

# コーポレート・ガバナンス

——いかに機能させるか——

福 光 寛

## 目 次

はじめに——身近にある企業ガバナンス問題——

1. 問題の所在と小稿の概要
2. 機関投資家の実像
3. 批判にさらされるストック・オプション
4. 取締役会の構成
  - 4-1. 独立した社外取締役の実像
  - 4-2. 日本の産業界の冷めた対応
5. 外部監視における利益相反
6. 従業員によるガバナンスの限界

むすび——CSR への展開——

はじめに——企業ガバナンスへの関心の高まり——

## Corporate Governance and Our Daily Life

コーポレート・ガバナンスは、説明しにくい言葉である。コーポレートは企業と言い換えても大きな問題はない。わかりにくいのはガバナンスという言葉である。ガバナンスは訳として「統治」を使うことがある。辞書の説明で統治とは「主権者が領土・人民を支配すること」である。だが企業について統治するとはどういうことか。企業において主権者とは誰で、人民とは誰なのか。実は意外にこの説明はむつかしい。これがコーポレート・ガバナンスを一言で説明しにくい大きな理由である。

この「むつかしい」議論について、多数の文献が出回っている。この社

会現象は何を意味するのか。わたしはつぎのように考える。現代の資本主義社会では、株式会社という形態を取る企業が主たる生産単位となっていて、そのガバナンスの問題をまさに議論しているからだ。つまり現代社会の問題が企業絡みの場合、問題が企業ガバナンスのあり方として表面化することが多い。そこで企業ガバナンスに関心が集まるのではないか。

例として「三菱ふそうトラック・バス」という自動車会社（三菱自動車の商用車部門が分離したもの）の脱輪問題を取り上げよう（表1）。この事件の報道に際して、わたしたちは、これを三菱自動車の企業ガバナンスの問題として考えてしまったのでないか。それは具体的には以下のような内容だ。この件で経営トップの責任は大きい。たとえば横浜市の母子死傷事故を三菱自動車のトップは判断したはずだ。脱輪で自社の責任を認めない判断をトップは了承したはずだ。その判断は顧客の安全よりも会社の利益を優先したものだ。しかし事実関係が明らかになった今、その決定はさらにその2年前のリコール隠し事件を重ねると、わたしたちが消費者として三菱の車を買うことになんかの抵抗を感じる原因になっている。三菱自動車は間違いなく、販売不振に陥るだろう。売上は落ち、利益を失うだろう。だとすれば、利益を上げるという会社の目的からしても三菱のトップの判断は間違っていた。それはガバナンスの失敗といえるのではないか。このように企業トップの経営判断の問題、もう少し言うと企業トップの経営判断を導く組織のあり方の問題を、わたしたちは企業ガバナンスの問題として理解している。

ガバナンスがおかしい会社は、業績の低下に見舞われやすいといえる。しかもそのこととわたしたち消費者の行動との関係が見えてきた。このようにガバナンスとわたしたちの日常生活との関係が見えてきたこと、それが企業ガバナンスへの関心を支え、大量の文献につながっているのではないか。

表1 三菱自動車に関連する諸問題

<p>三菱自動車がリコールを隠していたことが2000/7に表面化</p>	<p>2000/7 1970年に三菱重工業から分離して会社が創設された時から続けていたりコール隠しを公表。きっかけはリストラ退職に追い込まれた社員による運輸省に対する内部告発。2000/9 川添社長（当時）辞任表明。2001/2 日米双方で計150万台の大量のリコールを表明。直後に大規模なリストラを表明。</p>
<p>三菱自動車が脱輪事故について原因を偽っていたことが2004/3に表面化</p>	<p>2004/3 ハブの不具合が原因で発生していた脱輪を整備不良が原因と偽り責任を車両保有者に転嫁して、リコールでなく自主点検で切り抜けてきたことが判明。11万3,000台のリコールに追い込まれる。きっかけは2002/1に横浜市で起きた脱輪による母子死傷事件に対する捜査の進展。</p>
<p>ダイムラー・クライスラーによる三菱自動車支配</p>	<p>2000/7 三菱自動車を傘下に収める。                  2002/6 ロルフ・エクロートが社長兼 CEO に就任。                  2003/1 三菱ふそうトラック・バスが商用車部門を引き継ぎ三菱自動車から分離。                  2004/1 三菱ふそうトラック・バスへの持分比率引上げ（43%→65%）。                  2004/2 三菱重工業ほか三菱グループの支援策表面化。                  2004/4 ダイムラーは支援を断念。エクロートは退任。三菱重工業の岡崎洋一郎常務が社長兼会長に就任。ダイムラーから副社長のエクハート・コーテスが社外取締役就任へ。</p>

資料：新聞報道による

## 1. 問題の所在と小稿の概要 The Points of Shareholders' Governance and the Outline of this Paper

しかしもしも企業トップの後ろに大株主がいて、その株主の意向で企業が経営されていることが理解されていたら、ガバナンスに対する批判は、企業トップに対してでなく、その大株主に向かうだろう。つまり、ガバナ

ンスの問題を企業トップの問題と、わたしたちが考えてしまうのは、誰が実質的な判断を行っているかをおそらく瞬間的に判断して、企業トップがそれを行っているとしているからである。

ただここに問題があって、理屈では株式会社の場合は株主、一般的には出資者つまり自己（リスク）資本を出しているものが、企業の支配者で責任者であるという「理屈」がある。つまり企業トップは株主の意向を受けて経営をしているに過ぎないという理屈がある。ガバナンスをしっかりとるかどうかは、株主の責任でもあるという言い方が示すように、株主にむしろガバナンスの責任があるとも言える。たとえ小株主でも株主は会社にリスク資本を出していることから、会社のガバナンスに権利があるし、また責任もある。理屈ではそうなる。

株主がリスク資本を出しているというのは、権利関係上、劣位にあるということ。これはリスク資本（自己資本）の性格からは否定できないことでもあるが、その意味は、会社がサービスや商品を販売して様々な債権者に支払いをして残ったものを受け取る立場にあるのが株主に他ならないということである。そこは残余で利益がでるか損失になるか分からない (residual loss or profit) のだが、その分からないというリスクを負担するものがあるから会社という事業が成立するという関係にある。

このような意味でリスク資本（自己資本）を出している株主に注目して、株主はそれゆえ会社の所有者であり、その所有者の意向に沿った会社の経営がいかに実現されるかがガバナンスの中心問題だというのが、株主型の企業ガバナンス論、あるいは通説的なガバナンス論の理屈である。その場合、ガバナンスの実行は株主の権利であると同時に責任でもある。

この株主によって選ばれて、会社を代表しているのが会社の役員である。厳密に言うとは株主は株主総会で、会社を統括する取締役を選任あるいは解任する。選任された取締役は合議で会社の業務責任者を選出する。これが日本流では代表取締役、アメリカ流なら最高業務執行者 CEO (Chief Execu-

tive Officer) である。そして取締役はこの CEO による日常的な業務執行を監督するという関係にある。

株式会社では株主が会社の所有者だが、会社を支配して業務を執行しているのは経営者だ。経営者は株主の代理人だが、経営者は代理人として誠実に行動するだろうか。誰にも干渉されなければ経営者は自分の利益を図るために行動する、その結果、株主の利益が損なわれる可能性があると考えられる。よく知られているお話は、報酬を吊り上げたり、会社の資産を私物化したり、権威付けのために投資を拡大したりといった事例である。

経営者を誰かが見張りけん制しないと経営者が身勝手な行動をするということが株主型のガバナンスの必要を支えている。

そこでこの経営者が株主の利益に沿って行動する仕組みをどのようなようにして造るか。これが株主型あるいはアメリカ型とも呼ばれる企業ガバナンス論では、企業ガバナンスの中心問題である。なおこれは、代理人と依頼人との関係で発生する問題—**principal-agency problem** の一つとされる。背景には、大会社では、一般の個人株主が企業ガバナンスに関心を失うという問題がある。

大会社の場合、株主 **shareholders** の出資分は集まった大きな資本全体の中では相対的に小さな割合になり、株主は会社が大きくなるほど、その会社を所有して支配しているという自覚を持ちにくい、つまりガバナンスへの関心が薄くなる（無関心になる）という問題がある。これはガバナンスに関心はあっても時間と経費をかけてガバナンスを行うことは実際的ではない、無関心である方が合理的だといったほうがいいかもしれない。経営に気に入らない点があれば、その株を売るという形で意思表示をする。逆に言えば、そうした形の意思表示の方法しかないというのが、大多数の小口株主の立場である。また、もともと短期投資のために株主になったのであって、その会社のガバナンスに深く立ち入る意志はなかった。そういう株主も多いだろう。

だから分散的な株式保有が進展すると、どの株主も会社のガバナンスに積極的な関心を持たないということも、理屈の上では起こり得る。でもそれは経営者の専横を許すことにもなる。これが株主から見たガバナンス問題としてよく出される論点である。理屈の上では、会社の主人であるはずの株主が実際にはガバナンスという点では無機能化しているということである。

そこで、株式をブロックで、ある程度の大きな塊（ブロック）で保有する投資家がいれば、その投資家はガバナンスに熱心だろうということも指摘される。経営者の側も、ブロックで保有している投資家であれば、その株主としての発言に耳を傾けざるを得ない。

日本では企業や銀行が互いに相手の株をブロックで持ち合う (mutual or cross share holding) ということが広範に見られた。しかし、お互いに相手に都合のいい株主になっていたため、つまり相手の経営には口を出さない役割に徹したために、ガバナンスという意味でこのブロック保有は機能しなかった。そして近年、持合は、有価証券の時価評価が導入されたことで、企業の収益環境が厳しくなるなかで見直しが進んでいる。

