

2015年8月25日 全5頁

会社は誰のものか？

新たなコーポレート・ガバナンスモデルの模索

ロンドンリサーチセンター
研究員 沼知 聡子

[要約]

- コーポレート・ガバナンスの先駆けとなる英国で、中央銀行のチーフエコノミストが企業統治の中心に株主を据える現行モデルに対し、「会社は誰のものか？」と再考を促している。企業が短期的な株主利益の拡大を将来の成長を支える投資に優先する現状を踏まえての提言が波紋を呼んでいる。
- 経営風土に深く根付いた企業統治のあり方を変えるには一朝一夕ではいかないだろうし、すべての企業で機能するような万能モデルも存在しないだろう。新しいガバナンスモデルの模索がどのように進んでいくか、今後の動向が注目される。

企業統治の難しさ

歴代社長 3 名、取締役半数の辞任につながった東芝の不適切会計問題は、企業統治の難しさと短期主義がもたらす苦い帰結を改めて浮き彫りにした。折しも 2015 年 6 月から上場企業にコーポレート・ガバナンス・コードが適用され、日本における企業統治改革元年とでもいうべき年に起きた、先進的なガバナンスモデルと評されてきた東芝での不祥事は英国メディアでも大きく取り上げられた。7 月 21 日発表の第三者委員会による調査報告書では、発生原因として「当期利益至上主義」や、「内部統制の不備」などが挙げられているが、英フィナンシャル・タイムズ紙は「上司の意向に逆らうことができない企業風土」は東芝に限らないとし、日本企業に共通の問題になり得るのではないかと指摘している。体制の整備に終始せず、十分に機能するガバナンスを根付かせることができるかが、問われているといっても過言ではない。

一方、コーポレート・ガバナンスの先駆けとなる英国では、中央銀行のチーフエコノミストが企業統治の中心に株主を据える現行モデルに疑問を呈し、波紋を呼んでいる。金融政策委員会で最もハト派として知られるハルデー氏¹は、7 月 24 日の BBC ニュース番組で、さらに同 28 日に公開された演説資料¹の中で詳細に、企業が短期的な株主利益の拡大を投資に優先させてい

¹ 2015 年 5 月 22 日にハルデー氏がエジンバラ大学で行った演説
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/2015/833.aspx>

るために経済成長が鈍化している現状を憂慮し、広範な利害関係者（stakeholder）よりも株主に優位性を与える企業のあり方に警鐘を鳴らしている。英米企業におけるガバナンスモデルの再考を促す同氏の主張を以下に概説する。

株主の優位性がもたらすもの

ハルデー氏ではまず広義でのコーポレート・ガバナンスを「企業の目的を定め、支配権や義務、決定が企業の様々な利害関係者の中でどのように割り当てられるかを定めるための一連の取り決め」と定義した。そのうえで英米の株式会社において企業の主目的が定期的な配当付与から、株主の権利向上に伴い株主の優位性、ひいては株主利益の最大化へと移行し、また企業の成功が株価の水準と同義となった経緯に触れた。そして2006年会社法が「全体としての株主の利益のために」会社の成功を最も促進すると思われる方法で行為すべきという取締役の義務²を規定し、取締役の義務不履行に対する株主代表訴訟制度を導入したことで、株主の優位性が制定法上明確にされたと指摘した。

この株主を中心に据えた企業統治モデルから生じる経済的なインセンティブの対立を、ハルデー氏は「株主と経営陣」、「企業内部の利害関係者と外部の利害関係者（規制当局や政府、広範な社会など）」といった関係に分けて検討し、著しい経済コストが発生する可能性を指摘している。そのコストは望ましい水準よりも低い投資に、望ましい水準よりも高いリスクテイク（低成長・高リスク）の形で表れるという。採算を度外視してまで行われた配当³や自社株買いの増加により、株主へのリターンは向上したが、企業の成長を支える投資が疎かになり、内部崩壊につながるとハルデー氏は危惧している。

1980年代以降、経営陣の報酬はストックオプションなどの株式ベースが急増し⁴、企業と株主の利害の一致が強化されてきた。その一方で株主以外の利害関係者が疎かにされる。株主へのリターンを追及し、高いリスクテイクを厭わなかった銀行が破たんの危機に陥った金融危機時には公的救済の対象となり、広範な社会がリスクによる代償を迫られたのはその好例だ。

金融危機以降、銀行セクターを中心にこのようなリスクシフトが繰り返されないよう、自己資本比率規制の強化など著しい進捗があった。しかしこの企業統治モデルによるインセンティブの対立軽減には至らないとして、ハルデー氏は改善が特に望まれる分野に①経営陣の報酬と②支配権を挙げている。経営陣の利害を他の利害関係者と整合させるため、報酬の株式ベースから債務ベースへの移行が提唱されているが、実践には程遠い。経営陣が短期主義に走るイ

