

企業ネットワークにおける取引と  
少数株主保護  
－日本の事例



©Copyright 2010 CFA Institute.

**Translated and reprinted from Inter-Corporate Network Dealings and Minority Shareholder Protection – Cases in Japan with permission from CFA Institute, Charlottesville, Virginia USA. All rights reserved.**

CFA 協会の使命は、誠実さ、教育、卓越性における最高の基準を設定することにより、投資業界を世界的に主導することにあります。

CFA 協会は世界中に 9 万 6000 人以上の会員を擁し、CFA 協会認定証券アナリスト (CFA) および CFA 協会認定投資パフォーマンス計測者証 (CIPM) を授与する非営利的専門組織です。

当資料は CFA 協会が発行した”Inter-Corporate Network Dealings and Minority Shareholder Protection – Cases in Japan”を日本 CFA 協会が翻訳したものであり、著作権は CFA 協会が有しています。日本語版および英語版で内容の相違が生じている場合は、英語版の内容を優先します。

日本 CFA 協会翻訳小委員会－翻訳チーム

獅々見和秀 小室秀介 田原一彦 渡辺俊之 森田智弘 浜岡佳美

日本語版翻訳完了日：2010 年 10 月 13 日

# 目次

## はじめに

進む改善 .....	1
企業ネットワークにおける関係 .....	2

## 日本における企業間関係

三井越後屋：財閥の勃興.....	3
韓国財閥（チャボル, Chaebol）との比較.....	4
系列と企業間関係の変化.....	4
系列外の企業間関係.....	5
株式持合いの解消と銀行の役割変化.....	6

## 関連当事者取引の情報開示

会計基準に基づく情報開示.....	9
上場基準に基づく情報開示.....	11

## ケーススタディ

ケース 1：上場子会社から非上場グループ金融会社への資金移動.....	12
ケース 2：上場子会社の非上場子会社を利用した利益水増し.....	14
ケース 3：同系列会社を割当先とする株式発行と、少数株主持分の希薄化 － 三菱グループのケース.....	16
ケース 4：系列外の友好会社を割当先とする株式発行と、他の少数株主持分 の希薄化 － ブルドッグソースのケース.....	18
ケース 5：節税、移転価格、企業間取引.....	20

## 国際比較と日本におけるコーポレート・ガバナンスの現状.....

22

## 今後の課題、展望、および提言

重要な取引に対する株主承認.....	25
情報開示の頻度増加.....	25
情報開示内容の改善.....	26
親子会社上場の減少.....	26

## アナリストへのエピローグ：関連当事者取引の重要性を認識すること.....

26

## 謝辞

CFA 協会は日本 CFA 協会、とりわけ下記のアドボカシー委員会メンバー諸氏に謝意を表します。

深井 浩史, CFA

原田 武嗣, CFA

小池 敏雄, CFA

中瀬 康彦, CFA

大島 康裕, CFA

## はじめに

2004年9月、日本のコーポレート・ガバナンス慣行が国際評価で下から2番目にランクされたという一目立たない記事が主要金融日刊紙に掲載されました<sup>1</sup>。この小さな記事が金融業界に波紋を呼び、数年経ってからも投資プロフェッショナルや規制当局の間で語り草になりました。当該記事は独立系コーポレート・ガバナンス・リサーチ会社のガバナンスメトリックス・インターナショナル（GovernanceMetrics International）社のプレスリリースが基になっており、そこで示されたコーポレート・ガバナンス慣行に関する同社の調査結果では、日本は23ヶ国中、第22位でした<sup>2</sup>。

当時の日本では、金融業界関係者の間でコーポレート・ガバナンスへの関心が高まっていました。2001年という早い段階から、日本で2番目に資産規模の大きい厚生年金基金連合会（現企業年金連合会、以下、「PFA」）はPFAが採用する外部運用マネジャーへの指針として議決権行使ガイドラインを策定していました<sup>3</sup>。これらの外部マネジャーは実際の行使結果をPFAに報告することも求められました。さらにPFAは、上場会社のコーポレート・ガバナンス状況のみを選定基準とする日本株ファンドの運用を開始しました<sup>4</sup>。このファンド（2009年2月に終了）のアプローチは、コーポレート・ガバナンス慣行が健全な企業への選別投資です。この種の投資を大規模に行うファンドは世界に先駆けるものでした。

## 進む改善

2004年以降、多くの観点で（認知度および改善意欲において）日本におけるコーポレート・ガバナンスは変化と改善を遂げてきました。2000年代初めよりPFA主導の試みが実を結んできたことは、そうした変化の一例に過ぎません。議決権行使は日本の資産運用会社にとってほぼ標準となっており<sup>5</sup>、この慣行はPFAから委託を受けた資産運用マネジャーに限ったことではありません。

日本の投資家の議決権行使に対する態度が全般的に変わったばかりではなく、東京証券取引所（TSE、以下、「東証」）、金融庁（FSA）、経済産業省（METI、以下「経産省」）など規制当局も日本の上場会社におけるコーポレート・ガバナンスの改善に向けた努力を行ってきました。これら公的機関は、取締役会の説明責任などガバナンスに関わる改善努力の促進を目的とする研究会を設置しています<sup>6</sup>。

<sup>1</sup> 日経金融新聞「日本は下から2番目」（2004年9月10日）

<sup>2</sup> “GMI Releases New Global Governance Ratings”（ガバナンスメトリックス・インターナショナルの2004年9月7日付プレス・リリース）

<sup>3</sup> 詳細（英文）はウェブサイトを参照。www.pfa.or.jp/english/index.html.

<sup>4</sup> 当ファンドの特徴に関する興味深い評価はPFA「コーポレート・ガバナンス・ファンドから見た日本企業のコーポレート・ガバナンスの現状と課題」（2005年2月）に掲載されている。

<sup>5</sup> 山崎明美「国内機関投資家の議決権行使と株主総会」（UFJ総合研究所レポート vol.9 no.2, 2004年3月）  
www.murc.jp/report/ufj\_report/902/32.pdf.

<sup>6</sup> 参考文献：経済産業省企業統治研究会「企業統治研究会報告書」（2009年6月17日）；金融庁金融審議会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」報告（2009年6月17日）；東証上場制度整備懇談会報告書「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」（2009年4月23日）

個別企業レベルでもガバナンスの改善は明白です。事実、社外取締役を迎える利点が緩慢ながらも着実に認識されています。近年、社外取締役を導入する企業が増えています<sup>7</sup>。こうした流れを受けて、社外取締役の教育と情報交換、および企業と社外取締役とのコミュニケーションを支援する団体として、「全国社外取締役ネットワーク」<sup>8</sup>が2003年3月に設立されました。

## 企業ネットワークにおける関係

日本企業におけるコーポレート・ガバナンスの大幅な改善は中期的にはある程度期待されるものの、これまでの努力は社外取締役や監査役の独立性および役員報酬の開示などの問題に集中しています。企業ネットワークにおける会社間で行われる「関連当事者取引」と呼ばれる取引は、投資プロセスにおける企業リスクの評価に大きく関係するにもかかわらず、十分な注意が払われてきませんでした。

上場会社への投資の観点から、関連当事者取引の定義（本稿の「関連当事者取引の開示」を参照）に当てはまる企業間取引に関する知識を見過すべきではありません。それは、そうした取引が投資先企業のリスクを大きく高める可能性があるからです。言い換えれば、そうした取引の評価をおろそかにすれば、投資パフォーマンスを直接悪化させることになりかねません。

---

<sup>7</sup> 東京証券取引所「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書 2009」（2009年1月）

<sup>8</sup> 「社外」取締役ネットワークとする団体名は、全ての社外取締役が共通の基準で「独立」しているとはみなされないことを反映している。同団体の詳細は [www.shagai-net.jp/e-index.htm](http://www.shagai-net.jp/e-index.htm) を参照。

## 日本における企業間関係

当セクションの目的は、本稿の後段で取り上げるケーススタディに対する理解を深めることにあります。現在の日本における企業間関係と企業ネットワークの特性、さらには企業ネットワークにおける取引に関する基本的な認識を高めるには、過去を概観することが役立ちます。現存する数々の企業グループは数百年前に設立されました。そこでまず、代表的なグループの発展過程を考察することで、日本における企業グループの形成に作用した要因を検討します。数ある事例のなかで、特に興味深い事例のひとつは三井住友グループの前身である三井グループです。同グループは日本企業の成功事例であり、日本の企業グループを代表する例としてしばしば挙げられると同時に、史料も豊富です。

### 三井越後屋：財閥の勃興<sup>9</sup>

複合企業体（コングロマリット）である三井住友グループの三井側の起源は、三井高利氏が1673年8月に江戸（日本の首都、東京の旧称）で設立した三井越後屋に遡ります。この最初の呉服店で、高利氏は事業の発展をもたらす数々の新しい手法を取り入れました。

最も印象的な改革の1つは着物（伝統的な日本の衣服、男女ともに身に着けた）の販売方法でした。当時の慣行は、販売員が各地を回って潜在的な顧客を訪問し、注文を受けるか持参した商品を即売する、というものでした。通常、決済は6月と12月に集中する慣行であったため、追加手数料により価格が上昇し、また資本回転率を下げる結果となっていました。高利氏はこうした慣行を改め、店舗を構えて現金払いによる着物の販売を始めました。この商取引の変更は今ではささいなことと思われませんが、これにより着物が格段に入手し易いものとなったため、庶民の間に着物を普及させる結果をもたらしました。

高利氏は、最初に呉服店を開設した後に行った改革に加えて、1683年には両替事業に乗り出しました。ここでも彼は革新的な手法を取り入れて事業を立ち上げました。17世紀の日本において、他の地域の相手方と取引をする商人は、品物の代金を支払うために現金を送ることが一般的でした。この現金移動には労働力を要するばかりでなく、輸送の途中で強奪されるリスクを伴うものでした。この問題を解決するため、高利氏は約束手形を用いた決済制度を導入しました。こうして設立された三井両替所は、ビジネスの世界で広く認められ敬意を受けました。

