

米国企業の新しい経営スタイル

——ガバナンスとマネジメント——

若杉敬明

小山理事長 定刻になりましたので、ただいまから講演会を始めます。

本日の講師は、東京大学教授の若杉敬明先生です。若杉先生には、一昨年、昨年とこの講演会の講師をお願いしていますし、ご存じの方が多いと思いますが、恒例ですので、改めてご経歴等を簡単に紹介させていただきます。

若杉先生は、昭和四十一年に東京大学経済学部を、また四三年には大学院経済学研究科修士課程を卒業され、その後助教授を経て昭和六〇年に東京大学経済学部教授に就任され、現在に至っております。また、平成二年からはミシガン大学の金融研究所長を兼任しておられます。

先生は、ご専門の企業財務論等の分野で多数の著書や論文を発表しておられます。昨年も財經詳報社から

『運用の時代の年金戦略—理論と実践の融合—』という本をお出しになっておられます。

先生はまた大蔵省の証券取引審議会委員をされておりますほか、厚生省の厚生年金積立金運用基本方針に関する研究会座長や郵政審議会委員、経済企画庁経済審議会委員等として国の政策形成の場で幅広く活躍を続けておられます。

先生は証券界にもご理解が大変深く、東京証券取引所のほか、当研究所も長年にわたってご指導をいただいております。

本日は、その若杉先生に「米国企業の新しい経営スタイル—ガバナンスとマネジメント—」というテーマでお話しいただくこととしました。ご清聴をお願いします。

一、年金と株主支配の復活

ただいま紹介していただきました若杉でございます。

きょうは、「米国企業の新しい経営スタイル」というテーマでお話をさせていただきたいと思えます。そして、「ガバナンスとマネジメント」をサブタイトルとして付けてありますが、最近のアメリカの企業の動きというか、特に企業の中の経営の仕組みの問題をお話ししてみたいと思えます。

この五、六年、アメリカの株式市場は、経済がよいということもあって、大変好調なわけでして、株価(ダウ)ももうじき一万ドルになるのではないかということもいわれているわけで、日本から見ますと、少しはしゃぎ過ぎではないかと見

えるところもありますし、また実際に世界の経済

が、アメリカが一人勝ちをしているような状況で、アメリカにお金がひたすら集まっているので、若干行き過ぎている面もあるのではないかとはいえます。マクロ的に見ると、貿易赤字の国の株式がどうしてそんなに好調なのかとかいろいろあります。そういう意味では、不安定な面もあるとは思いますが、もう一方で、ミクロ的な基礎を見てみますと、企業の経営スタイルが非常にしっかりしてきているというのが最近の特徴だと思うのです。きょうは、その辺のところをお話をしたいということですが。

この背景には、幾つかあるのですが、一つは、よくいわれていますように、企業年金の動きです。企業年金が株主として企業の経営に直接関与するようになったことで、株主の影響が非常に強くなりました。

そして、もう一つ、それが支持されている背景には、株式が広く直接、間接に国民によって持たれていることです。日本では、ここにいらっしゃる方は、私と同世代とか、私よりお年寄りの方が多いわけですが、そういう人たちは、とかく株という、お金持ちとか資本家とかいうのがイメージとして挙がってきます。日本でも随分違ってきていますが、アメリカでは特に株式の保有がもっとフラットになって、一部の人のものではなく、国民のものになりつつある。そういうことから、株主の利益も支持されているということですが、それは国民が株を直接個人として持つということもありますけれども、もう一方で、企業年金等を通して株を持っているということがあります。ですから、株主の利益は国民の利益になるという認識があるのです。

このように企業年金の動きが背景にあるわけで

すが、そこでアメリカの企業のあり方は大きく変わっているということですが。

経営学を少し勉強された方であれば、必ず目にする言葉の一つに「所有と経営の分離」という言葉があります。バリーとミンズという二人の学者が、二〇世紀の初めにアメリカの株式会社を見ていて発見したことです。所有者としての株主と経営者が別個の人々だということですが。

本来私有財産制度のもとでは、自分が持っているものは自分で好きなように扱うことができるわけですから、そういう言い方からしますと、自分が持っているものに対してガバナンスを持っているのはその所有者です。後でロジックは説明しますが、株式会社も所有者は株主ですから、株主が会社を自由にできる。ということは、会社を自分で経営することができるというわけです。

しかし、特にアメリカの株式会社制度といって

いいと思うのですが、十九世紀後半から普及したアメリカの株式会社制度では、株主と経営者は別の人、つまり株式は広く分散していますから、株主が直接経営にタッチすることができないということで、経営者を選んで、経営者に会社を経営してもらおう仕組みをとっております。

そういうことで、所有と経営の分離ということが長いこといわれてきたわけです。そういう事実を一九二〇年ごろ、バーリーとミーンズという二人の学者が実証的に確かめて、それから「所有と経営の分離」が有名な言葉になりました。

そういうもとは何が起こったかといいますと、経営者支配ということがアメリカでは確立されてきました。もちろん経営者は、株主から会社を預かっているわけですが、実際には株主は外において、経営者が会社の中にいて経営するわけですから、経営者の方がずっと力が強い。本来株主

のものであるわけですが、いってみれば、だんだんと経営者が自分の効用関数で会社を動かすようになってきた。そのことを「経営者支配」と呼んでいるわけです。ですから、所有と経営の分離のもとで、経営者支配が確立してきたのがアメリカの二〇世紀前半の流れです。

その流れが変わったのが、一九五〇年代、六〇年代です。アメリカで第二次大戦後の経済成長のピークだったときが特に六〇年代ですが、ご存じのように、「ゴールドン・シックスティーズ（黄金の六〇年代）」と呼ばれ、大変経済が栄えるわけです。その五〇年代、六〇年代に、アメリカの経済は、企業の業績が好調ですから、そこで企業年金の設立が相次ぐわけです。そして、その企業年金が株式保有をします。そのことから、アメリカでは、株式の機関化あるいは機関投資家が重要な役割を占めるようになるわけです。

そして、年金は、当然株主として株を持っているわけですが、株を持つということは、投資のパフォーマンスを追求することです。ですから、株主として、投資家として、厳しい投資パフォーマンスを追求する行動に出るわけです。

そのようなことから、一九五〇年代、六〇年代から、アメリカでは株主の復権が起こってくるわけです。株主の力が少しずつ強くなってきます。我々日本では、アメリカは株主重視、株主中心だといっていて、それがあたかも昔から、といっても、アメリカの歴史などたかだか二〇〇〜三〇〇年ですけれども、昔からそうであるかのように思われていますが、私の最近見るところでは、たかだか一九五〇年代、六〇年代からのことです。年金が株主として再び重要な立場に立つようになってから、株主重視ということがアメリカで重要視されるようになってきました。

年金が株主として、機関投資家として重要な地位を占めるようになったことで、アメリカで株主の地位を上げてきたわけです。その完成がこの一〇年間に行われているというのが、私がきょうお話しすることです。そうやって始まった株主の復権が、この一〇年間で完全に認知されて、そういう仕組みを今つくり上げつつあるというのが、きょうこれからお話しするエッセンスです。

「ガバナンスとマネジメント」という言葉でアメリカの経営をうまくとらえることができると思ふのですが、経営というのは、よくご存じのように、いわゆる経営者が企業の中の人、物、金という資源を使って事業活動を行って利益を上げることです。そのときに、人をどう使うか、どういう組織にするか、あるいはどういう計画を立てるかとか、いわゆる経営管理をやって会社をまとめていく、それをマネジメントと呼んでいるわけで

す。

それに対して、会社は株主のものでですから、そのマネジメントが株主の利益になるようにコントロールしなければいけない、それをガバナンスといます。株主の観点から経営者をコントロールすることをガバナンスというわけです。

