

〔論 説〕

## アメリカにおけるコーポレート・ガバナンスの歴史的変遷

—外部監視を中心として—

浦 野 倫 平

### はじめに

株主主権論に立脚したコーポレート・ガバナンスが中心とされるアメリカ。そこでは取締役会ならびに株主に対する経営者の説明責任（アカウンタビリティ）遂行の強化・徹底による経営の透明性の確保を目標として議論が展開されてきた。そしてこの目標を達成するために、アメリカでは主に二つの企業統治改革が進められてきた。それは会社機関である取締役会の構造改革と、株主行動の促進の二つである。まず、取締役会の構造改革では、取締役会に占める社外取締役の増加ならびに取締役会会長と CEO（最高経営執行責任者）の分離を通じて取締役会の独立性を確保して、取締役会の経営者に対する監視機能（内部監視）を強化しようとした。また、株主行動の促進は、議決権行使、株主提案、株主代表訴訟、経営者との対話を通じて株主の経営者に対する監視機能（外部監視）を促進しようとするものであった。これらの改革により、経営者による取締役会ならびに株主に対する説明責任（アカウンタビリティ）が徹底され、経営の透明性が確保されるものと期待された。

しかし、アメリカのコーポレート・ガバナンスは、2001年12月のエンロン社（Enron Corp.）の倒産に端を発する、経営者による不正行為の連鎖により大きく揺らいだ。エンロン社に始まった一連の大手企業の不祥事は、それまで築き上げてきたアメリカのコーポレート・ガバナンスの不徹底と弱点をさらけ出すことになったからである。

この企業不祥事を受け、ついにアメリカ政府が動いた。2002年7月に成立したアメリカ企業改革法（2002年サーベインズ＝オクスリー法（Sarbanes-Oxley Act of 2002：通称 SOX 法。以下、SOX 法と呼ぶ）<sup>1</sup>がそれである。

それまでのアメリカのコーポレート・ガバナンスにおいては「会社法の改正というような公的規制で行われるのではなく、証券取引所の上場規則のような自主規制によって……（中略）……また、個々の企業の自主性や自由を尊重する形で、企業統治の改革が行われて」<sup>2</sup>いた。

しかし今回の企業不祥事を受けて、政府は自主規制と企業の自主性に委ねてきた自国のコーポレート・ガバナンスの機能不全を痛感すると同時に、その原因を経営者に対する「監視（モニタリング）機能の欠陥」<sup>3</sup>と分析したのであった。

SOX法の目指すところは、これまでのアメリカのコーポレート・ガバナンスの目標と同じく、経営の透明化と経営者の説明責任（アカウンタビリティ）に焦点を絞ったものであるが、今回は連邦法として、すなわち公的規制レベルで経営者に対して、罰則強化も含めより厳しい規制が制定された点が最大の特徴となっている。

アメリカのこれまでの企業統治改革の特色と現状はおよそこのようにまとめられる。本稿ではこれをふまえ、アメリカのコーポレート・ガバナンスについて外部監視に重点を置いて考察していく。<sup>4</sup>まずは、アメリカの企業統治改革の変遷について概観し、アメリカのコーポレート・ガバナンスにおける外部監視の主体の変遷と特色を明らかにしていく。次に今日のアメリカのコーポレート・ガバナンスの外部監視において積極的な役割が期待されている機関投資家を取り上げ、その成長と動向について概説する。さらには、機関投資家と並ぶ外部監視の主体であり、同国のコーポレート・ガバナンスの動向に大きな影響を及ぼしている政府、SEC（Securities and Exchange Commission＝証券取引委員会、以下SECと記す）、自主規制機関<sup>5</sup>についても取り上げる。

本稿で取り上げる諸機関は、いずれもアメリカ巨大企業（公開株式会社）に対する外部監視の主役であり、さまざまな規制、勧告、提言を通じて、アメリカの企業統治改革の流れに大きな影響を及ぼしてきた存在である。

## 1. 企業統治改革の歴史

アメリカにおける企業統治改革の歴史を見ると、経営者による不祥事が起こるたびに企業統治改革がくり返されてきたといえる。そこで本章では、それぞれの時代においていかなる不祥事が発生し、それに対してどのような企業統治改革がなされたかについて1930年代から見ていくことにする。<sup>6</sup>

### (1) 1930年代

バーリ・ミーンズが『近代株式会社と私有財産』（1932年）<sup>7</sup>において指摘したように、1930年代前半のアメリカの巨大企業においては、株式の高度分散に伴う株主の零細化により「所有と経営の分離」が進展して、いわゆる経営者支配の状況が現出していた。折しもこの時代のア

アメリカは1929年の株式大暴落に続く大恐慌の中にあり、巨大企業への経済力の過度集中と経営者による不正や自己利益追求等の非倫理的な活動が問題視され、<sup>8</sup>投資家の経営者に対する不信が高まっていた。

そのような投資家の企業・経営者に対する不信を払拭し、再び証券市場に対する信頼を回復するために最初に動いたのは政府であった。まず1933年証券法により、会社に対して重要情報の開示、虚偽記載の禁止を規定。<sup>9</sup>翌年には証券市場における不公正取引から株主を保護する目的でSECを発足。さらに1934年の証券取引所法において、SECに対してNYSE（New York Stock Exchange=ニューヨーク証券取引所、以下NYSEと記す）を含む証券業界全体を監視する権限を付与し<sup>10</sup>、かつ株式会社に対して正確な年次報告者や四半期報告書の提出を要求している。<sup>11</sup>

これらの政府の施策は、いずれも経営者の株主・投資家に対する説明責任（アカウントビリティ）遂行の徹底を図ろうとするもので、株主の立場からの企業統治改革と見ることができる。