日本でこの持合に続いて、ブロック保有の担い手として期待されるのは機関投資家である。つまり現代において、一般的にこのようなブロック保有する投資家として想定されるのが、いわゆる機関投資家である。具体的には年金基金であるとか保険会社などである。アメリカでは、この機関投資家がブロック保有の担い手になるという現象が日本よりも先に生じている。しかしこれから第2節でアメリカを例示として縷縷述べるように、この機関投資家が、ガバナンスの担い手として自覚を高めているという話はいささか楽観的に過ぎるのである。

そこで問題は投資家がガバナンスへの関心が弱いとすれば、経営者をいかに規律付けるかということに移る。本文では、株主主権型ガバナンスを実現する仕組みとされる、ストック・オプションや独立した社外取締役の

多数化、第三者による外部監視などの仕掛けをあげて、その実状について述べている。その結論はいずれも満足できるものではない。

株主型ガバナンスは実際には機能していないのである。そこで最後の期待として、株主によるガバナンスではなく従業員によるガバナンスなら機能するのではという議論は、実はかなり昔からある。その現代版はつぎのような話である。

すなわち会社という組織を構成して日常の業務を担っているのは従業員である。従業員は会社に自分の労務を提供しているのだが、株主に対比させると会社に人的資本を提供している。しかも従業員は会社経営の巧拙により、賃金の変動、あるいは職場そのものの喪失という大きなリスクを受けている。人的資本を出している従業員は、その会社でしか役立たない特殊関係の知識や技術を形成する一方、移動は実際には困難を伴う。株主は株を売却して投資資金を回収して投資先を変更できるというのに。だから従業員こそ最たる利害関係者だというお話である。チャールズ・ハンディはつぎのように言う。

「昨今では、知的資産、すなわちブランドや特許、社員のスキルや経験などの重要性が高まっている…頭のなかに知的資産を蓄え、会社に資金ではなく時間と才能を投資する人々にこそ、『自分たちの』会社に関して何らかの権利を与えるべきではないだろうか」(ハンディ [2002, 訳 2003])

しかしこの従業員によるガバナンスも後に第6節で詳述するように最後の答えにはならない。従業員もガバナンスに関心がありその一部を担えることは事実でも、従業員が企業にとっていつも最善の回答を示すとは限らないからである。

以上をまとめるに、企業あるいは経営者は、株主や従業員によるガバナンスが、現実には機能不全のものに過ぎないという事実に目覚める必要がある。実際に機能する、経営者を規律付ける新たな視点が必要である。近年、企業の社会的責任 (CSR: corporate social responsibility) から企業が情報

を公開することや、市民や NPO がその中身を検証するといった手法が、この新たな規律付けの説明として注目されている。この新たな規律付けの中身については「むすび」のところで説明を試みることにする。

## 2. 機関投資家の実像

### Unenthusiastic Attitude of Institutional Investors

現代において、最大の株主は年金や保険など機関投資家と呼ばれるグループである。

Ryan and Schneider [2003] が引用している米証券業協会の数値によると、2001 年のアメリカ株の投資構造は以下のとおり。NPO を含む家計による保有 38.7%，投資信託 18.6%，私的年金 12.5%，公的年金 8.0%，保険会社 6.0%，銀行 1.5%，外国人保有 11.2%，その他 3.5%。

ところで機関投資家が経営陣を見張っているという理解があるけれども、実際には機関投資家はガバナンスをさぼっているとされる。アメリカで機関投資家の中でガバナンスに熱心なのは一部の年金基金に限られ、多くの年金基金は企業ガバナンスをさぼっているのが実態だとされている。

しかし以下のようなことを契機に、アメリカの一部の機関投資家がガバナンスに関心を高めてきたことは事実である。

一つは 1960 年代から 1970 年代にかけて企業の反社会的行動を抑制しようとした社会運動である。人種差別問題、環境や安全性の問題などを争点にしたこのような社会運動は、これらの機関投資家が企業ガバナンスでの自らの対応を反省するきっかけとなった。

そして今一つは、1974 年の米 ERISA (Employment Retirement Income Security Act) の成立である。同法は年金資金の受託者の受託者責任を明確にした。この結果、年金資金の受託者として機関投資家は、投資先についての説明責任と投資先企業についてのガバナンスを強く意識することになった。



また近年、機関投資家の資金運用でパッシブ運用の比率が高まったことがある。パッシブ運用が採用されるのは、アグレッシブ運用に比べて運用コストが低いこと、市場のインデックス並みの収益を確保することが受託先への合理的説明になることなどが理由である。問題はパッシブ運用では、運用の仕方が定型化するとともに、投資先が固定されやすくなることにある。このことはパッシブ運用の代表であるインデックス運用を考えると理解しやすい。インデックス運用では市場の主要銘柄については、頻繁な入れ替え売買ではなく固定的に投資することになる。また一般に投資金額が巨大化してくると、売却による値下がりリスクも大きくなる。さらにいわゆるプログラム売買ではいろいろな機関投資家が同じ銘柄を一斉に売ることも生じ勝ちで、値下がりリスクは大きくなる。

これらのさまざまな理由から長期固定的になった投資先に対し、機関投資家はガバナンスの必要を意識するようになったとされる。

では機関投資家のガバナンス手法にはどのようなものがあるのだろうか。大きくは二つに分かれる。一つは伝統的な売却という方法。「エグジット」(退出)型とも呼ばれる。業績や経営方針に不満がある。それで売却するという論理である。しかしエグジットはどちらかといえば短期保有投資に典型的な手法であり、ここで問題にしたいのは長期固定的な投資に対応した「ボイス」(発言)型である。

ボイス型で最も重要とされるのは、公式あるいは非公式の接触である。会社側からは役員会の主要メンバーが出席するこの種の会合には、主だった投資家や証券アナリストが招待される。そこでは会社の経営戦略、経営目標の設定方法、目標の到達度、経営管理の質などが議論される。このほか電話や手紙など様々な接触方法がある。そして株主総会での議決権行使がある。このほか、機関投資家側による、想定された業績基準を下回る会社のリストアップとか、あるいはガバナンスの質についての格付けなどの動きも重要だと考えられる (Mallin [2004] の第6章を参照)。

しかしである。確かにアメリカの機関投資家の企業ガバナンスについて日本では、カリフォルニア州の公務員の年金基金である CalPERS (California Public Employees' Retirement System) や大学教員の全国的な年金基金である TIAA-CREFF (Teachers Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund) などの活動がお手本のように扱われている。なお CalPERS のように公務員対象の年金は公的年金 public pension と呼ばれる。公的年金以外のものが私的年金 private pension で、TIAA-CREFF は公的年金でなく私的年金で私的横断年金 private multi-employer plans といって複数の事業者にまたがるタイプのものである。

しかしフィナンシャル・タイムズ紙は、2003年11月の特集記事の中で、実際には機関投資家の主流を占める投資信託や企業年金は企業ガバナンスでほとんど何もしていないと伝えている (Tassell [2003])。

それは余分なコストを食うしコストをかけて成果が得られなければ訴訟に巻き込まれる恐れもあるし、またビジネス関係を妨げる恐れがあるからだ (同前)。首藤 [2002] は投資信託や企業年金がガバナンスに不熱心な理由として、投資先企業とスポンサー企業との間の企業間関係に加えて、インサイダー取引規制の存在からも、企業はアウトサイダーに徹した行動を取ろうとするとする。また、議決権行使は企業コントロールの方法としてモニタリングコストが高い割に、実際のベネフィットは不確実である＝実証結果は一貫していないとも指摘している。

ところでアメリカの機関投資家の多くがガバナンスに無関心であることは福光 [2002] で紹介したように、日本でも1990年代の前半から繰り返し指摘されていたところである。しかしそれでもこのことは現在でも繰り返し述べるべき重みをもっている。

では私的年金、日本的に言えば企業年金はガバナンスをしないで、なにをしているのか。企業年金はその企業の役員によって支配されているのが実態である。それだけでなくたとえばエンロンの企業年金はほとんどエン

ロンの株に投下されていた。ほかの会社でも、役員たちは従業員年金の委任状を株主たちと衝突の際の緩衝材に使っている。つまりほとんどの企業年金はガバナンスで何もしていないだけでなく、むしろガバナンスを妨げている。経営者が枕を高くして眠ることに貢献している。だから一部の年金の派手な動きを拡大解釈してはならない。

なおここでエンロンの企業年金がエンロンの株を買っていたという問題は、議決権行使と関係もある大事な問題なのでその中身を今少し確認しておく。

レビットによると、401K 型企業年金については、企業側の抵抗で分散投資の義務付けが実現していないとされる。また従業員が同意した形式を取ることで、自社株への偏った投資になっているという（レビット [2002, 訳書 2003] の第 10 章参照）。奥村 [2002] の表現を借りるなら、「アメリカの企業年金では、企業が運用の責任を負う確定給付型は総資産の 10% 超を自社株で運用することを禁止している。しかし個々の従業員が自己責任で運用する 401K では自社株への投資を制限する規定はない。そこでエンロンの 401K 型年金基金では資産の半分以上を自社株で占めていたという。」ただし「企業によっては自社株に投資できない規定を作っているところもある」（奥村 [2002] 第 5 章参照）。

野村 [2003] が引用している投資会社協会 ICI と従業員給付研究所 EBRI の共同調査によれば、1996 年から 2000 年の 401(K) プランの資産配分で自社株への投資比率は 19% 前後だが、加入者 5000 人超の大型プランに限定すると、その数値は 25.6% に上がる。マッチング拠出と加入者の選択として自社株が提供されるタイプに絞り込むとその数値は 52.9% になる。野村は、このうち 4 割程度は加入者自身の運用指図による自社株投資であり、問題は加入者に分散投資の重要性を教育することにあるとしている。また日本では自社株を確定拠出年金の投資先として提示する企業は、ごく一部であることもあり、自社株投資がプラン資産の 2 割に達する

