

日本における機関投資家と コーポレート・ガバナンス

安宅川 佳 之

要 旨

最近、ROE の日米格差拡大が目立っている。グローバル市場主義化という経済システム変化の激流の中で、日本のコーポレート・ガバナンスが適切に変化できなかったのではないか。本稿では、単にコーポレート・ガバナンスだけを議論するのではなく、「経済システム変化との関連」でその在り方を捉え直す。日本のコーポレート・ガバナンス・システムを「時価発行問題を中心とする資本調達 の側面」に焦点を絞って分析する。

1970年代にはいって国家経済システムが市場主義化する中、閉鎖的で経営者独裁のコーポレート・ガバナンス機構のもとで、1980年代前半、大きな破綻を起こさなかったのはプレミアム還元ルール等のマクロ的規制に負うところが大きい。ところが、資本市場の自由化が円ドル委員会（1984年）前後から急速に進み、行政等からのマクロ的管理が殆ど姿を消した。他方、BIS 規制の実施を控えて、銀行の時価ファイナンスが激増するなど、企業統治原則にも混乱が生じた。国家経済と企業の統治機構に大きなミスマッチが生じた結果が1980年代の「バブルの発生」と、その反動としての1990年代の「厳しい資産デフレ」であったと言える。

1990年代に入って、コーポレート・ガバナンスにおける株主復権の動きは見られる。経営者も外人投資家に対しては ROE を意識するようになった。市場主義経済システムとコーポレート・ガバナンスのギャップは相当縮小したように思える。

とはいえ市場主義経済システムの心臓部である株式市場には投機が絡み勝ちであり、企業経営者・株主意識もまだまだ伝統的な日本型コーポレート・ガバナンスの枠を脱しきれていない。資本市場に対するマクロ的コントロールの必要性がなくなったわけではない。

目 次

はじめに

I. 日米貿易競争の時代 (1972年～83年)

1. 市場原理重視の経済システムへ
2. コーポレート・ガバナンスにおける経営者優位の確立
3. 時価発行の本格化と時価発行ルールの変遷
4. 時価発行論争
5. 配当性向主義の一層の推進

II. 国際金融競争の時代－前期：バブルの時代 (1984年～89年)

1. 金融システムの米国化
2. 経営者に対する監視機能の喪失
3. 銀行を中心とする時価ファイナンスの急増

III. 国際金融競争の時代－後期：重層デフレの時代 (1990年～)

1. デフレ下の英米型システム指向とその限界
2. コーポレート・ガバナンスにおける株主の復権
3. ROE 基準を導入した時価ファイナンス・ルール

IV. 解決すべき問題

1. 経営者の ROE 意識強化と経営者市場の育成
2. 株主意識の問題点－株主による適切な議決権行使
3. マクロ的なコントロールの必要性

参考資料 1 時価発行問題に対する生命保険協会の提言の変遷

” 2 企業の ROE に対する意識

はじめに

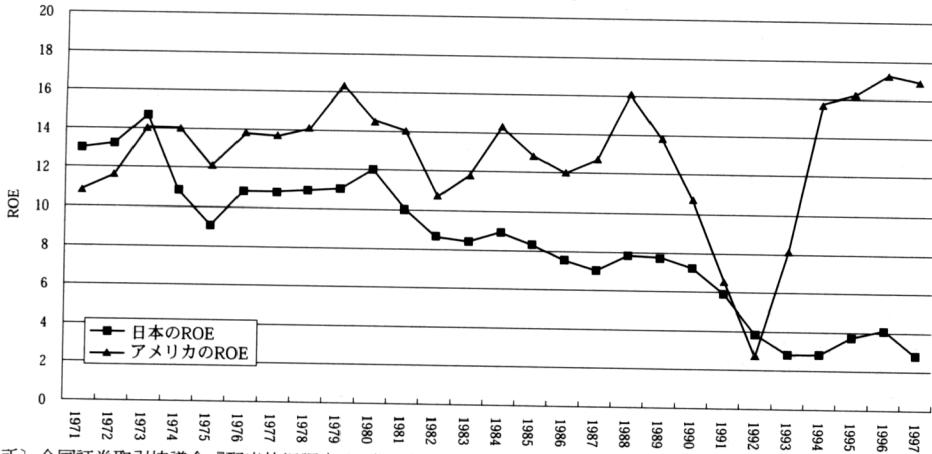
米国企業の ROE が15%を超える高水準を維持するのに対して、日本企業の ROE はこのところ2%割れの状況に低迷している。企業収益の低迷は企業の金利支払能力の低下を意味し、史上最低金利継続の重要な原因となり、年金財政の悪化を始め様々な問題を招来している。

このような株主資本利益率 (ROE) 低下の根因は、日本のコーポレート・ガバナンスにあるのではないか。グローバル化・市場主義化という経済システム変化の激流の中で、日本のコーポレート・ガバナンスが適切に変化できなかったのではないか。このような問題意識に基づいて本稿では、単にコーポレート・ガバナンスだけを議論するのではなく、「経済システム変化との関連」でその在り方を捉え直してみたい。またその際、コーポレート・ガバナンス・システムとその主役を演じる経営者・株主の意

識変化を、「時価発行問題を中心とする資本調達の側面」に焦点を絞って振り返り、マクロ経済システムの変化の中で企業統治の在り方が日本経済のパフォーマンスにいかに大きな影響を及ぼしてきたかを明らかにしようとする。企業活動は「資本調達」ばかりでなく、その資金の「投資」と、その成果追求のための「生産」・「営業」活動など複雑多岐に亘るが、株式会社の企業統治の主役である経営者と機関投資家を含む株主の利害対立が最も鮮明に現れるのが、資本調達の場面である事から、特に資本調達面に焦点を定めた。「コーポレート・ガバナンスに対する経営者の考え方は、資本調達行動に最も端的に表れる。」また「株主持分は、資本調達の手段如何で大きく増えたり減ったりする」のであるから、資本調達行動は最も重要な経営上の意思決定として株主が厳しく監視する必要がある事項である。