事業は順調に発展し、1866年の明治維新を迎えるまで数世紀も続きました。明治期には着物に対する需要が衰え、創業時の事業の存続が危ぶまれました。結果として、呉服事業は分離され、両替事業を核とする三井組（三井グループ）が1872年に設立されました<sup>10</sup>。1879年が三井銀行と旧三井物産の公式な創業の年とされます<sup>11</sup>。その後1893年、増加する事業を管理するために、いわ

<sup>9</sup> 当セクションはもっぱら三井広報委員会から提供された歴史資料に基づいている。日本語資料については [www.mitsui.com/history](http://www.mitsui.com/history) を参照。

<sup>10</sup> 「三井ファミリーから三井グループへ」 [www.mitsui.com/history/toukatsu.html](http://www.mitsui.com/history/toukatsu.html)

<sup>11</sup> 青木昌彦、Hyung-Ki Kim「移行経済のコーポレート・ガバナンス：内部管理と銀行の役割 (*Corporate Governance in Transitional Economies: Insider Control and the Role of Banks*)」ワシントンDC；世界銀行、1995年

ゆる三井家同族会・三井元方が正式に設立されました。一連の事業を三井一族が経営し、三井元方が1909年に合名会社となった後は、一族のメンバーのみが三井合名会社への出資を認められました。この年が銀行を中核とする同族複合企業体である三井財閥が誕生した年と広くみなされています。

三井財閥に加えて、他の3つの主要財閥（すなわち、三菱、住友、安田）が生まれました。三井財閥を含めた共通の特徴は、企業グループが銀行を中心に成り立っていることです。これら日本の主要財閥はすべて20世紀に入るはるか以前より発展を始めており、当初から財閥として設立されたのではなく、時の経過と共に財閥に発展したのです。

## 韓国財閥との比較

国境を越えた韓国にも同じような大規模の企業グループがあり、チャebolと呼ばれます（サムスン、現代、LGなど）。チャebolを漢字で書くと日本と全く同じ「財閥」です。一見、財閥とチャebolは同じ種類のグループに見えますが、両者の間には根本的な違いがあり、直接的な比較をむしろ難しくしています。

韓国のチャebolは政府の支援の下で形成されました<sup>12</sup>。チャebolも同族支配ですが、設立されたのは第二次世界大戦終結後です。日本の財閥との間で最も際立つ違いは、チャebolでは中核に銀行の存在がないことです。実際には、チャebolは銀行の所有を禁じられたため、日本の財閥と異なり、グループが所有する銀行からの資金調達に頼ることができませんでした。日本の財閥における企業間の関係は、グループ所有のメインバンクとの緊密な関係に特徴づけられます。韓国のチャebolにはそのような関係がありません<sup>13</sup>。

## 系列と変化する企業間関係

三井や日本の他の主要財閥は、20世紀前半から第二次世界大戦終結近くまで力強い成長を享受しました。戦前・戦中を通じて財閥企業が市場支配力を強めていたため、米国軍政府が日本を占領中にこれらの強力なグループの解体を決めたのです<sup>14</sup>。解体の主な理由は、一部の企業グループへの市場支配力の集中が、占領軍が導入を計画していた資本主義市場システムの考え方と相反するものだったからです。

これらのグループの市場支配力は、ともかく信じ難いほどでした。例えば、三井財閥だけで1946年に220以上の異なる企業に解体されたとの記録があります<sup>15</sup>。この過程で財閥組織の持株会社の

<sup>12</sup> Yishay Yafeh 「日本の企業グループとその将来に関する国際的視点（An International Perspective of Japan's Corporate Groups and Their Prospects）」全米経済研究所（NBER）ワーキング・ペーパー9386（2002年12月）

<sup>13</sup> 韓国の企業グループに関する追加資料に関しては、Sang Woo Nam 「韓国の基本取引銀行システムと新たな銀行企業間関係の模索（The Principal Transactions Bank System in Korea and a Search for a New Bank-Business Relationship）」（「東アジアにおける金融規制緩和と統合（Financial Deregulation and Integration in East Asia）」）Emmanuel Takatoshi, Anne O. Krueger 編、NBER ブック・シリーズ：東アジア経済セミナー（1996年4月）277-306

<sup>14</sup> Randall K. Morck 「世界のコーポレート・ガバナンスの歴史：同族企業グループから職業的経営者まで（A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers）」NBER カンファレンス・レポート、シカゴ大学出版（2006年1月16日）

<sup>15</sup> 武田晴人 「戦後改革：経済民主化政策の展開」（「現代日本経済史」）  
[www.e.u-tokyo.ac.jp/~takeda/gyoseki/GAKU00-17.htm](http://www.e.u-tokyo.ac.jp/~takeda/gyoseki/GAKU00-17.htm)



株式が没収され、財閥企業間の持合株がすべて解消されて株式市場に放出されました。企業を買収できる公開市場が急速に立ち上がり、日本企業は互いに敵対的買収を仕掛け、買収専門会社は買収を望まない被買収企業からグリーンメール（買い集めた株式を高く買取らせる行為）を引き出しました<sup>16</sup>。

その結果、系列と呼ばれる企業グループが新たに形成されました。なかにはかつての財閥構造にかなり近いものもありました（三井、三菱など）。ただし、これら系列グループと以前の財閥との間には、その構造に大きな違いがありました。すなわち、財閥の構造が実質的に同族所有であったのに対し、系列はそうではありません。

分析上、三井グループや三菱グループ（つまり、銀行を中心とする旧財閥タイプ）を含む系列構造を「水平系列」、資本関係で繋がり、製造会社と部品供給会社を、あるいは製造会社と卸売会社や小売会社を結びつける系列構造を「垂直系列」と分類することが可能です。後者には日立や東芝、トヨタなどを含み、それらの創業は20世紀前半で、大手財閥の設立からはかなり後れました。

系列構造の別の重要な特徴は、グループ企業間での著しい株式の持合いです。この習慣が取引関係を公式に安定させると同時に、敵対的買収から企業を守るという企業にとって望ましい効果をもたらしています。金融機関が同一系列にある他の企業の株式を保有することが一般的であり、複合企業体（コングロマリット）内の企業は、系列に含まれる場合もある中核の金融機関の株式に加えて、互いの株式を保有し合っています。

## 系列外の企業間関係

資本の結びつきを伴う緊密な関係は、日本では系列外でも存在します。アクティビストが関与する最近の多くの事例が明らかにしたように、企業と例えば仕入先との取引関係も多くの場合に緊密です。興味深い事例は、後ほど詳述するブルドッグソース株式会社です。同社は2007年、株主アクティビストに仕掛けられた買収提案を経営陣が拒否し闘いました。ブルドッグソースは主要な系列には属していないものの、大手生命保険会社や大手銀行を含む他の様々な長期株主からアクティビストとの闘争に対する支援を受けました。

企業間で資本関係を持つ第一義的な目的は安定株主を確保することであり、それは同時に効果的な買収防衛に役立つこともあります。こうした資本関係が相互での取締役の兼任によって更に強化される場合があります<sup>17</sup>。一方、強い非公式な社会的ネットワークが資本関係を補完し、異なる組織に属する幹部職員の間で定期的にもたれる非公式な会合が両社の関係を強める場合もあります。

<sup>16</sup> 中村雅夫、ランドール・モルク（Randall Morck）「ここにおいて、それをした。日本における会社所有の歴史（Been There, Done That. The History of Corporate Ownership in Japan）」ECGI-Finance Working Paper 20/2003、サウダー・ビジネス・スクール・ワーキング・ペーパー（2003年7月）

<sup>17</sup> 日本における兼任取締役に関する興味深い事例は三菱重工業株式会社に見られる。本件に関し「社会的ネットワーク分析による日本と米国における取締役兼任制と企業支配（The Structure of Interlocking Directorates and Corporate Power in the U.S. and Japan through Social Network Analysis）」立命館ビジネス・レビュー、vol.45、No.4（2006年11月）：8に興味深い表がある。

## 株式持合いの解消と銀行の役割の変化

1990年代に、企業間関係の一般的な捉え方に大きな変化が生じました。1980年代後半の力強い経済成長期、いわゆるバブル経済を経て、日本経済は低成長期に入り、時に景気後退にさえ陥りました。こうした環境下、銀行と企業が株式持合いの慣行を経済的に正当化することが益々困難となりました。これは特に、銀行が不良債権処理のために資金調達を確保し、国際決済銀行（BIS）の資本規制に適合させる必要に迫られたことが原因でした。BIS規制の枠組みでは、株式保有による含み損益が自己資本の項目でTier 1（表1の解説を参照）として計上されます。1999年に銀行が保有する株式は、実際にTier 1資本の2倍に達しており、株価の下落によって銀行の貸出姿勢に過剰な影響を及ぼし、信用収縮を招きました。

表1. Tier 1資本と未実現損益

株式保有に伴う含み損益はTier 1資本を構成します。例えば、Tier 1資本を100米ドルとし、株式保有をTier 1資本の2倍、200米ドルとします。保有株式が20%下落すると、株式の価値は40米ドル低下します。株式保有に伴う損失はTier 1資本に計上されるため、株式保有の40米ドルの損失はTier 1資本を100米ドルから60米ドルに減少させます。銀行がTier 1資本の20倍まで貸出しを実行するならば、貸出残高は100米ドルの20倍で2,000米ドルとなります。Tier 1資本が60米ドルに減少すると貸出比率は20倍から33倍以上になります。したがって、既存貸出をTier 1資本でまかなう割合が低下し、銀行の貸出姿勢がさらに行き過ぎると、結果的に貸出ポートフォリオのリスクが高まり、信用危機へとつながっていくのです。

株式持合いを解消する傾向に影響を及ぼした別の要因は時価会計の導入でした。また、銀行の株式保有に批判的な世論に対する認識を銀行が高めたことも重要な要因でした<sup>18</sup>。

1990年代後半の大きな銀行危機の後に、銀行と企業はともに取引先企業の株式、金融機関の株式、他の親密企業の株式の保有を解消し始めました。例えば、銀行が持ち合い株式の解消の過程で保有株式を売却するなかで、多くの取引先企業も同様に保有株式を売却したため、解消のプロセスに拍車がかかりました。図1は、このプロセスが急速に進んだ様子を示しています<sup>19</sup>。