それは具体的にはだれがやるかというと、取締役会です。取締役会が経営者を監督するということです。その仕組みが今アメリカで非常にきちっとしたものができつつあります。そういう話をこれからしていくわけです。

最初に株式会社とガバナンスということでお話ししますと、アメリカでは、所有と経営の分離が早くから進んでいるわけですけれども、二〇世紀前半には経営者支配が確立する。それが第二次世界大戦後、企業年金の普及とともに変わってくるわけです。

持っているわけです。

なぜかといいますと、企業年金というのは、この会社でも、従業員が入ってきたら、その人のためにお金を積み立てていって、定年でやめたら年金を払うわけです。ですから、三〇年、四〇年という長期的な視野で投資をする。そして、かなり大きなお金を持っているということ、投資家として非常に同質的（ホモジニアス）です。ですから、当然投資行動も似てくるわけです。この会社の株がいいとか、あの会社の株が悪いとか、そういうことも同じような判断をするようになって、年金はどうしても似たような株を売ったり買ったりするようになってしまふ。

ですから、それぞれの年金が持っている一つの会社の株式の比率は少なくとも、みんな同じような行動をしますから、一斉に売ったり買ったりするということが起こってくるわけです。そうする

ご存じのように、企業年金が五〇年代、六〇年

代に株主として登場したときの行動原理は、ウォールストリート・ルールといわれました。日本の兜町と同じで、要するに、株式の売買を割と頻繁に行うのがウォールストリート・ルールですが、一言でいえば、これから伸びそうな会社をいち早く買って株価が上がるのを待つ、それが並の会社になって、株価の成長がとまる、あるいは並の成長率になったところで売ってしまうということです。いい会社、伸びそうな会社、株価が上がりそうな会社を次々と買って、それを売っていく売買を繰り返す、これをウォールストリート・ルールと呼んでいるわけです。

ところが、年金がだんだん普及してきますと、年金の株式保有がふえてきます。機関投資家としてのウェイトが高まってくるわけですけれども、企業年金は、投資家としては皆非常に似た性質を

と、そこでいわゆるマーケット・インパクトという状況が起こってきます。つまり、自分が売ろうとすると株が下がってしまう。買おうとすると上がってしまう。結局売り買いがうまくいかなくなってしまうということが起こってくるわけです。そういうことが六〇年代も終わりの方になります。とだんだん起こってくる。そして、七〇年代になりますと、ベトナム戦争などもあったし、あるいは六〇年代のゴールデン・シックスティーズの反動もあって、アメリカの経済が悪くなり、アメリカの年金は大変困ってくる。

そこで、ブルーデントマン・ルールが導入され、エリサ法といわれる年金改革が行われるわけです。ちょうど今日日本はアメリカの七〇年代と同じ状況にいるわけですけれども、アメリカでは、七〇年代にエリサ法による年金改革が起こって、これまでのようにブランドセレクションでいいも

のを選んで売り買いを繰り返すのはだめなんだよ
ということになるわけです。ブルーデントマン・
ルールで、分散投資をしないというわけです。

そのことから、アメリカの年金行動がだんだん
変わってくるわけですが、七〇年代はいずれにし
る株式市場も悪くて、苦難の時代だったわけです
が、八〇年代になると、まただんだんとアメリカ
の経済も少しずつよみがえり、ポートフォリオ・
セレクション（ポートフォリオ理論、MPT理
論）も進んできます。MPTに基づいた実証研究
なんかも行われ、やはり短期の売買を繰り返すの
は不利だ、基本的にはマーケットポートフォリオ
を持って長期投資、長期保有をするのがいいとい
うことになってくるわけです。具体的にいえば、
インデックス・ファンドも長期保有ということに
なるわけです。それが八〇年代になると確立して
くるわけです。

働かなくなってしまう。でも、投資家としては、
会社がいい業績を上げて、いい投資パフォーマンス
を上げてくれなければ困るわけです。

そのため、株主として株主権を行使するよりほ
かはない、経営者に物申すしかないということに
なってくるわけです。そういうことから、だんだ
んと株主として行動しようということが起こって
くるわけです。

ところが、日本の企業年金も同じですが、アメ
リカの企業年金は、投資家として行動するけれど
も、株主としては行動しないというのが、アメリ
カの労働省の指導だったわけです。しかし、一九
八八年に有名なエイボン・レター——エイボン社
に対するノーアクション・レターが来まして、日
本でいうと請願に対する答えに当たるそうです
が、そこで株式投資に重要な影響を与えるような
事柄については、年金も株主権を行使すること

ところが、六〇年代のウォールストリート・
ルールでは、年金が売ったり買ったりするという
ことは、企業を評価しているわけですから、年金
が買おうとしているのは、その会社がこれから伸
びる会社だよというシグナルになるわけです。そ
れに対して、年金が売るということは、「もうお
たくの会社は並の会社になっちゃいましたよ」と
いう意味でもあるわけです。ですから、年金の行
動が経営者に対する重要な情報になったわけで
す。それが一種のガバナンスとして働いた。つま
り、経営者に対する規律として働いたということ
です。

ところが、インデックス・ファンドの長期保有
ということになりますと、いってみれば、上場さ
れている銘柄を全部ずっと持っているわけですか
ら、売り買いなどせず、基本的にはどこといつ
選ぶわけではないわけですから、シグナルとして
は、受託者責任の一つであるということを確認
わけです。

そこから大転換が起こりまして、年金の責任者
に対して、ちゃんと正当な株主権を行使しなけれ
ばいけないという責任と義務が生まれたわけ
です。そこから株主としての活発な行動が始まる
くるわけです。それがいわゆるシェアホルダーズ
・アクティビズム（株主活動）です。それが今ど
んどん広まっている。ですから、九〇年代に入っ
て、日本にカルパスとかいろいろ入ってきてい
ますけれども、それはそういう動きの中で日本に
入ってきているわけです。

結局年金が株を持っているのですけれども、売
り買いはそうおいそれとできない。そうすると、
やれることは、直接経営者に働きかけることしか
ない。それが株主の力が経営に非常に強く及ぶよ
うになった今の形です。要するに、株主が企業の

所有者としてガバナンスを発揮するようになったということ。

二、株主利益の最大化

今お話ししたように、年金は、長期保有、分散投資をするわけですから、長期的な観点からの株式投資収益率を追求する。短期的なものではないわけです。長期間にわたって継続的に高いパフォーマンスを上げていくことが必要になります。そのためには、当然長期的な企業の業績向上が必要です。

アメリカでは、実際に企業で業務を執行する経営者をエグゼクティブ・オフィサー（執行役員）と呼んでいます。そのトップがいわゆるCEO（チーフ・エグゼクティブ・オフィサー）といわれる人です。そういう人たちを本当に長期的な

業績向上に向けて動かすことが大事です。それが株主にとっての経営に働きかけることの根本的な問題になります。

それは、経営者が株主利益を最大化するということになります。企業が投資をするというのは、何百億円とか何十億円とかいうお金を投資して、それで将来利益を得るということ。つまり将来のキャッシュフローを買うということです。ですから、今投資をする額と将来のキャッシュフローを比べて、将来のキャッシュフローの方が価値が大きければ、当然プラスアルファが出るわけです。それが株主のものになる。株式市場が合理的であれば、それが今の株価上昇、キャピタルゲインになってあらわれるわけです。ですから、企業がいい投資をするたびに、株主には余分のキャピタルゲインが生じて利益になります。

経営者が株主のために利益を最大化するというです。いい投資をすること、投資をしたら、ちゃんと予想どおりの利益が上がるように経営を管理していくことが経営者にとって大事なことです。