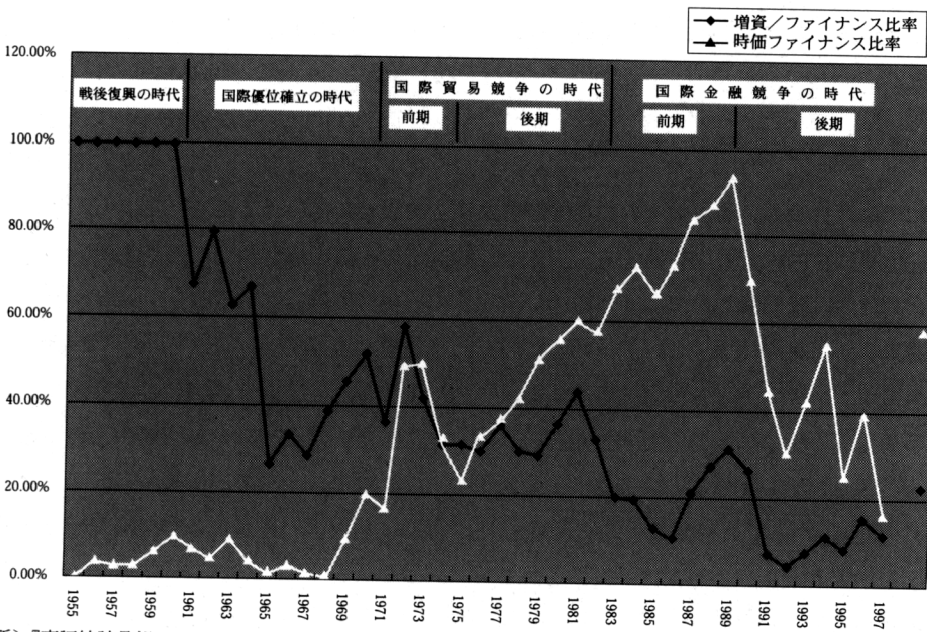
そこで以下では先ず第Ⅰ節から第Ⅲ節で、時価発行が本格化した1970年代以降について、時

図1 ROEの日米比較



〔出所〕全国証券取引協議会『配当状況調査』, 米国商務省, 「Quarterly Financial Report」.

図2 上場会社時価ファイナンス状況



〔出所〕『東証統計月報』

価発行問題を中心とする日本企業の資本調達の問題から見て経済システムとコーポレート・ガバナンスがどのように変化して行ったかを明らかにする。『大蔵省証券局年報¹⁾』における年々の資本市場についての記述や、毎年行われてい

る生命保険協会の資本市場(株主価値の向上や株主への利益還元状況)についてのアンケート調査等を、主たる分析対象とした。

最後に第IV節で、21世紀の日本経済を展望する中で、現在の日本のコーポレート・ガバナ

スの問題点、「株主価値を中心とするコーポレート・ガバナンスの確立」および「国家の役割」の重要性について述べる。

I. 日米貿易競争の時代 (1972年～83年)

政府主導の計画経済的手法を多用する戦後の経済回復と高度成長期においては、コーポレート・ガバナンスにおいても国の行政や、メインバンクのコントロールを強く受けていた。企業の資金調達も間接金融依存型で、資本市場の占める地位は低かった。これに続く1970年代前半には、ニクソンショック・第一次オイルショックと言った経済システムの転換を促す重要な事象が起こる。

1. 市場原理重視の経済システムへ

1970年代には日本の経済システムが英米型の市場原理重視型に向けて方向転換する。日本の製造業における国際競争力がアメリカを追い抜き、貿易黒字が恒常的に発生し、アメリカとの間で貿易紛争が頻発する。日本は強者の論理、つまり市場原理が総ての問題を解決するという立場から「貿易規制を排除することによる貿易不均衡の解消を米国に約束する」ことによって、米国を納得させようとした時代である。アメリカも「日本の貿易競争力の強さは貿易障壁の所為であり、自由化すれば均衡回復できる」と考えていた時代でもあった。国内でもケインズ主義的インフレ政策が行き詰まって、新古典派経済学の勢力が強まる。まさに市場主義へ大きく旋回した時期であった。ソ連を始めとする社会主義諸国やスウェーデン・イギリスのような社会福祉先進国の経済パフォーマンスが悪化

し、強者の論理・市場原理の導入強化が世界の流れとなり始めた時代でもあった。

2. コーポレート・ガバナンスにおける経営者優位の確立

このような経済システムの転換の影響を受けて、コーポレート・ガバナンスの面でも、「行政、メインバンク、労働組合のコントロールが弱まり」、経営者が絶対優位の体制を築いて行くこととなる。

最も重要な変化は、「行政の介入の後退」である。日米経済競争を通して公正な競争を求める米国の圧力もあって、産業界・企業に対する行政の介入が弱まる。また行政介入のあり方も業界の自主ルール等と言ったソフトなものに形を変えていった。それでもなお、この時代は、行政（ないし東京証券取引所など）が株主・経営者間の利害対立の調整役として、重要な役割を果たしていた。株主サイドも行政の調整に若干の不満を抱きつつも信頼を置いていた。

更に、戦後コーポレート・ガバナンスの核の位置にあったメインバンクの影響力も弱まった。貿易黒字即ち国内における貯蓄超過状況が恒常化したため、金融市場が供給超過気味に推移した上、企業の内部資金調達率が高まったので、銀行と一般企業の力関係が逆転するケースが多く、「メインバンクの支配力が急速に弱まっていった。」企業経営者は概ね銀行支配を脱して独自に意思決定できる状況となっていた。