しかし、この時代の株主は個人株主がほとんどであり、政府による証券関連法の改正も、弱小零細な立場の個人株主に経営者に対する外部監視活動となる株主行動を期待するというよりも、彼らを保護しながら証券市場に対する信頼を回復することに主眼が置かれていたものと思われる。この時代のアメリカにおいては、株主が経営者に対する外部監視の役割を果たすことは難しく、経営者監視機能はもっぱら投資家が形成する株価を媒介手段とする証券市場の規律に重点が置かれていたといえるであろう。

## (2) 1960年代後半から1970年代

次に取り上げる企業統治改革は1960年代後半から1970年代のものである。一つは、今日のステークホルダー理論に基づくコーポレート・ガバナンス論の原点ともいえるCSR（Corporate Social Responsibility：企業の社会的責任）運動の高まりであり、もう一つは、今日のアメリカの「株主主権論のコーポレート・ガバナンス論の原点」<sup>12</sup>と位置付けられているペン・セントラル社倒産を契機とした企業統治改革である。

1970年のキャンペーンGMに代表されるこの時代のCSR運動は、急進的な社会活動家が小口株主となり株主提案権行使等を通じて企業・経営者に対して企業の社会的問題への主体的取組みを要求するもので、株主が経営者・企業行動に対する外部監視機能を積極的に果たした初期の事例であったといえる。キャンペーンGMにおいては、ラルフ・ネイダー（Ralph Nader）他の小口株主がGM社に対して株主提案権を利用して、企業の社会的問題を重視するCSRの観点からではあるが、定款変更、社外取締役の登用、CSRに関わる情報開示を求めており、

まさに企業統治改革運動といえるものであった。<sup>13,14</sup>

一方、キャンペーン GM と同じ1970年に発生したアメリカ最大（当時）の鉄道会社ペン・セントラル社の倒産においては、経営者による粉飾決算やそれに基づく不正配当、あるいは内部財務情報に詳しい財務担当常勤重役によるインサイダー取引の実態が明らかになり、多くの株主の経済的利害が損なわれた。<sup>15</sup>

この事件において問題視されたのも1930年代と同じく、経営者による株主軽視、株主の経済的損失という経済的問題であったが、今回は損失を蒙った株主の中に個人投資家とともに、当時発展しつつあった企業年金基金やその他の機関投資家が含まれていたことから<sup>16</sup>、この事件が社会に与えた影響は大きかった。このため同社の倒産劇は「純粋に経済的成果の獲得を目的とする株主の利益を保護しようとする人々の企業統治論争（コーポレート・ガバナンス論争…筆者注）への参加」<sup>17</sup>を促すことになった。たとえば、アメリカ法曹界からは『取締役ガイドブック』（1976年）、アメリカ企業経営者団体であるビジネス・ラウンドテーブル（BRT: Business Roundtable）からは『巨大公開株式会社の取締役の役割と構成』が公表され、それぞれ企業統治改革についての提言・提案がなされた。さらにはアメリカ法律協会が1978年から『企業統治と構造の原理』の作成に着手している。<sup>18</sup>そして、NYSE は1977年に上場規則を改正し、株式公開会社に対して1978年6月までに社外取締役から構成される監査委員会を設置するよう義務付けている。<sup>19</sup>

しかし、1970年代のアメリカにおいては、いずれも企業統治改革運動として定着しなかった。まず CSR 運動は、今日でこそステークホルダー理論に基づくコーポレート・ガバナンス論としてあるいは SRI 投資（社会的責任投資）と発展的に形を変え、脚光を浴びるようになっているが、当時はまだ株主運動として株主全体に意識改革をもたらすには至らなかった。<sup>20</sup>その理由として、当時のアメリカ政界、経済界に強い影響力を有していたフリードマンらシカゴ学派が、「ガバナンスの目的は投資家の観点からの企業効率を問うことである」<sup>21</sup>として株主の経済的利害を優先するコーポレート・ガバナンス論を支持し、社会的問題をコーポレート・ガバナンスの問題として取り上げるべきではないとの立場をとったこと<sup>22</sup>などがあげられる。結局アメリカで社会的問題の領域がステークホルダー理論に基づくコーポレート・ガバナンス論として再び企業統治改革の議論の対象となるのは1980年代後半まで待たねばならなかった。

一方、ペン・セントラル倒産を契機にアメリカでは、上述のように「社外取締役の導入、社外取締役による監査委員会の設置のような、企業経営者に対する監視制度や、年金基金のような機関投資家の関心を企業経営に向ける仕組みが1970年代にほぼ整えられること」<sup>23</sup>になったのであるが、その企業統治改革機運の中で株主の経済的利害を代表し、経営者に対する外部監

視の主役として期待された機関投資家の反応は1970年代においてはまだ鈍かった。

ペン・セントラル社倒産後の「1972年以降、企業年金や、生命保険以外の保険会社、ミューチュアルファンドなどの株式資産の割合が比較的大きい機関は、いずれも株式の比率を低下させている」<sup>24</sup>ことから分かるように、この時期の年金基金等の機関投資家は、投資先企業の経営に不満がある場合には経営者との対話や議決権行使といった株主活動は行わず、速やかに保有株式の売却を選択するいわゆるウォール・ストリート・ルールが全盛で、その「株式運用の特徴は投機的利益の取得を目的とした短期的運用が顕著であった。」<sup>25</sup>のである。

### (3) 1980年代

1980年代はM&Aブームが発生し、LBO（買収先の企業の資産を担保に買収資金を調達する手法）の普及もあって敵対的買収も数多く行われた時代である。敵対的買収とは経営者にとって敵対的な買収であるという意味であるが、かかる敵対的買収の可能性が増大することで、株主（買収者）の経営者に対する圧力は大きくなり、株主対経営者の対峙が鮮明になっていった。その中でコーポレート・ガバナンスの議論も株主主権論が優勢で、「全体として株主の願望と経営者の行動をいかにして一致させるかが議論の中心」<sup>26</sup>となっていた。

