

# メキシコの コーポレート・ガバナンス改革

星野 妙子

## はじめに

メキシコの企業研究をめぐる最近の重要な環境変化に、企業の情報開示がある。なかでも、これまできわめてガードの堅かった企業オーナーに関わる情報が開示されるようになったことは、研究の発展にとって画期的な出来事といっていい。企業の情報開示が進んだ背景には、1990年代後半に急進展したコーポレート・ガバナンス改革がある。コーポレート・ガバナンス改革は、メキシコのみならず数多くの発展途上諸国を巻き込んで、近年、世界的規模で進展している。

発展途上国の企業の特徴に、特定の大株主による経営支配がある。オーナー経営者に対するチェック・メカニズムが不在なために、彼らの暴走を許し、少数株主に損害を与えるという懸念が、コーポレート・ガバナンスを研究する経済学者、法学者によって指摘されてきた。それが現実のものとなったのが、1997年のアジア通貨危機であった。コーポレート・ガバナンスの弱さが危機発生の重要な要因の一つであるとの認識の下に、企業のガバナンスの改善が、IMF・世界銀行(以下、世銀と略)主導で実施された経済改革の重要な柱の一つとなった。

アジアの例にみられるように、世界のコーポレ

ート・ガバナンス改革の推進役を果たしてきたのがIMF、世銀、OECDなどの国際機関であるが、その影響力はラテンアメリカにも及んでいる。

2000年4月には世銀・OECDの支援でラテンアメリカ・コーポレート・ガバナンス・ラウンドテーブル(Latin American Corporate Governance Roundtable、以下、LACGRと略)が結成された。2003年まで毎年1回のペースで、ラテンアメリカの主要都市において各国の政策担当者、証券市場関係者、有識者が集い、意見・情報交換を行ってきた。2003年11月には、各国の改革の現状を示したラテンアメリカ・コーポレート・ガバナンス白書(*White Paper on Corporate Governance in Latin America*<sup>(1)</sup>)が発表されている。

以上のような世界的なコーポレート・ガバナンス改革の動きのなかで、メキシコの改革は、アジアのようにその進展に国際機関からの圧力が強く作用したわけではない点、一方、LACGRが結成された時点においてすでに主要な改革を終えており、ラテンアメリカのなかでは比較的早期に国内のイニシアティブで改革を進めた点などを特徴としている。

以下においては、メキシコのコーポレート・ガバナンス改革の背景、経緯、現在までの到達点を探ってみたい。

## 1 コーポレート・ガバナンス改革の背景

メキシコの事例の検討に入る前に、まず、世界の動きを概観しておこう。

### 1. 発展途上国企業のガバナンス問題

発展途上国企業のコーポレート・ガバナンス改革の課題として指摘されるものに、第1に少数株主保護がある。途上国企業は、国を代表するような大企業であっても、所有と経営が未分離であることが一般的である。少数の、多くの場合、親族関係にある株主が株式を集中的に所有し、所有を裏づけに経営を支配している。その結果、過度の役員報酬の支払いや取引関係を装った資金の移転などによって、オーナー一族が会社から私的利益を引き出し、少数株主に損失を負わせる潜在的可能性が常に存在する。

オーナー一族による経営支配の背景には、次のような制度的要因が存在する。第1に、優先株や議決権制限株など、議決権に関し異なる権利をもつ株式の発行を認める二重株式制度や、同族所有株の集中管理を可能にする持株会社や信託などの制度の存在である。これらの制度を駆使してピラミッド型や相互持ち合い型など複雑な所有構造を造りあげれば、オーナー一族は少ない出資で高い比率の議決権、ひいては経営権を掌握することが可能となる。第2に、少数株主保護に関わる法制度や企業の情報開示の制度が未整備であることも、オーナー一族による経営支配を助ける要因となっている<sup>(2)</sup>。

以上のような途上国企業のガバナンス上の問題は、国民経済にとって次のような問題をもつ。すなわち、少数株主搾取の潜在的可能性が存在することは、投資家の途上国企業への投資誘因を弱める効果をもつ。1990年代以降、途上国の開発戦略

は、政府主導から市場メカニズム主導へと抜本的な転換を遂げた。開発資金の供給源として政府はもはや昔日の重要性をもたない。一方で、金融のグローバル化が進展したことで、途上国には海外資金へのアクセスのチャンスが広がった。各国政府は海外の資金を呼び込むために証券市場の整備・育成策をとってきたが、このような状況において投資対象の企業がガバナンスの問題をもつことは、証券市場の発展を阻害し、ひいては経済成長の制約要因となると考えられる。