戦後の日本の企業において、企業内労働組合の経営者に対するチェック機能は無視できないものがあつた。しかし75年の第一次オイルショック後の不況以降、労働市場の需給関係が買手市場に変化したことが組合組織率を低下さ

せるなど、経営への影響力が減退していった。

このように経営者はあらゆるステイク・ホルダーから自由になる一方、株主構成の面でも法人株主が増加し株主を身内で固めたため、株主からのチェックも受けることは少なかった。

3. 時価発行の本格化と時価発行ルールの変遷

この時代の資本調達で目立つ点は何と言っても時価発行増資の本格化である。時価発行で調達した資金は主として生産設備に投下され、我国産業の競争力向上に貢献した。この間、経営者のなかには時価発行で調達したプレミアム部分を無コスト資金と考える風潮が強くあり、生命保険協会など株主サイドから、プレミアム還元についての強い要望が出され、時価発行に係る資本コスト論争が活発に戦わされた。

時価発行ルールは次のような変遷を辿った。

(1) 第1期・ルール無きスタート

1968年10月、日本楽器が600万株の時価公募増資を行った事を皮切りに時価発行増資が一般的に行われるようになり、72年には時価発行ブームを迎える。時価発行増資が6,650億円と額面発行増資(2,840億円)を始めて上回った。しかし時価発行公募増資が明確なルール無きままにスタートした結果、安易な低コストの資金調達手段と誤解している経営者が多く、投資家サイドにも時価発行により株主の利益が極端に侵害されると考える向きも強くあった。『大蔵省証券局年報』昭和48年版においても、時価発行が急増した第1の理由として「企業の自己資本比率を高めたい意欲は強いが、従来の額面増資では増資後直ちにコストが高まる等の理由により、なかなか増資が行えなかった。と

ころが、47年度に入り株価上昇期を迎えて時価発行増資により低コストの資金が調達できるようになった」ことをあげている。経営者も機関投資家も大蔵省も配当(のみ)を増資による資金調達のコスト(株主にとっては利益)と考えていたのである。時価発行に対する調整は本来、市場が行うべきはずであるが、発行価格が時価から10%以上もディスカウントされて発行されたり、株主安定化工作を伴いつつ実行されたため、市場のチェックが十分に働かなかった。70年12月には生命保険業界20社が株式の時価発行、時価転換社債の発行及び株式大量公募に反対する方針を決定した。

(2) 第2期・プレミアム還元ルールの時代

1972年は列島改造ブームの株価急騰を背景に時価発行が激増した。生命保険協会からの提言もあって72年12月に時価発行の正常化措置が打ち出され、市場の増資調整効果を生かすため、「親引比率を50%以下」にし、「銀行の持ち株比率の上昇を抑制」するような行政指導が行われ、「発行価格のディスカウント幅を縮小」させることが決まった。73年10月には『利益還元、発行間隔についての自主ルール』が決定され、増資によって得られたプレミアムの株主還元ルールと時価発行のインターバルについてのルールが定められた。

プレミアム還元ルールを決めた通りに実行すると、資金コストが高くなるという判断から、発行企業・引受証券会社のルール遵守に対する意欲は低かった。

(3) 第3期・配当性向重視、アメリカ基準を導入する時代

1975年は時価発行問題についての重要な転換

点であった。従来の日本型の「プレミアム還元ルール」から米国型のルールに移行を開始する。

75年4月、谷村東証理事長は「個人株主作りの観点から配当性向や自己資本利益率を年に1回公表する」と語り、ROE重視の考え方も合わせて表明している。更に75年6月、証券取引審議会は、プレミアム還元ルールに代えて、配当性向重視と自己資本配当率の考え方を導入するように答申した。

76年5月11日の証券取引審議会席上で、機関投資家代表委員が経営者に資金コスト意識の改革の必要性を強く主張する場面もあったが、76年8月には機関投資家が反対する中、時価発行、転換社債発行ルールの緩和が決まる。このような経緯は経営者絶対支配の傾向が強まる中で、株主価値の極大化という絶対的目標が忘れられ、剰余金の配分問題に墮して行く過程と評価できる。

機関投資家サイドも時価発行が始まって以来、額面時代の高配当利回りに拘り²⁾、配当利回りにポイントを置いた提言を繰り返し、企業の主権者は株主であると言う基本³⁾論からの提言を行わなかったことが、時価発行問題が配当性向問題に墮して行った一因でもあったと考える。

興味深いことに、この頃(1970年代後半)から、日本企業のROEの低下トレンドが始まっている。

ROEに繋がる「自己資本配当率」の考え方は、生命保険協会などの機関投資家の主張を反映し、1976年の証取審の答申に「株式投資魅力回復の手段」としてその普及が謳われた。しかし時価発行ルールに盛込まれたのは配当性向だけで、自己資本配当率は精神規定として取り上げ

られるに止まった。企業の自己資本比率上昇と言う産業政策上の目標が優先されたのである。

4. 時価発行論争

この間の経営者の時価ファイナンスに対する意識の低さ(「時価発行のプレミアムは無コスト資金である」と考える)と、コーポレート・ガバナンスに対する唯一のチェッカーが行政等のマクロ的監視であったことは、77年にソニーの盛田会長と東証の谷村理事長の間に戦わされた『時価発行プレミアムについての論争』に良く現れている。論争の内容は、『大蔵省証券局年報』昭和53年版(22-23頁)に収められている。

盛田氏は東証理事長に宛てた書簡で、「時価発行増資では既存株主の純資産価値が高まり、それにより株式の価値が上昇する。これは一つ一つの株式の価値を高めて行くことが株式の投資魅力を増大させると言う思想に基づく物であって、同時に額面制度からの脱却の第一歩である。ところがプレミアム還元論議はせっかく高まった株式の価値を額面制度に立ち返って細分化し、一つ一つの株式の価値を薄めて行こうとする物であり、これは思想の混乱であり、こうした混乱の許では株式の魅力が低下するのはやむをえなかったと考える。」つまり、時価発行プレミアムの還元によって、株数が増え株価が下がるため、時価発行のメリットが生かされないことを指摘し、プレミアム還元ルール廃止を主張した。