という事態は想定しにくいと指摘している。

なお日本の確定拠出年金について、2003年7月末現在の資産配分比率は、厚生労働省が行ったアンケート調査によれば、預貯金が50%、株式投信が25%、保険商品が11%、公社債投信が5%、信託商品と債券が各4%、株式が2%であった（『日本経済新聞』04/3/27）。

いずれにせよ、この企業年金の自社株投資が、経営者支配にとり有利なものであることは想像できる。

繰り返すが、アメリカの企業年金や投資信託の議決権行使が十分でないことは重要である。このことについては、野村総研の橋本基美やISS (International Shareholder Services) のハードの報告もある（橋本 [2003]、ハード [2003]）。

公的年金を除く多くの米国の機関投資家は、議決権行使の基準はあってもそれを厳格には使っていないという。ハードは「コーポレート（企業）・ガバナンスに非常にアクティブであるような企業年金は一つも思い浮かびません」「大半のミューチュアル・ファンドが責任ある株主としての行動を果たしていない」と断言した（ハード [2003]）。ただし橋本は、SEC（米証券取引委員会）がこの点を問題にして規則を改正した結果、2003年夏から運用会社の議決権行使の基準が開示されるようになったとしている。また2004年8月から行使結果が開示されることになったことも挙げて、これらの変化が議決権行使の積極化につながる可能性はあるとしている（橋本 [2003]）。

結論として、アメリカの機関投資家のボイス型ガバナンスが、全体としては低調だということを再確認できる。しかしアメリカではエグジット型ガバナンスがなお機能しているという理解も可能である。たとえば売りが重なれば、株価が下がり、企業のM&A戦略は阻害され、CEOが責任を問われることもありうる（コイネほか [2002, 訳2003] 参照）。もしそうだとすれば機関投資家のエグジットという「伝統的」手法（=Wall Street rule）も

企業ガバナンスに役立っていることになる。したがって、ここではアメリカの機関投資家のボイス型ガバナンスが低調であることだけを再確認するにとどめたい。

これに関連して日本で、和製 CalPERS を目指す複数の動きがあり注目されている。まず日本の厚生年金基金連合会の動きがある（矢野 [2003] を参照）。

厚生年金基金連合会では 1999 年 10 月に改訂した運用基本方針において、運用受託機関に対して、「投資家たる連合会の利益増大のため議決権行使する」ことを要請した。また 2001 年 10 月には議決権行使に関する実務的指針として「議決権行使に関する実務ガイドライン」を策定して、各受託機関に提示した。その上で 2002 年 4 月から始まったインハウス運用でのインデックス運用において、実際に議決権行使を行う経験を得た上で、2003 年 2 月には株主総会議案に対して「議決権行使基準」を設定し、機関投資家の立場から「コーポレート・ガバナンス原則」と具体的な議決権の行使基準を明らかにした。そして 2003 年 6 月には株主総会において、この基準を使った議決権行使を行った。そこでは議案の項目によっては過半数の議案に反対する厳しい対応を取った（表 2）。その後も、運用委託先の信託銀行や投資顧問会社にも議決権行使での共同歩調を求めている。

表 2 厚生年金基金株主総会議決権行使状況（抜粋）2003 年 6 月期

総 会 議 案	賛 成	反 対	小 計	反対比率
利 益 処 分 案	798	466	1,264	36.9%
定 款 一 部 変 更	286	975	1,261	77.3
取 締 役 選 任	466	635*	1,101	57.7
監 査 役 選 任	942	104	1,046	11.0
退 職 慰 労 金 支 給	382	689	1,071	64.3
自 己 株 式 取 得	680	73	753	9.7
そ の 他 含 む 総 計	4,043	2,992	7,035	42.5

\*一部反対を含む

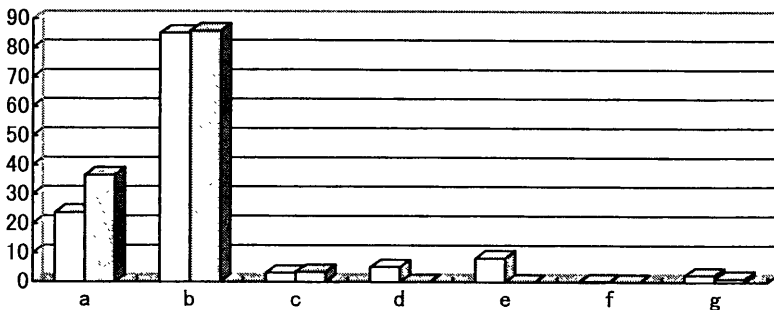
資料：厚生年金基金連合会

また地方公務員共済組合連合会でも議決権行使基準を設定して、2004年の株主総会から適用する方針とかねて伝えられていた（『日本経済新聞』03/9/17；03/10/9；03/11/28；04/2/26；04/3/19夕刊）が、2004年4月1日に議決権行使のガイドラインを策定し、信託銀行や投資顧問など約20の委託運用会社に通知している（『日本経済新聞』04/4/2）。

従来、機関投資家が議決権行使に消極的だった日本で、一部の機関投資家の姿勢に変化の兆しが生じていることは明らかだ。

生命保険協会が機関投資家の議決権行使に期待される効果について、2003年の8月から9月にかけて企業と投資家の双方に対して行ったアンケート調査（図1）では、両者ともに「より緊張感を持った経営につながる」との肯定的評価が8割を超えた。議決権行使の増加が経営規律に与える効果を、肯定的に捉える企業が現在のところ多いことは注目される。

図1 機関投資家の議決権行使に期待される効果



- a. 企業価値の向上を期待できる
- b. より緊張感を持った経営につながる
- c. 会社経営に支障をきたすおそれがある
- d. 総会準備の煩雑化につながる
- e. 特に影響はない
- f. その他
- g. 回答なし

資料：生命保険協会 [2003]

しかし、アメリカの企業年金や投資信託が依然として、ボイス型の企業がガバナンスでほとんど何もしていないと報道されていることの意味は日本でも慎重に考える必要がある。それは民間の機関投資家の企業ガバナンス活動に過大な期待をすることはできないことを伺わせるからである。

投資家がボイス型ガバナンスに熱心でないとき、経営者をなおどのように規律付けて、株主寄りの意志決定をさせるかが可能か。その方法としてこれまで最も注目を集めてきたのが、経営者の報酬を株価に連動させるという次節で検討する方法である。

### 3. 批判にさらされるストック・オプション

#### Obvious Drawbacks of Stock Options

経営者の行動を株主寄りにさせる方法として、かなり前からストック・オプションという報酬制度が知られている。そもそもアメリカでは経営者報酬の6割あるいは8割がストック・オプションによるものとされ、高額過ぎるとも批判されるアメリカの経営者報酬はすぐれてストック・オプションの問題になっている。

Hall [2003] は、アメリカのトップ500の大会社について、そのCEO給与の中央値は、1980年代初めの100万ドルほどだったが、とくに1990年前後から急速に増加し、2001年には700万ドルと6倍に増加したこと、CEO給与における、ストック・オプションを始めとする株式絡み給与の構成比率は1989年の4%を谷にして急増し2001年に66%に達したことを示している。

この権利の付与を受けると、あらかじめ決められた価格で一定期間、その会社の株式を購入できる。付与を受けた会社役員は会社株価の引上げに強い誘引を与えられる。この仕掛けによって、経営者は株主寄りの行動を促されるというのが「お話」である。しかしこの報酬制度は報酬を株価に連動させたことで、矛盾の塊のような制度になっている。

ストック・オプションは日本でも1997年の商法改正で全面解禁され、2003年12月末段階で、累計では上場企業の約3割にあたる1,216社で導入済みとされている（大和証券ホームページによる）。しかしアメリカではエンロン事件のあと、ストック・オプションに対する批判がこれまでになく高まり、マイクロソフト社では2003年8月、遂にストック・オプションを廃止することになった（表3）。

表3 株価連動報酬を見直した米国企業の事例

会社名	見直しの具体的内容
マイクロソフト社	2003年7月 スtock・オプションの廃止、現物株支給に切り替えを発表。なお2003年1月 成長企業として配当より研究開発投資や事業投資を優先するという考え方による無配方針を変更、年1回の配当実施すると発表。カリフォルニア州の消費者との和解成立により訴訟リスク対策に備える必要が軽減された面もある。現預金と短期保有有価証券の合計は2002年末に400億ドルを上まわる。
GE	2003年9月 ジェフリー・イメルト CEO に対する報酬の変更を発表。前年は300万ドルの基本給と840万ドル相当の100万株のストック・オプション。新年は300万ドルの基本給に加え750万ドル相当の現物株を用意。継続ベースの事業活動でGEのキャッシュフローが年間平均10%以上増えた場合にその半分を支給。残る半分は配当と株価の上昇が市場平均を越えた場合に支給するとのこと。
IBM	2004年1月 権利行使価格を株価より10%高い水準に設定してストック・オプション利用のハードルの引上げを発表。制度見直しの対象は全世界の上級幹部300人（全社員の0.1%）。

資料：『日本経済新聞』03/9/18夕刊；03/12/2；04/2/14；04/2/25夕刊；04/3/3：Business Week, 03/7/21.