M&Aブームの当初は、適正な株価を維持できない企業は常に買収の危機にさらされるといふ圧力により経営者を規律付ける「会社支配権市場の規律」が経営者に対する新たな外部監視の主体として注目された。株主の立場から敵対的買収を容認するものは「敵対的買収は怠惰で非効率的な経営者を正す『市場の規律』である」<sup>27</sup>と主張した。一方、経営者側は「敵対的買収の脅威にさらされる経営者は株価を維持しなければならないという市場の圧力を常に受ける。そのため経営者は長期的展望に立った経営ができない」<sup>28</sup>と反論した。この議論の中でアメリカ機関投資家は、M&Aブーム当初において、敵対的買収による非効率な経営者の交代あるいは支配権市場による経営者への規律付けは自らの経済的利益に一致すると見てこれを容認、TOB（株式公開買付）が提示されれば「市場価格を上回るプレミアムを目的として、保有株式を売却する傾向があった。」<sup>29</sup>とされる。

しかしながら、その後アメリカのM&Aブームはエスカレートし、特定の会社の株式を買い集めては経営者に高値買取りを要求するグリーンメイラー（乗っ取り屋）が登場するようになった。一方、経営者は買収対象になるのを回避するために短期的成果を追求して株価を維持するだけでなく、ポイズンピル（ライツプラン＝敵対的買収者による一定株式取得を事由に対象会社の株式を有利な価格で取得できる権利を既存株主に与えておく）やゴールデン・パラシュート（買収の結果解任された経営者に巨額の割増退職金を支払う契約）といった買収防衛策まで

も準備するようになっていった。<sup>30</sup>

このようなグリーンメイラー（乗っ取り屋）横行と経営者による過剰な短期的成果の追求や買収防衛策は、企業の長期的発展を阻害し、健全な株主の経済的利害を損なう恐れがあるとの判断から、アメリカでは1980年代後半以降、多くの州で敵対的買収防止策が実施された。<sup>31</sup>しかし皮肉なことに、これら敵対的買収防止策は機関投資家の株式売却機会を奪うと同時に、「会社支配権市場の規律」が持っていた経営者に対する外部監視という本来の機能そのものをも弱体化させ、経営者の地位を保全し、再び彼らの権力を強化する結果となってしまった。<sup>32</sup>

こうした展開の中で機関投資家は自らの経済的利害の確保に対する危機感を募らせ、それを確保するためには経営が低迷する企業の株式を売却する代わりに、コーポレート・ガバナンスを通じて経営を改善させ、株価を上昇させる道を選ばざるを得なくなった。つまり、1980年代後半になると機関投資家は、好むと好まざるとにかかわらず自らが外部監視の主体として行動せざるを得ない状況に追い込まれたといえるのである。

そのような機関投資家の危機感・行動変化は、1985年の機関投資家評議会（CII: The Council of Institutional Investors）設立の経緯に明確に表れているといえる。すなわち機関投資家評議会は「1985年に当時のカリフォルニア州の財務長官が、テキサコ社（CalPERS が最大の株主）の経営者がグリーン・メールに屈したことに憤慨し、……（中略）……機関投資家の意見をまとめ統合することを目的として設立された。」<sup>33</sup>ものなのである。<sup>34</sup>

こうして機関投資家の株主行動主義への方向転換は決定的なものとなった。そしてアメリカの経営者に対する外部監視機能は、機関投資家と経営者の対話を重視するリレーションシップ・インベストメント（relationship investing）にその焦点が移っていく。

#### (4) 1990年代

M&A ブームが去った1990年代になると機関投資家の関心は投資した企業の長期収益性に向かうようになった。<sup>35</sup>それに伴い、彼らの株主行動も経営者と対峙して一方的に行う株主提案から、対話を通じて経営者との信頼関係を醸成しながら経営者に対する外部監視機能を果たそうとするリレーションシップ・インベストメントに転化していった。<sup>36</sup>ここでは機関投資家が短期的収益性から長期的収益性重視の姿勢への転化を迫られた理由、さらには株主行動として経営者との対立路線から融和路線に転化した理由について社会的動向を中心に見て行くことにする。

M&A ブーム後のアメリカにおいては、経済的繁栄の維持、社会的公正の維持、環境の質の向上がバランスよく達成されて持続的に発展する社会が希求されるようになり、企業にもその

実現への貢献を要求する新たな CSR 論が台頭してきた。それに伴い企業の評価基準も CSR をどれだけ遂行しているか、すなわち経済的価値のみならず、社会的価値、環境的価値を含めた 3つの局面から評価され、トータルとして社会の持続的発展(サステナビリティ：sustainability)への貢献度に置かれるようになった。このような企業評価の考え方をトリプル・ボトムラインというが、企業が自らの企業価値ひいては株主価値を向上させるためには、このトリプル・ボトムラインに積極的に取り組まねばならなくなった。

これを反映して、アメリカのコーポレート・ガバナンスの議論においても株主以外のすべてのステークホルダーの利害への配慮も視野に入れることを促進するものが見られるようになった。たとえば「1980年代中頃（最初は1983年のペンシルベニア州）から1990年代初めにかけて、30の州で、経営者が会社の意思決定を行う際に、株主の利害に加えて、株主以外の利害関係者への配慮も認める法律、いわゆる会社構成員法・利害関係者法が制定されることになった。」<sup>37</sup>

また、コーポレート・ガバナンス研究会は1991年に株主に求められる5原則を提示し<sup>38</sup>、まずは、①株主としての機関投資家は単なる投資家ではなく所有者であることを確認した上で、②すべての株主に共通する唯一の目標が会社の持続的な繁栄であることを認識し、尊重するよう求めている。これらは機関投資家に所有者としての自覚を促し、かつ長期的視野に立ってすべてのステークホルダーの利害を考慮して会社の持続的な収益性と成長性を確保するよう求めたものと理解される。また、③株主は日常業務の執行には関与しない、④取締役の業績を定期的に評価する、⑤取締役の評価に当たっては情報提供を受けるとし、株式の長期保有を前提とした、機関投資家の外部監視のあり方まで言及している。<sup>39</sup>