² 英国会社法 172 条の一部、“A director of a company must act in a way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole” にハルデー氏は着目している。しかし、同 172 条では取締役が上述の義務を果たす際に、従業員をはじめとする利害関係者の利益を考慮すべきとしているため、株主に限らぬ広範な利害関係者への配慮を示しているとの指摘もある。なお株主代表訴訟制度は（制限的ではあったが）判例法により古くから認められていた。

³ ハルデー氏によれば、1970年代には100ポンドの企業利益のうち約10ポンドに相当した配当は増加を続け、現在では60～70ポンドまでに上るといふ。

⁴ 経営陣の報酬を株主へのリターンに連携させ、経営陣が（株主の利益を犠牲にして）私益を追求することの阻止を図った。

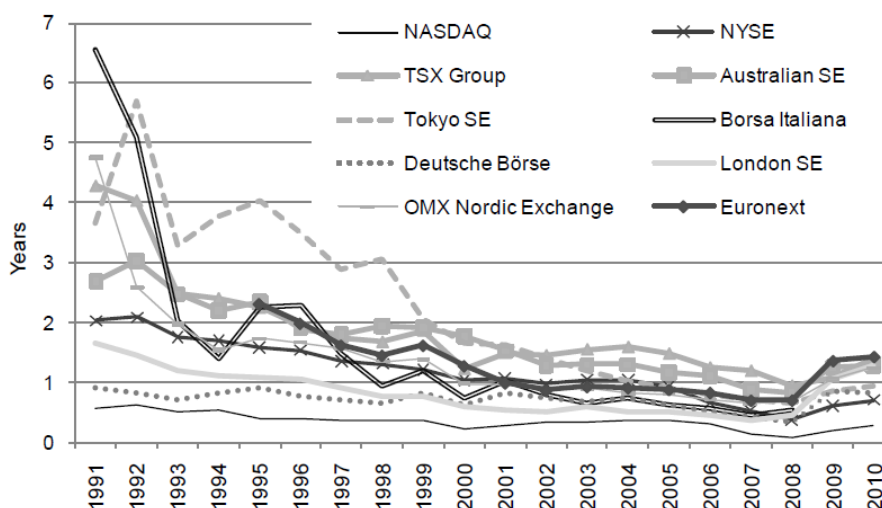
ンセンティブを軽減するため、報酬の繰り延べ支給や業績悪化による回収（クローバック）も導入が始まっている。株主による支配権を変更することで、投資家そして経営陣の短期主義を諫める方法も注目され始めている。株式の保有期間により議決権が増加する、いわゆる「ロイヤルティ株式」は、フランスやイタリアで2014年に導入されたほか、EUの株主の権利指令改正案でも検討されている⁵。しかし、これらの取り組みは導入段階にあり効果は未知数とホルダー氏は嘆く。事実、ロイヤルティ株式の導入などに対しては機関投資家を中心に異論も多い。

会社は誰のものか？

株主に優位性を与える英米のコーポレート・ガバナンスは、英国での株式会社の形態確立から現在まで、非常な成功を収めてきたと認めながらも、ホルダー氏はこれを絶対視する必要はないと説いた。第二次大戦直後には6年を記録した株式保有平均期間が、現在では6ヶ月に過ぎないほどに株式保有の性質は時間とともに根本的に変化している。企業投資が低く生産性の伸びも弱い今こそが、他のガバナンスモデルに目を向ける機会と同氏は示唆している。

たしかに、従業員やメインバンクなど株主以外の利害関係者が企業統治に大きく関与するモデルが機能している国もある。企業の所有者を株主とし、株主への配当を重視する、英米モデルでは自明の理とされることも、経営風土の異なる国では議論の余地あるものとなろう。

図表1 株式保有平均期間の推移



(出所) OECD

株主を企業を中心に置くガバナンスモデルに対する課題は増えつつある。これらを克服するための取り組みも徐々に行われてはいるが、対症療法に過ぎない。根本的な対応をするには、モデル自体の見直しは避けては通れない。そのためには、企業が従業員や顧客、取引先といっ

⁵ 大和総研 沼知聡子著「2倍議決権は特効薬か？」(2015年6月9日)を参照
http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20150609_009812.html