これに対して谷村氏は回答書簡の中で、「時価発行を行った企業のなかには増資プレミアムを低コスト、甚だしきは無コスト資金と考えて株主の立場を顧みないような傾向が見られた。額面発行であれ、時価発行であれ、株主の負託

に応える基本的な姿勢に変わりはない筈である。企業は株主資本全体に対する利益率を考えるべきである。時価発行増資を行った企業に対する無償交付や増配の要請は、増資プレミアムについての誤った考え方をぜひ改めてもらいたいからである。(株式の)市場価値が上昇するかどうかは、主として時価発行の実施に伴い収益率が上昇するかどうかに関わるものと考えられる。単に時価発行増資を行うことが…株価の上昇をもたらし、投資魅力の増大を図るものとは考えられない。」と、述べている。

谷村裕『株主勘定復活論』日本経済新聞社(1982年)152頁で、日本経済新聞社の1981年の調査「会社は誰の物か」を紹介しているが、上場主要100社の社長又は会長のうち、「それは株主の物だけではなく、経営者、従業員のもの」と答えた人が、6割強で、「企業は社会的存在である」とするもの2割を加えると8割に達し、株主のものと答えたのは18%に過ぎなかったとされている。この調査結果で見ても、当時の日本のコーポレート・ガバナンスはストック・ホルダーではなく、ステイク・ホルダーを中心としたものであったことが明確である。

コーポレート・ガバナンスに対する行政等の市場への介入は、当時の経済システム・企業経営者の意識と程よくバランスしていたとも言える。特に谷村氏は82年に東証理事長を退任するまで、無視されがちな株主利益の立場から熱心に発言、「計画経済的な経済システムから市場主義経済システムへの移行過程」で、コーポレート・ガバナンス理論の指導的役割を果たしたと言えよう。

5. 配当性向主義の一層の推進

1974年の時価発行ルールではプレミアムを初

年度に20%、5年間で100%株主に還元することをルールとして定めていたが、実際には全く守られなかった。そこで80年の改正では配当性向主義が更に推進された。また野放しにされてきた海外時価ファイナンスについても、国内発行ルールと整合性をもつルールが設定された。一方、81年の商法改正では、自己資本全体が株主のものであることが確認され、同時に総会屋に対する利益供与の禁止規定が設けられた。市場原理重視の経済システムへの移行、株主価値中心のコーポレート・ガバナンスへの移行の道筋が明確に示された時期である。英国のサッチャーに続いて米国ではレーガンが大統領選を制し、世界的に市場原理重視の思想が強まる時代と符合している。基準緩和を受けて、81年の時価発行は1兆4,000億円、転換社債の発行額は8,040億円に達した。

II. 国際金融競争の時代—前期： バブルの時代(1984年～89年)

1. 金融システムの米国化

1980年代後半は日米対立が従来の貿易面から金融面に移った時期である。アメリカで日本異質論が大勢を占めるようになり、通常の世界原理に基づく競争では日本産業を押さえることは出来ない。日本経済の特殊性に着目し、その制度面の弱点を攻めることが必要であるとアメリカが考え始めた時期である。円ドル委員会による半ば強制的な、日本の金融システムの米国化によって、日本の経済システムは一挙にアメリカナイズされる。

2. 経営者に対する監視機能の喪失

このように経済システムがアメリカナイズした時期は、同時にコーポレート・ガバナンスの面でも、辛うじて残っていた「行政・金融機関の経営者に対する監視機能」が消える時代でもあった。システムが米国化する一方で、市場参加者（経営者・株主等）の日本の文化・慣習・意識は一挙には変化できず、国家経済システムとコーポレート・ガバナンスのミスマッチによる混乱が発生した。経営者はあらゆる束縛から開放されるが、企業経営者は自由の意味を十分理解していないケースが多くあった。「時価発行によるプレミアムは低コスト資金である」と公言して憚らない経営者は相変わらず多かった。経営者独裁が放任され、株主無視の傾向が一層強まった。この時期のコーポレート・ガバナンスに関わる重要な要因として、(1)日米円ドル委員会による金融システムの改変と、(2)BIS規制がある。

(1) 円ドル委員会と金融システムの改変

1983年11月、レーガンが来日したところから問題は始まる。レーガン中曽根会談で日米円ドル委員会の開催が約束される。数次にわたる実務者協議を経て、84年5月ローマで21項目の市場開放策について最終合意がなり、個人も企業も金融機関も自己責任原則の時代にはいる。担保主義は排されて、無担保・格付け主義の時代にはいる。

競争による金融機関の経営活動の活性化が、当初は金利低下による資産価格上昇の後押しもあって金融機関に繁栄をもたらすかに見えた。資産価格の持続的上昇は投機の介入を呼び、投機が投機を呼ぶ形で実質価値から遊離した地価

・株価の上昇をもたらした。

(2) 金融資産の高成長と BIS 規制

国際決済銀行（BIS）は、80年代後半から自己資本比率規制の実施を検討し始める。88年7月には BIS 加盟12カ国が国際業務を行う銀行の自己資本比率を「リスク資産の8%以上」とすることを決定し、92年度までに達成することを義務づけた。実体経済の成長率が低下した後も金融資産は高度成長を続ける中でスタートした BIS 規制は、邦銀のグローバルな業務の拡大に対する重い足かせとなることが予想された。

①邦銀の国際金融市場におけるプレゼンスの高まり

日本経済の並外れたストックの成長性は銀行の与信の増大にも結びつき、銀行与信残高は国際的にも高水準の伸びを続けていた。国内の貯蓄超過現象は、「対外証券投資を増加」させ、更に、大幅な円高とも結びついて、「企業の生産設備の海外移転」を促進し、産業付帯サービスとしての銀行業務の海外進出を推進することとなった。円高によるドルベースでの見せかけの膨張も手伝って、邦銀の国際金融市場においてプレゼンスが急速に高まっていった。