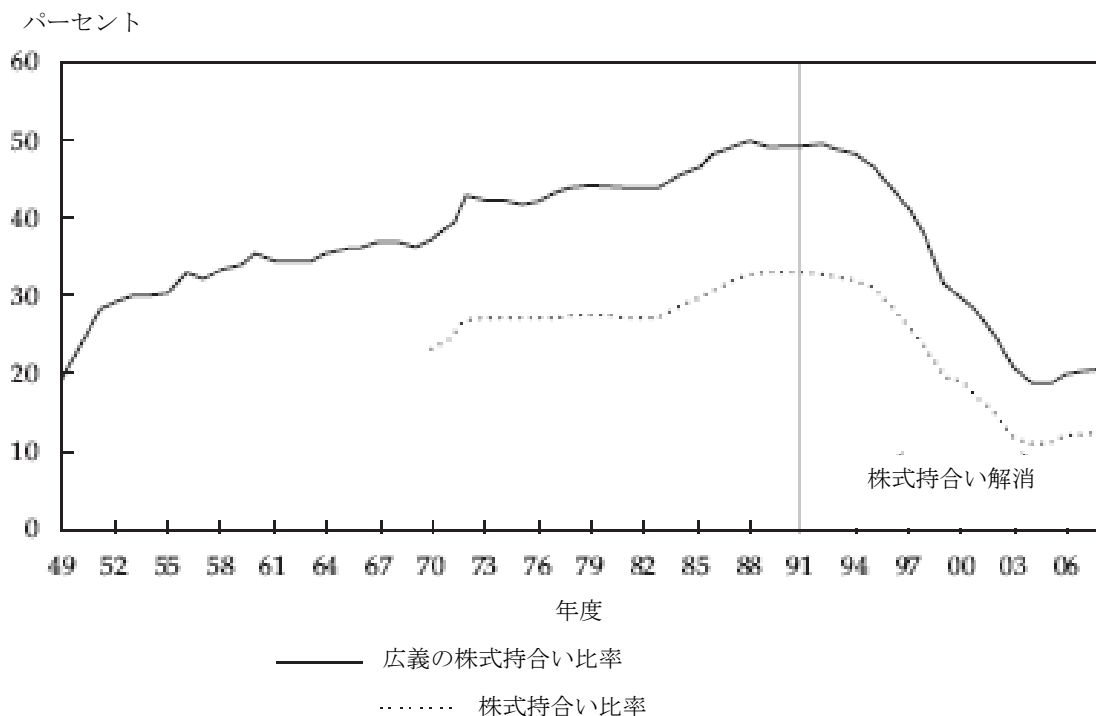
株式持ち合い解消の影響は多岐にわたりました。株式市場はマイナスの影響を受けました。しかし、本稿の目的上より重要なのは、日本のガバナンス環境における銀行の役割が変化したことです。過去において日本企業は銀行からの借入に大きく依存していましたが、今や債券の発行が上回っています（実際には、1993年に施行された金融制度改革法がやっと日本の商業銀行に投資銀行業務への参入を認めました）。「ユニバーサル・バンキングは正当化されるか？」と題して1995年前半から1997年前半の間に行われた調査によると、債券発行件数は37から122へ3倍に増加しました。同じ期間に発行された439の債券のうち46%を銀行が引き受けています<sup>20</sup>。

<sup>18</sup> 宮島英昭、黒木文明「株式持合いの解消：原因、効果、影響（The Unwinding of Cross-Shareholding: Causes, Effects, and Implications）」経済産業研究所ディスカッション・ペーパー05006（2005年2月）

<sup>19</sup> 野村証券レポート「2008年度の株式保有構造の変化」（2008年7月2日）

<sup>20</sup> Jun-Koo Kang・Wei-Lin Liu “Is Universal Banking Justified? Evidence from Bank Underwriting of Corporate Bond in Japan” アメリカ金融学会会合（2003年12月）

図1. 日本における株式持合いの動き



注：(1)「株式持合い比率」は上場会社（関連会社・子会社とジャスダック証券取引所に上場される会社を除く）の時価総額全体に対する上場会社が保有する株式の時価の割合を示す。広義の株式持合い比率では生命保険会社と非生命保険会社が保有する株式を含む。(2) 2008年度（FY08）のデータは、保有株式の時価に関するデータの集計を終えていない非金融会社と金融機関について過去のデータと株式保有傾向から計算された推定値。したがって2008年度の株式持合い比率は推定である。(3) 1949年度から1989年度のデータは日本の株式取引所が行った株主調査に基づくもので参考として示してある。

出所：野村証券株式会社（東洋経済新報社の主要株主データ、有価証券報告書、および東京証券取引所、大阪証券取引所、名古屋証券取引所、札幌証券取引所、福岡証券取引所が行った株主調査に基づく）

1990年代後半には銀行の役割が更に変化しました。伝統的に緊密だった企業と銀行との関係が徐々に変わりました。かつては、企業にとってメインバンクとの関係は銀行借入れを通じた資金調達を行うために極めて重要でしたが、経済環境の悪化に伴いこうした関係の重要性も低下しました。債券格付けがAあるいはそれ以上の企業の場合に、この変化は特に顕著でした。もちろん、銀行との関係と借入れは、成長の低い事業分野に属する企業や資本市場からの資金調達が困難な企業にとっては未だに比較的重要性が高い状況です<sup>21</sup>。

<sup>21</sup> 宮島英昭、有川康弘「日本のバブル後における銀行取引関係：直接的・間接的な予算制約の共存（Relationship Banking in Post Bubble Japan: Co-Existence of Soft and Hard Budget Constraint）」（青木昌彦、グレゴリー・ジャクソン、宮島英昭編「日本のコーポレート・ガバナンス：構造的変化と分散型組織（Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity）」（2004年8月）

銀行による株式保有の減少に伴い、外国人投資家の日本株式市場への投資が増加しました<sup>22</sup>。その結果、機関投資家がコーポレート・ガバナンスの改善と株主価値の向上を求め企業への影響力を強めました。

次のセクションでは、日本における関連当事者取引の開示に関する問題点を検討します。そうした開示がなければ、少数株主は自己と他の利害関係人との間に生じうる潜在的な利益相反に起因するリスクを評価することができません。したがって、関連当事者取引の開示は投資家保護に不可欠です。

---

<sup>22</sup> 宮島英昭、黒木文明「株主持合いの解消」表2を参照

## 関連当事者取引の開示

日本における関連当事者取引の開示に関する規則は企業会計基準と証券取引所に由来します。

### 企業会計基準に基づく開示

日本のコーポレート・ガバナンス慣行における最近の変化としては関連当事者取引に関する情報の改善が挙げられます。この件についての大きな進展は、2006年10月、日本の企業会計基準委員会（Accounting Standards Board of Japan, ASBJ）による、関連当事者取引の開示の改善を目的とする企業会計基準第11号「関連当事者の開示に関する会計基準」および企業会計基準適用指針第13号「関連当事者の開示に関する会計基準の適用指針」の承認です。同改定は、日本の会計基準と国際会計基準とのコンバージェンスを目的とし、日本の証券取引法（現金融商品取引法）、国際財務報告基準（IFRS）、米国会計原則（GAAP）に関する現行基準の分析結果を参照しています<sup>23</sup>。

2006年以前、「関連当事者との取引」に関する情報は連結および単独財務諸表の注記事項とされ、監査対象でした。日本における関連当事者の開示は、旧証券取引法の規則（財務諸表規則および連結財務諸表規則）の規制に限られていました。しかし、最近の様々な進展を勘案し、企業会計基準委員会は関連当事者の開示に関する会計基準を設けることとしました。基準改定は、報告当事者と関連当事者との取引（企業と役員など当該企業と関連する個人との取引を含む）が必ずしも対等な立場で行われているとは限らず、その結果、企業の財政状態や経営成績に影響を及ぼしうるとの認識に基づいて行われました。さらに、企業と関連当事者との間に直接の取引がない場合においても、関連当事者の存在自体が、企業の財政状態や経営成績に影響を及ぼすことがあるとされています。

企業会計基準委員会が関連当事者の開示義務を改定した別の理由は、いわゆる純粋持株会社（グループ全体の経営戦略の立案及び子会社管理に専念し、株式所有を通じて、実際に製造・販売などの事業活動を行う企業を支配する会社をいう）の増加でした。関連当事者を開示する目的は、企業と関連当事者との取引や関連当事者の存在が財務諸表に与える影響を財務諸表利用者が把握できる、適切な情報の開示にありました<sup>24</sup>。

企業会計基準第11号は、関連当事者の範囲を形式的ではなく、実質的に判定する必要があるとしています。

表2に示すように、日本の企業会計基準委員会による関連当事者の定義は国際会計基準審議会（International Accounting Standards Board, IASB）の定義に従っています<sup>25</sup>。