そもそも役員報酬を企業業績に連動させることは、役員が企業業績を上げるために職務を遂行していることからすれば、役員報酬の決定方法として合理性がある。しかし株価に連動させる制度は、役員報酬制度として基本的に問題がある。まず株価はそもそも個々の企業業績にいつも連動して



動いているわけではない。そこでたとえば会社の業績が悪くても、株価がたまたま上がっていれば高い報酬を得ることになる。またオプションを得るとき、たまたま株価が高い安いかの違いで報酬に差が出る不公平感もある。株価が下がると全く報酬として機能しないというのも不都合である。しかも役員は利益を得るためには取得した株式を売却するから、ストック・オプションによって長期的株主になるわけでもない。

加えてストック・オプションは原則として費用として計上する必要があるために利益の「かさ上げ」になっているとの批判もある。そもそも株価の引上げのためには、決算利益の数字を上げればいいのだが、ストック・オプションそのものが利益の「かさ上げ」をしていることになる。またオプションの株数の多寡に関わらず経費は同一だと意識されるために、過大なストック・オプションの付与が行われやすいとされている。株価を引上げるため、配当支払いより自社株買い取りが優先されるとか、あるいは高い株価を呼びやすい高リスク投資が選択されるなど、目先の株価上昇を優先した経営判断が行われやすいといった指摘もある。

このようにストック・オプションを始めとする株価に連動した役員報酬制度は、様々な批判にさらされている。ただ日本でも一般従業員の給与から年功的要素を払拭して、成果主義への転換を打ち出した企業が増えている（表4）。一般従業員の給与が成果主義に転換する以上、役員報酬を何らかの形で会社の業績と連動させることは避けられない選択である。ただその連動の対象を株価とすることには、すでに述べたように様々な矛盾が生じる。ストック・オプションを導入する企業は、このようなさまざまな問題をよく理解した上で導入の判断をするべきだろう。

しかし現在でも、知名度の低い新興企業が優秀な人材を確保するための手段だという擁護論もある。たとえばザールマン [2003] は、ストック・オプションを費用計上するという主張は、「人材マネジメント戦略の一環としてのストック・オプションのメリットをまったく考慮しないもの」だ

表4 定期昇給を廃止した日本企業の事例

企業名		実施時期
キャノン	若手社員を除いて廃止	2002/4
ホンダ	若手社員を除いて廃止	2002/10
セイコーエプソン	若手社員を除いて廃止	2003/4
富士通	定昇相当分の上げ幅圧縮	2003/4
中部電力	全社員を対象に廃止	2003/4
三菱自動車	全社員を対象に廃止	2003/4
マツダ	全社員を対象に廃止	2003/5
武田薬品工業	全社員を対象に廃止	2003/6
ソニー	全社員を対象に廃止	2004/4
トヨタ自動車	全社員を対象に廃止	2004/4
日立製作所	全社員を対象に廃止	2004/4
日立キャピタル	全社員を対象に廃止	2004/4
松下電器産業	全社員を対象に廃止	2004/4

資料：『日本経済新聞』03/11/14；03/11/26；03/11/29；『朝日新聞』03/11/6；04/1/28.

と批判する。ストック・オプションは、R&Dの費用やスタッフ・トレーニングの費用と同じように将来への投資に近く、営業費用とは性格が異なるとも主張している。

なお一般に役員報酬については、社外取締役から構成される報酬委員会を役員会の下に設置してそこで報酬の内容を決定すること、また役員報酬の決定方法、報酬の構造などを開示することなど、透明性を改善することが課題とされる（Mallin [2004] の第9章を参照）。しかししばしば耳にするのは、このような委員会が外部の意見を聞いたという隠れ蓑に使われ、業績よりは、同業他社の水準との比較で、経営者の報酬水準を決めようとする安易な姿勢がこのような委員会を支配することである（ロイターほか [2003] におけるウーラードの発言参照）。また後述するように、日本では役員報酬の決定権限を取締役会から離すことには抵抗感が強い。

いずれにせよ役員報酬をストック・オプションで支払うことには、すでに述べたようなある意味で本質的な疑問が噴出している。そのような制度

をシステムの根幹に据えるわけにはゆかないのではないだろうか。

機関投資家はガバナンスで機能しない、ストック・オプションは報酬制度としては基本的に問題がある。このような中で、株主型ガバナンスを成立させる最後の砦の趣があるのが、次節でみる取締役会の構成の問題である。

#### 4. 取締役会の構成 Structure of the Boards

##### 4-1. 独立した社外取締役の実像

##### Real Image of Independent Outside Directors

経営者を会社の中で監視する仕組みとして、取締役会が知られる。形式的には取締役会により選出された CEO を取締役会は株主の立場から監視する役割を負っている。

機関投資家のガバナンスも機能しない、ストック・オプションも問題ありとされた中で、取締役会の構成に期待が集まった。独立した社外取締役が多数を占めるように取締役会を構成すれば、CEO を取締役会が牽制統制できるというのが、ここでの「お話」である。しかしこの「お話」も、多くは実際には機能していない。

そもそも取締役会の構造には、ドイツ、オーストリア、オランダ、デンマークなどヨーロッパの一部の諸国に見られるように、業務執行役員会と、監査役員会とが人的に分離された二層構造 (dual structure) の国と、アメリカ、イギリス、アイルランド、スペインそして日本のように、取締役会に業務執行役員と非業務執行役員とが席を同じくする一層構造 (unitary structure) の国とがある。フランスやイタリアのように一層が多いが二層構造も選択できる国もある。執行と監視の分離という点では二層構造が正しいように見えるが、経営情報を迅速に共有するには一層構造が優れているとされている (Mallin [2004] の第 8 章を参照)。

アメリカやイギリスの議論をみると、取締役会が経営者を監視する上で

最も重視されているのは、十分な数の独立性のある役員、別の言い方では社外取締役の存在だ。独立性の定義としては、その会社と過去に雇用関係が無かったという定義が日本では使われている。しかし後述するように独立性の定義がそれで十分かは議論の余地がある。

ディズニーやエンロンの事例（表5）が示すように、CEOに対抗できない、つまり異議を出すことのできないような社外取締役では、経営者監視の役割を果たせない。ディズニーやエンロンが例外であるのか、典型であるのかは別にして、表5のようなディズニーやエンロンの取締役会の編成が、形式的には社外取締役が多数を占めていて問題がないとされるものだったことは衝撃的だ。

表5 社外取締役の内容が問題とされた米企業の事例

<p>1984年以來、ディズニーに長期にわたり君臨するマイケル・アイズナーCEO。16人の取締役はつぎのようなメンバーを含んでいた（『ビジネス・ウィーク』誌で2000年に指摘を受けた。株主の不満の高まりを受けてアイズナーは2004年3月に会長職を退き、CEOに専念すると発表した。アイズナーの批判は続いた）。○アイズナーの子供が通う学校の校長。○ディズニーからコンサルタント料の支払いを受けるとともに、ディズニーを代理する法律事務所を所有する弁護士。○ディズニー家の投資を管理する会社の会長。○アイズナーの子供が通う大学の理事長。なおこの大学はアイズナーから寄付を受けている。○アイズナーの個人弁護士。○複数のディズニー・プロジェクトの建築設計家。</p>	<p>2001年に破綻したエンロンの15人の取締役はつぎのようなメンバーを含んでいた。○エンロンによる英国での電力発電所建設を1990年に承認した英国保守党の政治家。○エンロンに数百万ドルの設備やサービスを納入するタンク会社の役員。○エンロンとその会長から5年間に5億ドルを超える寄付を受けた医療機関の前理事長と現理事長。○エンロンから資金援助を受けた上院議員の夫人。同夫人はエンロンなどエネルギー取引会社を政策的に支持した連邦政府の商品先物取引委員会の前委員長。○エンロンの金融取引の主要な相手方である石油ガス会社の創立者であり前会長。○エンロンから自身の関係する会社に7万ドル以上のコンサルタント料の支払いを受けた税金ロビイスト。</p>
--	---

資料：Kim & Nofsinger (2004), 36, 38. エンロンについてはレビット [2002, 訳書 2003] の第8章のコラム参照。

ディズニーではアイズナー CEO の経営手法が長年問題にされているが、その焦点の一つがここに掲げたようなアイズナーにとって身内の人々で取締役会を構成したガバナンスのあり方だった。問題の役員はいずれもディズニーと過去に雇用関係はなかったという定義には合致するが、アイズナーにより取締役のポストを与えられた関係にあり、アイズナーを批判するとは思えない経歴の人々だ。今一つは2001年に破綻したエンロンだが、ここでも人々の経歴はエンロンとの雇用関係という点では、独立性があるといえるが、過去あるいは現在においてエンロンに有利なように行動したか今後行動する「見返り」としてこのポストを得たと疑われる人々や、エンロンとの取引や利益配分の方針に自ら強い利害関係をもっている人々が、取締役会に並んでいる。社外取締役の独立性を問うためには、過去の雇用関係を問うだけでは不十分であることが分かる。

このような実態との関係は不明だが、Allen & Gale [2000] は、独立性の高い役員が多数を占める役員会を保有する企業が高い業績を示すわけではないということがすでにこれまでの研究で示唆されているとしている。また、胥鵬 [2002] は、社外取締役の中立性・独立性と社外取締役の選任・解任・報酬決定の問題は、矛盾に満ちていて結局、CEO など執行役が選任・解任・報酬を決定することになる、そして経営パフォーマンスや経営トップの交代に社外取締役の役割を肯定する研究は少ない、とした上で、アメリカの社外取締役の実態は日本の監査役制度と五十歩百歩なのだと述べている。

こうしてこの取締役会の構成問題でも、私たちは、アメリカ型の制度が完璧なものとして機能していないことを確認する。形だけに独立した社外取締役を多数任命しても、それは経営者の規律付けには役立たない。今度はこの独立社外取締役をいかに規律付けするかという次の問題が生ずるだけだということであろう。

#### 4-2. 日本の産業界の冷めた対応

##### Cool Response by Japanese Companies

このようにアメリカ型の取締役会の実態には疑問符もつくが、日本では2002年5月の商法改正により、このアメリカ型の取締役会編成を可能にする委員会等設置会社への移行が一部の大会社について、2003年4月から可能になっている。

ここでいう大会社とは、商法特例法上の資本金5億円以上又は負債200億円以上の会計監査人監査を強制される「大会社」と資本金1億円以上の会社で定款に会計監査人監査を受けることを規定した「みなし大会社」とである。