このように1990年代のアメリカのコーポレート・ガバナンスに関する議論は、株主主権論をベースにしながらも、ステークホルダー全体を含むものへと拡大していったといえる。<sup>40</sup>その変化の中でも経営者に対する外部監視の主役に位置付けられていたのはやはり機関投資家であり、彼らによるリレーションシップ・インベストメントに企業統治改革が委ねられるようになったのである。

ところで、この時期には機関投資家による経営者の解任を求める行動も活発化している。1992年にGM社の会長兼CEOのステンペル氏が更迭されたのをはじめ、その後もIBM、アメリカン・エクスプレス、イーストマン・コダック、アップル・コンピュータなどの大企業でも機関投資家に後押しされた社外取締役を中心とした取締役会の決定によってCEOが交代させられるという事例が続いている。<sup>41</sup>

こうした事例から、機関投資家と経営者の関係は、リレーションシップ・インベストメント重視で対立路線から対話路線に転化したといっても、常に両者の間に信頼関係が構築されてい

たわけではなく、意見の対立が明らかになった場合に機関投資家が厳しい行動を取る場面も見られたのである。機関投資家はたしかにすべてのステークホルダーの利害への配慮を求め、経営者との対話路線を志向するようになったが、自らの収益性確保について譲歩したわけではないことがここから伺える。

#### (5) 2000年以降

2001年12月のエンロン社の倒産・同社経営者による不祥事の発覚は機関投資家のみならず、アメリカのコーポレート・ガバナンスに関わるすべての者に大きな衝撃を与えた。倒産前のエンロン社の取締役会は模範的と高く評価され、社外取締役についても一流の陣容で構成されており、またエンロン社のコーポレート・ガバナンス体制は、同社事件を受けて制定されたSOX法の内容をもほとんどクリアするほどのものであったといわれるが<sup>42</sup>、事件は起きてしまった。エンロン社の問題点は、「監査法人が監査と同時に経営コンサルティングも行っており、監査法人の『独立性』が損なわれ……社外取締役は、金融工学を駆使した複雑な取引の実態を解明しきれず、また経営陣も『透明性』をもってこれを十分に説明していなかったため、チェック機能を果たすことができなかった。」<sup>43</sup>点にあったとされる。

これらのことは、いくらコーポレート・ガバナンスの制度を整備しても、それが正しく運用されなければ容易に経営者監視機能が不全に陥る可能性があるということを改めて示すと同時に、この点がまさにアメリカのコーポレート・ガバナンスの弱点であることを明示している。アメリカの企業統治改革はこれまで先進的とされてきたのであるが、それでも完成されたものではなかったのである。

これを受けて2002年以降、アメリカでは政府、SEC、NYSE等のコーポレート・ガバナンスに関わる主要な機関すべてが迅速に対応して、外部監視制度をさらに強化し、経営者には厳しい罰則を科す方向で企業統治改革が実施された。SOX法をはじめそれぞれの対応については後述するが、そうした迅速な対応が可能となったのは「『株主利益のためには、企業経営者を監視する強力なコーポレート・ガバナンスが不可欠』という考えが行政と産業界に根深く浸透していたため」<sup>44</sup>とされている。

## 2. 株式所有構造の変化と機関投資家の行動

企業統治改革をめぐる機関投資家の動向については、すでに前章においてかなりの部分を取り上げてきた。本章では機関投資家の行動変化をもたらした背景について機関投資家自身に関



図表1 アメリカにおける株式所有構造

年	家計部門		銀行部門		保険会社		企業年金	
	10億ドル	%	10億ドル	%	10億ドル	%	10億ドル	%
1950	128.7	90.19%	0.2	0.14%	4.7	3.29%	1.1	0.77%
1955	248.2	88.08%	1.0	0.35%	9.0	3.19%	6.1	2.16%
1960	359.8	85.61%	1.3	0.31%	12.5	2.97%	16.5	3.93%
1965	616.1	83.83%	2.3	0.31%	21.0	2.86%	40.8	5.55%
1970	650.2	78.22%	2.9	0.35%	27.8	3.34%	67.1	8.07%
1975	584.6	69.64%	4.6	0.55%	41.7	4.97%	108.0	12.87%
1980	1010.4	67.59%	4.3	0.29%	78.6	5.26%	232.0	15.52%
1985	1229.5	54.15%	5.3	0.23%	131.0	5.77%	515.8	22.72%
1990	1960.2	55.51%	11.0	0.31%	161.8	4.58%	605.9	17.16%
1995	4368.5	51.51%	19.3	0.23%	443.8	5.23%	1256.8	14.82%
2000	8035.6	45.59%	36.1	0.20%	1086.2	6.16%	1970.6	11.18%
2005	5674.4	31.22%	50.2	0.28%	1345.1	7.40%	2164.2	11.91%