そういうことから、アメリカの最近の動きを見ますと、この一週間ぐらいは、特に金融の面で大型の合併が次々と発表されて話題を呼んでいますけれども、一言でいえば、本業回帰です。いわゆるコアビジネスを重視するということです。

一九八〇年代にM&Aが非常に盛んになりました。あれは第四次のM&Aブームと呼ばれているのですが、最後のころは、インベストメント・バンカーが自己の仲介業務の業績を上げるために入ってきて、バブルが発生するのです。それでLBOとか、早くいえば、お金がない人でもM&Aができますよ、あるいはアンフレンドリーなM&Aで、相手が嫌がってもやっつけてしまいますよということになります。大型のM&Aであれば、イン

のは、いい投資を見つけて、それを実行していくことです。そういうことで、アメリカでは、まず第一は、資本コストを上回る高収益の投資を実行する。投資の経済計算をきちんとやって、リターン、いわゆるROIが資本コストよりも高い投資をやっていくということです。

投資を決めるときには、あくまで予想に基づいてするわけです。これからこの投資をしたらこれだけの利益が上がるだろう、これだけのキャッシュフローが上がるだろうという予想に基づいてやっていくわけです。その予想に基づいて株価が上がるのですが、予想どおりの利益が上がらなかつたら、株価はまた下がってしまうわけです。ですから、経営者にとって、その次に大事なことは、実行した投資がちゃんと予想どおりの利益が上がるように管理することです。それがいわゆる日常的な経営管理、経営マネジメントになるわけ

ベストメント・バンカーはそれだけ手数料が儲かります。それが八〇年代後半のアメリカのLBOとかアンフレンドリーとか大型のM&Aということで、それはまさに最後はインベストメント・バンカーのためのM&Aになってしまいうわけです。

そういうことで企業が非効率化してくるので、多角化なども試みるわけですが、なかなか株主利益の最大化はできない。本業回帰というところで、本業を中心にリストラをして本業を強化しよう、要らないものはどんどん切り捨てていこうということになったわけです。大きな流れは、リストラクチャリングのもとで、スリム化とかダウンサイジングをして、企業を自分の一番得意な強い本業だけに集中させていくというのが今の流れです。

そういう意味でいいますと、最近の金融機関の大型のM&Aは、ダウンサイジングと違うではない。これについては、二年ほど前にもお話をさせていただきましたので、ここではお話ししません。新しい経営管理手法を入れている、そして企業が儲かるようにやっていこうということです。

我々日本の企業は、いろいろアメリカの手法を入れていますが、アメリカの企業も日々変わっているということ。最近の一〇年間の動きは非常に顕著です。

三、取締役会と執行経営者

そういう形で、いい投資をやっていく、そのための経営管理をしていくということですから、その中でも、その仕組みとして、今ガバナンスとマネジメントをはっきりと分けて経営をやっているというふうになっているわけです。

いかといわれますけれども、それはそれで本業を強くするためのM&Aです。だから、小さくすることだけが目的ではなく、強化することが目的で、場合によっては小さくすることが強化することであり、場合によっては大きくすることが強化することであるということです。いずれにしても、言葉は「本業回帰」「コアビジネス」です。

そういうことで、M&Aは一つの投資です。M&Aをやることによってまた株価が上がるわけですから、それを実現していくためには、M&Aをやった後、経営管理をちゃんとしていかなければいけないわけです。そのときの経営管理の手法として、今話題を集めているのはEVA（エコノミック・バリュー・アディッド）です。これはスターン・スチュワートというコンサルティング会社の商品ですけれども、そういう新しい合理的な手法を考えて、それによって経営管理をやって

会社は株主のもので、会社は株主の利益の最大化を目的とします。もちろん、株主が利益なんか上げたくないと思ったら、上げなくていいわけです。だけど、仮に上場会社であれば、株はだれでも買うことができるわけですから、そのときに、現在の株主が儲からなくなっていくんだ、従業員がみんな儲かればいいんだということ、例えば、利益はゼロにして、儲けはみんな従業員に配ったとします。そうすると、そういうのを見たほかの株主がその会社の株を買い取って、経営者をかえ、従業員には世間並みの給料を払えばいい、あとは株主の利益にすることになれば、株価がうんと上がるわけですから、それによって大きなキャピタルゲインが得られるわけです。ですから、株主は儲けなくてもいいんだという人がいれば、当然そういう株主はかえられてしまう、企業のオーナーはかえられてしまうので

す。それがアメリカの考え方です。

そういう面をとらえて株式市場のことを「マーケット・オブ・コーポレート・コントロール」といいます。株式市場は投資の利益を実現する場ですけれども、それと同時に、支配権が動き、そして、賢い人が会社を運営するのだということも含意しているわけです。それがマーケット・オブ・コーポレート・コントロールという考え方です。

ですから、上場会社でなければ、オーナーがのんびりしたことを考えていけば、そういう経営もできるのですが、ひとたび上場してしまえば、株主の利益を追求する賢い人がどんどん株主として入ってきて、会社は利益を追求せざるを得ないのです。

この辺は日本では、持ち合いや何かがあって、そういうことが起こらない。つまり、日本の場合の一つの大きな問題は、持ち合いや何かがあるこ

す。重要な意思決定をするのが取締役会の役目です。そして、その重要な意思決定、別な言い方をすれば、戦略的な意思決定とっていいと思いますが、戦略的な意思決定を取締役会でやって、それを実際に実行に移していくのが執行役員、経営者というわけです。

そういうことで、取締役会が重要な決定をする。そして、実際にその決定を事業に展開していくのは、執行役員であるエグゼクティブ・オフィサーズがやるわけです。それが先ほどもいきましたように、マネジメントです。

取締役会は、執行役員を選ぶと同時に、その執行役員を監督する義務があります。自分が選んだ執行役員がちゃんとやっているかどうかを見る。

そのときに、株主の観点から監督しなければいけない。つまり、経営者がちゃんと利益の最大化を図っているかどうかという観点から監督するとい

とによって、マーケット・オブ・コーポレート・コントロールが成り立っていないということですが。それが現在、日本の経営、株式市場の大きな欠陥の一つになりつつあるわけです。

いずれにしましても、株主がいて、株主のものとして会社を運営するのですが、このときに、どういう仕組みになっているかというと、株主が取締役を株主総会で選びます。そのときに株主は取締役を株主の代理人として選ぶのです。自分のかわりの者として選びます。それはなぜかというと、株主は広く分散していて、直接自分が会社を見ることはできませんから、取締役を選んで、取締役に自分のかわりをしてもらうわけです。

そして、取締役は、取締役会を開いて、そこで経営者を選んでいきます。執行役員、日本でいえば、代表取締役になります。その代表取締役に実際の業務執行をってもらう仕組みになっていま

うことです。実際に会社を動かすのは経営者なのですが、それを取締役会が監督する。この監督の機能をきちんと働くようにしようというのが、今のアメリカの動きです。

そのときに、取締役会の仕事は、戦略的な決定をすることと、マネジメントの監督をすることですが、取締役会は年に八回とか九回ぐらいしか開かれないですから、取締役会でそんなに重要なことは決定できません。実際には、マネジメントも取締役会の中に入ってもらって、一緒に決定をする仕組みになります。

いい忘れかもしれませんが、取締役会の中心は、アメリカでは、大会社では社外取締役です。大体どんな感じかといいますと、S & P 500に入るような大会社の取締役の数は、平均すると二二人です。そのうち八人が社外、四人が社内です。その社内の四人の取締役がいわゆるCEO、CFO