### 2. アジア通貨危機の反省と発展途上国のコーポレート・ガバナンス改革

1997年のアジア通貨危機では、韓国、タイ、インドネシアなど主要なアジア諸国において、民間の大企業グループが経済のバブル化の追い風によって過剰投資に走り、過大な債務を抱え込み、経営破綻した。IMF・世銀は、通貨危機の要因が、金融の自由化、国際的な短期資金の急速かつ大量の移動という外的要因に加えて、金融制度の未発達とコーポレート・ガバナンスの弱さという国内的要因にあると主張した<sup>(3)</sup>。そして緊急融資のコンディショナリティーとして、経済改革の実施を義務づけ、なかでもコーポレート・ガバナンスを改革の重要な柱の一つとした<sup>(4)</sup>。

以上のようなアジアでの動きと並行して、OECDは1998年4月の閣僚レベルの会合でコーポレート・ガバナンスのガイドライン作成に合意し、99年5月に各国の改革の指針とすべくOECDコーポレート・ガバナンス原則を公表した。さらにOECDは世銀と共同で、発展途上諸国とロシア・東欧などの市場経済移行諸国におけるコーポレート・ガバナンス改革の支援にのりだした。99年6月に両機関は覚書に調印し、そのなかで、<sup>(1)</sup>改革推進のためのフォーラム(Global Corporate Governance

Forum, 世銀が事務局)の設置, (2)民間の経営コンサルタント, 投資ファンド代表, 企業経営者などから構成される民間シニア・アドバイザー・グループの結成, (3)五つの地域(アジア, ロシア, ラテンアメリカ, 中央アジア, 南東欧)でのコーポレート・ガバナンス・ラウンドテーブルの開催を決めた。

ラテンアメリカ地域のラウンドテーブルであるLACGRへの参加国は, 域内8カ国(アルゼンチン, チリ, ブラジル, コロンビア, メキシコ, パラグアイ, ペルー, ベネズエラ)と域外6カ国(英国, 米国, フランス, トルコ, チェコ, ハンガリー)の計14カ国であった。2000年4月ブラジル・サンパウロでの第1回会議を皮切りに, 2001年3月にアルゼンチン・ブエノスアイレス会議, 2002年4月にメキシコ・シティー会議, 2003年5月にチリ・サンティアゴ会議と, これまでに4回の会議が開催されている。会議にはOECD, 世銀, 国際開発公社の代表と, ラテンアメリカ各国の政策担当者, 証券市場関係者, 民間コンサルタント, 有識者などが参加し, 各国の改革の進捗状況, 改革の主要な論点などについて意見・情報交換を行なった<sup>(5)</sup>。

2000年にメキシコ・シティーでLACGRが開催された時点で, すでにメキシコの法制面での改革はほぼ終了していた。この会議でメキシコのコーポレート・ガバナンス改革の進捗状況を報告したのは, 大蔵省保険証券局長のパバツ(G. Babatz)であった。パバツは1990年に大蔵省に入省, 在職中の93年に米国のハーバード大学経済学部大学院に留学し, 97年にメキシコのコーポレート・ガバナンスをテーマとした論文<sup>(6)</sup>で博士号を授与されている。その際の指導教官が, コーポレート・ガバナンス研究の世界的権威シュレイファー(A. Shleifer)とロペス・デ・シラネス(F. Lopez de Silanes)であった<sup>(7)</sup>。ロペス・デ・シラネスは, 後に述べるメキシコのコーポレート・ガバナンス委員会のメン

バーでもあった。以上の事実は, コーポレート・ガバナンスに対する問題認識が大蔵省の若手官僚の間に, アジア通貨危機が発生する以前のかかなり早い時期から, すでに存在していたことを示すものである。一方, OECDは前述のように99年5月に, コーポレート・ガバナンス原則を発表したが, メキシコでもそれ以前に民間主導の原則づくりが始まっており, OECD原則の発表直後の6月に, 後述するコーポレート・ガバナンス・コードが発表された。

以上の経緯から, メキシコのコーポレート・ガバナンス改革が, 海外の動きを横目ににらみながら, 国内のイニシアティブで進んだことがうかがわれる。

## 2 メキシコのコーポレート・ガバナンス改革

### 1. メキシコ企業のガバナンス問題

先にあげた発展途上国企業のガバナンス問題は, そのままメキシコ企業にも当てはまる。パバツのLACGRメキシコ・シティー会議での報告によれば, メキシコ証券市場に上場する企業のうち株式発行高で57%を占める32社が二重株式構造をもつ。これらの企業においては, 全株式の平均35%の所有で会社支配が可能であり, さらに, 議決権株式は上場されていないか, 市場での取得が難しくなっている。

低い出資比率で会社支配が可能であるのは, 次のような制度や仕組みが存在するためである。

二重株式構造に関しては, 会社法(Ley General de Sociedades Mercantiles, 1934年制定<sup>(8)</sup>)には議決権制限株式を発行できるとのみ記載され, 比率についての規定はない。また, 株式の議決権行使についてメキシコ固有の事情として, 地場企業の海外証券市場への上場を促すために, 外資法(1993

