価値創造に向けて - 』を発表している。