(チーフ・ファイナンシャル・オフィサー)とかCOO(チーフ・オペレーティング・オフィサー)という業務執行のトップの人たち、そういうエグゼクティブ・オフィサーが取締役として入っています。

社外取締役は、株主の関係を代表してもらうわけです。社外取締役ですから、企業のディテールまで知らないのに、戦略的決定を取締役会だけではできませんから、執行役員と一緒に協力をやります。そして、その後の実際の経営はマネジメントがやるわけですから、それを取締役会が監督する仕組みになっています。

まとめますと、ガバナンスというのは、「取締役会によるガバナンス」ということで、「戦略的意思決定への参画」と同時に「経営者の監督」をしています。

経営者とは、エグゼクティブ・オフィサーとい

す。
企業というのは、お金の流れでいうとこういうことになっています。

お客が企業のサービスとか製品を買ってくれて、そのお金が流れていきます。それが売上高という形になります。それを従業員が給料として取るとか、あるいは取引先のいろいろな仕入れのコストとか機械のコストとかいうことで、取引先が取る。そして、債権者です。金融機関の貸出や社債の金利を取るということになるわけです。そうやって売上高の中からいろいろな費用を引いた残りが利益です。その利益は株主がもらうことになっていくわけです。ですから、株主はもともと残りものをもらうことになっています。あらかじめ幾らもらうということは決まっていない。残りものは、幾ら残るかわかりませんから、リスクがある。

う執行役員のことです。ですから、一応取締役とは違うものだと思ってください。経営者が実際のマネジメントを行う。取締役会ではかの社外取締役と一緒に意思決定をするのですが、そのもとで実際に企業の資源を使って業務執行をしていく、それをマネジメントと呼んでいます。

日本では、完全に形骸化しているのですが、取締役会が代表取締役を監督することになっていきます。ですから、日本では代表取締役がアメリカでいうエグゼクティブ・オフィサーに対応しています。だけど、日本の場合には、実際にはその辺がごちゃごちゃになってしまっているのです。

四、株主のガバナンスと市場原理

株主利益の最大化については、これまでも何回かお話ししましたので、ざっと説明しておきま

株主がもらうものを残余利益(レジデュアル・インカム)というのですが、しょせん株主がもらうものは残りものだ。したがってリスクがあるということ。つまり、ボナナスは後でお話するように、別な意味を持っているのですが、従業員の給料についていわゆる本給の部分を考えてみたらすぐわかるわけですけれども、会社がどんなに赤字になろうと、従業員はちゃんと給料をもらうわけです。株主にとっては利益が出ないといっても、そんなことは関係なく従業員は給料をもらいます。あるいは、取引先は、この部品を幾らで納めるといったら、後でその値段で部品を買ったら利益は上がらないなんてことをいわれたって、そんなことは関係なく、ちゃんと決まった代金を受取るわけです。当然債権者も金利を取るわけです。最近の金融システムの場合は、払う人がちゃんと払わないことが問題になっていますが、

本来はお金を借りた人は債権者にちゃんと金利を払うことになっているわけです。

そういうことで、こういう人たちは、企業の業績が結果的によかろうが、悪かろうが関係なく、初めからもらうべきものはもらうわけですが、株主だけは残り物をもろうということです。基本的には、経営者も株主の代理人、受託者ですから、株主の利益を分けてもらう構造になっています。株主は企業の残り物を自分の利益としてもらうという意味で、リスクを負担しているということになります。

そのほか、地域とか地球環境とか、企業がかかわっているということで、目に見えない形でも関係があることが問題になっていますが、いずれにしろ、こういう形で、企業にかかわっている人たちのことを「ステーク・ホルダーズ」といいます。いろんな利害関係者がいるわけですが、その

おうが自由です。そういう意味で、自分で勝手に使えるのですが、そのかわり故障なんかしたら、私が自分で直さなければいけない。

つまり、自分が好きなように使っていいということは、ガバナンスを持っている、支配することができるということです。そのかわりリスクは自分が負担しなければいけないということです。そのことは、逆の形も成り立っています。リスクを負担する人がガバナンスを持っているというのが今の考え方です。

ちょっと余談になりますけれども、前にもお話したことがあると思うのですが、教会でキリスト教の結婚式をやる時、神父さんなり牧師さんが、新郎新婦に誓わせます。どちらが先かちょっと忘れてしまいました。新郎なら新郎に、「あなたはこの人を妻として、富めるときも貧しきときも、健やかなときも病めるときも、この人を慈

中で株主だけが特別な役割、立場にいる。それは何かというと、リスクを負担している、残り物をもらうということです。

株主の役割は、残余利益を受け取る形で企業のリスクを負担することです。リスク負担の意味を考えてみますと、今我々は、私有財産制度の下で、それぞれ自分の物を持つことができ、みんな自分のものは自分で好きなように使っているわけです。それが私有財産制度です。そのかわり、自分が使っていて壊れたりしたら、自分で責任を持つわけです。

例えば、きょう私はここにこういうプロジェクトを持ってきましたけれども、一つは大学のものです、いま一つは自分で買ったものです。私の買ったものが使っていて壊れたら、自分で修理代を出して直します。そういうリスクは自分で負担するわけです。ですから、これはどんなふうに使

しむか」と聞きます。そうすると「イエス」と答えるわけです。新婦の方にも同じことを聞くわけです。そこで初めて「これはおれの女房です」「これは私の夫です」といえるわけです。それは、「富めるときも貧しきときも、健やかなときも病めるときも」というのは、お互いにリスクを負担し、これはおれの女房だとか亭主だとかいえる。とかく初心を忘れがちですので、それは気をつけなければいけないと思うのですが(笑)、もともとはそういうことになっているわけです。

そういうことで、会社でも結局株主がリスクを負担するわけですから、会社は株主がガバナンスを持っている。株主が所有者だというのが今のロジックなわけです。そういうロジックで株主のものだということになります。

会社は株主のものだ。株主はなぜ株主になった

かというところ、会社に投資をして、投資のリターンを追求するからです。だから、それが株式会社その目的は株主利益の最大化にあるということのロジックです。

大体こういう考え方できちんと動こうとしているのがアメリカです。そうではない、日本には日本のやり方があるんだというのが今までの日本のやり方です。それがよかったのかどうか、そういうことではこれからはうまくいかないんじゃないかという反省が出ているのが今の日本の状況です。

そういうことで、ロジックからいいますと、会社は株主のものでですから、株主がガバナンスを持っているわけです。実際には、特に今の株式会社制度は一九世紀からのアメリカの株式市場モデルにしているわけですけれども、株主が分散していることを前提としています。ですから、取締役

任が伴わない。その辺が日本とアメリカで非常に違うのですけれども、アメリカの場合の受託者責任は、ご存じのように、財産の信託から出てきているわけですが、その信託の考え方がいろんな判例法などを通して広く一般的に確立されています。

ものを頼む人のことを依頼人、頼まれた人のことを代理人というのですが、代理人は依頼した人のために最善を尽くさなければいけないという責任があります。それを受託者責任と広く呼んでいるわけですが、主な中味は忠実義務と善管注意義務です。

忠実義務というのは、いわゆる代理人は、依頼人のためにみに努力をしなければいけない、ほかの人のことを考えてはいけない。善管注意義務は、最善の注意を払うということです。そして、最善の成果が上がるようにベストを尽くす。その

役を選んで、その人たちに経営を委託している形になるわけです。

そういう意味でいいますと、経営者は実際に会社を動かす人たちですが、その経営者は株主から会社を預かって、いってみれば株主の重要な財産を預かって、それを使って株主のために利益を生むことになっているわけです。そういう考え方をアメリカでは「委託と受託」といっています。相手に任せてやってもらうわけです。