年	公的年金		投資信託・投資会社		政府および海外		所有株式合計(市場価格)	
	10億ドル	%	10億ドル	%	10億ドル	%	10億ドル	%
1950	0	0.00%	5.0	3.50%	2.9	2.03%	142.7	100%
1955	0.2	0.07%	10.6	3.76%	6.6	2.34%	281.8	100%
1960	0.6	0.14%	20.3	4.83%	9.3	2.21%	420.3	100%
1965	2.5	0.34%	37.7	5.13%	14.6	1.99%	734.9	100%
1970	10.1	1.22%	46.0	5.53%	27.2	3.27%	831.2	100%
1975	24.3	2.89%	42.9	5.11%	33.4	3.98%	839.4	100%
1980	44.3	2.96%	50.6	3.38%	74.7	5.00%	1494.9	100%
1985	120.1	5.29%	132.0	5.81%	136.8	6.03%	2270.4	100%
1990	284.9	8.07%	259.0	7.33%	248.6	7.04%	3531.3	100%
1995	715.0	8.43%	1102.1	12.99%	575.9	6.79%	8481.3	100%
2000	1355.3	7.69%	3406.3	19.32%	1737.0	9.85%	17627.0	100%
2005	1834.6	10.09%	4710.3	25.91%	2399.0	13.20%	18177.7	100%

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

わる要因を取り上げ考察しておくことにする。

図表1は、アメリカにおける株式所有構造の変遷を示したものである。これを見ると1960年代までは個人株主が占める割合が80%を超えていたが、1970年代以降大きく割合を低下させ2005年には約30%まで低下していることがわかる。一方、機関投資家は1950年代からその存在が認識されるようになり、1970年代より主に企業年金を中心に割合を高めてきた。その後、企業年金は保有残高の大幅増にもかかわらず、保有比率は1985年の22.72%をピークに減少傾向にある。これは公的年金ならびに投資信託・投資会社の急速な伸びの影響によるもので、とくに投資信託・投資会社の伸びは著しく、2005年には25.91%で機関投資家の中でも最大の比率となっている。

以上がアメリカ機関投資家の株式保有比率の変遷であるが、その株式資産運用手法は、1980

年代半ばまでは、もし投資先企業の経営に不満がある場合には、経営者との対話や議決権行使といった株主行動は行わず、速やかに保有株式の売却を選択する、いわゆるウォール・ストリート・ルールが一般的慣行とされていた。また、1980年代のM&Aブーム以前の機関投資家は、とくに経営に不満がない場合には常に経営者に賛同していたことから、その当時においてアメリカ機関投資家は経営者のサイレント・パートナーであるとされていた。<sup>45</sup>

その後、前章で述べたように、機関投資家は株主行動主義へと転化していったのであるが、その機関投資家行動の変化に直接的な影響を与えたとされているのが、1974年のエリサ法（ERISA-Employee Retirement Income Security Act of 1974, 従業員退職所得保障法）と1988年のエイボンレター（Avon Letter）である。

エリサ法は、企業年金受給権者の保護を目的として1974年に労働省（企業年金基金を管轄）主導で制定された連邦法で、年金運用に関わるファンドマネージャーを含む企業年金受託者の義務を提示したものである。同法により①年金受託者は加入者及び受給権者の利益のみを追求すること、②年金資産運用においては思慮深いプルードント・マン（prudent man）が最大限の注意力、技量、勤勉さを持って年金受給権者の利益を追求する義務に基づき受託者責任を果たすこと（プルードント・マン・ルール）、③投資リスク回避のために分散投資を行うことなどが義務付けられた。<sup>46</sup>このエリサ法により年金受託者は、経営者の安易なサイレント・パートナーであることは許されなくなった。それゆえ、同法は機関投資家を企業経営に関与させる促進剤の役割を果たしたと位置付けられている。

しかし、すでに前章で触れたように、1980年代前半においても機関投資家は、M&Aブームの中で市場価格を上回る高値でのTOB（株式公開買付）が提示されればプレミアムを目的に保有株式を売却する傾向が見られた。このことは、エリサ法が施行されて10年が経過してもなお、機関投資家にウォール・ストリート・ルールに従い短期的利益を追求する姿勢が根強く残っていたことを示しているといえよう。

ところが、この間に機関投資家は大きく成長し、その株式保有比率が大規模化し、またその運用形態についても、分散投資を義務付けたエリサ法以来、インデックス投資など高度なポートフォリオ理論に基づく分散投資が普及したことから、機関投資家単独で特定企業の株式を売却することが次第に困難となっていった。つまり、機関投資家は自らの急成長という理由により、図らずもウォール・ストリート・ルールという投資スタイルを維持することが困難な状況に追い込まれることになったのである。この時点ですでに機関投資家は、自らの収益を確保するためには株式売却ではなく経営への関与・発言、すなわち株式の長期保有を前提にした株主行動主義への転換を否応なく迫られていたといえるであろう。

その行動転換を一気に後押ししたのが1988年のエイボン・レターであったと考えられる。エイボン・レターは、エリサ法の解釈に関連して労働省がエイボン社の年金担当者に宛てた書簡で、受託者責任の中に議決権行使も含まれること、さらには議決権行使の際に最優先すべきものは加入者の利害であることを明示したものであるが、自らの事情によりすでに株主行動主義への転換の必要性に迫られていた機関投資家にとっては、かかる転換の正当性を主張する上で最も好都合な見解であったと見ることができる。

いずれにしても、その後において機関投資家全体として株式を長期的に保有し、積極的な対話を通じて長期的投資収益をめざすリレーションシップ・インベストメントが主流になったことを思えば、1988年のエイボン・レターこそが、アメリカ機関投資家にとって、アメリカのコーポレート・ガバナンスにとって大きな意義を持つ指針提示であったといえるであろう。

### 3. 政府による規制

アメリカ政府は連邦法である証券関連法による規制を通じて、またSECによるNYSE等の証券取引所に対する監督を通じてコーポレート・ガバナンスに関与してきた。

アメリカの証券関連法で注目すべきは2002年7月に成立したSOX法である。同法は証券関連法において1933年証券法、1934年証券取引所法制定以来の最大の改革とされるが、その正式名称の『証券関係法に基づいて作成される開示資料の精確性および信頼性を高めて投資家を保護するための法律』（An Act to Protect Investors by improving the Accuracy and Reliability of Corporate Disclosures Made Pursuant to the Securities Law, and for other Purposes）に端的に示されているように<sup>47</sup>、投資家保護の立場から、公開企業の財務報告制度の改革（厳格化）を目的として、監査制度を抜本的に改革するとともに、投資家に対する経営者の責任と義務・罰則を定めたものである。