年改正)に外国人所有株の議決権行使を制限するメカニズムを盛り込んだということがある。さらに加えて、企業によっては、議決権株式と議決権制限株式を組み合わせたパッケージを証券市場での株式売買の単位とすることで、議決権の「希釈」を行なっている<sup>(9)</sup>。

一方、従来、少数株主保護に関しては会社法に、取締役が3名以上の場合、会社資本の25%(上場企業の場合は10%)を代表する少数株主は、取締役1名を任命できるという規定があるのみであった。情報開示に関しても、会社法で財務情報の官報への公告、認証謄本の商業登記所への寄託が義務づけられ、さらに、上場企業についてはメキシコ証券取引所で財務情報や株主総会議事録、株主向け企業年報の閲覧が可能であったものの、オーナー経営者に関わる情報、例えば親族を含めた株式所有比率、役員報酬、関連企業との取引関係までは開示されていなかった。

ところで、このような制度のあり方は、安定的経営支配を可能にするという点では企業オーナーの利益にかなっていたが、海外投資家のメキシコ企業への投資意欲を損なうという点で、海外での資金調達に積極的な企業にとっては、成長のための足かせともなりえた。特に1990年代以降は、経済自由化により企業間競争が激化しており、競争を勝ち抜くために意欲的な企業は大がかりな事業再編を実施していた。したがって資金需要が旺盛なそのような企業にとって、投資家のメキシコ企業に対する評価の改善に資するコーポレート・ガバナンス改革は、理にかなうものであった。

一方、前述のような政府主導から市場メカニズム主導への開発戦略の転換を背景に証券市場の制度整備を進める政府にとっても、コーポレート・ガバナンス改革は避けて通れない問題であった。これに関連して特に指摘しておきたいのは、公的年

金制度改革との関係である<sup>(10)</sup>。1997年9月に導入された新しい制度では、年金加入者は民間金融機関に個人年金勘定をもち、積み立てられた資金の一部は民間金融機関によって証券市場で運用されるようになった。そのために投資対象としての企業の健全性、それを判断するための情報開示が求められるようになったのである。

コーポレート・ガバナンス改革は、財界と政府・大蔵省のイニシアティブで1990年代後半に急進展するが、その背景には以上のように、財界と政府それぞれの、改革を必要とする事情が存在したのである。

## 2. 改革のプロセス

コーポレート・ガバナンス改革の重要なステップとしては、(1)1990年1月の証券取引所法(Ley del Mercado de Valores)の改正、(2)1999年6月のコーポレート・ガバナンス・コード(Código de Mejores Prácticas Corporativas、以下、コードと略)の発表、(3)2000年の、大蔵省管轄下の国家銀行証券委員会(Comisión Nacional Bancaria y de Valores、以下、CNBVと略)による二つの通達(1月と10月)の公告、(4)2001年6月の証券取引所法の再度の改正、をあげることができる。改革の主要な内容を項目ごとに整理したのが表1である。この表を見ながら、以下に順を追って改革の内容を述べよう。

### (1) 証券取引所法改正(1990年1月)

1990年1月に証券取引所法の抜本的な改正が行なわれ、上場企業の要件を規定する同法第14条も大幅に改正された。コーポレート・ガバナンスに関わる主要な改正点は次の三つである。第1に、議決権制限株式の発行条件の規定が加わった。第2に、少数株主の取締役任命権、指名権の規定が加わった。第3に取締役会を補佐する中間経営組織の規定が加わった。