日本の場合には、特に株主と取締役会の関係でいいますと、私は法律のことは詳しくないのですが、「委任」といいます。株主が取締役に会社のことを自分のかわりにやってくれと委任しているのです。委任というのは、無報酬が原則ですから、当然責任が伴わないのです。実際には報酬を払っていますけれども、もともとの発想が、委任は無報酬で相手にやってもらうことですから、責

任が伴わない。その辺が日本とアメリカで非常に違うのですけれども、アメリカの場合の受託者責任は、ご存じのように、財産の信託から出てきているわけですが、その信託の考え方がいろんな判例法などを通して広く一般的に確立されています。

ものが頼む人のことを依頼人、頼まれた人のことを代理人というのですが、代理人は依頼した人のために最善を尽くさなければいけないという責任があります。それを受託者責任と広く呼んでいるわけですが、主な中味は忠実義務と善管注意義務です。

忠実義務というのは、いわゆる代理人は、依頼人のためにみに努力をしなければいけない、ほかの人のことを考えてはいけない。善管注意義務は、最善の注意を払うということです。そして、最善の成果が上がるようにベストを尽くす。その

従業員とか、取引先とか、お客さんとか、いろんなステーク・ホルダーがいるのに、なぜ株主の利益だけを重視しているのかということが問題になるわけです。そのところのロジックが、市場原理ということになります。つまり会社は、株主の観点からいえば、お客さんとか、顧客とか、従業員とか、債権者とか、いろんな人と取り引きをしているわけですが、その取り引きをマーケットで行う、市場原理に基づいて行うということですね。

市場というのは、今の我々の経済では一番公平なもので、そこでみんなの需要と供給を集めて価格が成立するのですが、そこで成り立つ価格や取り引き条件というのは社会的に公平なものです。ですから、会社がちゃんといろんなステーク・ホルダーと市場原理に基づいて取り引きをして、その上で株主の利益を最大化するなら、それ

ことになるわけですが、マーケットのないところではどうするかというのは、これからの大きな課題です。

いずれにしても、なぜ株主利益を追求しているのかというところのロジックは、マーケット・メカニズムに基づいて、ほかの人とちゃんと公平な取り引きをすることが大前提になります。その上で株主はみんなにちゃんと払って、自分の利益を最大化するという考え方です。

そういう意味でいいますと、それを支える二つの精神があつて、一つは市場の原理、マーケットの原理をちゃんと尊重するということです。もう一つは遵法ということ、我々は法治国家にいるわけですから、法に従いつつ、法律を守っていくということですね。

最近のいろんな企業の不祥事では、いろいろなことが問題にされて、監査役の強化などが行われ

は公平だ、株主がリスクを負担する以上、それは公平であるという考え方です。

そういう意味で、大前提にあるのは市場主義ということですね。日本の場合、株主利益の最大化というときに、みんなが危惧を感じるのには、こんなに規制ばかりやられて市場原理が働いていないところ、そうなったのではおかしいのではないかという心配です。ですから、どんどん規制を緩和して、もっと自由な経済原理が働く社会ができれば、株主利益の最大化を実現できない、実現しても、不公平をもたらすだけだということになってしまふわけです。

ただ、市場が成り立っていることが大事ですから、例えば地域とか、地球環境とか、マーケットのないところのステーク・ホルダーをどうするのか、非常な大きな問題になるわけです。その辺は、経営者の裁量、経営者の調整機能に任せられる、先にすすみます。

五、ガバナンスのメカニズム

結局、株主が所有者としてガバナンスを持つということですが、株主がどういう形でガバナンスを発揮しているのか、そのメカニズムを考えてみたいと思います。

株主がいて、株主が株主総会で取締役を選びます。取締役は一人一人ではなくて、取締役会として行動するわけですけれども、アメリカの場合には、取締役会が執行役員、執行経営者（エグゼクティブ・オフィサー、Executive Officers）を選びます。そして最終的には、この執行役員がマネ

ジメントをすることになるわけです。この取締役が、株主の代理人、受託者として執行役員を監督することを「ガバナンス」と呼んでいるわけです。ですから、間接的に株主が執行役員に対するガバナンスを持っていることになるわけです。

いずれにしても、実際に会社の中で何かをするのは取締役ですから、株主というのは取締役会と読みかえていただいてもいいのです。取締役会が執行役員を選んで、その執行役員たちに会社を経営していただきたいというわけです。ところが、執行役員というのは会社の中にいて、実際にマネジメントをするわけですから、取締役の方は距離があるわけですから、どうしても執行役員がちゃんとやってくれるかどうかはわからないのです。つまり、何かに頼んだときに、ちゃんと頼んだ人のために最善を尽くすかどうかということはわからないわけです。そのことを「エージェンシー

を与える。報酬自体のことはコンペンセーションといいますが、相手をよく見る。いってみれば、厳しく見ることによって、私はそれをムチだと思っておりますが、もう一方で、一生懸命やればこんなアメがもらえるのだと報酬を与えて経営者を動かそうというのが基本的な方法です。

頼んだ相手、依頼人が代理人に、きちんと自分の利益になるようにいろんなことをするわけですが、そのことをここでは監督といいます。その中は、相手がよくやっていることを見るときか、相手がちゃんとやったかどうか説明させるとかいうことであり、もう一つは報酬をうまく与えて、相手がその気になるようにする、その二つのことがあるということです。

取締役会による監視というのは、具体的にどういふことかといいますと、その取締役会に定期的に会計報告をさせる、あるいは、随時経営者を呼

(Agency) 問題」といいます。つまり、依頼人と代理人の関係です。人に何かを頼んだときに、代理人が本当にちゃんとやってくれるかどうかかわからない、少し自分の利害などを絡ませておくことがあるということなんです。

それを監督する方法として、今アメリカで使われているのは二つありまして、一つは監視ということなんです。これは、相手がちゃんとやっているかどうかよく見る。ということは、別の言い方をすれば、ちゃんと会計報告を出させる、あるいは随時説明を聞くとかいうことをやるわけです。それを監視、モニタリングというふうに呼んでいきます。

もう一つは、頼まれた相手がそういうふうになりたくなるようにインセンティブを与える。具体的には、報酬を与えるということなんです。報酬制度です。よくやったならば報酬（インセンティブ）

んで、取締役会がここはどうなっているんだとか、そういうことを聞くことです。

アメリカの場合には、監査役という制度がありませんので、取締役会が監査をします。そのときに、普通オーディット・コミッティーを持っていて、そのオーディット・コミッティーが、経営者が妥当な経営判断をしているか、実行しているか、あるいは違法なことはやっていないかということをチェックすることになるわけです。そういうことで、独自の調査権限としてオーディット・コミッティーというものをもって監査している。

アメリカの受託者責任に基づく重要な概念の一つとして、アカウントビリティー (Accountability) という概念があります。アカウントビリティーというのは、人から何かを頼まれた人、つまり代理人は、頼んだ人に対していつでもちゃん

とすべてを説明する、どういふふうによったとか、どういふ結果になったということをやちゃんと説明する義務があるということです。日本語では「説明責任」といふふうには難しくいっていますけれども、アメリカではごく普通の日常用語としてアカウンタビリティという言葉が使われるています。

卑近な例でいいますと、例えば会社で何人かが集まってレクリエーションを企画したとします。ゴルフ大会を企画したとします。そこに会計の幹事があるとしますと、幹事はみんなから会費を集めて、その会費を使ってゴルフをやるわけですが、最後に会計報告をして、もし余れば、みんなに返します。もし足りなくなれば、これこれこういうことで足りないのです、幾ら追加してくださいと皆さんにいます。こういうのをアカウンタビリティといっています。このように会計を預かった