外部監視強化の視点から見たSOX法の特色は次の通りである。①会計監査法人を監視する独立機関として公開企業会計監視委員会（PCAOB: Public Company Accounting Oversight Board）を設置したこと、②会計監査人の独立性を確保したこと（会計監査人が監査と同時に経営コンサルタントなどの特定の非監査サービス業務を兼務することを禁ずる）、③CEO、CFOに対して定例財務報告書に虚偽記載がないこと、資料欠落がないこと等について書面による保証を義務化したこと、④財務の開示の強化として、重要なオフ・バランスシート取引の開示や、財務報告のための内部統制メカニズムを自己評価する内部統制報告書の作成を義務付けたこと、⑤証券アナリストの利益相反を防止したこと（証券アナリストとインベストメント・バンキング

活動と関係あるブローカー／ディーラーとの間に特に定める利益相反があればそれを開示しなければならない)、⑥不正があった場合の CEO 等に対する罰則を強化したことである。

これらの措置により、経営者には企業経営全体の詳細な把握、統制の強化、業務効率のさらなる向上が求められることになった。<sup>48</sup>アメリカのコーポレート・ガバナンスに関するルールは、これまで州法や証券取引所規則が規定してきたのであるが、SOX 法はそれを初めて連邦法レベルでの実体法として規定したという点で画期的であった。

SEC は、NYSE での証券取引を監督、監視することを目的に連邦政府機関として1934年に設置され、設立当初から株主権論に立脚したコーポレート・ガバナンスを志向しつつ活動してきた。その中でも SEC が強く推進してきたのが監査委員会の設置と株主による権利行使の促進であった。

前者について SEC は、1940年にすでに経営執行に関わらない取締役からなる監査委員会の設置を提言していたが、1970年代に入りペン・セントラル社倒産等の経営者の不祥事が続発したことを受けて活動を強化している。具体的には1972年に社外取締役から構成される監査委員会の設置を全上場会社に対して勧告し、次いで1976年にはそれを義務付ける上場規則改正を NYSE に対して正式に要請した。このような SEC の勧告・要請に応じて、NYSE は1977年に上場規則を改正し、上場会社に社外取締役からなる監査委員会の設置を義務付けるに至っている。<sup>49</sup>

一方の株主の権利行使の促進について SEC は、すでに1942年に株主提案権制度を導入していたが<sup>50</sup>、その実施に不可欠な委任状勧誘に関する規則 (SEC 規則14A) の中に SEC への報告義務などの煩雑な制約条項が含まれていたため、ある株主が株主提案を企図しても彼らが他の株主に対して委任状勧誘を行うことは実際には容易ではなく、株主提案権行使の大きな障害となっていた。この障害を取り除くため SEC は「経営者の反対を押し切る形で」<sup>51</sup>、1992年10月に委任状勧誘規則を大幅に緩和する見直しを行った。この改正により委任状勧誘が容易になり、アメリカ機関投資家による株主提案ならびに議決権行使が促進されたといわれている。

このような SEC による株主の権利行使促進の背景には、SEC が「エリサ法施行後の1970年代後半から、機関投資家の議決権行使に関心を示し始めていた」<sup>52</sup>ことがある。すなわち、アメリカにおいて大株主として台頭してきた機関投資家に対して SEC は、コーポレート・ガバナンスへの積極的関与、経営者に対する外部監視の役割を期待するようになり、彼らによる株主権利の行使を念頭に置き、そのために必要な措置を取ったといえるのである。

#### 4. 自主規制機関の規制

2001年エンロン事件以降の SEC は、証券市場に対する不信の払拭に取り組んでおり、翌年7月の SOX 法の制定を踏まえて NYSE、ナスダック (NASDAQ: National Association of Securities Dealers Automated Quotations) に対して上場規則改正を促している。この SEC の要請に応じて、NYSE、ナスダックは、経営者による会社の私物化を排除するべく<sup>53</sup>2002年から上場規則改正の検討を続け、2003年11月にそれぞれコーポレート・ガバナンス規則最終案として公表し、SEC に承認されている。

このうち NYSE のコーポレート・ガバナンス規則最終案では、①取締役会の過半数を独立取締役とすること、②独立取締役の要件を厳格化すること (独立取締役とは取締役会が業務、個人両面で「実質的な利害関係」を持っていないと判断した取締役をいう)、③業務執行を行わない取締役のみの定期的な会合を開催すること、④独立取締役のみによる指名委員会、コーポレート・ガバナンス委員会を設置すること、⑤独立取締役のみによる報酬委員会を設置すること、⑥監査委員会 (3名以上) はすべて独立取締役とし、その業務内容およびメンバーの報酬について厳格化すること、⑦会社は独自のコーポレート・ガバナンス・ガイドラインおよび行動規範、倫理規定を設定し公表すること、⑧「NYSE 上場規則を遵守している」旨、CEO は個人名で SEC に保証すること、⑨NYSE 上場規則に違反した場合に NYSE は戒告通知を出し公表すること、といった会社制度や経営者の責任についての厳格な規定を新たに設けている。<sup>54,55</sup>

このように、アメリカにおいて経営者に対する外部監視の役割を担う政府、SEC、NYSE によるコーポレート・ガバナンス規則の制定・改正は、いずれも投資家保護の立場から「外部者の視線を用いて経営者監視と経営の透明性を高めるという点で一致している。このために、独立取締役の権限をこれまで以上に高いものにし、これにより企業経営者の独断と企業の私物化を押しさえ込み、経営者に対して企業経営上の説明責任を課すものになっている」<sup>56</sup>のである。