②銀行の低い自己資本比率

一方、邦銀の ROE は、国際的に見ても低水準にあり、金融資産の増加ペースに追いつかない状況にあった。従って銀行の自己資本比率は常に下降バイアスを持っていたが、金融制度の自由化が始まった1980年前後から急速に自己資本比率の低下が目立ってきた¹⁾。

日本の経済成長が信用供給の面からボトルネックに陥ることが懸念される状況となり、BIS 基準達成に向けて邦銀の自己資本比率の

引上げは国策となった。

3. 銀行を中心とする時価ファイナンスの急増

銀行は従来、時価発行増資に消極的であった。時価発行を抑制していたのは、第1に、間接金融中心の企業金融システムを守りたいと考えていたこと、第2に銀行自身大株主であり株主権の希薄化を問題にしていたこと、第3に銀行の株価が低位にあったことなどによる。1984年末からの外人のインデックス買いによる銀行株の急騰と、BIS規制の実施による自己資本比率引上げに対する緊急要請によって、この縮が外れて、銀行自身が競って時価発行増資を計画した。85年6月、第一勧業銀行は金融自由化に備え、2,000万株の公募増資を発表する。三菱銀行と住友銀行も邦銀として始めて外貨建転換社債を発行する。85～89年度の全国上場企業の有償増資額は15.5兆円であるが、うち金融機関の増資は8.9兆円で、全体の57%を占めている。

このような銀行の時価ファイナンス活発化を背景に、時価発行ルールの規制緩和が一挙に進む。1986年4月には、利益配分研究会報告の答申に基づき、「プレミアム還元ルールを廃止して配当性向主義に一本化」し、更に、「5年後にはルール全廃を再検討すること」が確認された。一方、銀行は時価発行を成功させるため、株式の持合を進めた⁵⁾。銀行株の保有を求められた事業会社も時価発行による資金調達を行い、実際に本業に必要な資金以上のファイナンスを行った。銀行・企業の時価ファイナンス資金の多くが不動産投資資金の供給源となった。87～90年4年間の株式発行による資金調達額は20.4兆円で、83～86年に比べて5.6倍に相当す

る金額に上った。

ピークであった89年の株式時価発行は8.8兆円であったが、転換社債や新株引受権付社債の発行も含めた時価ファイナンス全体では26兆円と、資本調達合計28兆円の92%に上っている。92%（普通債の発行等は8%しかなかったと言うことである）という数字は、経営者が時価ファイナンスを「極めて低利な」資金調達手段と考えていた事を示している。87～89年3年間の時価ファイナンス金額は約60兆円（現在、金融システム安定化のために用意されている公的資金投入額に、略一致する規模）で、その内、金融機関のファイナンスが約30%に上っている⁶⁾。時価ファイナンスで調達した資金は直接・間接、不動産や株式に投資された為、80年代末の高騰と90年代の暴落を経て、90年代には多額の不良資産を積み上げることになる。安かった筈の時価ファイナンス資金は企業即ち株主に対して、大きな負担を残すことになる⁷⁾。

円ドル委員会による金融市場の自由化国際化とBIS規制という外的要因が、日本の企業統治に重要な役割を占めていた行政や金融機関の手許を狂わせたと言って良からう。

Ⅲ. 国際金融競争の時代—後期：重層デフレの時代（1990年～）

1990年代には巨大な金融バブルの反動による深刻なデフレ期を迎え、時価ファイナンス活動は火が消えたような状況となる。経済システムの急速な米国化に見合うコーポレート・ガバナンス体系構築に向けて、コーポレート・ガバナンス論争が高まり、株主復権の動きも出始めている。経済システムの方も銀行に対する公的資金の大量投入など、市場主義の行き過ぎに対す

る国家主義的補完が行われ始めている。

1. デフレ下の英米型システム指向とその限界

(1) バブル崩壊と金融危機

1980年代後半に、BIS 規制と金融自由化に備えて調達した資金は、①不動産投資、②株式投資、③アジアを中心とする海外における生産設備投資等に向かった。地価・株価の高騰は家計や企業間の資産格差を拡大させ社会的緊張を高める要因となった。88年にはリクルート事件の形で社会的公正を問う動きが始まる。所得税の累進緩和等を目的にして消費税が89年4月に導入されるが、6月の参院選では社会党が大勝し、自民党一党支配体制終焉に向かう重要な転換点となった。強者の論理に対する反動が起こったわけである。

89年12月をピークに株価は暴落する。投機相場が続く、短期の投資成果を求める資金が大量に市場に流れ込んでいたことや、デリバティブが普及していたことが、暴落の幅を大きくした。

BIS 基準では、銀行の自己資本に株式の含み益が算入されていたため、株価が下降に転じると、金融機関が含み益の実現を急ぐこととなる。BIS 規制もスパイラル的な下げ相場を現出させる要因となった。

株価の下落に続いて地価の暴落、更にはアジア危機が起きる。時価ファイナンス資金を投入した先が次々に問題化して行き、銀行の不良資産が累増する。終に拓銀、日債銀、長銀の大銀行が破綻し、金融システム全体の与信機能の危機を招いた。1999年3月、銀行の与信行動を正常化(貸し渋りを防止)させるため多額の公的資金の注入が決定された。

(2) 市場重視の経済システムの完成へ

経済システムの英米化を急速に進めたことに対する拒絶反応が、政治・金融市場等で見られ、市場原理を補完するためのセーフティ・ネットは敷かれつつある⁸⁾。

が、グローバル化、市場化の流れの中でシステム改変の流れは更に進行している。株式売買手数料の完全自由化が1999年10月から実施されるなど、金融ビッグバンはいよいよ完成期を迎える。更に時価会計・連結会計・税効果会計への移行など、国際会計基準の導入が2000年度から更に本格化するなど、英米型市場経済システム導入が最終局面に来ている。確定拠出型年金の導入の検討が急ピッチで進められ、2001年4月からはペイオフも開始される。いよいよ自己責任原則が国民レベルに浸透することとなる。