図2は、企業会計基準委員会の定義による関連当事者の範囲を示します。

<sup>23</sup> 企業会計基準第11号および適用指針第13号は2006年10月17日に公表された。

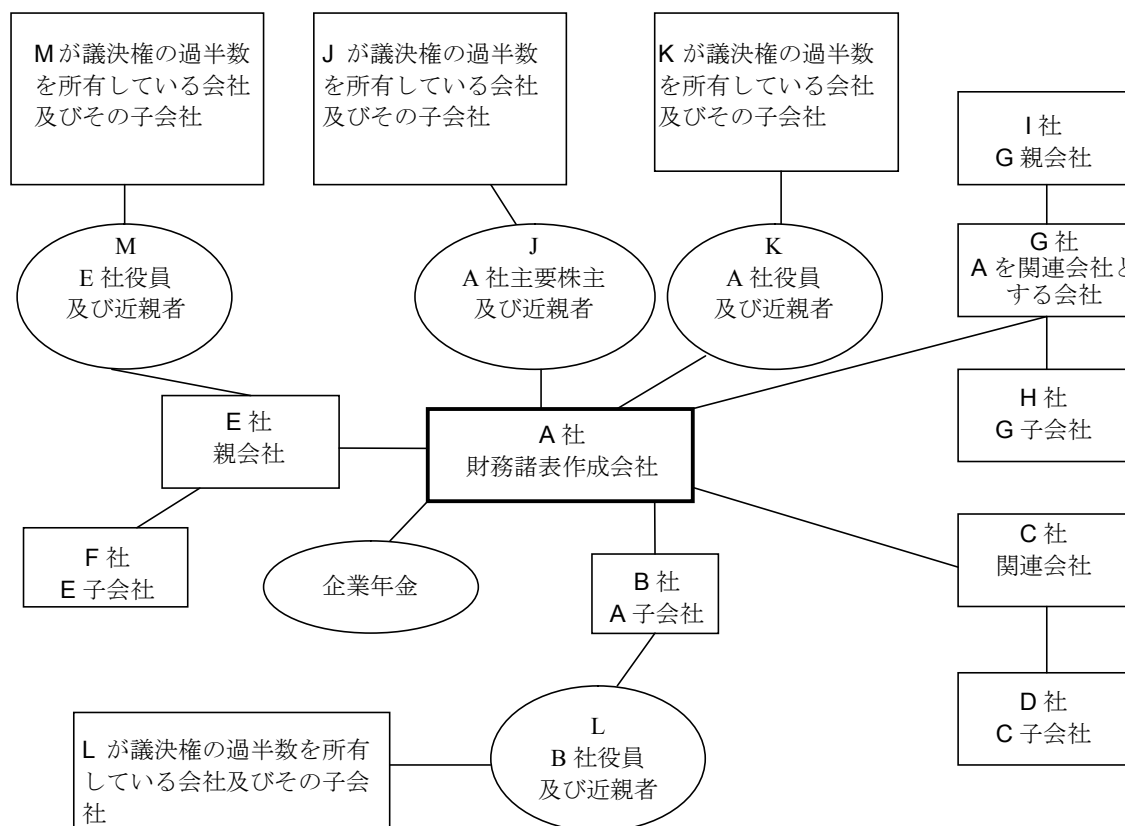
<sup>24</sup> 企業会計基準委員会「企業会計基準第11号 関連当事者の開示に関する会計基準」（2006年10月17日）

<sup>25</sup> 補足2は、企業会計基準委員会「企業会計基準第11号」およびCFA協会「関連当事者取引：アジアに投資する投資家のための訓話（Related-Party Transaction: Cautionary Tales for Investors in Asia）」（2009年1月）に基づく。

**表 2. 「関連当事者」の定義**

企業会計委員会（ASBJ）の定義	国際会計基準審議会（IASB）の定義
a. 主要株主	a. 支配による関連当事者（親会社、子会社、傘下企業）あるいは共同支配にある当事者が重大な影響を及ぼす主体
b. その他の関係会社の親会社及び子会社並びに財務諸表作成会社の主要株主が議決権の過半数を所有する会社及びその子会社	b. 関連会社
c. 親会社の役員	c. 合併会社
d. 重要な子会社の役員	d. 重要な経営幹部
e. 主要株主及び役員の子親者	e. 上記 a. あるいは b. に該当する家族あるいは個人の近親者
f. 従業員のための企業年金	f. 上記 d. あるいは e. に該当する個人が共同支配する、重大な影響を及ぼす、あるいは議決権の大部分を保有する主体
g. 共同支配投資企業及び共同支配企業	g. 企業あるいは企業の関連会社の従業員のための退職後給付プラン

**図 2. 関連当事者取引の範囲**



出所：大和総研「関連当事者の開示」（2007年12月28日）

## 上場規則に基づく開示

金融商品取引法（旧証券取引法）の条項に基づき、企業は関連当事者取引を有価証券報告書で開示する必要があります。この慣行により、関連情報は少なくとも1年に1度、年次有価証券報告書が提出されるたびに、投資家に提示されることとなります。

しかし、関連情報の開示が必要とされるのは、年次有価証券報告書の公表時のみであるため、情報は限定されます。例えば、事業年度中に重大な関連当事者取引が行われても、投資家には事業年度終了まで伝わりません。さらに、日本では（韓国でも同様に）、少数株主は関連当事者取引を行う上場会社の意思決定に直接影響を与えられません<sup>26</sup>。関連当事者取引に対する株主の事前承認は必要とされていないからです。

現在、関連当事者取引の開示に対する規制強化は、他の関心分野と比べて東京証券取引所の優先順位が高くありません<sup>27</sup>。とはいえ、少数株主の利益保護強化の観点からは、私募の第三者割当増資を巡る問題の解決の必要性は認識されていました。この問題に関連して興味深い例は、日本ではよく知られている三菱自動車とスチール・パートナーの事例であり、次のセクションで解説します。

---

<sup>26</sup> 東京証券取引所 有価証券上場規定「第2編 第4章 第2節：会社情報の適時開示等（第402条－第420条）」  
英文は [www.tse.or.jp/english/rules/regulations/securities.pdf](http://www.tse.or.jp/english/rules/regulations/securities.pdf)

<sup>27</sup> 東証上場制度整備懇談会報告書「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」（2009年4月23日）

## ケーススタディ

関連当事者取引に関する新しい開示ルールは、2008年4月に始まる事業年度から日本の企業に義務づけられました。それ以前は、関連当事者取引が投資家やメディアの注意を惹くことはほとんど無く、その為、関連当事者取引に関する詳細な公開情報の入手は極めて困難でした。香港、中国、韓国では関連当事者取引に関する豊富な調査がある<sup>28</sup>ようですが、日本では状況が異なります。例えば、この分野での証券会社のリサーチはほとんど存在しません。会計基準改定に関するレポートがたまに言及しているだけです。

関連当事者取引をどの程度行っているかが企業のガバナンス慣行や規律の姿勢を強く示すため、関連当事者取引は本来調査すべき重要な分野なのですが、この分野に関する関心は全くありませんでした。グループ構造としての“系列”に関する文献は数多く存在しますが、関連当事者取引を題材とする事例を見つけることは困難です。したがって、関連当事者取引に関する興味深い事例を見出すためには、個別企業の有価証券報告書や、詐欺容疑の捜査に関する記事などを調べる必要がありました。

以下の事例を取り上げる目的は少なくとも2つあります。第一に、現在の開示情報の、投資家にとっての有用性の問題を例示します。第二に、これらの事例を検討することで、改善が期待される分野を示唆することに役立ちます。

### ケース1：上場子会社から非上場グループ金融会社への資金移動

ここでは、主に日産車体株式会社と鳥居製薬株式会社の事例を取り上げます。

#### 日産車体株式会社

日産車体とその子会社および関係会社は、主として乗用車などの自動車、商用車、マイクロバスの製造・販売と、自動車部品、車体、特殊車両のサスペンション、その他の自動車関連製品の製造・販売を行っています。同社は製品を親会社である日産自動車株式会社に供給しています。国内に、子会社7社と関係会社1社があります<sup>29</sup>。

日産車体は、日産自動車と同じく東証に上場しているため、当事例は親子上場の例でもあります。親会社と子会社がともに上場しているおかげで、他の事例と比べて公開情報が多く得られます。

2009年7月、日産系企業の1社が日産自動車の100%子会社である金融会社に低利のローンを提供している慣行を、ある株主アクティビスト・ファンドが問題にしていると、ある日本の新聞が報道し、その後ウォール・ストリート・ジャーナル紙も追随しました。こうした慣行は日本の複合企業体ではよく見られるのですが、この事例では、日産グループに属し資金力のある日産車体が日産ファイナンスに低利のローンを提供したとして、アクティビスト・ファンドが同社を提訴

<sup>28</sup> 例えば、CFA協会「関連当事者の取引」を参照。

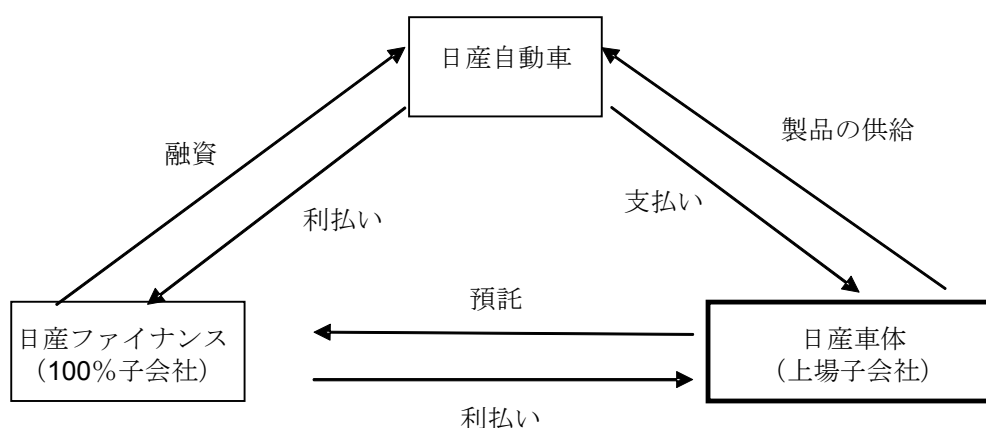
<sup>29</sup> 同概要はGoogleファイナンスによる。<http://www.google.com/finance?q=TYO%3A7222>



したのです。

日産車体の直近の有価証券報告書有価証券報告書には、日産のグループ会社でありグループの資金管理を行う企業である日産ファイナンスに対する 589 億円の融資が記載されていました（ちなみに、589 億円は日産車体の時価総額の半分近くに上ります）。有価証券報告書によると、日産ファイナンスは日産車体の資金管理をしています。有価証券報告書有価証券報告書によれば、契約条件（金利等）は日産ファイナンスの提示にしたがい両者間で合意されたものでした。図 3 にこの関係を示します。

図 3. 日産グループにおける上場子会社と非上場金融会社との融資関係



日産自動車は日産ファイナンスの 100%の株式を保有し、5 名の取締役が兼任しています。2002 年初め、フランスの自動車メーカーであるルノー社は日産自動車の株式 44.4%を取得したと発表しました。同じ月に、日産ファイナンスはルノー社に資本参加して、新たに日産ルノーを設立しました。日産自動車にとって、日産ファイナンスの主目的は日産グループの企業に資金を供給することにあります。

日産自動車の 2009 年 3 月期有価証券報告書によると、短期債務の平均金利は 2.28%でした。一方、日産車体が日産ファイナンスを通じて他のグループ会社に供与するローンの金利は 1%を下回ると、アクティビスト・ファンドは主張しています。この主張が正しいとすれば（これを裏付ける客観情報はないものの、会社側はこれを否定していません）、日産自動車とその株主が日産車体とその株主より優遇されていることは否定できません。