表1 メキシコのコーポレート・ガバナンスをめぐる法制度の変化

	会社法 (1934年制定)	証券取引所法 (1990年1月改正)	コーポレート・ガバナンス・コード (1999年6月発表)	証券取引所法 (2001年6月改正)
《株 式》				
議決権制限株式の発行限度	議決権制限株式を発行できる。 (比率に規定なし, 第113条)	CNBVの認可を得て, 25%まで発行できる。最長10年以内に普通株に転換する条件で50%まで引上げ可能。 (第14条・Bis・I)	勧告なし	1990年改正法の規定の「最長10年」が「最長5年」に短縮。比率換算の際に信託保有株式、外資法の規制が適用される株は除くとの条項が加わる。 (第14条・Bis 3・II)
普通株と議決権制限株式を組み合わせたパッケージでの株式発行	規定なし	規定なし	勧告なし	以下の条件で発行可: 5年以内に普通株に転換する/外国人にのみ議決権を制限する, ないしは法律で外国人によるコントロールが制限されている企業の場合。 (第14条・Bis 3・II)
《少数株主保護》				
取締役の任命・指名に必要な株式比率	取締役が3名以上の場合, 会社資本の25%を代表する少数株主は取締役を1名任命できる。上場会社の場合は10%とする。(第144条)	会社資本の10%を代表する議決権制限株式の株主は取締役とその代理を任命できる。任命しない場合は当該株式の株主は取締役とその代理を2名ずつ指名できる。(第14条・Bis・III)	勧告なし	1990年改正から変わらず (第14条・Bis 3・III)
監査役の任命に必要な株式比率	規定なし	規定なし	勧告なし	会社資本の10%を代表する株主は1名の監査役を任命できる。(第14条・Bis 3・III)
株主総会の招集・議題提案に必要な持株比率	33%(第184条)	規定なし	勧告なし	10%(第14条・Bis 3・VI)
情報不十分を理由に株主総会の議決の3日間延期を要求するのに必要な持株比率	33%(第199条)	規定なし	勧告なし	10%(第14条・Bis 3・VI)
株主総会の議決の無効を裁判所に訴えるのに必要な持株比率	33%(第201条)	規定なし	勧告なし	20%(第14条・Bis 3・VI)
取締役・監査役の民法上の責任を裁判所に訴えるのに必要な持株比率	33%(第163条)	規定なし	勧告なし	15%(第14条・Bis 3・VI)
《取締役会》				
取締役の総数	1名以上(第142条)	規定なし	5名以上, 15名以下	5名以上, 20名以下 (第14条・Bis 3・IV)
独立取締役	規定なし	規定なし	ネガティブリストによる独立取締役の条件を明示。	ネガティブリストによる独立取締役の条件を明示。 (第14条・Bis)
取締役会の構成	規定なし	規定なし	独立取締役と大株主を代表する取締役を少なくとも40%, 独立取締役を少なくとも20%とする。	独立取締役を少なくとも25%とする。(第14条・Bis 3・IV)
代理取締役	規定なし	規定なし	代理取締役はないほうが望ましい。任命する場合は, 各取締役に対応させて任命する。	各取締役に対応する代理取締役を任命し, 取締役が取締役会欠席の際に代理出席する。 (第14条・Bis 3・IV)
《取締役会内の委員会の設置》				
監査委員会	規定なし	会社法が定める以外の中間経営組織を置くことができる。 (第14条・Bis・II)	少なくとも評価報酬, 監査, 財務企画分野で取締役会の機能を助ける委員会を設置する。	監査委員会の設置義務づけ。委員長は独立取締役, 委員の過半は独立取締役とする。 (第14条・Bis 3・V)
《経営者の私的利益追求の防止》				
《情報開示》	財務情報の官報への公告, 認証股本の商業登記所への寄託を義務づけ。(第177条)	規定なし	関連する勧告あり。 表2の質問項目の21-23, 29に該当。	会社・経営者・親族の間の会社資産の一定比率以上に該当する額の取引の取締役会による承認を義務づける。 (第14条・Bis 3・IV)
			関連する勧告あり。 表2の質問項目の7-9, 29, 33, 50, 52-54に該当。	CNBVに有価証券報告書の開示方法, 時期を決定する権限を与える。(第14条・III)

(出所) Ley General de Sociedades Mercantiles ; Ley del Mercado de Valores ; Código de Mejores Prácticas Corporativas などをもとに筆者作成。

議決権制限株式の発行限度が明記され、さらに、一定期間内に普通株への転換が義務づけられたことは、大きな前進といえる。ただし政府の意図はコーポレート・ガバナンスの改善とは別のところにあった。法律改正の趣意書によれば、改正の主要なねらいは、法制度整備による証券取引所への海外資金の呼び込みにあった。企業経営に関心をもたない、純粋に投資を目的とする資金を呼び込むためのメカニズムとして議決権制限株式が位置づけられていた。

1990年代前半にメキシコは証券投資ブームを経験した。証券取引所法改正は、ブーム実現にいたる前段階の法制度整備であった。この時期、金融自由化を背景に、メキシコに限らず経済パフォーマンスが良好な発展途上国の証券市場には海外から潤沢な資金が流入し、新興市場投資ブームと喧伝された。1997年アジア通貨危機までは、メキシコに限らず新興市場全般において、コーポレート・ガバナンスに対する問題認識は希薄だったといえる。

(2) コーポレート・ガバナンス・コードの発表  
(1999年6月)

本格的なコーポレート・ガバナンス改革のステップをまず踏み出したのは、財界であった。メキシコの主要な経済団体を束ね、財界の頂上団体といわれるCCE(Consejo Coordinador Empresarial, 企業家調整審議会)が、望ましいコーポレート・ガバナンスのあり方を定めたコーポレート・ガバナンス・コードの作成を決めた。そしてそのための14名の委員から成る委員会、コーポレート・ガバナンス委員会(Comité de Mejores Prácticas Corporativas)を組織した。委員の構成は、企業経営者4名、CCE傘下の経済団体代表3名、民間コンサルタント2名、有識者2名、それに証券取引所会頭、元中央銀行総裁、そしてCCE会頭であった。他にCNBV、大