2. コーポレート・ガバナンスにおける株主の復権

(1) 経営者監視体制の強化

バブル崩壊の過程で、金融機関を中心に経営者の不祥事が続出する。まず経営倫理の面から「経営者独裁のコーポレート・ガバナンス」の在り方に批判の声が高まって来ている。

1993年の商法大改正はこのような時代背景の中で行われ、「従来の監査役制度を所与のものとして考えるのではなく監査役制度の抜本的改正を行った⁹⁾」。監査役会制度の導入や、監査役任期の2年から3年への延長等、取締役に対する監視がより行き届くよう改正された。この商法改正で、訴訟価額を95万円に引き下げることにより、株主代表訴訟実施のコストが大幅に引き下げられ、株主代表訴訟制度を活用し易くなった。

(2) 発言する機関投資家の登場

外人持株比率が上昇して、カルパース等の「発言する機関投資家」が上陸、日本の機関投資家にも刺激を与えつつある。厚生年金基金連合会の「議決権行使についてのガイドライン」(98年6月)公表も有って、議決権行使に当たってサイレント・パートナーの立場を脱する機関投資家も出てきている。

生命保険協会は時価発行が本格化する前後から、企業の資本調達、中でも時価発行問題について調査書を纏めて、株主としての要望を定期的に公表してきた。当初は、時価発行実施に対する消極論や、プレミアム還元の促進と言う形の増配要求に終始していた。経営者が低コストの資金調達手段としてエクイティ・ファイナンスへ過度に傾斜する中で、これらの要望はそれなりに時代的意義もあった。行政が、その要望を反映する形で時価発行ルールの調整を行ったこともあり、資本市場にも影響を与えてきた。しかし、1975年前後の国家経済システムの英米型への変化と軌を一にして、次第に株主資本収益率に重点を置いた調査と要望に変化していった。投資家サイドも英米型の要望を出すようになって行ったのである。94年からは「IR活動の充実」と「潜在株数のデイスクロージャー」を要望項目に加えた。95年からは一方的な調査と要望から、企業向けのアンケートも実施し、経営者の意思を確認する形でより説得的な調査と要望を提示するようになっていく。特に98年12月に発表した直近の調査と要望では、表題も従来の「株主への利益還元状況について」から「株式価値向上へ向けた取り組み状況等について」と衣替えし、より英米型のコーポレート・ガバナンス論に立脚した調査と意見表明を行っている。具体的要望事項については、

- ①ROE 目標値の設定と公表。(アンケート結果では ROE 目標値を持っている企業が 4 割に満たなかった。また目標値を公表している企業は 2 割程度に過ぎない。)
- ②ROE 向上に向けた自社株償却の実施。(自社株償却について定款変更している企業は 45 %あるが、実施している企業は 8.7 %に止まっている。一方、98年3月に商法特例法が改正され、資本準備金が自社株消却の原資として利用できるようになったため、自社株消却の原資が株主資本全体の 3 分の 2 に達している。又株主資本の 3 分の 1 相当額が手許流動性として温存されている。)
- ③IR、デイスクロージャーの強化。(具体的には株主総会招集通知の早期発送、双方向性の高い IR など要望している。)
- ④株主の視点をより重視した経営体制の構築。
(企業に対しては社外取締役の導入、ストック・オプション制度の活用を求め、制度面の改革として上場規則にコーポレート・ガバナンスに関する規定を盛り込み、決算短信に「目標 ROE」記載を義務づけることなどを主張している。)(参考資料 1, 2)

(3) 経営者の意識の変化

外人株主への IR 活動等を通じて、経営者の意識も ROE 重視の方向に傾いてきている。格付会社やアナリストの厳しい評価は株価や資金調達コストにも反映するので、ROE 無視の安易な経営は許されなくなっている。

3. ROE 基準を導入した時価ファイナンス・ルール

この時代の資本市場を端的に表現すれば、「バブル崩壊・時価ファイナンス死滅の時代」

である。1990年以降の株価暴落で、時価発行価格割れ銘柄が殆どと言う状況の中で、時価発行増資は略ストップする。

93年12月、大蔵省は証券業界の要望に応えて、時価発行増資の再開を条件付きで認める。その条件は、①ROE10%以上、②来期以降、3期間每期3割以上の増配を公約する、③潜在株式比率1割未満、と言う従来以上に厳しいものであった。

96年4月24日に上記規制「時価発行ガイドライン」及び「時価発行公募増資を規制する日本証券業協会規則」が撤廃されたことを背景に、漸く2,680億円の公募増資が行われる。97年は1,068億円と株価低迷で再び火が消えたような状況であったが、98年2,782億円、99年上期年率2,480億円と若干回復気味であるが、まだ水準は低い。

IV. 解決すべき問題

以上で見たように、日本のコーポレート・ガバナンスは急速な経済システムの英米化に十分対応しきれていない。最近のデフレの主たる原因は、このミスマッチ現象によるものと考ええる。当面の課題は、市場原理重視の時代に相応しいコーポレート・ガバナンスの構築にある。必要なのはシステム改革ではなくて、システムを動かす経営者や株主の意識改革にある。

1. 経営者のROE意識強化と経営者市場の育成

生命保険協会が1998年12月に纏めた「株式価値向上に向けた取り組み状況等について」をみても、ROEを目標値として持つ企業は(97年当時の23.5%に比べると増えてはいるが)全体