この商法改正で実現する委員会等設置会社は、アメリカ型の企業ガバナンスを実現する仕掛けの一つだと言える。すなわちそれは複数の社外取締役の選任、社外取締役が過半数を占める指名・報酬・監査の各委員会を通じた経営監視、執行役と取締役の機能分担による各機能の効率化など英米型の取締役会と共通する要素をもっている。

具体的には、各3人以上の取締役で指名・報酬・監査の3つの各委員会を設置。各委員会は社外取締役が過半数となる。取締役は経営の監視に専念する一方、新たに置かれる1名以上の執行役が業務の執行を担うことで、監視と執行の機能は分離される。ただし取締役と執行役との兼任は禁止されていないので、人格的分離は強制されない（一層構造）。また取締役会決議により1名以上の代表執行役を選任しなければならない。

2003年4月時点の日本監査役協会の調査では、回答会員企業1,191社中（上場765社、非上場426社）、「移行する」としたものは16社（上場13社、非上場3社）1%強にとどまった。検討中の14社をこれに加えても、委員会等設置会社への移行予定は少なかった（表6）。

ではなぜ委員会等設置会社への移行希望が少なかったのだろうか。

日本監査役協会の調査によると、現在の制度の中で取締役制度の部分的

表6 委員会等設置会社への移行予定（2003/4 現在）

全社数		比率	内上場	比率	内非上場	比率
移行する	16	1.3%	13	1.7%	3	0.7%
検討中	14	1.2	11	1.4	3	0.7
予定なし	995	83.5	632	82.6	363	85.2
不明	166	13.9	109	14.2	57	13.4
合計	1,191	100.0	765	100.0	426	100.0

日本監査役協会 [2003] 項目の表現を変更した。

表7 委員会等設置会社へ移行しない理由（複数回答 2003/4）

	全社数	比率	上場	比率	非上場	比率
透明性改善は可能	240	24.1%	185	29.3%	55	15.2%
効率と健全性の改善は可能	438	44.0	329	52.1	109	30.0
親会社制度が異なる	208	20.9	58	9.2	150	41.3
監査役制度がすでにある	426	42.8	307	48.6	119	32.8
社外取締役確保が困難	133	13.4	106	16.8	27	7.4

日本監査役協会 [2003] 項目の表現を変更した。

手直しで、経営の透明性、効率、健全性を改善することは可能だという判断が示されている（表7）。結論として日本の産業界は、この問題でよくいえば冷静、悪く言えば冷淡な対応を取ったといえる。2001年のアンケート調査を分析した正岡・柴山 [2002] は、委員会については役員人事権や役員報酬についての権限委譲に抵抗が大きいとし、社外取締役の有用性についても懐疑的な声が多数を占めているとしていたが、3年経った現在でもその状況に大きな変化はない。多くの会社は、委員会等設置会社への移行のメリットがはっきりしないと考えて、当面、必要性が納得できる部分的な改革のみを進めているのが現状といえよう。

ではどのような部分的改革が進んでいるのだろうか。ここでは執行役員制度の導入と新たな社外取締役の任命に着目したい。

2003年10月に朝日新聞は、主要100社について時系列的変化を明らかにした（表8）。執行役員制度は、1997年にソニーが導入したのが最初だ

表8 主要100社の年別導入企業数（1997-2003）

暦年	執行役員	累積	社外取締役	累積
1997	1	1	0	0
1998	4	5	0	0
1999	10	15	4	4
2000	8	23	2	6
2001	9	32	3	9
2002	12	44	7	16
2003	13	57	8	23

資料：『朝日新聞』03/10/31

ったが、主要100社中、57社に普及していた。つまり大きな会社では、執行役員制度を導入し、業務執行をいわゆる取締役から分離することが一般化した。また新たに社外取締役を導入する企業が1999年以降急が増えていることも示されており、その数は1999年以降の5年間で23社になっていた。

ではなぜ執行役員制度や社外取締役の導入がこの時期に続いたのだろうか。2002年12月に財務省財務総合政策研究所が行った調査によると、執行役員制度については、経営監督と業務の執行とを分離することで取締役の責任を明確にすることとともに、迅速な意思決定が可能になることが導入理由だった。社外取締役については、社外の意見を取り入れる役割が強調され、CEOを牽制するというアメリカやイギリスでの社外取締役に期待される機能は全く注目されていないことが注目される。これには社外取締役の比率が9割の企業では30%以下という現実が影響している（表14）。

なお執行役員制度の導入が進んだ中で、委員会等設置会社も解禁されたため、日本の会社のガバナンス形態は、大きくは3つのタイプに分化することになった（表9）。この形が今後どのような方向に収束するかは興味深いところだ。

ところで2003年6月に財務省財務総合政策研究所が出した報告書は、このような産業界の冷静な対応を学問的に裏付けた側面がある。



コーポレート・ガバナンス

表9 日本企業のガバナンス形態

監査役制度（これまでの制度）  
 監査役制度（これまでの制度） プラス 執行役員制度  
 委員会等設置会社

資料：『日本経済新聞』03/6/15

表10 執行役員制度の導入状況（2002/12）

	回 答	比 率
既に導入している	279	33.0%
今後、導入予定である	23	2.7
今後、導入を検討している	218	25.8
一切、導入を考えていない	326	38.5
回答社数	846	100.0

財務総合政策研究所 [2003]

表11 執行役員制度について期待するもの（2002/12 2つまで回答）

	社 数	比 率
経営監督と業務執行を分離できる	353	72.6%
迅速な意志決定ができる	289	59.5
取締役の責任が明確になる	114	23.5
取締役数を削減することができる	94	19.3
透明度の高い経営をアピールできる	39	8.0
回答社数	486	100.0

財務総合政策研究所 [2003] 項目の位置を比率順に変更。

表12 社外取締役の導入状況（2002/12）

	社 数	比 率
既に導入している	309	35.8%
今後、導入予定である	25	2.9
今後、導入を検討している	282	32.7
一切、導入は考えていない	247	28.6
回答社数	863	100.0

財務総合政策研究所 [2003]

表 13 社外取締役に期待するもの (2002/12 2つまで回答)

	社 数	
社外の意見の取り入れで取締役会活性化	268	84.5%
外部コンセンサスが得やすい経営の実現	133	42.0
透明度の高い経営をアピール	99	31.2
その他	13	4.1
回答社数	317	100.0

財務総合政策研究所 [2003] 項目の表現を変更。 項目の位置を比率順に変更。

表 14 社外取締役の総取締役に占める比率 (2002/12)

	社 数	比 率
10% 未満	88	27.9%
10% 以上 20% 未満	113	35.9
20% 以上 30% 未満	69	21.9
30% 以上 40% 未満	18	5.7
40% 以上 50% 未満	10	3.2
50% 以上	4	1.3
回答社数	315	100.0

財務総合政策研究所 [2003]

同報告書は、執行役員制度や社外取締役の導入の進展に注目して (表 10—表 14)、それらの米国企業型の取締役改革が、いずれも企業のパフォーマンスと有意な関係はなかったと指摘している。この結論をどう解釈するかは議論の余地があるが、はっきり言えることはパフォーマンス改善を直接の目的として、米国型企業改革を急ぐ必要はないということであろう。

ただし報告書は、情報公開とパフォーマンスの間には有意な正の相関が認められたともしている。また IR 活動など情報公開に積極的な企業のパフォーマンスが高かったことの解釈は二つ示されている。一つは株主と経営者の間に生ずる情報の非対称性 (エージェンシー・コスト) の軽減を通じて、資金調達コストを引き下げたこと。そして今一つは、情報の公開が経営への規律の役割を果たしたというものだ。

## 5. 外部監視における利益相反

### Conflict of Interest in Outsiders' Monitoring

なお経営者を会社の外から監視する仕組みもガバナンスの一部だという理解がある。もともと金融機関を始めとする取引会社は、この会社の経営を監視しているとも言える。もちろん会計監査人による会計監査もある。監査を受けた財務諸表は公開されて投資家の判断材料になっている。

全く同様に信用格付け機関による格付けも、投資家の投資判断に影響している。日本でも、格付け投資情報センター (R&I), 日本格付研究所 (JCR), ムーディーズ・インベスターズ・サービス, スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) の4社が主要格付け会社とされて、これら4社の格付けは債券の安全度、発行会社の信用度の判定に広く利用されている。さらに証券アナリストの書くレポートにも同じような側面がある。

このような外部監視、外部評価はガバナンスの一部を担っているように見える。しかしこのような外部監視において、監視対象である企業と監視する側との間に報酬の支払いなどの経済取引が存在すると、監視が厳格に行われにくいという問題が知られている (アナリストの倫理的腐敗についてはレビット [2002, 訳書 2003] の第3章参照)。しかもこの面での利益相反 (conflict of interest) を解きほぐす試みはアメリカでもまだ始まったばかりで、外部監視の機能を疑わせる話が尽きないのである。

エンロン破綻のあと制定されたアメリカの公開会社会計改革及び投資家保護法 (Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002, Sarbanes-Oxley Act of 2002) が、監査会社による監査業務とコンサルタント業務の同一の会社への提供を禁止したのも、そうした試みの一つで、この禁止措置は、エンロン事件でこの点が監査のあり方を歪めていることが浮き彫りになったから導入された。

確かにこの禁止措置は、同じ監査会社に勤める監査人とコンサルタント

との間の利益相反を減らすことになるだろう。しかし監査を厳格に行うというモラルと、監査という仕事を開拓して収入を得ているという、ビジネスとしての監査業との間に潜む本質的な利益相反が解決されたわけではない (Kim & Nofsinger [2004] 第3章を参照。同法の概要は同第8章。同法のより詳細な内容は Mallin [2004] 第3章を参照。同法の制定経緯は藤井・鈴木 [2004] 第2章。エンロンと会計事務所アンダーセンとの間に生じた問題については奥村 [2002] 第8章, 大島・矢島 [2002] 第7章, 中北・佐藤 [2003] を参照)。