#### おわりに

アメリカのコーポレート・ガバナンスが、エンロン事件に端を発した経営者の不祥事により大きな痛手を受けたことは間違いない。しかし、アメリカ政府、SEC、NYSE は、直後から迅速に対応して企業統治改革を実施したこともあり、今日においても「アメリカのガバナンスやディスクロージャー制度は大変優れた制度であり、本来であれば十分機能するしくみであると

の認識を変えていない。」<sup>57</sup>とされる。

たしかに、株主・投資家を保護するコーポレート・ガバナンス制度の充実という点ではアメリカは高い水準に到達したといえるかもしれない。しかし、一方的に経営者に対する外部監視機能を強め、経営者の罰則を強化するだけで、果たしてアメリカのコーポレート・ガバナンスが健全に機能するようになるのであろうか。経営者の不祥事はもう二度と発生しないのであろうか。<sup>58</sup>

現在のところ、アメリカの経営者もエンロン事件以降の一連の法規制による企業統治改革への支持を表明しているという。<sup>59</sup>このことも勘案すれば、アメリカのコーポレート・ガバナンスは、今後とも経営者行動を規制すべく外部監視制度を整備し、それを機能させる方向で進められることになるのであろう。そして、経営者に対する外部監視の主役としてアメリカ機関投資家の存在が重視されることも変わらないであろう。

しかし、機関投資家による「株主行動主義が本当に企業を改善させるか否かは不明である」<sup>60</sup>とし、機関投資家の利害を優先したアメリカの企業統治改革に疑問を呈する慎重な意見も出ているのもまた事実である。この批判に答えていくためには、今後のアメリカのコーポレート・ガバナンスにおいて、株主・機関投資家と経営者の間にコンプライアンスと高度な倫理観に基づく相互の深い信頼関係が醸成されることが不可欠であると考えられる。

アメリカ企業の経営者利害を代表する経営者団体であるビジネス・ラウンドテーブルは、2002年7月10日のウォール・ストリート・ジャーナルに「もうたくさんだ。投資家を裏切るCEOは一人だけでも多すぎる」<sup>61</sup>との広告を出している。このメッセージは、アメリカの経営者の良心を表明したものであると思われる。機関投資家には、このメッセージを真摯に受け止めつつ今後の自らの行動について再検討することが求められている。

## 注

- 1 正式名称は、『証券関係法に基づいて作成される開示資料の精確性および信頼性を高めて投資家を保護するための法律』（“An Act to Protect Investors by improving the Accuracy and Reliability of Corporate Disclosures Made Pursuant to the Securities Law, and for other Purposes”）
- 2 出見世信之『企業統治問題の経営学的研究－説明責任関係からの考察－』文眞堂、1997年9月、123ページ。
- 3 鎌田信男「エンロン事件と米国のコーポレート・ガバナンス改革」『東洋学園大学紀要』第12号、2004年3月、135ページ。
- 4 もちろん、外部監視と内部監視を明確に区分することは難しい。たとえば、株主は株主行動として議決権行使、株主提案さらには株主自らの利害を代表するものを社外取締役として会社に送り込むこともある。これらの株主行動は、会社機関を通じての株主行動で内部監視の側面を有する。しかし、ここではそのような株主行動も、経営に直接参加しない株主による行動という意味で外部監視の中にも含めることとする。

- 5 自主規制機関とは、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) やナスダック (NASDAQ) といった証券取引所や全国証券業協会 (NASD) のこと。これらは SEC (証券取引委員会) の監督下にあるが、市場およびそでの取引の規制については自主的にルールを制定し実施できることから、アメリカ証券法において自主規制機関と位置づけられている。( (社) 海外事業活動関連協議会『米国のコーポレート・ガバナンスの潮流』商事法務研究会, 1995年4月, 24ページ, 参照。)
- 6 アメリカにおいてコーポレート・ガバナンスの用語が登場したのは1960年代である。(菊澤研宗『比較コーポレート・ガバナンス論—組織の経済学アプローチ』有斐閣, 2004年11月, 12ページ, 参照。)しかし, 1930年代にはすでに企業の意思決定機構に株主を参加させ, 経営者の行動を監視する体制を作り出す前提条件となるような法的整備が進められている。今日の企業統治改革をめぐる議論からすればこれはまさに企業統治改革の一つに他ならない。したがってここでは1930年代をアメリカ企業統治改革の出発点と考え取り上げることにする。
- 7 Berle, A. and Means, G., *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, 1932. (北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』文雅堂, 1958年。)
- 8 Nofsinger, John R.; Kim Kenneth A., *Corporate Governance*, Pearson Education, 2004, p. 119. (加藤英明監訳『コーポレート・ガバナンス—米国に見る「企業価値」向上のための企業統治—』ピアソン・エデュケーション, 2005年, 105ページ, 参照。)
- 9 *ibid.*, p. 120. (邦訳, 106ページ, 参照。)
- 10 1934年証券取引所法は SEC の根拠法である。
- 11 Nofsinger, John R.; Kim Kenneth A., *op.cit.*, p. 120. (邦訳, 106ページ, 参照。)
- 12 出見世信之, 前掲書, 90ページ。
- 13 同上書, 86-88ページ, 参照。
- 14 その他, ベトナム戦争で使用されたナパーム弾を製造していたダウ・ケミカル社に対するナパーム弾製造中止を求める株主提案がなされた事例 (1969年), イーストマン・コダック社の黒人雇用差別を追求するためにコダック社の株式を10株だけ購入し, 株主総会において徹底的に批判を繰り返したサウル・アリンスキー (Saul Alinsky) の事例がある。(菊澤研宗, 前掲書, 13ページ, 参照。)
- 15 同上書, 16ページ, 参照。
- 16 出見世信之, 前掲書, 90ページ, 参照。
- 17 同上書, 90ページ。
- 18 同上書, 95ページ, 参照。
- 19 鎌田信男「米国における企業改革と日本的経営システムの課題」『東洋学園大学紀要』第13号, 2005年3月, 77ページ, 参照。
- 20 同上書, 80ページ, 参照。
- 21 菊澤研宗, 前掲書, 15ページ。
- 22 今西宏次『株式会社の権力とコーポレート・ガバナンス』文眞堂, 2006年6月, 80-81ページ, 参照。その他の理由については, 出見世信之, 前掲書, 109-111ページに詳しい。
- 23 出見世信之, 前掲書, 96ページ。
- 24 三和裕美子『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス—アメリカにおける史的展開—』日本評論社, 1999年7月, 123ページ。
- 25 同上書, 123ページ。
- 26 今西宏次, 前掲書, 76ページ。
- 27 三和裕美子, 前掲書, 3ページ。
- 28 同上書, 3ページ。
- 29 同上書, 133ページ。