の38.2%に過ぎない。経営に当たって重視する存在として、株主を90.3%の企業があげており、一見、株主を最も重視している様にも見えるが、2位の顧客取引先の89.7%と大差はない。裏からみれば、(複数回答を認めているにもかかわらず)株主を挙げていない企業が10%も有るということにむしろ驚きを感じるべきであろう。株主に対するディスクローズを担当するIR専門部署を設置している企業は全体の16%である。担当者すら決めていない企業が2割近くあることにも驚かされる。

株主が取締役を選任し、会社の経営を委ねているわけだが、このような認識では本当に株主の立場に立ってどれだけ働いてくれているのか疑わしいといわざるを得ない。実際のROEは大量時価発行が始まった1972年頃を境に、米国と逆転し日本のROEは急速に低下している。1992年に3%を切った後、97年まで6年連続で3%以下に低迷。98年は97年より更に低下したものと見られる。一方、アメリカは1994年以降4年連続で15%を上回っている。米国ではROEを高水準に保つため、不要な資金は自社株消却の形で株主に返還している。97年までの過去4年間については増資よりも自社株償却額のほうが大きく、ネットで株式発行額は減少を続けている。日本は低ROEの中で更に増資を行って、株主権の希薄化を進行させている。これならアメリカの経営者を雇いたいと思う株主が出てきて当然である。

生命保険協会の1998年12月の要望では、「株主価値の向上」に向けて、①ROEの中長期的目標の達成について株主に対する責任を明確にすること、②自社株償却の積極的実施と政策面からその促進策を実施すること、③IR、ディスクロージャー体制を強化すること、④ストッ

ク・オプション制度の導入等を要望している（詳細は第Ⅲ節を参照）。

1999年10月1日施行の商法改正では、株式交換、株式移転によって完全親会社の設立が可能となり、持株会社を活用することによって経営者市場を流動化することが従来より容易となった。

2. 株主意識の問題点—株主による適切な議決権行使

日本の場合、持合による法人持株比率が高い。これらの法人株主は、取引関係で相互に利害関係が錯綜しており、株主としての立場だけから経営者の行動をチェックするわけではなかった。株主チェックが弱いと経営に緊張感が欠けてくる虞が有る。株主のエージェントとしての監査役や取締役会のチェックも、主役である株主の強い主張があって初めて有効に働く。企業の主権者である株主自身が経営に対してサイレント・パートナーであり続ける限り、いかなるコーポレート・ガバナンス機構も有効に働くことは難しいであろう。

3. マクロ的なコントロールの必要性

閉鎖的で経営者独裁のコーポレート・ガバナンス機構のもとで、日本の企業活動が1980年前後までは大きな破綻を起こさなかったのは、国家行政に負うところが大きい。ところが、資本市場が円ドル委員会（1984年）前後から急速に自由化され、行政サイドからの管理が殆ど姿を消した。象徴的出来事として「資本市場に対する行政のコントロール」に関する記述が、1985年以降の『大蔵省証券局年報』から殆ど姿を消している。正にレッセフェールを地で行ったわけで、国家経済・企業の統治機構に真空地帯が

生じた。その結果が「バブルの発生」と、その反動としての「厳しい資産デフレ」であったと言えることもできる。

幸い、1990年代にはいってコーポレート・ガバナンスにおける株主復権の動きは見られる。経営者も外人投資家に対してはROEを意識するようになった。市場主義経済システムとコーポレート・ガバナンスのギャップは相当縮小したようにも思える。

とはいえ市場主義経済システムの心臓部である株式市場には投機が絡み勝ちであり、企業経営者・株主意識もまだまだ伝統的な日本型コーポレート・ガバナンス固有の意識から脱却したとは言い切れない。資本市場に対するマクロ的コントロールの必要性がなくなったわけではないのである。

参考資料1 時価発行問題に対する生命保険協会の提言の変遷

- (1) 68年6月 株式時価発行推進論に対して、環境未成熟による時期尚早論を展開した。
- (2) 71年3月 プレミアムの還元、増配、中間発行の実施を要望。
- (3) 74年10月 「公募時価発行企業のプレミアム還元調査について」（74年9月）を纏め、公表する。生命保険協会の時価発行についての実態調査はこれを第1回としその後、約1年1回のペースで行われている。
- (4) 76年10月 証券業界の時価発行自主規制の緩和について、各方面に要望書提出。
- (5) 80年3月 5回目の実態調査（79年9月時点）を実施し、公募株の投資収益率と市場収益率・公募価格割れ銘柄・投資成果ベ

- スト20・投資成果ワースト20・プレミアム還元の好悪銘柄別の投資収益率を公表。
- (6) 84年11月 10回目の調査公表に当たり、プレミアム還元率に変わって、公募増資の利益配分状況を公表項目とした。
- (7) 91年12月 16回目の調査の公表に当たり、公約配当性向の遵守状況、公募・転換・行使価格割れ状況、株主資本配当率、配当性向、株主資本利益率状況・無償余力、について公表している。
- (8) 94年1月 (18回目)「株主への利益還元状況等について」(93年3月現在)を纏め、従来の項目に加え、「IR 活動の充実」「潜在株のディスクロージャー」を要望事項に追加。
- (9) 95年12月 (20回)「株主の利益還元状況等について」(95年3月現在)を纏め、配当による利益還元と株主資本利益率の状況・過去10年間の ROE とバランス・シートの変化・自己株式取得余力・プレミアムの蓄積状況と株式分割の実施状況、配当政策の開示等について公表。
- (10) 98年12月 (98年3月末時点)に公表された直近の23回目調査においては、①ROE の状況に加えて、②自社株償却の実施状況、③IR・ディスクロージャーの実施状況に加えて、④株主の視点をより重視した経営体制の構築：社外取締役の導入等を要望。

参考資料2 企業の ROE に対する意識

ROE 目標値の有無と公表状況 (構成比は%, 以下同じ)