日本でも、東証一部上場の害虫駆除会社「キャッツ」の旧経営陣による株価操作事件に絡んで、株価操作のための貸付金を企業買収ファンドへの預け金と偽っていたなどの虚偽記載が問題になり、2004年3月に同社の監査を担当していた大手の監査法人に属する公認会計士がこの記載方法を発案した疑いで逮捕されるという事件が起こっている (『日本経済新聞』04/3/9; 04/3/10)。

この場合、厳正な監査をする立場にある公認会計士が個人的な利益のために、知識を悪用して不正な記載を主導したとされた。このように会計士の不正行為は日本でも起こっており、外部監視はそれを担う人々の利益相反により危殆に瀕しているという根本問題はアメリカばかりでなく日本でも残されたままである。

## 6. 従業員によるガバナンスの限界

### Defective Governance by Inexperienced Employees

企業ガバナンスの議論でかねて議論があることの一つは、従業員、あるいは労働者の位置付けである。それは、株主がリスク資本を出しているとするれば、従業員は人的資本を出している。株主が株式市場で株式を売却してその立場を変更できるのに、従業員はむしろ企業の中ででしか通用しない特殊関係の技術を形成する立場にあり、その異動は株主よりも困難だ。だから、株主よりも従業員が企業のガバナンスに強い利害をもっているの

だという主張である。その場合、問題は従業員を主体においたガバナンスはどのようなガバナンス構造を取るのかということに移る。

そのモデルはドイツだとしばしば言われてきた。ドイツは株主の代表がいる監査役会が業務を執行する取締役会（業務執行役員会）を監督するという形で、監督と執行が明確に分かれている。それだけではなくドイツの監査役制度では、従業員の代表も監査役会の3分の1あるいは2分の1を構成するものとされている。ドイツがこのような制度を採用している背景としては、良好な労使関係 *good industrial relations* が伝統的に重視されていること、そして、労働者に関係する限りで、会社の活動についての情報を知る権利や、会社の決定に参加する権利があるとする共同決定 *co-determination* という理念が、労使間の信頼の基礎として、尊重されていることが指摘されている（Mallin [2004] の第10章参照）。

しかし吉森 [2001] がすでに詳しく紹介したように、このような理念とは裏腹に、実際にはドイツの監査役会は機能していないと批判されている。批判点は、監査役会が得る情報が少ないこと、監査役会の事前承認事項が削減されていること、監査役会役員の経験・知識が不足していること、監査役を勤める銀行が取引の維持を優先して監査に消極的であること、監査役の兼任が多いこと、監査役会の開催が少ないことなど多くの点に及ぶ（詳しくは吉森 [2001] の第11章と第13章を見よ）。つまりドイツ型も理想どおりには機能していない。

では従業員自身が株主になって、会社を治めるという株主型ガバナンスにも通ずるアイデアはどうだろうか。実はこの労働者株式会社というアイデアには海外でも日本でも色々な先例がある。

ここでは最近の事例として、ユナイテッド航空の持ち株会社 UAL を取り上げたい。

もともと経営危機に直面した1994年に UAL が持ち株を労働組合に譲渡。UAL は労使一体のリストラで当時の危機は乗り切った。しかし2002

年12月に連邦破産法第11条の適用を申請した時に、再建のネックと指摘されたのもこの従業員持ち株制度で、パイロット、客室乗務員、整備士など五つある組合が合計55%を越える株を保有していることだった。とくにそのうち8割以上を握るパイロット組合、整備士組合からは役員も出ており、そのために思い切ったリストラ策が取れず、高コスト体質を変えられなかったことが2002年の再破綻の一因と指摘された（『日本経済新聞』99/12/27；02/12/6；02/12/16；『朝日新聞』02/12/15；Business Week, 02/8/12. 労働組合がいかに経営に関与したかについて本山 [2003] の第8章参照）。すなわちUALは労働組合が実質的に支配的株主となることで、労使一体のリストラを実現し、労使一体になって難局を乗り切れるということを経験したが、また逆に思い切ったリストラを実現できないということも経験した。従業員参加型のガバナンスはこのように企業経営にとって、強みにも弱みにもなりうる事が分かる。

従業員がガバナンスに強い利害関係があることは当然としても、その有効な関与の仕方や条件について確かな結論がまだ出ていないことは、吉森の指摘やこのUALのケースから浮き彫りになる。従業員によるガバナンスが、ガバナンス問題の解決策になるという確信はこれらの先行事例からは得られないと言えよう。

むすび—CSRへの展開—

### CSR: An Alternative Way of Corporate Governance

以上述べてきたように、ガバナンスについてその担い手と手法の模索が続いている。機関投資家、第三者機関、従業員いずれを担い手としても、あるいは経営者報酬のあり方や取締役の構成を議論してもなお問題が残ることは明らかだ。

このいわば行き詰まった状況において、従来とは異なるガバナンスの考え方が登場してきた。それは企業の社会的責任を強調したガバナンス論で

ある。企業ガバナンスの問題と CSR (corporate social responsibility), 企業の社会的責任という考え方が、強く結び付くようになってきたのである。

首藤 [2003 b] の議論がこの点で理論的に示唆的なものを含んでいるので引用しよう。

首藤は金融市場でリスク調整されるのは株主や債券保有者など資金供給者のリスクであって、消費者や従業員のリスクについて、市場の調整機能は不十分であり、株主重視の経営は、所有者の利益のみを実現し、他のステークホルダー (利害関係者) の利益を犠牲にしている可能性があるともまず指摘する。これは株主型ガバナンスへの批判である。

その上で、企業の社会的責任論への移行を次のように説明している。情報通信技術の革新と企業のグローバル化のなかで、他のステークホルダーが被るリスクが、商品の購買や投資決定に影響する状況が生まれ、株主自身も他のステークホルダーのリスクに無関心ではいられなくなった。社会の価値観が急速に変化し多様化するなかで、企業価値を維持・成長させるためには社会的価値観に適合する経営努力が必要であり、企業活動がもたらす負の社会的影響をコストとして内部化することが必要だと続けている。最近の日本の機関投資家に動きに関連するものがある。

2004年3月に厚生年金基金連合会は、企業ガバナンスに優れた企業に投資するファンドの運用を始めると発表した。これは東証1部上位の1,500社を対象に、株主価値重視の経営、情報開示・説明責任、取締役会の機能、役員報酬、法令順守 (コンプライアンス) とリスク管理の5分野の計20項目で採点し、当面100億円の運用規模で上位50社に投資するとともにその企業名も公表するというものである (『日本経済新聞』04/3/17; 04/3/18; 04/3/18夕刊)。なおこの問題では2002年にCalPERSが企業ガバナンス重視の日本の上場企業に2億ドルを投資したとされるのが先行例である (『日本経済新聞』03/4/16)。

問題はガバナンスに優れているというときの中身である。実はその中身

に法令順守やリスク管理の問題が取り込まれている。つまりガバナンスの中に、企業の社会的責任といわれる問題が、重なってきている。たとえば法律や規則を守るという行為を仮に違反すれば、それは企業ガバナンスの不備欠落として指弾されるようになってきている。

ガバナンスの領域は明らかに拡大し、社会的な価値観に従った行動を企業が取るように企業を導くことも、ガバナンスに含められるようになっていく。それは社会の目、消費者や市民の目というものが、企業ガバナンスに影響していることを意味している。消費者や市民に支持されない経済活動というものが仮に表面化した場合、その企業は指弾を受けるだけでなく、消費・購入・発注の手控えから売上高や利益の激減に至るなど経済的にダメージを受けるケースが増えている。これは経営上、大きなリスクだといえる。株主型ガバナンスの機能不全の中で、この変化を見逃すことはできない。

もともと市民や NPO の側から、環境問題や人権問題などに絡んで企業を監視しようという動きはあった。さらにそうした動きは、こうした問題で優れた対応をしている企業を支援する動き（社会的責任投資あるいは道徳的投資）を生み出してはいた。

しかしより大きな変化は、情報化社会の中で、企業の反社会的行動が呼び起こす消費者の反応が即時的で大量化している点にあるのではないか。人々の消費者行動が企業に与える影響が拡大しているとも言える。そこで先進的な企業は、たとえば安全性や環境問題など、消費者や市民が敏感な問題で、こうした市民や NPO など第三者の視点を事前に取り込むことで、経営の中での持続可能性についての判断に客観性を模索し、自律的に自分の姿勢を制御することで問題の発生そのものを減少させて、問題が生じたあとに発生する売上高や利益の激減などのリスクを最小化する仕組みを作り上げようとしているのではないか。

具体的な手法としては、ガイドラインの作成、ガイドラインに従った業



務の実施、自発的な情報の開示・報告書の作成、第三者機関によるガイドライン順守の認証という流れなどが見られる。

ここで目標とされる指標を設定する上で企業の持続的発展 (sustainable development) が一つのキーワードとなってことも注目される。

企業コンサルタントの会社を経営するカリナ・ファンクの言い方はこうだ。「持続可能な組織とはその性格や活動が、すべての利害関係者を『望ましい将来の状態』へ導くよう仕組まれた組織である。」「広範な持続可能指標の点減を活発に管理し対応しようとしている企業は、長期的にはすべての利害関係者によりよく価値を創造することができる」(Funk [2003])

企業の自立可能性あるいは長期的な存続可能性 (sustainability) のためには、経済的利益だけでなく、環境再生など環境の質の向上や人権など社会的公正の面の改善でも成果を挙げなければならない。