日産車体が上場会社ではなく、単に日産の一部門に過ぎないのであれば、この貸出慣行は問題ではないでしょう。しかし、現実には日産車体が上場子会社である以上、少数株主保護の問題が生じる訳です。

### 鳥居薬品株式会社

日産車体のような事例は日本では珍しくありません。同様の事例は、日本たばこ産業株式会社の

子会社である鳥居薬品にも見られます。鳥居薬品も日産車体と同じように、別のグループ会社に資金を預託しています。鳥居薬品の場合、金融会社はJT 財務サービスという非上場会社で日本たばこ産業の100%子会社です。

鳥居薬品の2009年3月期有価証券報告書には「キャッシュ・マネージメント・システム預託金」が340億円計上されています。同社の純資産が810億円である事を考えれば、巨額といえます。有価証券報告書の注記事項には、国内グループ会社を対象としたキャッシュ・マネージメント機能を統括するシステムと説明されています。

日本たばこ産業は最近、JT 財務サービスが行ってきたキャッシュ・マネージメント機能を親会社の日本たばこ産業が引き継ぐと発表しました。

これら二つの事例は、親子会社の上場から生じる問題を示す典型例です。企業グループにおいて親会社と子会社の両方が証券取引所に上場されている場合、上場子会社の株主、特に少数株主の利益と相反する可能性が生じます。例えば、資金需要のある親会社が自社に有利な条件で子会社から資金を調達する結果として、子会社の株主が剰余金から得るリターンを低下させるならば、利益相反となり得ます。利益相反の別の例として、親会社が子会社を完全子会社化する際に、子会社の既存株主を不利な立場に置く（例、株式買取り価格を低く設定する）場合があります。利益相反の可能性の3番目は、親会社が子会社の取締役選任に重大な影響力を行使する場合のガバナンスの問題です。そのような場合、取締役が子会社の利益のために行動するのか、親会社の利益のためなのか疑問が生じるのです。

## ケース2：上場子会社の非上場子会社を利用した利益水増し

日興コーディアル証券とライブドアの事例は、利益水増しを図った興味深い例です。

### 日興コーディアル証券株式会社

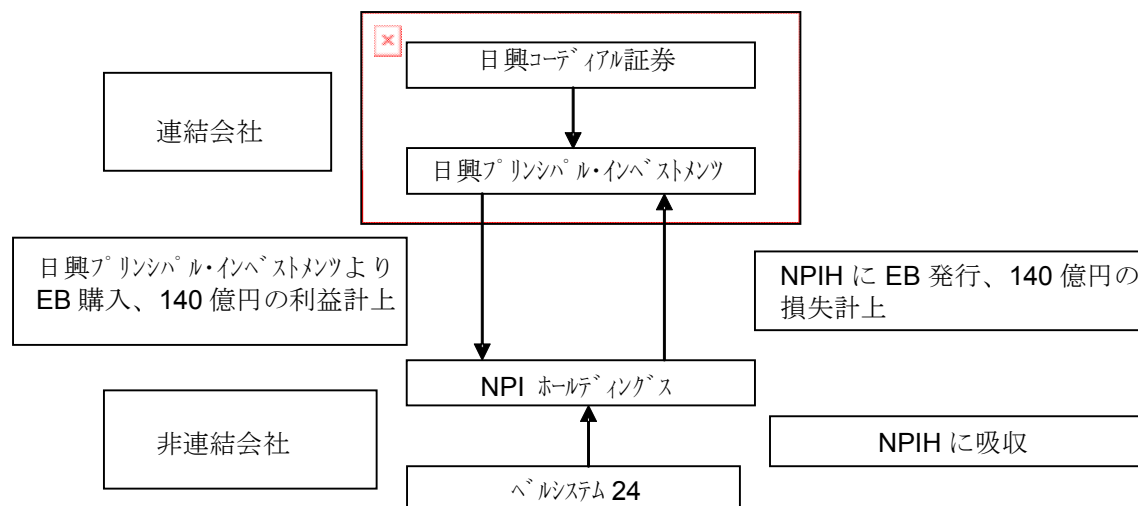
最近まで、日本の企業会計基準では「関連当事者取引」の定義が現在よりも狭かったため、関連当事者取引の一部（例えば、連結子会社の非連結子会社との間の取引）の開示が義務づけられていませんでした。日興コーディアル証券の興味深い事例は、関連当事者取引の開示がなされないために生じる問題の一部を説明することに役立ちます。それはまた、経営陣がそのような取引を公開しないことがなぜ有利とみなされるかの理由を説明することにもなります。

2006年12月16日、日興コーディアル証券が2005年3月期の利益を不正に操作したとして、証券取引等監視委員会（SESC）の取調べを受けていると報道されました。報道によれば、日興コーディアル証券はグループ会社の利益を過大に計上したとのことでした。疑惑が真実であれば、SESCは同社に有価証券報告書の修正を命じ、金融庁（FSA）に罰金を科すように勧告するであろうと報じられました。

その後確認されたところによると、日興コーディアル証券の連結子会社である日興プリンシパル・インベストメンツ株式会社（NPI）にはNPIホールディングス（NPIH）という子会社がありましたが、NPIHは特別目的会社であり非連結対象でした。NPIは自己勘定で投資を行うほか、NPIH

を通じてコールセンター・サービス・プロバイダーである株式会社ベルシステム 24 の株式を取得しました。複数の取引を通じて、日興コーディアル証券の連結利益は約 140 億円水増しされました。図 4 は一連の事象を描いたものです。

図 4. 子会社の非連結子会社を通じた日興コーディアル証券による利益水増しの仕組み



NPIH はベルシステム 24 の株式を取得して他社株転換社債（EB 債）を発行し、140 億円の損失を被りました。同時に、当該 EB 債を引き受けた NPI は 140 億円の評価益を計上しました。NPIH は連結対象外であったため、その損失は日興コーディアル証券グループの有価証券報告書には反映されませんでした。しかしグループの有価証券報告書には、NPI が連結対象だったおかげで、NPIH の損失額と同じ 140 億円の評価益が反映されたのです。当然、二つの取引は実質的にグループ内取引であり、利益と損失の両方を連結財務諸表に反映させるべきであった、と批判されました。

言うまでもなく、証券取引等監視委員会の勧告以降、日興コーディアル証券は数々の課題に直面しました。特に、日本の大手証券会社の一角であり東証 1 部上場会社である日興コーディアル証券が、この証券取引法違反の結果、上場廃止になる可能性があったのです。最終的には、この不正が明るみとなった後、シティグループが日興コーディアル証券を買収し、その後、日興シティホールディングス株式会社に吸収合併されました。

日興コーディアル証券の事件は、別の興味深い展開も生み出しました。日興コーディアル証券の有価証券報告書を監査したのはみすず監査法人でした。みすず監査法人の前身である中央青山プライスウォーターハウス・クーパーズは、化粧品メーカーであるカネボウの不正会計事件に関与した事により解散させられた監査法人でした。（後身の）みすず監査法人もまた、日本で第三位の証券会社である日興コーディアル証券の不正会計を発見できなかった為、その後解散させられました。国際的に有名なアーサー・アンダーセンと同じ運命を辿ったのです。

## ライブドア

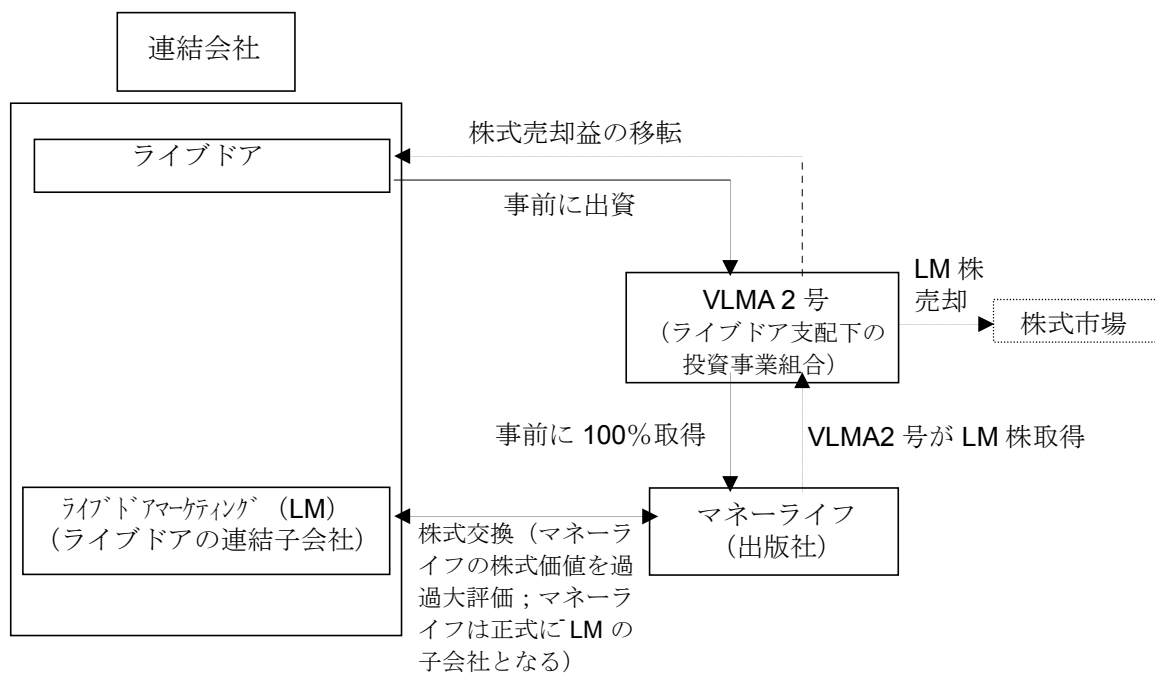
日興コーディアル証券の事例は、日本のコングロマリットに見られる一般的な習性を裏付けるも