から自社株、三番目はストックオプションです。ストックオプションについてはそのバリエーションもあるのですが、こういう三つの支払方法があります。

皆さんご存じだと思つたのですが、このうち、ストックオプションというのは普通のオプションとはちょっと違ひまして、例えば五年先でなければ権利行使ができないとか、あるいは最初の一年間は二五%、次の一年間はさらに二五%ということ、だんだんと権利行使ができるオプション数が増えていくことはあるのですが、いずれにしてもすぐには権利行使ができないのです。

例えば、将来三年とか五年先、長い場合には一〇年たたないと、権利行使ができないというのがオプションです。要するに三年とか五年とか一〇年先の株価が問題だというわけです。ということ

以上、ちゃんとそれを説明することができなければいけないというわけです。

そういうことで、取締役会は経営者をそういう形で監視している。それで相手がちゃんとやらないければ、損害賠償責任とか、あるいは時には刑事責任を問うことになるわけです。そういうことで、エージェンシー問題の解決方法の一つが監視ということなんです。これが、私の言葉ではムチに当たる。

それに対してもう一つが、報酬制度です。これはコンペンセーションというのですが、アメリカでは今、それぞれの会社で非常に複雑な報酬制度をとっています。基本的には、役員に対する報酬はボーナスというわけです。本来は利益に基づいて支払うわけです。これを、最近では三つに分けて払う。一つが現金です。これは短期的ですね、ことしの業績が大きければ現金がもらえる。それ

一〇年先の株価はよくなるわけですから、ストックオプションをもらった経営者は、長期的な視野から経営をせざるを得ない。それがストックオプションの考え方です。

そういうことで、これは企業の長期的な成果に基づいて報酬が払われるという意味で、「長期報酬制度」と呼ばれているわけです。

このような監視と報酬という取締役会の監督のコストとベネフィットということだと思いますと、ごく当たり前のことですが、監視をするということは、オーディット・コミッティーをつくってそれをちゃんと調査するわけですから、それだけお金もかかってきます。もちろん会計制度とかいうものもあるわけで、それにもお金がかかってきます。

ですから、経営者をチェックするための情報制度とか、管理会計のシステムなどを持っているわ

けです。それにはそれだけのコストがかかるのですが、そういうことをやることによって、経営者がちゃんと株主の利益を大きくするような経営をしてくれる。それはコスト・ベネフィット・アナリシスに基づいているのです。

さらに重要なのは長期報酬制度でして、自社株とかストックオプションを付与することは、事実上、それだけ今の時価よりも低い価格で役員に付与することになりますから、当然希薄化（ダイリューション）が起こってくる。その分株価は下がってしまうわけです。あるいは上がるべき株価が上がらなくなってしまう。ですから、ストックオプションを付与するということは、当然コストがかかっているわけです。けれども、ストックオプションをもらうことによって、経営者はストックオプションをもらわないときよりも頑張りますから、会社の業績がよくなる。ですから、ストッ

クオプションをもらうこと、要するに取締役会は社外取締役がヘゲモニーをとっているのです。ただし実際には、CEOが議長をやっていることが多いのです。ですから、非常に矛盾に満ちてはいるのですが、議長として取り仕切るのには監督されるCEOですけれども、数の上でいえば社外取締役の方が圧倒的に多いから、その人たちの数でもって支配してもらおうという考え方です。

そういうことで、要するに取締役会は社外取締役がヘゲモニーをとっているのです。ただし実際には、CEOが議長をやっていることが多いのです。ですから、非常に矛盾に満ちてはいるのですが、議長として取り仕切るのには監督されるCEOですけれども、数の上でいえば社外取締役の方が圧倒的に多いから、その人たちの数でもって支配してもらおうという考え方です。

実際には、ディズニーのCEOはワンマンで有名な方ですけれども、そういうところは結構こういうのを無視して、やりたい放題やっているといわれている。CEOの性格にもよるのですが、こういうような中で、仮にCEOが取締役会の議長として力を持っても、社外取締役によってコ

クオプションをもらって業績がよくなった分と、ストックオプションをあげることによって希薄化が起こって株価が上がらなかった分を比べて、それがプラスになるようにストックオプションを決めなければならぬわけで、非常に重要な難しい問題があるわけです。そういうことをちゃんと取締役会が考えてやるわけです。

六、取締役会の構成

このような監督をするのは取締役会ですが、その構成がどうなっているかといいますと、先ほどお話ししましたように、社外取締役が八人、社内取締役が四人で、社内取締役としては、CEOとか、CFOとか、COOといういわゆるエグゼクティブ・オフィサーが取締役として入っている。S & P 500社のそういうデータがあるので

ントロールされている、牽制されているというのが今のアメリカの姿ということですが、

この社外取締役にだれがなるかということですが、引退したCEO、要するにお年をとられた経営者、あるいは経営者の友達とか、経営者の子供が通っている学校の校長先生とか、企業の取引先とか、金融機関の役員であることもあるし、あるいは労働組合から来たりすることもあるのですが、いろんなケースがあるらしいです。大会社の場合で見ると、比較的引退したCEOとか、ほかの会社のCEOとか取締役とかが多いですね。そういう人たちの場合には、みんな経営者ですから、自分の会社で忙しいのに、わざわざ社外取締役として来てくれるのですが、その目的は何かと聞いてみますと、多少はきれいごとかもしれませんが、そういう大きな会社のマネジメントに加われると

いうのは、自分の研鑽になるということが一つ。それに加えて、大きな会社の社外取締役をやるということとは、自分にとって名譽なことだ、お金ではないということ。ですから、報酬は数万ドルといわれていますが、そんなに高くはないということ。です。

もう一方で、実際に職業として社外取締役をやっている人もいます。報酬が目的で社外取締役という人もいます。そういう人は、報酬をもらって、年に何回か取締役会に参加することです。

そういうときに、我々日本人がすぐに思うのは、社外の人に来て、責任のあるチェックや監督ができるのかということですが、その縛りが受託者責任だということ。この受託者責任というのは、社会に深く根差している。アメリカですら、コモンローとか、ケースローとか、いろんな

が、監査委員会 (Audit Committee)、報酬委員会 (Compensation Committee)、指名委員会 (Nominating Committee) の三つでして、この

三つは必ず持っています。特に監査委員会は、ニューヨーク取引所とかアメリカン取引所の上場基準として持っていなければいけない。

なぜそういうことになっているかといいますと、アメリカでは監査役制度がありませんから、そのかわりに取締役会が監査をするということ。オーディット・コミッティーを持っている。そのオーディット・コミッティーとか、コンペンセーション・コミッティーとか、ノミネーティング・コミッティーのメンバーはだれかという、社外取締役です。社外取締役が三人か四人いてこういう委員会をつくっている。

もちろん、社外取締役だけでは何もかもできませんから、当然スタッフがいて、スタッフがいろ

判例によって受託者責任の概念が確立しているということ。ですから、例えばCEOの友達に社外取締役としてCEOをチェックできるかということがあるのですが、最後は、やっぱり友人ではなくて受託者責任の方を選ぶということ。もし、CEOがおかしいことをした場合、自分の友達だからということではかばったため、会社が重要な損失を出したら、損害賠償に問われるのは自分だということ。ですから、友人のきずなよりも受託者責任のきずなの方が重い。若干きらいごとかもしれませんけれども、そういうふうにいわれています。

取締役会が開かれるのは、先ほどもちょっとお話ししましたけれども、年に八回か九回です。ですから、そんなにいろんなことができませんから、実際にはサブコミッティーを持っているわけです。ほとんどの会社で持っている代表的なもの。んな調査をして、それに基づいて社外取締役が事実上の意思決定をしている。それを取締役に上げてくる仕組みになっている。