蔵省、商工省、中央銀行から6名の代表がゲストとして参加した。

ここで注目されるのは、企業経営者4名と有識者2名の顔ぶれである。4名とはグループ・カルソのC.スリム(Carlos Slim)、アルファアのD.ガルサ(Dionisio Garza)、グループ・バルのA.バイリエレス(Alberto Bailleres)、デスクのF.センドロス(Fernando Senderos)といったメキシコの代表的な企業グループのオーナー経営者であった。一方、有識者の1人は先述のロペス・デ・シラネス、もう1人もコーポレート・ガバナンス問題の世界的な権威、ハーバード大学のラポルタ(Rafael La Porta)であった。つまり、コーポレート・ガバナンスに関する世界の最新の議論を参考にしながらコードの起草が行なわれたことになる。しかし同時に、改革の対象となる企業のオーナー経営者が起草に関わることで、コードに自らの利益を反映させること、ないしは不利益を反映させないことも可能であった。そのことを端的に示すのが、コードの趣意説明である。そこでは、メキシコの上場企業において株式のほとんどが支配株主により所有されているため、彼らが経営において非常に重要な役割を担うと、支配株主の役割を積極的に評価するとともに、そのようなメキシコの特異性を勘案してコードを策定した旨がつけられている。

コードは、取締役会の機能と構成、取締役会を補佐する三つの委員会の役割、株主総会のあり方などについて勧告している<sup>(11)</sup>。後にCNBVが、上場企業の勧告の達成度をみるために質問票を作成し、証券取引所ホームページへの回答の開示を義務づけた。表2はその質問票であり、質問項目はコードの勧告の内容を反映している。表1、表2からコードの概要と詳細な勧告内容を知ることができるが、特筆すべき点として次の三つをあげることができる。

第1に、取締役の総数として5～15名という具体的な数字を示した。大企業の実績は増加傾向にあったが、後に発表される(2001年6月)証券取引所法の規定より少ない15名という数を示したことが注目される。第2に、コーポレート・ガバナンス改革の一連の動きにおいて初めて、独立取締役の導入について言及されたことである。第3に、ラテンアメリカ特有の制度である代理取締役について、置かないほうが良いと勧告していることである。代理取締役制は、取締役を名目化させ、オーナー経営者支配を強める制度として機能しうる。オーナー経営者の利益を代弁するCCE自らがその廃止の方向性を打ち出したことは画期的といえる。

コードはあくまでも勧告であり強制力をもたず、実施するか否かは企業の裁量に委ねられていた。その意味で、この段階ではコードは努力目標でしかなかった。

(3) 国家銀行証券委員会通達(2000年1月・10月)

コード発表の半年後に、上場企業にコードの実施状況の定期的な報告とその公開を義務づけたCNBVの通達(Circular 11-29)が官報に公告された。それによって証券市場での資金調達に積極的な企業は、コーポレート・ガバナンスに対する市場の「眼」を意識せざるを得ず、勧告の実施に努力せざるを得ない状況が生まれた。この時点で、コードは実質的な意味をもつようになったといえる。

情報公開に関する次の重要なステップは、同じ年の10月に官報に公告された、上場企業に対し有価証券報告書のCNBV、証券取引所、投資家への報告義務を定めたCNBV通達(Circular 11-33)である。それが本稿の冒頭で述べた情報開示にあたる。報告書には事業活動、財務、経営など広範な項目について詳細な情報を盛り込むことが義務づけられ、そのなかにはもちろん支配株主、経営者の報

酬、取引関係などの情報も含まれていた。有価証券報告書は2002年7月から証券取引所のホームページに公開されるようになり、以降、毎年7月に更新されている。

以上の二つの通達に基づく情報開示は、メキシコのコーポレート・ガバナンス改革の最も重要な成果であったと評価できる。

(4) 証券取引所法の再度の改正(2001年6月)

2001年6月に再度、証券取引所法が改正されたが、今回の改正は明らかにコーポレート・ガバナンス改革を目的としたものであった。上場企業に関する規定を定めた第14条に、数多くの規定がつけ加えられた。概要は表1に示すとおりであるが、重要な点として次の五つを指摘できる。