のではありません、こうした事例は多くありません。とはいえ、同様の事例も存在します。ライブドア・グループを国際的にも一躍有名にした、2004年の事例です。

この事例を単純化すると、以下の通りです。2004年秋に、インターネット・サービス提供会社である株式会社ライブドアは、株式会社マネーライフと株式会社ライブドアマーケティングとの間の株式交換（その交換比率はマネーライフ社の価値を過大評価するものでした）により、ライブドアマーケティング社の株式を取得しました。2004年6月にマネーライフ社の全株式を取得したVLMA2号投資事業組合は既にライブドアの支配下にあったため、ライブドアがマネーライフ社を支配しました。一方、VLMA2号投資事業組合は連結対象外でした。

このスキームでは、ライブドアマーケティング社の株価が架空の業績発表と株式分割を受けて上昇した後に、ライブドアがライブドアマーケティング社株を売却して利益を得ました。ライブドアマーケティング社は、2004年9月30日現在の有価証券報告書で、架空の収入を計上して損益計算書上の赤字を黒字にしました。図5は、このプロセスの全体像を描いています。

図5. ライブドアの利益水増し構造



この事例と日興コーディアル証券の事例との類似点は明らかです。ここでも非連結子会社が連結利益の水増しに使われました。ライブドアは結局、証券取引法違反に問われました。さらに、ライブドアとライブドアマーケティングはともに上場廃止となりました。

## ケース 3：同系列会社を割当先とする株式発行と、少数株主持分の希薄化

### － 三菱グループのケース

前述の通り、系列グループ会社内での株式持合いの解消は近年加速していますが、それにもかかわらず、各系列会社は依然として強い繋がりを保っています。この緊密な関係は、時に上場会社も含む他のグループ会社への資金供給を目的とする、中央集権的なキャッシュ・マネジメント・システムを伴うことがあります。ここで取り上げる事例は、非常時における資金需要に対して、系列グループ会社が如何に互いを支援しあうかを示します。また、系列内に存在することの多い金融機関が必ずしも中核となっていないことも示しています。

三菱自動車株式会社は、その子会社および関連会社とともに、普通乗用車、小型乗用車、軽自動車、スポーツ・ユーティリティ車、バン、トラック、自動車部品、工業用機械の開発、製造、購入、販売、輸入、輸出を行っています。また、新車の検査とメンテナンス、自動車販売金融およびリース・サービスを提供しています<sup>30</sup>。

三菱自動車は 2004 年時点で日本における唯一赤字の自動車メーカーでした。ドイツの自動車大手ダイムラー・クライスラーが同社の大株主の地位から退いた後、再建に悪戦苦闘していました。ダイムラー・クライスラーの撤退は、欠陥隠蔽を含む一連のスキャンダルが明るみに出た後の重大な顧客離れを受けたものでした。存亡の危機に直面した三菱自動車は、他のグループ会社に支援を求めました。

2004 年 5 月 21 日のプレスリリースで、三菱自動車は再生計画を発表しました<sup>31</sup>。それは、財務状態を強化するために 4,500 億円の資本増強を行うというもので、2,700 億円を三菱グループ会社が、100 億円を戦略的パートナー（中華汽車工業、China Motor Corporation）が引き受け、残りの 1,700 億円を市場から調達する計画でした。三菱グループでは、1,400 億円の優先株式を三菱重工業、三菱商事、東京三菱銀行（現三菱東京 UFJ 銀行）および他のグループ会社に割り当てると同時に、東京三菱銀行と三菱信託銀行（現三菱 UFJ 信託銀行）は 1,300 億円の債権を株式と交換することとされました。こうして得た資本を、三菱自動車は 1,300 億円を債務の返済に充て、3,200 億円を事業の再活性化に使うという計画でした。

3 種類の優先株式が発行され、いずれも将来、普通株式へ転換できることとされました。また、三菱グループ会社と中華汽車工業当てに発行される優先株式は、他の株式より長期の保有が想定されました。

2005 年 12 月 12 日のプレスリリースによれば、優先株式はすでに普通株式に転換されており、三菱重工業、三菱商事、および東京三菱銀行の所有割合が約 27.5%から約 34%に増加していました。

このように、証券（本件では優先株式）を友好的な株主に割り当て、普通株式に転換することによって友好的な株主の所有割合を高める取引は、日本では珍しくありません。こうした増資の仕

<sup>30</sup> 会社概要はグーグル・ファイナンスより。www.google.com/finance?q=TYO:7211

<sup>31</sup> 「三菱自動車 2003 年度決算、2004 年度見通しおよび事業再生計画を発表」（2004 年 5 月 24 日）：  
media.mitsubishi-motors.com/pressrelease/e/corporate/detail1049.html

組みにおいて、一部の当事者に株式を割り当てることは、一般的にその他の株主からは肯定的に受け取られません。その理由のひとつは、他の株主にとって議決権の希薄化をもたらすからです。友好的な当事者に割り当てられる株式の株価が低過ぎるとみなされる時には、少数株主の利益は更に侵害されます。

さらに、この取引に参加した三菱重工業、三菱商事、東京三菱銀行、および他のグループ会社は、いずれも上場会社でもあります。したがって、困難に陥った三菱自動車を救済することが、実際にこれらの企業の株主にとって利益となるかどうかは、疑問が生じるでしょう。

#### **ケース 4：系列外の友好会社を割当先とする株式発行と、他の少数株主持分の希薄化 — ブルドッグソースのケース**

ブルドッグソースの事例は、系列の枠組みを超えた企業間関係が、企業相互の長期的な利益を向上させるために利用されることを示しています。しかしながら、それには株主利益の棚上げを伴います。

主に調味料の製造・販売を行うブルドッグソースには 2 つの事業部門があります。調味料・ソース部門は、お好み焼きソース、オニオン・ソース、梅肉ソース、ゴマ豚カツ・ソース、クッキング・ソースなどの家庭用品を製造・販売しています。同社はまた、粉末ソース、テーブル・ソース、西洋風ソース等の業務用製品も販売しています<sup>32</sup>。

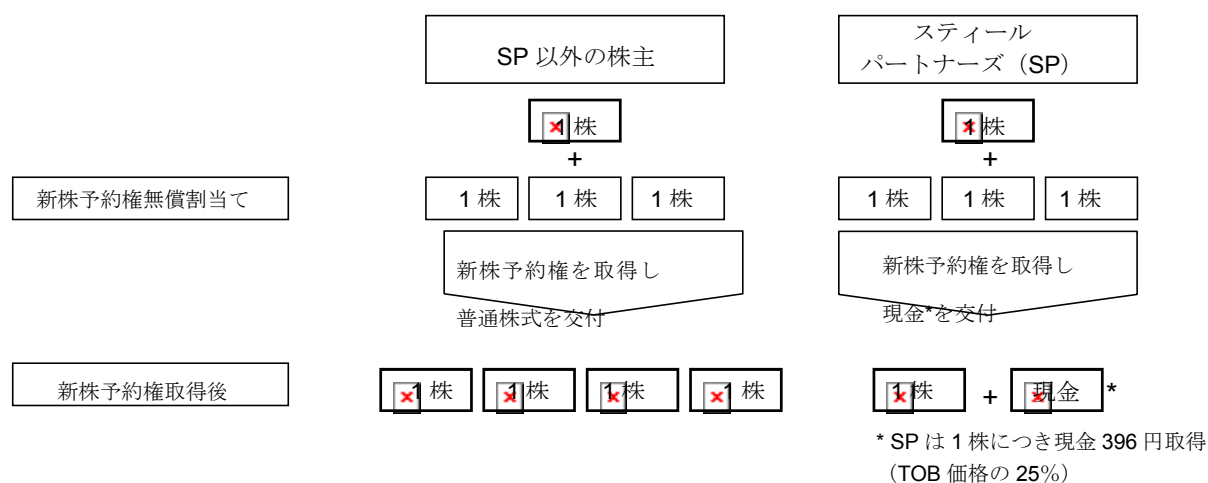
2002 年より、米アクティビスト・ファンドのスティール・パートナーズ LLC は、ブルドッグソース株を買い進み、2007 年 5 月に金融当局に提出された届出によると、スティール・パートナーズは 10.52%を保有する最大株主となっていました。同年 5 月 18 日、スティール・パートナーズは同社が保有していないブルドッグソースの全株式に対して公開買付けを始めました。同ファンドは、当時の株価に 20%のプレミアムを提示しました。

それに対抗して、ブルドッグソースは買収防衛策を講じました。具体的には、スティール・パートナーズの保有割合を 2.86%に希薄化することとなるポイズン・ピルを導入しました。それは、新株に交換できる株式ワラントを発行するものでした。しかし、スティール・パートナーズにはワラントを新株に交換する権利が与えられず、ブルドッグソースがワラントをあらかじめ設定された価格で現金にて買い戻すこととされました。ポイズン・ピルの構造は図 6 に示されています。このスキームをブルドッグソースの 80%以上の株主が承認しました。

当然、スティール・パートナーズが黙って事態を静観することはありませんでした。同社はブルドッグソースによる株式ワラントの無償発行を防ぐため、一時差し止め命令を要求しました。その申し立ては、まず東京地方裁判所で却下されました。却下を不服とするスティール・パートナーズは、最高裁判所まで係争を持ち込みましたが、そこでも棄却されました。

<sup>32</sup> 会社概要はグーグル・ファイナンスより。www.google.com/finance?q=TYO%3A2804

図 6. ブルドッグソースの買収防衛、2007 年 6 月



出所：大和総研「ブルドッグ防衛策の「適法性」」（2007年7月13日）。原文は日本語、この論文のため一部修正

ブルドッグソースの買収対抗策は最終的に意図した結果をもたらしました。つまり、スティーール・パートナーズの持分を希薄化し、その議決権を排除することに成功したのです。2008年4月、スティーール・パートナーズはブルドッグソースの全保有株式を売却し、ブルドッグソースが望んでいた結果となりました。

スティーール・パートナーズはブルドッグソースによる株式ワラントの買戻しで、20億円もの巨額の利益を上げたと推定され、同時に、多大な犠牲をブルドッグソースに強いたとの憶測も流れました。この金額は同社の前年度売上げの70%に達するものであり、2008年3月期決算予想は、当初予想の5億円の利益から、9億8,000万円の赤字に下方修正されました。