そういうことで、取締役というのは、アメリカでは非常に重要なのです。したがって、いってみれば、いい取締役会がいるということは、経営者にはちゃんとガバナンスが効いて、いい業績を上げられるということ。そういう意味でいいますと、いい取締役会というのは投資基準の一つだということ。いい取締役会がある会社が投資対象としてはいい会社であるということ。です。

その一つとして、取締役会の構成をするときに、重要視されるのがインディペンデント・ダイレクターです。取締役には、従業員や労働組合の代表が入ってくることもある、あるいは取引先や銀行が入ってくることもあるのです。そういう人たちはそれぞれ利害が絡んでいて、インディペン

デントではないと考えるのです。ほかのステーク・ホルダーからは独立していて、株主のことだけを考える取締役のことをインディペンデント・ダイレクターといい、そのことを重視していません。社内から上がった人はインディペンデントになるのは難しいからということで、外部から求めようとするわけです。しかし、外部から来たからみんなインディペンデントかというところではないのです。社外取締役の中でも、ちゃんとインディペンデンスを保てる人がいるかどうかが大重要な要素になってくるのです。

また、下部の委員会として、さきほどの三つの委員会のほかにどんな委員会があるかとか、取締役会の議長は、実際はCEOが八五%以上の会社で兼任しているのですが、できれば兼任していない方がいいとか、そういうこともチェック要因になります。それから取締役会はちゃんと活動して

いるか、年に何回開いているか、ちゃんと社外取締役が出席しているかどうかというようなことも重要な要素になる。

こういうことを調べて、情報を年金等に売っている会社があるのです。つまりリサーチの会社です。どここの会社ではこうだということを見て、それを年金や何かに売っているのです。それは、今いましたように、この取締役会の構成とか活動が、実は非常に重要な要素、会社の投資尺度になっているからです。

それから、実はアメリカの株主総会の決定事項は、取締役の選任一つしかないのですが、その株主総会はアメリカでも完全に形骸化している。大株主だけが集まってそんな大事なことを決められるはずがないわけですから、当然形骸化している。ただ、日本のように五分とか十分で終えようという形骸化ではなくて、ちゃんとやることは

やっている。だけど、いくらちゃんとやったとしても、時間をかければいい、説明を尽くせばちゃんということができるということではありませんから、事実上は形骸化している。大概、お年寄りの方とか暇な人しか出て来ないということになるのです。

そこで経営者にとって大事になるのは、大きな年金とか、あるいは年金から資金を預かっている投資会社がちゃんと株主総会で投票してくれることですから、日ごろから大株主との関係が重要になる。それがいわゆるインベスターズ・リレーションズです。

ですから、アメリカのインベスターズ・リレーションズというときには、大株主が対象です。個人などを対象としたリレーションをパブリック・リレーションズといいます。インベスターズ・リレーションズというときには、事実上は大株主と

の関係のことをいいます。ですから、経営者は、コミュニケーションを図るということ、日ごろから大株主を回ることが大事なのです。

アメリカではガバナンスとマネジメントというのが、今のような形に変わっているのですが、それに伴っているんなビジネスが出てきています。

先ほどお話ししたことです。第一番目は、取締役会の構成とか活動を評価して、それを情報として年金に売る会社です。

二番目は、社外取締役というのは非常に重要なわけですが、大会社などですとほかの会社の役員などに来てもらえるのですが、そういうことができない会社もいっぱいあるわけです。そういうところでは、いい人材を得ることが大変ですから、社外取締役をあっせんしてくれる会社ができているということです。日本でもそういう会社があります。これから日本も社外取締役が重要にな

るときですから、もうそういう会社が名乗りを上
げています。

三番目は、先ほどいきましたインベスターズ・
リレーションズに関係あるのですが、経営者が日
ごろから株主を回る必要があるのですが、経営者
が自分の会社の株主名簿を見ても、本主にだれが
持っているかわからないのです。なぜかという
と、年金等は投資会社に預けてあって、名義が変
わっているからです。ですから、投資会社の背後
にいる本当の株主がだれかを調べて、本当の株主
名簿を売る会社もある。二番目と三番目は会社に
対するサービスで、一番目は投資家に対するサー
ビスですが、こういう会社がいっぱい出てきてい
て、ニュービジネスを形成しているということだ
す。

い。アメリカでは、この辺をちゃんとやろうとい
うことで、先ほどいったEVAとかが出てきた。
それから三番目は、いろんなところで規制があ
るために、不明朗なところが出てくる、規制があ
るといふことは暗いところが出てくるわけですか
ら、そういうところで悪いことが起こってくる。

三番目は、日本の場合には一般的な通念として
遵法精神に欠けています。日本の場合の法律とい
うのは、近代国家として法律がないと格好悪いか
ら法律を持つと、アメリカがうるさくいったから
法律をつくらうという面があって、本当は、おれ
たちにはこういうやり方があるんだ、そんな法律
なんか要らないはずだ、だれど体裁上つくらなけ
ればいけないということ、法律を持っているこ
とが多いのです。いわゆる建前と本音ですけれど
も、本音はこっちだからということ、法を無視し
た行動をとるといふのは、割と世の中に受け入れ

七、米国企業から何を学ぶか

今アメリカの企業は、年金が背後にいて、年金
が取締役会を通して経営者を厳しくガバーンして
いるということ、それが今のアメリカの経営を
非常に強いものにしていくわけですが、そういう
ところから日本は何を学ぶか。日本の場合には、
これまでいろいろと失敗をしてきました。

一つは、八〇年代の後半に、いろんな企業が過
剰な投資をするとか、ちゃんと採算を計算しない
で多角化をするとか、そういうことをしてきてい
るわけです。そのことが今、企業の業績を非常に
悪くしている面があるのです。ですから、きちん
と財務理論に基づいた意思決定をしなければいけ
ない。資本コスト等を考え、ファイナンスの理論
をちゃんと使った投資行動をしなければいけな

それがちなのです。

アメリカにも当然本音と建前があります。みん
なあるのです。例えば人種差別でも、性差別でも
そうです。人種差別があるから厳しい法律があ
る。女の人をばかにしたり、蔑視したりするか
ら、女性を差別してはいけないという法律がある
わけです。ですから、本音からいえば、ものすご
い差別意識があるわけです。でもそれをしてはい
けない、そういうことはよくないということ、
法律をつくり、建前をつくらうというわけです。

アメリカ人にも、本音と建前があるのですが、
建前をつくらうたら建前どおりやろうというのがア
メリカのやり方です。日本はそうではなくて、本
音と建前があって、建前はつくっても本音どおり
やろうということ、そこにもものすごく大きな
ギャップがあるのです。

そういうことで我が国は変わらなければいけな

いということ。具体的には、やはり私は、株主のガバナンスというものを確立する。そのとき、この株式会社制度と市場主義と遵法精神、この三つがグローバル・スタンダードだと思うのです。これさえ守ってちゃんとやっていけばいい。市場主義・遵法精神を尊重し、株式会社制度に忠実に、株主利益最大化を追求する、ということだと思います。

ただし、日本の場合、株式会社というときに、株主利益の最大化ということがないわけで、だれのための会社かがいまいだということが一番大きな問題なのです。株主利益の最大化というと、どうしても皆さんは抵抗を感じると思うのですが、今のアメリカは次のように動いています。株主利益は売上高からすべての費用を引いた残りですから、株主利益を最大化するということは、売上高とコストの比率を最も効率よくするというこ