たより広範な利害関係者に目を向け、企業利益をより平等に分配するように会社法の改正をするべきではないかとハルデー氏は締めくくっている。

万能薬は存在しない

これまで、株主優位モデルに異議が唱えられてこなかったわけではない。しかし、企業経営陣の過度な報酬に加え反倫理的行動、独占や寡占、短期主義に対する批判が近年急速に高まるにつれ、今日の企業における目的や構造のあり方を問う声も強くなってきたといえる。企業の統治という複雑な問題に対し汎用的な解決法を求めるよりも、それぞれに適したガバナンスモデルを育んでいくべきだという指摘もしばしば目にする。また、ハルデー氏は定説にとらわれることのない自由な思考家 (free thinker) としても知られており、同氏の主張がメインストリームなものとは言い難い。さらに、会社法改正に向け実際に政府が動くかは疑問であり、動いたとしても迅速な改正は不可能という否定的な声もある。それでも、中央銀行という最も保守的な組織の世界的な影響力を持つセントラルバンカーから、法改正を伴う抜本的な見直しの提言がなされたことは、驚きをもって迎えられている。

なお、産業界からの反応をみると、投資よりも配当を重視する昨今の風潮を懸念するハルデー氏の意見は一般論に過ぎるとし、企業投資にも良し悪しがあるという反論が目立つ。たとえば、成熟産業にある企業が新しい製造設備や人員拡大への投資に意味を見出すことができなければ、利益を投資ではなく配当に回すことは妥当な判断であり、投資と配当のバランスを決めるのは経営陣の役目とする指摘がある。また、配当金支払いにも市場同様にサイクルがあり、現在が持続可能な配当金支払いの上限との可能性を示唆する声もある⁶。さらに、高配当はタバコや大手製薬、鉱業やコモディティといった比較的少数の企業やセクターに集中しているうえ、これらの FTSE100 企業に占める割合が 25 年前に比べ大幅に高まっており、これら企業を除外すると配当は前回のサイクルよりも若干高いに過ぎないとの見方もある。一方、自社株買いによる株主還元の増大や、長期的な投資をせずに過度な配当金の支払いに反対するとの観点から Legal & General の CEO ウィルソン氏のようにハルデー氏への支持を表明する機関投資家もいる。なお、Legal & General をはじめ総額約 10 兆ポンドを運用する 6 機関投資家は 7 月上旬にはオズボーン財務相に宛てた公開書簡にて、研究開発や従業員のスキル、技術への長期的な投資を増大させる施策を提案したほか、短期的なリターンに拘った配当金支払いなどへの反意を示した⁷。

株主優位モデルに対するハルデー氏の疑問についても、現在の企業文化はより協働や協議を重んじるようになっており、広範な利害関係者への配慮の必要性を強調するのは、企業

⁶ Standard Life Investment や Artemis などの著名ファンドマネジャーが、配当の伸びが利益の拡大を上回るにより、配当カバー率 (株主に支払われる配当に対する利益の割合) が低下しつつあるトレンドを懸念しているとの報道が続いている。

⁷ https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/444026/CX_Letter_Final.pdf

のこれまでの努力を軽んじるものであり、現状にそぐわないとの批判もある。あるいは、ハルデー氏が指摘した株主を中心に据えた統治モデルにおける経済的インセンティブの対立を認めながらも、(この対立によるコストが高すぎると判断すれば) 上場しないという選択肢も企業にあることから、介入は不要との主張もみられた。それでも、会社法の改正をにらんだ企業統治の見直し提言をハルデー氏が行ったことに警戒する向きは多い。同氏の立場上、事前の用意のない思いつきでの発言ということは考えにくく、何かしらのアジェンダが隠れているのではないかとの憶測も呼んでいる。

会社法の改正はもとより、経営風土に深く根付いた企業統治のあり方を変えるには一朝一夕ではいかないだろう。英国でもコーポレート・ガバナンスの形式的なアプローチが批判されてから久しいが、統治モデルの見直しが声高に叫ばれている状態とは言い難い。いかなる統治モデルでも多少の瑕疵が生じるものであり、経済成長の観点からみれば、英米の統治モデルが最善であると、現状維持を指向し、改革に後ろ向きとなるのが多数派となるのも頷ける。しかし、多様化の時代に万能薬が存在しないのも事実だ。ハルデー氏の主張が、新たな企業統治を巡る議論の発火点になるのであれば、それだけでも大きな意義があるだろう。自明の理とされたことでも、今一度検証する時期に来ているのかもしれない。英国で新しいガバナンスモデルの模索がどのように進んでいくか、今後の動向が注目されるところだ。ひるがえって企業統治元年の日本でも、「仏作って魂入れず」といった事態に陥ることがないように、ガバナンス体制を整える前に、企業の目的や構造を改めて問い直すことも必要なのかもしれない。「会社は誰のものか？」と。