- 30 その背景には、アメリカ機関投資家はTOBに容易に応じるなど、日本の安定株主のような存在とは程遠く、それゆえ経営者は自分で自分の身を守るしかなかったという事情もあった。(Mark J. Roe, *Strong managers, Weak Owners: The political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton, 1994, pp. 227-228. (北條裕雄・松尾順介監訳『アメリカの企業統治』東洋経済新報社, 1996年4月, 291ページ, 参照。))
- 31 敵対的買収防止策は1999年までに42の州でさまざまに実施されている。一例を上げれば、一定割合以上の株式を取得する株主は、非経営陣の過半数の株主から承認を得なくては議決権を行使できないようにしている。(ウィリアム・ニスカネン「エンロン破綻後の米国の企業統治はどう変わったか」『経済広報センター・ポケット・エディション・シリーズ』No. 45, 2003年, 10ページ, 参照。)
- 32 ウィリアム・ニスカネン, 同上書, 10-11ページ, 参照。
- 33 三和裕美子, 前掲書, 134ページ。
- 34 CalPERSはその後, 1987年からポイズンピル, ゴールデン・パラシュートといった敵対的買収工作に反対する株主提案も数多く行っている。(鎌田信男, 前掲書 (2005年3月), 81ページ, 参照。)
- 35 同上書, 81ページ, 参照。
- 36 リレーションシップ・インベストメントについてさらに詳しくいえば, 「機関投資家が長期的な投資収益を高めることを目的として経営者との間に信頼関係を築き, その上で対話を通じて継続的にコーポレート・ガバナンスに関与しながら経営の修正を要求していくもの」ということができる。(社)海外事業活動関連協議会, 前掲書, 58ページ, 三和裕美子, 前掲書, 162および176ページ, 参照。)
- 37 今西宏次, 前掲書, 77ページ。
- 38 Working Group on Corporate Governance, "A New Compact for Owners and Directors", *Harvard Business Review*, July-August, 1991. (コーポレート・ガバナンス研究部会他「コーポレート・ガバナンス原則の有効性」『ダイヤモンド・ハーバード・ビジネス』1992年3月号)
- 39 出見世信之, 前掲書, 117-122ページ, 参照。
- 40 三和裕美子, 前掲書, 3ページ, 参照。
- 41 詳しくは, 出見世信之, 前掲書, 98-106ページ, 鎌田信男, 前掲書 (2005年3月), 81-82ページ, 菊澤研宗, 前掲書, 19ページ, 参照。
- 42 ウィリアム・ニスカネン, 前掲書, 7ページ, 参照。
- 43 光定洋介「日本における企業・株主価値向上のためのコーポレート・ガバナンスの運用」『Sanno University Bulletin』Vol. 26No. 1, 2005年9月, 10ページ。
- 44 鎌田信男, 前掲書 (2005年3月), 74ページ。
- 45 ただし, 日本の株式相互持合で見られた安定株主のような親密な関係ではない。
- 46 鎌田信男, 前掲書 (2005年3月), 78ページ, 参照。
- 47 日本では「企業改革法」とも意識されている。
- 48 山崎石秀「米国企業改革法の概要」『調査レポート』(三井トラスト・ホールディングス) No. 34, 2003年2月, 峰滝和典「米国におけるコーポレート・ガバナンス改革の問題点」『Economic Review』(富士通総研) 2003年7月号, 参照。
- 49 鎌田信男, 前掲書 (2005年3月), 76-77ページ, 参照。
- 50 三和裕美子, 前掲書, 137ページ。
- 51 Mark J. Roe, *op. cit.*, p. 230. (邦訳, 294ページ。)
- 52 鎌田信男, 前掲書 (2005年3月), 77ページ。
- 53 同上書, 73ページ。
- 54 同上書, 72ページ, および東京証券取引所ホームページ [http://www.tse.or.jp/data/report/monthly/0312\\_a.html](http://www.tse.or.jp/data/report/monthly/0312_a.html), 参照。



- 55 ナスダックのコーポレート・ガバナンス規則においても独立取締役の採用とその人選と機能の強化、会社機関制度の見直しなど、ほぼNYSEのそれに準じた改正が行われている。
- 56 鎌田信男, 前掲書 (2005年3月), 73ページ。
- 57 橋本基美「米国におけるコーポレート・ガバナンスに関する上場規則の見直し」『資本市場クォーターリー』2002年夏号, 14ページ。
- 58 2006年10月23日, テキサス州ヒューストン連邦地裁はエンロン社の元CEOジェフリー・スキリングに対して, 禁固24年4ヶ月の実刑判決ならびに4500万ドルの賠償金支払を言い渡した。
- 59 橋本基美, 前掲書, 14ページ, 参照。
- 60 Nofsinger, John R.; Kim Kenneth A., *op.cit.*, p. 97. (邦訳, 124ページ。)
- 61 橋本基美, 前掲書, 14ページ。