そういうことで、株主利益の最大化というと、会社は株主だけではないと皆さん口をそろえておっしゃるのですが、そうではなくて、株主利益の最大化というのは中間的な目標であって、それを達成することによって、さらにみんながもっとハッピーになれる方法があるのだということ。そういう意味でいえば、日本の今までの従業員重視とか調和ということ、私は矛盾しない、むしろ、日本的なやり方にびったりではないかと思うわけです。

最後に、株主についてですが、だれが株主なのか。昔だったならば、一部の特定の人が株主かもしれないませんが、今はみんなが株を持っているわけです。個人で持っていますし、従業員持株制度で持っていますし、年金で持っていますし、投資信託で持っている。みんなが株主なのですから。結局、従業員というのは二つの性格を持っていて、

とです。ですから、利益の最大化ということは、会社を効率よくするということです。株主利益を最大化するということは、別な言い方をすれば、会社のパイを大きくすることです。このパイを大きくして、それをストックオプションとか従業員持株制度でもって再分配しようというのが、今のアメリカのやり方です。そういうことによって、株主ももちろん利益を得るけれども、従業員なども利益を得るのだということです。

そういう意味でいいますと、日本などよりもはるかにアメリカの方が、結果的には従業員重視です。ただ、会社の目標としては一応株主利益の最大化ということ。しかし、それは、私はフィクションだといっています。会社を経営するためのフィクションであって、本当の目的はそうではない。みんながハッピーになる、そういうふうにすることができるといふことなのです。

一つは労働者であり、もう一つは資本家です。昔は、労働者と資本家が別な人だったわけです。ですから搾取とかが問題になったのですが、今は一人の人の中に両方いるわけです。ですから、株主利益の最大化で株主としてハッピーになるということは、従業員としてもハッピーになることでもある。

そういうことで、基本的にきょうお話したかったことは、アメリカの経営の仕組みが、非常に論理的な形で再構成されつつあるということ。だから日本も、そういう中で今までどおりの日本的なやり方いいのか、それともそういうアメリカの企業と競争していくためには、もっと変わらなければいけないのかということ、ぜひ皆さんに考えていただきたいということです。

ちなみに、ヨーロッパの国々も歴史が長いわけ、それも労使協調とか、従業員重視といってい

ます。しかし、ドイツとかフランスでも、経営者の間では、確実にアメリカ流でなければ負けてしまふのではという認識が広まっています。ですから、ドイツやフランスでもガバナンスに非常に心が強くなって、アメリカ型の経営に移らなければいけないのではないかとこの機運が出てきていることは事実です。日本の経営者の間でも、そういう機運は少しずつ出てきているのではないかと、思っています。

質問を受ける時間が少なくなってしまうと思いますが、どうぞどんなことでもご質問いただければと思います。

小山理事長 少し時間が残っておりますので、何か……。

問 投資信託研究所の田辺でございます。大変いいお話をお伺いしました。ただ、日本人はなかなか慣れていない、なじんでないものでございます

社型投資信託とか、特別目的会社の証券化ウィークルとか、今度の改正でいきますと、私募ファンドは、法律上は株式会社の形態をとるわけですが、そうしますと、こういう事業主体自体がコーポレート・ガバナンスの対象となり、投資家はそういうウィークルに対して、どういうようなガバナンス・ストラクチャーに参加することになるのか。

おそらく、今度は不特定多数の者が直接にかかわりますから、まとまらないので、もしかすると公認会計士監査というものが一般事業会社の監査の役割と違ってくるのだろうか。ステーク・ホルダーが投資家だけになりますから、コーポレート・ガバナンスの参加意識が、一般事業会社に対するものよりもより高まるのではとも思いますが、それがわからぬものですから、公認会計士のようなあり方が、日本ではちょっと戸惑っております。

ので、一つ、二つお伺いしたい点があります。

一つは、カルパースの日本のコーポレート・ガバナンスの原則に対する提言が二、三日前に出ており非常にわかりやすかったのですが、なぜアメリカで非常に伸びているミューチュアル・ファンドではそこまでいかないのか。年金とはちょっと違うような事情があるように聞いておりますが、一番大きいフィデリティーでは、同じアクティビズムでも、ロバート・フォードによればリラクタント・アクティビズムと違ってらしいのです。それは何か年金の投資者とは違って、不特定多数で動いてしまうものですか、株主としてのねらいが違うのか、これが一つお伺いしたい点です。

もう一つは、年金でも投資信託でも日本はまだですが、将来はかなり、我々の株主としての意識が高まると思います。年金株主それ自体が会えます。ファンドの監査とは一体なんだろう。企業内容の開示ではなくて、ファンド内容である。それはおそらく投資家に向かって、忠実義務が正しく履行されているかどうかということになりますから、単に財務諸表の監査ではない。インターナルコントロールらしいのですが、そこら辺もよくわからぬものですから、教えていただきたい。

答 投資信託がガバナンス・アクティビズムにリラクトantなのは、やはり株主が特定していないということもあるのです。ただ投資信託の場合には、結構アクティブな運用をするところがあります。そういうところは、アクティブな運用を通して企業を選別しているわけですから、それがアクティビズムに結びつくわけです。

また、会社型投信ということになりますと、当然ガバナンスの構造がだんだんと複雑になってくるわけですから、監査も難しくなります。会社型

投信の場合には、投資のマネージャーとして最大のパフォーマンスをする、適正な分散投資をするとか、あるいはリスク許容度をきちんと決めてその中で行動するとか、そういうことの監査が重要になっていくと思います。そこでは、エリサ法のプルーデントマン・ルールで確立された受託者責任というものが適用されていくのだろうと思いません。会計士はあくまでも会計の監査だろうと思うのです。

ただ、いずれにしろガバナンスの構造がこれから複雑になってきますので、それは我々としても、これからどんな考えていかなければならないことで、まだ解決がつかない問題もたくさんあるだろうと思っております。

問 社外取締役についてですが、一応彼らがどういう背景に立って動くかというのはわかったのですが、日本で導入する場合、これからだんだんふ

されたのは、一九七〇年代です。日本で、ロッキード事件などが騒がれました頃、アメリカでは社外取締役が重視されたのです。それはなぜかという点、アメリカが六〇年代の繁栄の中で、国内の経済がピークに達したため外国に出ていったわけです。それで多国籍企業がいっばいできるので、後進国に行くと、当然悪いことをした方が儲かるわけですから、賄賂などをやるわけです。そのことが問題になって、結局社外取締役によるチェックが必要だということ導入されるのです。だけど、長い間ずっと形骸化していたのです。それが今、シェアホルダーズ・アクティビズムということで、この社外取締役を使おうという点で、活性化されているのです。

具体的にどういうふうに展開してきたかということ、私もそこまではやっていません。ただ、株主総会においてちゃんとした候補を挙げない

えていく方向だろうと思うのですが、アメリカの場合、八〇年代に始まってきて、そこから一〇年とか一五年たっていると思うのですが、最初のころはどういうようなやり方で現在のようになり八人対四人という形になってきたのか、何かこの辺の話があればお伺いしたいと思います。

答 その動きは余りよくわかりませんが、最初には不適当な取締役を追い出すということで、カルパスなどはCOOを追い出すということ、ことをやっていたわけですね。ですから、会社側がちゃんとした役員を置かないと、株主総会で通してもらえないことから、逆に規律が働き出したのだろうと思います。そういう意味でいいと思います、いずれにしろ大株主の意向を反映しない形では、取締役を決められないということだろうと思います。

ちなみに、アメリカで社外取締役の制度が強化

と、否決されるという重大な問題になるといふことが大きな要因であったと思います。

小山理事長 よろしいでしょうか。

——では、定刻になりましたので、これで本日の講演を終わります。

若杉 どうもありがとうございました。(拍手)

(わかすき たかあき・東京大学大学院教授)

(本稿は、平成一〇年四月一五日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)