第1に、1990年の改正で規定に盛り込まれた議決権制限株式の普通株への転換期限の最長10年が5年に短縮された。普通株と議決権制限株を組み合わせたパッケージでの株式取引についても新たな規定が加わり、同様に議決権制限株の5年以内の普通株への転換が義務づけられた。以上の規定により、経営支配のための費用節約の手段としての議決権制限株の効力は以前より低下したといえる。しかし外国人所有の株式に対する議決権の制限はそのままであったし、複雑な株式所有構造によって少ない所有比率で経営支配が可能な点は依然として変わらなかった。

第2に、少数株主保護が強化されたことである。会社法は会社資本の33%を所有する株主に対し、株主総会の招集権や総会議決の延期を請求する権利などさまざまな権利を認めているが、上場企業については、必要な持株比率が10～20%に引き下げられた。

第3に、取締役の選出条件の規定がつけ加えられ、取締役総数の25%以上を独立取締役とすること、また、それまでに定めがなかった取締役と代

理取締役の対応関係について、1対1の対応が義務づけられるようになった。

第4に、取締役会のなかに、委員長とメンバーの過半を独立取締役とする監査委員会の設置が義務づけられるようになった。

第5に、経営者の私的利益追求の防止、情報開示についての規定が追加された。

第3から第5の点はすでにコーポレート・ガバナンス・コードで勧告されていたものだが、違いは、努力目標から法的に実施を強制されるようになったことであった。

### 3 メキシコのコーポレート・ガバナンス改革の成果

コーポレート・ガバナンス改革のねらいが、メキシコ企業のガバナンスの改善、それによる証券市場への海外資金の呼び込みにあるとすれば、成果を測るには、ガバナンスの改善と証券投資の増加という二つの局面での検討が必要であろう。後者の検討は、改革から日が浅いために評価が難しいことと紙面の都合から、今後の課題としたい。以下においては、ガバナンスの改善の程度をみるひとつの方法として、コードの勧告の実施状況に関する質問票への企業の回答を検討しよう。

筆者は先にメキシコの代表的な28のファミリービジネスの所有・経営構造の分析を行なったが<sup>(12)</sup>、それらのファミリービジネスの傘上場企業44社について、2004年度の質問票への回答を集計したものが表2である。

まず55の質問項目の達成度の分布を見ると、44社のうち「はい」が51項目以上であるのが10社、46～50項目が14社、41～45項目が11社、36～40項目が6社、31～35項目が3社であった。

項目のうち一部、例えば達成度ほぼ100%<sup>(13)</sup>

の独立取締役の監査委員会委員長就任(表2の14番)や取締役会の年4回以上の開催(同15番)などは、会社法や証券取引所法で規定されているものであるが、ほとんどの項目は法律の規定がないものである。達成度の低かったのは代理取締役に関するもの(2～4番、表2の網掛け部分、以下同じ)、取締役・上級経営者の報酬の情報開示(29番)、株主に対する情報開示(52～54番)であった。ちなみにコーポレート・ガバナンス委員会のメンバーである4名の企業経営者が所有・経営する企業(合わせて13社)においても、以上の項目は達成されていない場合が多かった。これらは、55項目のなかでは少数株主保護に関わる改革のカギともいえる重要項目であり、その意味ではガバナンス改革への抵抗の根強さを示すものといえる。

しかし個別企業の動きに眼を転じれば、変化の兆しが見られることも事実である。例えば加工食品部門の大手企業グループであるグルーポ・エルデスの場合、2003年に取締役の数を16名から9名に引き下げ、さらに代理取締役の選出をやめた。証券取引所法では取締役総数は20名以下であればよく、また代理取締役の選出も認められていることから、これは明らかにコードの存在を意識しての動きである。

勧告は一部を除き努力目標であり、企業に実施を強制するものではない。しかし達成度が公表されることで、しかも、筆者が表を作成したように、横並びでの比較が可能な形で公表されることで、市場は企業がガバナンス改革に積極的か、消極的かを容易に判断することが可能となった。そのような「眼」を企業が意識することで、達成度は徐々に上がっていくものと考えられる。



表2 コーポレート・ガバナンス・コードの質問項目と主要上場メキシコ企業44社の「はい」の回答比率(2004年度)