この事例は多くの理由から特に興味深いものです。最終的に、ブルドッグソースは友好的な個人投資家の支援を受けて勝利し、裁判所の判断も会社にとって有利に終わりました。しかしながら一方で、この勝利は、同社の企業価値を大幅に低下させるという高いコストによってもたらされました。この結果、ブルドッグソースの株価はその後大幅に下落する結末となりました。結局、ブルドッグソースは経済的には敗者であり、個人投資家あるいは機関投資家の株主もまた同社の行動から利益を得ることはありませんでした。少数株主保護の観点から一般論を述べれば次の通りです。

ブルドッグソースの長期大株主には、みずほ銀行、食品製造の養命酒製造株式会社、非上場の凸版印刷、愛知銀行、そして種苗業者の株式会社サカタのタネが名を連ねています。2009年度有価証券報告書によれば、ブルドッグソースはこれら大株主の株式を保有しており、伝統的な系列構造以外での株式持合いの典型例を示しています。

これらの株式持合い当事者間でのワラント発行は関連当事者取引とはみなされていません。また、ブルドッグソース株の保有割合が 10%を超えていないため、これらの株主は日本の企業会計基準あるいは証券取引法（現金融商品取引法）における「主要株主」とはみなされません。それにもかかわらず、議決権の保有数とは関係なく、ある株主が有価証券報告書報告会社に著しい影響を及ぼしているか、あるいは逆に影響を及ぼされているか、という観点からは、これらの取引を関連当事者取引と結論付けることが十分可能です。

いずれにしても、今や大株主は有価証券報告書で公表されており、保有割合が 5%を超えるならば、継続的な開示が義務づけられています。

## ケース 5：節税、移転価格、企業間取引

多くの日本企業は国際的に事業を展開しており、グループ会社間の関連当事者取引は、その存在が合理的に想定されるものの、公表されることは稀です。そうしたグループ会社間取引に関する疑わしい事例は、課税当局などによる検査の過程で明るみに出る場合があります。最近の事例を 2 つあげるとすれば、有名な国際企業であるソニー株式会社と本田技研工業株式会社が関与するものです。いずれの場合も、節税目的で関連当事者取引を利用したとして課税当局から疑われました。当レポートでは、これらの企業が不正に従事したかどうかを判断する意図はありませんし、当レポート執筆時点では、いかなる結論を引き出す証拠も十分ではありません。しかし、ここで取り上げるような事象は、投資家に大きなリスクをもたらす可能性があるため、決して見過ごされてはならないものです。

### ソニー

2006 年 6 月 30 日付けプレスリリースによると、東京国税局は移転価格課税に基づきソニーに 279 億円の追徴課税を命じました。当局は、ソニーが子会社間で利益配分を行ったにもかかわらず日本で移転取引の申告を怠ったとしました。ソニーは追徴課税を全額支払うものの異議申し立てを行うと新聞発表しました。

対象取引に関与したのはソニー株式会社と株式会社ソニー・コンピュータエンタテインメント（SCEI）でした。両社は東京国税局から更正通知を受けました。SCEI がその子会社であるソニー・コンピュータエンタテインメント・アメリカ社との間で、2000 年 3 月 31 日に終わる年度から 2005 年 3 月 31 日に終わる年度にかけて行った取引から生じた SCEI の申告利益が、更正の対象となりました。ソニーは、2004 年 3 月 31 日に終わる年度から 2005 年 3 月 31 日に終わる年度にかけて、CD と DVD の製造事業に関連して複数の海外子会社との間で行った取引から生じた申告利益につき、同日付で更正通知を受けました。日本の課税当局は、ソニーがこれらの取引を適正価格を下回る価格で行ったために申告義務があったと主張しました。ソニーは節税による利益水増しのために日本から米国子会社に利益を移転したかのようでしたが、課税当局は追徴課税以外の罰金を科さず、また、ソニー社員への懲戒処分も科せられませんでした。

本来支払うべきであった税金の支払いを強要される以外の実質的な罰則がないため、ソニーには日本の移転価格税制を遵守する意味ある動機付けがありませんでした。事実、ソニーは同じこと



を繰り返していました。ソニーは、1998年から2002年の間に親会社と世界中のCDおよびDVD製造子会社との間で行った違法な移転価格行為に関して、45億円の支払いを命じられました。しかし、課税当局による2006年の追徴課税以降、ソニーはそれ以上の移転価格論争を回避するためのガイダンスを米国と日本の課税当局に求めています。

## **ホンダ**

2008年4月にホンダが行ったプレスリリースによると、同社は移転価格に関連する事項について東京国税局の調査を受けていました。調査のなかで、当局は、2006年3月31日までの5年間にわたり、中国の自動車事業からのホンダと中国の合弁会社との間の利益配分で、合弁会社側に過度の利益を計上していたと主張しました。

ホンダは、中国の合弁会社との取引で設定した価格は、日本と中国双方の国内法および規制に従ったものであり、両国で適切な税金を支払ったと主張しました。

新聞報道によれば、同社は約1,400億円の所得の申告を怠っており、調査の結果として支払う可能性のある800億円を引当金として費用計上しました。ホンダの2008年3月31日付け年次報告書では、前年度を7.4%上回る43.2%の実効税率が示されました。この上昇は、移転価格に関して東京国税局が行っている調査の結果として、未認識税務ベネフィットを債務として認識したことが主因です。

当然ながら、このような移転価格の問題に直面している上場会社は、ソニーとホンダだけではありません。さらに、ここで取り上げた事例は日本の企業に限定されるものでもありません。

## 国際比較と日本におけるコーポレート・ガバナンスの現状

日本のコーポレート・ガバナンスの評価が5年前の国際比較で低かった理由のひとつは、取締役会に占める独立取締役の比率が相対的に低いことにあります<sup>33</sup>。そのため、日本では取締役が説明責任を十分に果たしていないのではないかという疑念が高まりました。さらに、日本の企業では取締役の数が多過ぎるため、必要な戦略的意思決定を適切に行うことができない傾向にありました。この問題は、建設会社で特に顕著に見られます。なかには、取締役が40人以上の企業もありました。さらに、特に他国と比較した場合に、多くの取締役は任期が長く、例えば、日経平均株価225指数に含まれる企業では、約3分の2の取締役が同一企業で在任15年以上でした<sup>34</sup>。

また、日本では特に米国あるいは英国の基準と比べた場合の開示基準が緩やかであるため、日本における情報開示の水準には全般的に改善の余地がありました。

もちろん5年前、何も日本のすべてが悪かったわけではありません。公正で「地球にやさしい」調達手法は日本企業の間で広く行われていました。こうした傾向は時に監視体制にも見られました。ソニーの「グリーンパートナー環境品質認定制度」が一例です。さらに、何社かの企業（オリンパス・グループや日立グループなど）では、偽造品や海賊版に対抗するために知的財産権報告書を発行し始め、自発的に経済産業省が定める指針に準拠するようになりました。そのうえ、米国では新株発行による希薄化の問題が大きくなる一方で、日本では株式報酬制度が一般的ではないため、同じような問題は生じていません。

2003年4月施行の改正商法により、米国で一般的な委員会等設置会社制度が選択肢として導入されたおかげで、取締役会の慣行に改善の可能性が生まれました。伝統的な日本のモデルでは、取締役会と監査役会が並存していましたが、新制度は指名委員会、監査委員会、報酬委員会の創設を求めています。野村ホールディングスなど大手企業の中に、そうした委員会制度を導入する企業が現れました。

これらの側面はいずれもコーポレート・ガバナンスにおける一般的な妥当性を持つに過ぎませんが、企業の経営陣との間でプリンシパルとエージェントの関係にある投資家にとって重要なことは、取締役会の説明責任と情報開示です。これらの分野において、日本の規制当局はガバナンス慣行の改善に積極的に取り組んできています。

実際に、21世紀に入ってから日本におけるコーポレート・ガバナンスの改善に向けた多大な努力が続いています。およそ2002年頃まで、日本企業の経営トップは戦略的意思決定において特に株主に配慮することがありませんでした。利害関係者との関係においては、経営陣は従業員あるいは銀行との関係を重視しました。最近では、金融庁、東証、経産省がいずれも、株主の権利と利

<sup>33</sup> 2005年1月21日に企業年金基金連合会で行われた講演要旨を参照。

[www.pfa.or.jp/jigyo/shisan/gava\\_giketsuken/suishin/files/cg\\_kaigi02\\_roku/pdf](http://www.pfa.or.jp/jigyo/shisan/gava_giketsuken/suishin/files/cg_kaigi02_roku/pdf)

<sup>34</sup> ガバナンス・メトリックス・インターナショナル (GovernanceMetrics International) 「GMIによる日本のコーポレート・ガバナンス格付け」(2003年5月27日): <http://gmiring.com/Release20030527.html>

益に対する企業の意識を高めるような規制の枠組み作りに努めています。

こうした規制当局の努力に加えて、多くの企業が投資家からの要求に応えるようになりました。PFA のような国内投資家や外国人投資家の行動を受けて、独立取締役を導入する企業が現れてきました。非独立社外取締役も、例えば親会社との情報共有を改善するために、導入されています。

PFA の活動は特に重要です。株主利益を守る PFA の行動がなければ、この数年間に達成されたような日本の企業におけるコーポレート・ガバナンスの改善はなかったでしょう。PFA による積極的な議決権行使が、コーポレート・ガバナンスを変容させる重要な原動力となりました。例えば、2009 年に PFA は、自己資本利益率（ROE）が 3 年度連続で 8% を下回った企業、および、事業計画や資本政策などにつき、経営の現状に至った理由と効果的な是正策を含む納得のいく説明を株主に対して行わない企業に関しては、取締役の再任に反対票を投じました。一般的に、PFA は、ROE が 3 年連続で 8% を下回った企業においては現職取締役の再任を正当化できないとの立場にたっています。

PFA は多くの投資先企業において物言う株主に転じてきました。PFA は株主として、利益剰余金処分、定款の一部改訂、取締役の選任、株式オプションの付与、役員報酬の変更、退職慰労金の承認といった事項について、承認プロセスに関与しています。