これが近年日本でも注目されてきたトリプル・ボトム・ライン (triple bottom line) の主張である。そもそもボトム・ラインとは企業財務の慣用語で、損益計算書の最終行のこと、つまり最終利益のこと。トリプル・ボトム・ラインとは、企業の業績報告で、経済的成果 (最終利益) だけでなく、社会的成果、環境的成果という3つの結果が問われるということ。ラインが単数形なのはこの3つが同時に求められること、求められるのは3重のしかし1本のラインだということを示している (以上の解説は英サステナビリティ社のホームページなどによる)。

この主張は、企業に毎年、この3つの側面から報告することを求めているが、確かにこうした報告書を作成することで、企業は努力すべき対象が経済的利益以外に広がっていることを意識し改善に努めることになるのではないか。また消費者や市民の理解が、企業活動に不可避であることも明確になるのではないか。

背景には国際的な規制問題もある。たとえば環境についてみると、仕入先が有害物質を使っていないかを日本の自動車メーカーや電気メーカーで

はすでに厳しくチェックしているが、その背景に欧州連合などでの環境規制の強化がある。

欧州連合では2003年7月から自動車について鉛、水銀、カドミウムなど有害化学物質6品目の使用が原則禁止した。この規制が2006年7月からは電気製品に広がり、米カリフォルニア州、中国、韓国でも2006年中に同様の規制が始まる見通しである。

しかし松下電器が規制開始1年以上前の2004年度中に欧州で禁止される物質の使用全廃の方針を出したのを始め（『日本経済新聞』03/11/12）、企業は競争力を保つために、規制に対して前倒しに対応しようとしている。これは前倒し対応をして初めて、その対応が競争上優位に立つ要件になるからである。

さらに2004年1月に入ってから報道によれば、ソニー、キャノン、NECなど電機・精密大手は、欧州連合が禁止する6品目を含む29種類の物質について測定方法、含有量などの基準を共通化して、調達先に使用状況の開示、不使用の宣言を求めることになった（同前04/1/6）。ここでも欧州連合の今後の動きを先取りして、日本の業界の先進的な自主ルール作成を目指す動きが現れている。競争力の強化につながる前倒し対応的な動きを、企業の中からいかに生み出してゆくか。トリプル・ボトム・ラインはその一つの答えとなる可能性も含んでいる。

トリプル・ボトム・ラインを1990年代に初めて提唱したのは、イギリスの持続可能な発展を看板にした経営コンサルタント会社（サステナビリティ社）の創設者であり代表でもある John Elkington だとされている（ヒューレット・パカード社のホームページ上のトリプル・ボトム・ラインについての記事による）。日本では経済同友会が2003年3月に出した『第15回企業白書』がこの考え方を採用したことで注目されるようになった。株主型ガバナンスの機能不全の中で、CSRの視点と市民やNGOを担い手に加えた新たなガバナンス手法の模索が続いているといえよう。

表 15 社会的責任投資の年譜

1971	アメリカで世界最初の SRI fund である Pax World Fund が登場。
1972	アメリカで世界最初の SRI 調査会社 IRRC 設立。
1973	アメリカで米国初の地域開発銀行サウスショア銀行設立。
1974	イギリスで英国初の倫理銀行 Mercury Provident (現 Tridos Bank) 設立。
1983	イギリスで英国初の倫理的投資の調査会社 EIRIS 設立。
1984	イギリスで英国初の倫理的投資ファンド Friends Provident Stewardship が登場。
1985	アメリカで 401k 型年金に税制の優遇措置。
1989/3	アラスカ沖でエクソン・バルディーズ号が事故 CERES (環境に責任をもつ経済のための連合) 設立 企業 NPO などが共同して環境、社会関するルール作りを始める。→ バルディーズ原則 Valdez Principle が提唱される。
1992/4	CERES が CERES 原則発表 環境に責任を持つ企業のための 10 ヶ条の行動原則。①生物圏の保護。②自然資源の持続可能な使用。③廃棄物削減と処分。④エネルギーの保存。⑤社会と従業員に対する環境・健康・安全のリスクを最小化する義務。⑥安全な製品とサービスの提供。⑦環境の復元。⑧企業活動に起因する健康・環境・安全を危うくする事態について適時に情報を公開すること。⑨役員会と CEO が関連する環境問題について十分な情報を提供され責任を持てる仕組みの構築。環境問題への関与を取締役の選任で考慮すること。⑩これらの原則にどれほどの前進が見られたかを自己評価を毎年行うこと。一般に認められた環境監査を実施すること。公衆に入手可能な CERES 報告を毎年行うこと。
1997 秋	CERES が Global Reporting Initiative を創設し、UNEP (United Nations Environment Program) と連携して企業が環境、経済、社会についての報告書を作成する場合のガイドラインづくりに乗り出す。
1997/10	CEP (Council on Economic Priorities) の CEPAA が Social Accountability 8000 を発表。労働者の権利保護に関する世界基準の企業行動規範。とくに途上国における非人道的労働慣行の撤廃を目的にしている。
1999/3	GRI が、環境、経済、社会のトリプル・ボトム・ラインを反映した「持続可能性に関する報告ガイドライン」草案を公表。
1999/8	日本で最初の SRI の登場。
1999/11 末-12 初め	WTO のシアトル会議。反グローバリゼーション抗議活動が高まる。

- 2000/6 GRI が「持続可能性に関する報告ガイドライン」を正式に発表。経済（財務諸表及び関連情報だけでなく給与、労働生産性、雇用創出、外部委託費、研究開発費、訓練など人的資本への投資などの開示）、環境（大気、水、土壌、生物多様性、人間の健康に及ぼす影響など）、社会（職場の安全衛生、労働権、人権、外部委託事業における労働条件など）に区分。
- 2000/7 英国で年金法改正が施行。年金基金の運用会社に対して投資先企業の社会・環境・倫理的側面への評価の有無の公表が義務付け。（→2001/8 ドイツでも同様の立法があった。）  
CEPAA が SAI (Social Accountability International) と改称
- 2001 SAI が Social Accountability 8000 を改訂。
- 2001/11 英国保険協会 ABI が「社会的責任に関する情報開示ガイドライン」を発表。企業に情報開示を求める。
- 2002/8 GRI が「ガイドライン」を改訂。

資料：サイト「CSR Archives」。高ほか [2003]。

表 16 主な SRI 株価指数

- Domini 400 Social Index** 1990年5月から米 KLD Research & Analytics が提供。S&P500 を基準。社会貢献度の高い米 400 社を構成銘柄として始まった世界初の社会的責任投資株価指数。(1) タバコ、アルコール、ギャンブル、原子力、兵器に関わる企業を除くネガティブ・スクリーニング、(2) 環境配慮、市民、雇用、多様性の観点から評価するポジティブ・スクリーニングにより選定。なおこの指数の観察から社会的責任投資の投資としての魅力が証明されることになった。
- Dow Jones Sustainability Index** 1999年から提供されている米国ダウジョーンズ社とスイスの調査会社とが共同開発した指数。世界の機関投資家 50 社が採用している。Dow Jones Global Index が基準。経済合理性、環境合理性、社会適合性の3つの観点からスクリーニング。松下電器産業、損害保険ジャパンなど日本企業 30 社超が組入れられている。2003年9月の見直しで東日本旅客鉄道、三菱マテリアルなど日本企業 6 社が外された。
- Ethibel Sustainability Index** 2000年6月からベルギーの調査会社エティベルが算出。構成銘柄に採用されると欧米の有力機関のポートフォリオに組み込まれる可能性高まる。世界の 174 社で構成。S&P Global 1200 を基準。キャノン、NTT ドコモなど日本企業 29 社を含む。「従業員や就労環境に対する配慮」「環境に対する配慮」「ステークホルダーや企業をとりまく社会への配慮」「法令順守やコーポレート・ガバナ

スなど、倫理面や経済性への配慮」など4つの観点64項目で選定。

**FTSE4Good Index Series** 2001年10月に登場。英国 FTSE 社。構成銘柄には、キャノン、ホンダなど日本企業88社を含む。(1)タバコ、核兵器、原子力、ウランに関わる企業を除くネガティブ・スクリーニング、(2)環境、社会、人権の3つの側面から評価するポジティブ・スクリーニングで選定。

**MS-SRI** モーニングスター社会的責任投資株価指数。日本企業150社をもとに算出。2003年7月から公表。日本初の SRI 株価指数。企業ガバナンス、情報開示、消費者・調達先対応、雇用・社会貢献、環境の5分野から上場企業を総合評価。

---

資料：サイト「CSR Archives」。岡田 [2003]。『日本経済新聞』03/12/24；04/1/16；04/1/26；04/3/18。

## 文献 REFERENCES (Limited to recently published material)

### 調査結果 Reports

経済同友会 [2003]『第15回企業白書「市場の進化」と社会的責任経営』。

経済同友会 [2004]『日本企業のCSR：現状と課題—自己評価レポート2003』。

財務省財務総合政策研究所 [2003]『進展するコーポレート・ガバナンス改革と日本企業の再生』。

財務省財務総合政策研究所 [2003]『わが国企業のコーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査』実施2002年12月 対象 東証一部二部上場企業2,577社 回収876社 回収率34.0%。

生命保険協会 [2003]『平成15年度 株主への利益還元状況等について』実施2003年8月・9月 対象 上場・店頭1,200社 機関投資家161社。

日本監査役協会 [2003]『「商法改正への対応に関するアンケート」集計結果』実施2003年4月。

日本経済団体連合会海外事業活動関連協議会 [2002]『企業の社会的責任(CSR)に関する基準・規格の現状と今後の対応について』。

日本コーポレート・ガバナンス研究所(JCGR) [2003]『2003年度コーポレート・ガバナンスに関する調査報告書』対象 東証一部上場企業1,523社 回答201社。

### 英文 English Material

Ruth V. Aguilera and Gregory Jackson [2003], “The cross-national diversity of cor-