質問項目	「はい」の比率(%)
<b>《取締役会の機能と構成》</b>	
1 取締役の人数は5名以上15名以下か?	82
2 (代理取締役を置かず)取締役のみから成るか?	20
3 代理取締役は事前に任命された特定の取締役に対応しているか?	80
4 3で対応している場合、対応する取締役は取締役に任命する代理を推薦しているか?	54
5 独立取締役と株主取締役が取締役の40%以上を占めるか?	98
6 独立取締役が取締役の少なくとも20%を占めるか?	100
7 年報に独立取締役か株主取締役かの別が明示されているか?	80
8 年報に株主取締役について内部、外部の別が明示されているか?	70
9 年報に全取締役の主要な役職が明示されているか?	86
10 取締役が評価・報酬、監査、財務・企画の機能を担っているか?	84
11 委員会は株主取締役のみから構成されているか?	70
12 委員会は3名以上7名以下から構成されているか?	89
13 独立取締役は、取締役としての職務の他に、一つ以上の委員会に参加しているか?	61
14 監査委員会の委員長は独立取締役か?	98
15 取締役会は、最低年4回開催されているか?	100
16 少なくとも年1回の取締役会は中長期計画の決定に当てているか?	100
17 最低25%の取締役の合意で取締役会を招集できるか?	98
18 取締役は、少なくとも5日前には取締役会審議事項の情報入手ができるか?	84
19 5日以前に必要な情報を受け取らない場合でも、取締役が戦略的事項について評価できるよう保証するメカニズムが存在するか?	77
20 初めて就任した取締役に、取締役の責任の会社の現状について十分な説明をしているか?	95
21 取締役に審議・決議に参加を見合わせるべき利益相反がある場合、その事実を取締役会の会長、事務局長に通知しているか?	100
22 取締役は、職務の実施にのみ会社資産を使用しているか?	95
23 例外的に取締役が会社資産を私的目的に使用する場合の明確な原則が定められているか?	64
24 取締役は、招集された取締役会の70%以上に出席しているか?	100
25 取締役は、取締役会での審議事項について秘密保持を守っているか?	100
26 取締役とその代理は取締役会での審議事項について連絡を密にしているか?	82
27 取締役は、助言、意見、分析に基づく方向づけによって取締役会を助けているか?	100
<b>《評価報酬委員会》</b>	
28 評価報酬委員会が、上級経営者の契約条件や退職金支払い額が取締役会の承認した基準に準じているかを審査しているか?	66
29 取締役、上級経営者の報酬パッケージの構造と方針について情報が開示されているか?	36
<b>《監査委員会》</b>	
30 外部監査役の監査報酬は当該監査事務所の前年度の総収入の20%以内であるか?	98
31 内部監査役は少なくとも6年ごとに交替しているか?	93
32 財務監査報告書の署名者は内部監査役とは別の人物か?	91
33 年報に内部監査役の職歴が開示されているか?	57
34 会社内に監査部門を有するか?	95
35 監査委員会は、会計方針を取締役会の承認に委ねているか?	91
36 監査委員会は、中間公開財務情報が年報と同じ基準で作成されているか確認しているか?	95
37 内部コントロールシステムが存在するか?	100
38 内部コントロールシステムの一般方針については取締役会の承認を得ているか?	82
39 監査委員会は、内部コントロールの有効性について評価し意見を述べているか?	93
40 外部監査役は、内部コントロールシステムの有効性を評価し、コントロールについて報告書を提出しているか?	89
41 監査委員会は、会社が法を遵守しようとするコントロールされ、それが取締役会に常に報告されているかを確認しているか?	95
42 少なくとも年に1回、法を遵守しているか審査が行われているか?	95
43 法に關わる問題について取締役会に定期的に報告されているか?	98
<b>《財務企画委員会》</b>	
44 財務企画委員会は、主要な投資と財務取引の実行可能性について評価を行なっているか?	68
45 財務企画委員会は、定期的に戦略プランどおりに会社が戦略的ポジションにあるか評価しているか?	68
46 財務企画委員会は、戦略ビジョンと会社の投資政策・財務政策の整合性を監視することで取締役会を補佐しているか?	68
47 財務企画委員会は、戦略プランと整合させながら会社の財務見直しを審査することで取締役会を補佐しているか?	66
<b>《株主總會》</b>	
48 株主總會の議事次第に「その他の事項」が除かれているか?	95
49 議事次第において複数の項目を一つにまとめることを避けているか?	100
50 議事次第のすべての情報を總會15日以前に入手できるか?	95
51 議事次第について詳細な情報と代替的な議決について述べた書式によって、株主が議決権行使について代理人に指示することが可能になっているか?	82
52 株主に提供される情報に取締役候補の提案と候補者の職歴についての情報が含まれているか?	41
53 株主總會への年次報告書に各委員会の活動とメンバーに関する情報が含まれているか?	73
54 各委員会が取締役会に提出する情報は、總會の資料とともに株主に公開されているか?	80
55 会社は投資家に情報を提供し、潜在的株主、投資家とコミュニケーションをとる回路を維持するための政策、メカニズム、人員を備えているか?	98

(注) 主要上場メキシコ企業、網掛け部分の説明については本文参照。

(出所) Código de Mejores Prácticas Corporativas ; メキシコ証券取引所への各社の報告書などをもとに筆者作成。

## むすびにかえて

先進国のコーポレート・ガバナンス問題は、株主の代理人として経営を担う専門経営者の規律づけの問題、いわゆるエージェンシー問題であるが、発展途上国の企業では一般に支配株主と経営者が一致するため、大株主と経営者間のエージェンシー問題は生じない。代わって生じるのは、支配株主による少数株主搾取の問題であった。メキシコの場合も、事情は同じである。