利害関係者としての株主の立場を強化することは、日本企業のガバナンス行動に大きな影響を与えてきました。前述の通り、第二次世界大戦前は、同族経営の大手財閥が経済活動の 35% 近くを支配しており<sup>35</sup>、外部の資本提供者に情報を伝える必要がありませんでした。戦後、財閥と銀行の関係は大きく変化しました。1990 年代に生じた株式持合いの解消と外国人投資家による保有比率の増加を受けて、株主から高まる監視の要求に対処することが新たに重要な課題のひとつとなりました。結果として、取締役の説明責任といったガバナンスの要因が益々重視されつつあります。日本の企業におけるコーポレート・ガバナンス態度に見られる最近の改善を詳細に記述することは、当レポートの対象範囲を超えますが、表 3 に重要な最近の動きをまとめてあります。

表 3. 日本におけるコーポレート・ガバナンスの最近の改善

進展	コメント
2003 年の商法改正による委員会制の導入	委員会制を採用する企業は、指名委員会、報酬委員会、監査委員会の設置が求められる。各委員会は 3-4 名の委員で構成され、社外取締役が過半数を占めなければならない。現在、委員会制を採用する企業は限定的だが、採用企業は健全なガバナンス慣行の適用に熱心とみなされる。
近年の取締役数の大幅減少*	2004 年まで 50 名の取締役を持つ大企業があったが、状況は変わりつつある。2008 年に取締役が 20 名を超える企業は 20 社のみ。東証上場企業の平均取締役数は現在 8.68 名で 2006 年から低下した。

<sup>35</sup> 青木、Kim 「移行経済のコーポレート・ガバナンス」

情報開示の改善	今日、社内取締役と社外取締役の総報酬額を別個に開示する企業が増えており**、会計基準の最近の変更により関連当事者取引の開示に改善が見られる。
内部統制機構の改善	会社法（米国の 2002 年サーベンス・オクスリー法の日本版として J-SOX 法と呼ばれる）の下、2006 年 5 月以降、委員会制を採用する大企業は財務報告に対する内部統制の評価を提示することが求められる***。
買収防衛	2008 年に東証第 1 部上場企業の 23.8%が何らかの買収防衛策を講じていた。この割合はわずか 2 年前から 6.9%増加した。「物言う」外国人投資家の増加と、いわゆる日本企業の割安さが主な理由と考えられる。しかし、最近はポイズン・ピルを導入する傾向が衰え、2009 年 5 月までの 12 ヶ月で純増はわずか 4 社に留まっている。

\*東京証券取引所「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2009」（2009 年 1 月）

\*\*東京証券取引所「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2007」（2007 年 3 月）も参照のこと。

\*\*\*例えば“Financial Instruments Exchange Law (J-SOX)” 参照

[www.deloitte.com/view/en\\_US/us?Services/additional-services/Japanese-Services-Group/Financial-Instruments-Exchange-Law-J-SOX/index.htm](http://www.deloitte.com/view/en_US/us?Services/additional-services/Japanese-Services-Group/Financial-Instruments-Exchange-Law-J-SOX/index.htm)

## 今後の課題、展望、および提言

当レポートで取り上げた事例は、関連当事者取引の形で行われる企業間取引から生じる問題がなぜ重要なのかを説明しています。それらの取引が投資家に適時開示されなければ大きなリスクを伴います。日本における問題は、必ずしも他のアジア諸国で見られるように、創業者一族の手に支配が集中しすぎていることではありません。実際に、1999年の世界銀行の調査では、日本企業は他の主要なアジア諸国と比較して所有の集中が最も低いという結果でした<sup>36</sup>。日本では、少数株主の利益に反する創業者一族による関連当事者取引は比較的まれです。一般的なのは、三菱の事例のように、独立した上場会社であるグループ会社が互いを支援することです。「支援」企業の少数株主は「被支援」企業の少数株主と比べて不利な立場に置かれることがあります。

少数株主の保護に関する上場会社のコーポレート・ガバナンスについて完璧な枠組みを設けている国は世界のどこにもありません。日本では他の国と同様に改善の余地があります。関連当事者取引として定義される企業間取引に関して、日本におけるコーポレート・ガバナンスおよび投資家保護を改善する過程のなかで、次の問題が最優先の取り扱いを受けると考えられます。重要な取引に対し株主の承認を求めること、情報開示の頻度を高め内容を拡充すること、そして、親子会社の上場を減少させることです。

### 重要な取引に対する株主承認

定款の変更、買収、合併、あるいは事業部門の売却など企業に重大な影響を及ぼす取締役会の決定の大半は、日本でも株主の承認が必要とされており、これは大半の諸外国同様であり、グローバルなベスト・プラクティスです。しかし、一部の重要な取引は取締役会の承認のみが必要とされています。例えば、2つの例外を除き、日本の会社法は上場会社の取締役会に株主の承認なく私募発行の権限を与えています。株主の承認を必要とするのは、(1) 私募の買い手に特別有利な価格で新株を発行する場合、および(2) 合理的な理由なく新株を発行する場合です。日本の規制当局は、資産の移転あるいは少数株主権の希薄化を伴う取引など、全ての重要な取引に原則として株主の承認を必要とすべきであると認識しています。

### 情報開示の頻度増加

関連当事者取引の情報開示は基本的に年に1度が法的要件です。しかし、投資家が投資先企業の潜在的リスクを評価するには、より頻繁な情報開示が望ましいでしょう。実際に、企業が重要な取引を決定する度に開示することが少数株主の利益となります。報告と承認を必要とする取引の規模について適切な基準を設けなければなりません。これは、OECDが2009年9月に公表した「アジアにおける不正な関連当事者取引と闘う手引書（Guide on Fighting Abusive Related Party Transactions in Asia）」の中で説明しているグローバルなベスト・プラクティスに沿う慣行となります。

<sup>36</sup> Stijin Classens, Simeon Djankov, Joseph P.H. Fan and Larry H.P. Lang, “Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia,” World Bank Policy Research Working Paper 2008 (June 1999).

## 情報開示内容の改善

関連当事者取引の存在自体が株主の関心事と思われませんが、取引内容の詳細がなければ、情報開示の価値は限定的です。例えば、日産車体の事例において、日産ファイナンスとの契約内容は、少数株主が日産車体の親会社に対して不利な立場に置かれているかどうかを投資家が判断するために必要でした。株主は、企業の価値に影響を与える取引を判断するために十分な情報の提供を受けて然るべきです。

## 親子会社の上場の減少

親子会社の上場を認めることから株主に生じる問題は広く認識されていますが、この問題は日本で特に重要です。東証上場会社の約 12.6%には親会社があり、そうした親会社の約 85.7%（全体の 10.8%）も上場会社です<sup>37</sup>。こうした親子関係（およびグループ内）にある上場会社間の関連当事者取引が潜在的および現実の利益相反を生じさせる証拠があるにもかかわらず、今でも新たな子会社の上場が続いています。

2009年12月のブルームバーグによるインタビューで、東京証券取引所の最高経営責任者（CEO）は、親子会社の上場慣行に関する懸念を表明し、潜在的な利益相反に対する認識を示しました。子会社のガバナンスに関する主な問題は、親会社が子会社の取締役の選任に大きな影響力を持つことです。規制当局と市場参加者には既に親子関係見直しの動きがあります。子会社を親会社の100%子会社とするか、完全に売却することによって、問題を是正することが可能です。CFA協会は日本におけるガバナンス環境を改善させる、そのような動きを支援しています。

### アナリストへのあしがき：関連当事者取引の重要性を認識すること

アナリストは、売上げなど定量化できる要素を強調する一方で、コーポレート・ガバナンスなど定性的な要素を無視する傾向があります。関連当事者取引の情報開示は、見過ごされるか忘れ去られ易く、そのような取引が少数株主に不利益となる可能性を認識されないことがあります。しかし、受託者責任を全うするために、機関投資家は投資先企業のリスクを認識しなければなりません。すなわち、日本を含め他のどの国においても関連当事者取引に内在するリスクを認識しなければなりません。

<sup>37</sup> 東京証券取引所「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2009」

**CFA 協会アジア太平洋オフィス**

**Asia-Pacific Office of CFA Institute**

**共同執筆者**

**アレグザンダー・フラッチャー (Alexander Flatscher), CFA**

日本 CFA 協会 (CFA Society of Japan, Tokyo, Japan)

アドボカシー委員会議長 (Chair, Advocacy Committee)

**リー・カ・ルーン (Lee Kha Loon), CFA**

CFA 協会アジア太平洋オフィス (CFA Institute, Asia-Pacific Office, Hong Kong)

基準・金融市場信頼性調査部、ヘッド

(Head, Standards and Financial Market Integrity Division)

**アシュヴィン・ヴィバカール (Ashvin Vibhakar), CFA**

CFA 協会アジア太平洋オフィス (CFA Institute, Asia-Pacific Office, Hong Kong)

マネジング・ディレクター (Managing Director)

**カート・シャクト (Kurt Schacht), CFA**

CFA 協会 (CFA Institute, New York, New York, USA)

基準・金融市場信頼性調査部 (Standards and Financial Market Integrity Division)

マネジング・ディレクター (Managing Director)

**[www.cfainstitute.org](http://www.cfainstitute.org)**

## **南北アメリカ**

---

560 Ray C. Hunt Drive  
P.O. Box 3668  
Charlottesville, VA, USA 22903-0668

(800) 247-8132 **PHONE** (USA and Canada)  
+1 (434) 951-5499 **PHONE**  
+1 (434) 951-5262 **FAX**

21st Floor  
477 Madison Avenue  
New York, NY, USA 10022-5802

## **アジア・太平洋地域**

---

Suite 4905-08  
One Exchange Square  
8 Connaught Place, Central  
Hong Kong SAR

+852 2868-2700 **PHONE**  
+852 8228-8820 **INFO HOTLINE**  
+852 2868-9912 **FAX**

## **欧州**

---

10th Floor  
One Canada Square  
Canary Wharf  
London, UK E14 5AB

+44 (0) 20-7531-0751 **PHONE**  
+44 (0) 20-7531-0767 **FAX**

Square de Meeus 38/40  
1000 Brussels, Belgium

[info@cfainstitute.org](mailto:info@cfainstitute.org) **E-MAIL**

[www.cfainstitute.org](http://www.cfainstitute.org)