- porate governance: dimensions and determinants”, *Academy of Management Review*, 28:3, July 2003.
- Lucian Arye Bebchuk and Jesse M. Fried [2003], “Executive compensation as an agency problem”, *Journal of Economic Perspectives*, 17: 3, Summer 2003.
- James A. Brickley, Clifford W. Smith, and Jerold Zimmerman [2003], “Corporate governance, ethics, and organizational architecture”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 15: 3, Spring 2003.
- Peter K. Cornelius and Bruce Kogut ed. [2003], *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*, Oxford University Press.
- Joel S. Demski [2003], “Corporate conflicts of interest”, *Journal of Economic Perspectives*, 17: 2, Spring 2003.
- Robert Felton [2004], “A new era in corporate governance”, *McKinsey Quarterly*, Num. 2.
- Karina Funk [2003], “Sustainability and performance”, *MIT Sloan Management Review*, 44: 2, Winter 2003.
- Brian J. Hall [2003], “Six challenges in designing equity-based pay”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 15: 3, Spring 2003.
- Brian J. Hall and Kevin J. Murphy [2003], “The trouble with stock options”, *Journal of Economic Perspectives*, 17: 3, Summer 2003.
- Paul M. Healy and Krishna G. Palepu [2003], “The fall of Enron”, *Journal of Economic Perspectives*, 17: 2, Spring 2003.
- Adrian Henriques and Julie Richardson ed. [2004], *The Triple Bottom Line: Dose it All Add Up? Assessing the Sustainability of Business and CSR*, Earthscan.
- Amy J. Hillman and Thomas Dalziel [2003], “Boards of directors and firm performance: integrating agency and resource dependence perspectives”, *Academy of Management Review*, 28: 3, July 2003.
- Bengt Holmstrom and Steven N. Kaplan [2003], “The state of U. S. corporate governance: What’s right and what’s wrong?”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 15: 3, Spring 2003.
- Kenneth A. Kim and John R. Nofsinger [2004], *Corporate Governance*, Pearson and Prentice Hall.
- Simon Learmount [2002], *Corporate Governance-What can be learned from Japan*, Oxford University Press.
- Baruch Lev [2003], “Corporate earnings: facts and fiction”, *Journal of Economic Perspectives*, 17: 2, Spring 2003.

- Christine A. Mallin [2003], *Corporate Governance*, Oxford University Press.
- Jean McGuire and Ele Matta [2003], “CEO stock options: the silent dimension of ownership”, *Academy of Management Journal*, 46: 3, April 2003.
- Mark J. Roe [2003], *Political Determinants of Corporate Governance*, Oxford University Press.
- Peter W. Roberts and Grahame R. Dowling [2002], “Corporate reputation and sustained superior financial performance”, *Strategic Management Journal*, 23: 12, Dec. 2002.
- Lori Versteegen Ryan and Marguerite Schneider [2003], “Institutional Investor Power and Heterogeneity: Implications for Agency and Stakeholder Theories”, *Business and Society*, 42: 4, Dec. 2003.
- Donald H. Schepers and S.Prakash Sethi [2003], “Do Socially Responsible Funds actually deliver what they promise?”, *Business and Society Review*, 108: 1, Spring 2003.
- Jeffrey A. Sonnenfeld [2002], “What makes great boards great”, *Harvard Business Review*, Sep. 2002.
- Tony Tassell [2003], “Tackling an active interest”, *Financial Times*, Nov. 14, 2003.

邦文 Japanese Material

- 岩井克人 [2002] 『会社はこれからどうなるのか』 平凡社.
- 大島晴行・矢島敦視 [2002] 『アメリカがおかしくなっている』 NHK 出版.
- 大村敬一・首藤恵・増子信 [2001] 「機関投資家の役割とコーポレート・ガバナンス」『フィナンシャル・レビュー』 No. 60, Dec. 2001.
- 大村敬一・増子信 [2003] 『日本企業のガバナンス改革』 日本経済新聞社.
- 岡田豊 [2003] 「日本における社会的責任投資 (SRI) の可能性」『みずほリサーチ』 Dec. 2003.
- 奥村宏 [2002] 『エンロンの衝撃』 NTT 出版.
- 海保英孝 [2002] 『業績格差と規模格差の観点からみたコーポレート・ガバナンス』『成城大学経済研究』 No. 163, Dec. 2003.
- アラン・ケネディ 奥村宏監訳 [2000, 訳 2002] 『株主資本主義の誤算』 ダイアモンド社.
- ケビン・P・コイネほか [2002, 訳 2003] 「機関投資家の行動分析マトリックス」『Diamond・ハーバード・ビジネス・レビュー』 June 2003.
- ウイリアム・A・ザールマン [2003] 「ストック・オプションは悪ではない」『Diamond・ハーバード・ビジネス・レビュー』 May 2003.

- 齋藤 慎 [2003] [2000] 『企業評価の新しいモノサシ』 生産性出版。
- 佐久間信夫編著 [2003] 『企業統治構造の国際比較』 ミネルヴァ書房。
- 宍戸善一 [2003] 「コーポレート・ガバナンスにおける取締役会の意義」『フィナンシャル・レビュー』 No. 68, Dec. 2003.
- 首藤 恵 [2002] 「アングロアメリカン型企業ガバナンスと機関投資家の役割」 渋谷博史・首藤 恵・井村進哉編 『アメリカ型企業ガバナンス』 東京大学出版会所収。
- [2003a] 「機関投資家のコーポレート・ガバナンスと社会的責任投資—英国の経験」『中央大学経済学論纂』 Vol. 43-3/4.
- [2003b] 「資本市場再生の条件—個人への情報発信と個人からの情報発信—」『証券アナリストジャーナル』 Jan. 2003.
- ほか [2003] 「日本再生とコーポレート・ガバナンスに関する研究会第2回要旨」（首藤報告に対する討議記録）『月刊資本市場』 Sept. 2003.
- 千田純一 [2004] 「わが国の企業統治問題」『中京大学経済学論叢』 No. 15.
- 胥鵬 [2002] 「ガバナンスを強化する取締役へのインセンティブ」『Diamond・ハーバード・ビジネス・レビュー』 April 2002.
- 高 巖・辻義信ほか共著 [2003] 『企業の社会的責任』 日本規格協会
- 谷本寛治編著 [2003] 『SRI 社会的責任投資入門』 日本経済新聞社
- 田村達也 [2002] 『コーポレート・ガバナンス』 中公新書。
- 出見世信之 [2004] 『企業倫理入門』 同文館出版。
- ドイツ・コーポレート・ガバナンス政府委員会 [2003] 「ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範」『商事法務』 No. 1675, 2003/10/5.
- エイミー・ドミニ著, 山本利明訳 [訳書 2002] 『社会的責任投資』 木鐸社。
- 中北徹・佐藤真良 [2003] 「エンロン, ワールドコム事件と企業統治」『フィナンシャル・レビュー』 No. 68, Dec. 2003.
- 野村亜紀子 [2003] 「米国 401 (k) プランが直面する課題と日本への示唆」『証券アナリストジャーナル』 Mar. 2003.
- ジェームス・E・ハード [2003] 『エンロン後における米国の企業統治』 第4回厚生年金基金連合会コーポレート・ガバナンス・フォーラム, 2003/1/20.
- 橋本基美 [2003] 『英米におけるコーポレート・ガバナンス改革と国際的動向』 第8回厚生年金基金連合会コーポレート・ガバナンス・フォーラム, 2003/9/16.
- 橋本基美ほか [2003] 「日本再生とコーポレートガバナンスに関する研究会第1回要旨」（橋本報告に対する討議記録）『月刊資本市場』 Aug. 2003.
- 花崎正晴・寺西重郎編 [2003] 『コーポレート・ガバナンスの経済分析』 東京大



学出版会.

チャールズ・ハンディ [2002, 訳 2003] 「株主資本主義の軌み」『Diamond・ハーバード・ビジネス・レビュー』 April 2003.

福光寛 [2001] 『金融排除論』 同文館出版, 2001.

—— [2002] 「変貌するコーポレート・ガバナンス」 井村進哉・福光寛・王東明編著『コーポレート・ガバナンスの社会的視座』 日本経済評論社所収.

藤井康弘・鈴木誠 [2004] 『米国年金基金の投資戦略』 東洋経済新報社.

ツボ・ボディほか [2003, 訳 2003] 「ストック・オプションはやはりコストである」『Diamond・ハーバード・ビジネス・レビュー』 June 2003.

正岡幸伸・柴山慎一 [2002] 「取締役会の実態と理想」『Diamond・ハーバード・ビジネス・レビュー』 April 2003.

宮島英昭・新田敬祐 [2003] 「生産性と外部からの規律」『証券アナリストジャーナル』 Dec. 2003.

宮島英昭・原村健二・稲垣健一 [2003] 「進展するコーポレート・ガバナンス改革をいかに理解するか：CGS（コーポレート・ガバナンス・スコア）による分析」『フィナンシャル・レビュー』 No. 68, Dec. 2003.

本山美彦 [2003] 『ESOP 株価資本主義の克服』 シュプリンガー・フェアラーク東京.

矢野朝水 [2003] 「厚生年金基金連合会 議決権行使の取り組み」『証券アナリストジャーナル』 Dec. 2003.

吉森賢 [2001] 『日米欧の企業経営』 放送大学教育振興会, 2001.

エリック・ロイターほか [2003, 訳 2003] 「経営者報酬の健全性を問う」『Diamond・ハーバード・ビジネス・レビュー』 April 2003.

アーサー・レビット著 小川敏子訳 [2002, 訳書 2003] 『ウォール街の大罪』 日本経済新聞社.

Hiroshi Fukumitsu is a professor of financial management at Seijo University, Tokyo. This paper explains the malfunction of Anglo-Saxon corporate governance and the emergence of corporate governance based on sustainability. His current research focuses on the intersection of ethics and finance. E-mail: fukumitu@seijo.ac.jp