メキシコでは、少数株主搾取の根元にある株式所有構造をゆるがすようなコーポレート・ガバナンス改革は実施されなかった。議決権制限株式に規制の網がかぶるようになったが、少ない持株比率で経営支配を可能とする所有構造は現在も変わっていない。その意味では少数株主搾取の潜在的可能性は今も存在する。メキシコにおけるコーポレート・ガバナンス改革の最大の成果は、企業の情報開示であるといっている。投資家は以前には知り得なかった支配株主の名前、株式所有構造、オーナー経営者の報酬、コーポレート・ガバナンス改革への意欲等々、さまざまな情報を入手することが可能になった。

所有構造に変更を迫るような改革が行なわれなかった理由としては、これまで述べてきたように、財界が改革過程に深く関わっていたことがあげられるが、それに加えて市場の側もそこまでの改革を求めているのではないかという点がある。そう考える理由に、複雑な所有構造が市場の評価に結びついていないという現実がある。例えば、これまでに再三名前があがったC. スリムの企業グループは、大手企業グループのなかでも特に複雑な所有構造をもち、低い持株比率で経営支配を実現している事例の典型であり、その意味では少数株

主搾取の潜在的可能性がきわめて高い。しかし、傘下企業の電話会社テルメックスは、メキシコを代表する優良銘柄の地位を維持しつづけている。評判効果が少数株主搾取の発生を防ぐとの考え方もあり、大株主の経営支配が常にガバナンスの問題を伴うとは限らない。

以上のように考えると、情報開示の実現をもってメキシコのコーポレート・ガバナンス改革は終了したと考えてよさそうである。

## 注

- (1) 全文はOECDパリ本部のホームページ( <http://www.oecd.org> )に掲載されている。
- (2) アジア、ラテンアメリカの大企業の所有と経営の構造については、星野妙子編著『ファミリービジネスの経営と革新 アジアとラテンアメリカ』アジア経済研究所、2004年に詳しい。
- (3) 末廣昭「証券市場改革とコーポレート・ガバナンス 情報開示ベースの企業淘汰システム」(末廣昭編『タイの制度改革と企業再編 危機から再建へ』アジア経済研究所、2002年)63ページ。
- (4) アジア諸国のコーポレート・ガバナンス改革については、今泉慎也・安倍誠編著『東アジアの企業統治と企業法制改革』アジア経済研究所、近刊、に詳しい。
- (5) 4回のLACGR会議の議事次第と報告は先に示したOECDパリ本部のホームページに掲載されている。
- (6) Babatz, Guillermo, *Ownership Structure, Capital Structure, and Investment in Emerging Markets : The Case of Mexico*, PhD Thesis, Harvard University, 1997. ちなみにこの論文は、筆者の知る限りでは、メキシコのコーポレート・ガバナンスに関する唯一の、そして優れた実証研究である。
- (7) 代表的な論文に、Shleifer, A. and Vishny, R., "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, Vol.52, No.2, June 1997; La Porta, R., F. Lopez de Silanes and A. Shleifer, "Corporate

- Ownership Around the World,” *Journal of Finance*, Vol.54, No.3, June 1999, などがある。
- (8) 会社法も含めたメキシコの最新の法令はメキシコ下院のホームページで閲覧することができる (<http://www.cddhcu.gob.mx/leyinfo>)
- (9) 詳細は、星野妙子「メキシコ大企業の所有構造 同族支配のメカニズムをめぐって」(『アジア経済』第44巻, 第5・6合併号, 2003年)157ページ参照のこと。
- (10) ラテンアメリカの公的年金制度改革については、カルメロ・メサ＝ラーゴ「ラテンアメリカの公的年金制度の民営化 日本への教訓」(『ラテンアメリカ・レポート』Vol. 21, No.1, 2004年)参照のこと。
- (11) コードの全文は証券取引所のホームページ (<http://www.bmv.com.mx> の Marco Legal ), CCE のホームページ (<http://www.cce.org.mx> の Publicaciones )に公開されている。
- (12) 星野妙子「メキシコ：ファミリービジネスの経営と継承」(星野妙子編著『ファミリービジネスの経営と革新……』) 28のファミリービジネスの一覧については同論文の表1を参照のこと。
- (13) 14番は1社の回答がNoであるため98%となっている。この1社は1999年に委員3名, うち2名を独立取締役とする各種委員会の設置を定款に定めた。有価証券報告書に委員長に関する言及がないことから, 委員長職をおいていない可能性が考えられる。

(ほしの・たえこ / 地域研究センター主任研究員)