	昨年度		今年度				
	目標値を持つ企業		目標値を持つ企業		内、目標値を公表している企業		目標値の平均
	企業数	構成比	企業数	構成比	企業数	構成比	
ROE	113	23.5	197	38.2	111	21.5	8.8
配当性向	103	21.4	132	25.6	82	15.9	30.8
DOE	27	5.6	19	3.7	8	1.6	3.2
回答企業数	481		516				

(1) 目標値の公表手段

	ROE		配当性向		DOE	
	企業数	構成比	企業数	構成比	企業数	構成比
有価証券報告書	12	10.8	34	41.5	4	50.0
決算短信	19	17.1	57	69.5	6	75.0
IR 活動	95	85.6	40	48.8	4	50.0
その他	18	16.2	6	7.3	2	25.0
公表企業数	111		82		8	

(3) IR 専門部署の設置状況、経営に対して重視する対象についてのアンケート

IR 専門部署の設置状況			経営に関して重視する対象		
設置状況	企業数	構成比	対 象	企業数	構成比
専門部署設置	83	16.1	株主	466	90.3
担当者はいる	333	64.5	顧客・取引先	463	89.7
担当者もいない	99	19.2	従業員	349	67.6
無回答	1	0.2	地域社会	172	33.3
			メイン銀行	48	9.3
回答企業数	516	100.0	回答企業数	516	100.0

(『株式価値向上に向けた取り組み状況について』生命保険協会アンケート－1998年12月)

注

- 1) 大蔵省 [1964－65]、大蔵省 [1966－96]、大蔵省 [1997－1998]。
- 2) 1939年の旧保険業法は、1930年代のデフレと株価の低迷による、生命保険会社の相次ぐ倒産の経験から、株式投資等で得られたキャピタルゲインは将来の値下がりによって確保すべきであると考え、キャピタルゲインを配当財源とすることを原則禁止していた。その結果、保険会社の関心は配当利回りを極度に重視し、株価上昇による株主価値の拡大についての評価がおろそかになったことは否めない。
- 3) スティーブンD. クラズナー [1987]。
- 4) 堀内昭義、花崎正晴 [1998] に銀行の自己資本比率低下の状況についての詳細な分析がある。
- 5) 川北英隆 [1995]。
- 6) 川北英隆 [1997]。
- 7) 株主と経営者の利益相反問題については John Byrd, Robert Parrino, and Gunner Pritsch [1998] が興味深い。利益相反が発生する要因として、①株主が期待するほど経営者が努力しないこと、②投資結果の評価について株主より短期的視野で評価しがちであること、③株主が期待するよりリスク回避型になること、④キャッシュリッチになった時に不要な超過投資を行うこと等を挙げている。今回のバブルの発生と、その後の不良債権の累積は④の要因によるものと考えられる。
- 8) 渋谷博史 [1996] では、「米国についても1980年代に実現した市場メカニズム回復は19世紀型自由放任への回帰ではなかった。…規制を緩和しながら、他方（そのコストは政府（納税者）に帰着する）保護を拡大するという非対称的な政策選択を行った面もある」と。
- 9) 原田晃治「企業統治と監査役制度」第46回全国監査役会議（1998年4月）講演記録。
- 10) 浅野幸弘 [1994]、114頁。

参 考 文 献

- 青木昌彦、奥野正寛 [1996]、『経済システムの比較制度分析』、東大出版会。
- 浅野幸弘 [1994]、『検証日本の株価形成』、東洋経済新報社、114頁。
- 大蔵省 [1964－65年]、『昭和38－39年理財局証券年報』、大蔵省 [1966－96]、『昭和40－平成7年大蔵省証券局年報』、『平成8－9年証券年報』、1997－1998年。
- 川北英隆 [1995]、『日本型株式市場の構造変化』、東洋経済新報社。
- [1997]、『金融システムと株式保有構造』、『証券経済学会年報』第32号。
- クラズナー、スティーブンD. [1987]、『日米経済摩擦の政治経済学』高中公男訳、時潮社。
- 社団法人経済団体連合会 [1997]、『経団連企業行動憲章 実行の手引き』。
- 斉藤美彦 [1997]、『イギリスにおける機関投資家の現況と発展過程』『機関投資家と証券市場』、日本証券経済研究所。
- 渋谷博史 [1996]、『アメリカの金融規制再編の歴史的分析』（渋谷・北条・井村：『日米金融規制の再検討』第1章－日本経済評論社）。
- 代田 純 [1997]、『欧州機関投資家とロンドン市場』『機関投資家と証券市場』、日本証券経済研究所。

生命保険協会 [1997], 「株主の利益還元等に関するアンケート結果について」『生命保険ニュース』10月28日。

生命保険協会 [1998], 『株主価値取り組み状況等について (調査結果)』, 12月18日。

谷村 裕 [1982], 『株主勘定復活論』, 日本経済新聞社。

中村俊夫 [1997], 「株主割当の特異性と機関投資家」『機関投資家と証券市場』, 日本証券経済研究所。

日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム [1998], 「コーポレート・ガバナンス原則策定委員会」『コーポレート・ガバナンス原則 (最終報告)』。

堀内昭義, 花崎正晴 [1998], 「なぜ日本は深刻な金

融危機を迎えたのかーガバナンス構造の展望」『経済経営研究』Vol. 19, 日本開発銀行設備投資研究所。10月。

三和裕美子 [1997], 「アメリカの年金基金と証券市場ーコーポレート・ガバナンスと関連して」『証券経済学会年報』第32号。

村沢義久 [1998], 『グローバル・スタンダード経営』, ダイアモンド社。

渡辺 茂 [1994], 『ROE 革命ー新時代の企業財務戦略』, 東洋経済新報社。

John Byrd, Robert Parrino, and Gunner Pritsch [1998], “Stockholder-Manager Conflicts and Firm Value” *Financial Analysts Journal*, May/June.

(ニッセイアセットマネジメント投信常任監査役)