

連載：コーポレートガバナンス（第1回）

この度ご縁があり、香港の大手投資会社 PAG の中村様よりコラムのご寄稿をいただきました。コーポレートガバナンスを主テーマに、複数回にわたって連載予定です。

執筆者 プロフィール紹介

中村岳嗣

PAG 株式運用部 マネージング・ディレクター

1998年プリンストン大学コンピューターサイエンス学部卒。ブーズ・アレン・アンド・ハミルトン社を経て、ゴールドマン・サックス証券会社アジア副会長補佐役、後に株式運用部勤務。その後、独立系投資顧問会社数社にてプライベート・エクイティ投資および上場株運用業務に携わり、2011年 PAG 株式運用部部長。上場日本株式のポートフォリオマネージャーを務める。

会社法第三百五十五条には以下のとおり規定されている。

「取締役は、法令及び定款並びに株主総会の決議を遵守し、株式会社のため忠実にその職務を行わなければならない。」

読者の中には会社法に精通した方もおられるに違いないが、ごく一般の会社員としてこの文章を読んだとき、どのような感想をもたれるだろうか。

株式運用の仕事始めて間もない頃、法律の基礎を勉強することになった筆者は初めて目にするこの文章にひどくあいまいだなどの思いを抱いた記憶がある¹。当時、証券会社に勤務していた筆者は、取締役とは様々なステークホルダーの利害関係のバランスをとりつつ、一義的には株主利益を代弁する役目を負うのだと教えられていた。ところが現在の六法全書に記された条文には、取締役が忠実たるべき対象はただ「株式会社」としか書いていない。もちろん取締役が株主により選任されること等については別途規定があるのだが、「会社のため」というと実際株主価値というより安定性やレピュテーションの方を想起もし、あまりにも漠然としていてまるでドラマの台詞じゃないかと思ったものだ。では取締役が忠実たる

¹ 正確には、当時は会社法制定前だったので筆者が読んだのは文語体で書かれていた旧商法であった。ここに規定される取締役の忠実義務については旧商法の考え方が会社法でも踏襲されている。旧商法 254 条ノ 3 「取締役ハ法令及定款ノ定並ニ総会ノ決議ヲ遵守シ会社ノ為忠実ニ其ノ職務ヲ遂行スル義務ヲ負フ」

べき「会社」とは具体的になにを指すのか。実のところ、この疑問は会社法を一通り勉強し終えた後もことあるごとに頭をもたげ、長く筆者の抱くところとなったのである。

さて、本連載では、何度かに分けてコーポレートガバナンスにまつわる種々のテーマをとりあげ、それらがどのような論点をもつかを読者諸氏にご紹介させて頂くつもりである。言うまでもなく、コーポレートガバナンスについてはこれまでに数多くの書籍が出版されており、詳細な法律論の解説や各国制度の比較については専門家の方々による優れた書物がいくつも存在する²。しかし法制度の解説を行う文献はかなりの数が世に出た一方で、目指すべき社会像を提起し、その実現に向けたコーポレートガバナンスの運用実態とは本来こうあるべきだという議論は十分にされてこなかったのではないだろうか。もちろん経営倫理学の視点からこれに切り込んだ名著もあるのだが、世の中全体としてみたときに、「日本型資本主義」という言葉をよく耳にするようになったこととは裏腹に、我々はその定義をきわめて漠然としたものに放置してきたのではないかと思う。

ここで気をつけなくてはならないのは「日本型経営」と「日本型資本主義」の違いである。言うまでもなく、前者についてはいわゆる失われた20年の中においても着実に力を発揮した例がいくつもあるのだが、果たして後者についてはどうであろうか。かつてのメインバンク制から直接金融へのシフトが進み、さらに資本市場のグローバル化が劇的に進む中、誰もが頷く成功例を言い当てることは至難の業のように思われる。それどころか、民生電機業界の凋落に見られるように、残念なことに「日本型経営」が行き詰まった多くのケースにおいては「日本型資本主義」の失敗が底流にあったといえるのではないだろうか。

「日本型資本主義」とはどうあるべきか。この問いはすなわち、今後も脈々と続くであろう、不況と好況が交互に発生する景気サイクルをどのような仕組みにより「回していく」ことを是とするかであり、あるいは個別企業もしくは社会全体としてのリスク選好度をどのような仕組みにもとづき決定するか、はたまた生み出された価値の配分をどのように行うか、ということに始まる。誤解を恐れずに単純化すると、我が国の状況に比べ、米国経済を裏打ちする思想は遥かに明確だ。そこでは、景気サイクルの循環をうながす原動力は弱者切捨てにより生み出されることになっており、リスク選好度はかなりの程度資本市場により決定さ

² 試しに手元で紀伊国屋ウェブストアで検索をしてみると211件のヒットがあった。アマゾンジャパンでは334件のヒットがあり、うち63件がここ2年間の発刊となっている。サイトで確認できる最も古い書籍は1993年刊「日本の金融市場とコーポレート・ガバナンス」平木多賀人・著である。日本書籍出版協会のデータベースで検索してもこれより古い書籍は出てこないで、もしここ20年の歴史しかないとすれば、コーポレートガバナンスを考察対象として改めて取り上げる作業、すなわちその見直しという行為がいかに新しいものであるかが分かる。なお、「日本型経営」のキーワードでヒットする書籍のうち一番古いものは遡ること20年、1973年刊「日本型経営の源流—経営ナショナリズムの企業理念」森川英正・著である。言うまでもなく、70年代・80年代を通じ、日本型経営のキーワードは頻繁に使われてきた。

れ、創出価値の配分において資本家の優先性が失われることは滅多にない。具体例をあげよう。景気後退により企業業績が悪化すると、大量の失業者という社会負担を生みつつ企業セクターは利潤確保に向けて動くのであるが、価値配分の優先度が確保された仕組みの下では常に強烈な「ヤマっ気」を持った資本家が存在するために、雇用確保の足枷なく赤字脱却に成功した企業ないしはセミ資本家たる経営者はチャンスを見つけるや否や再び成長投資へとまい進しやすいのである。もちろん、そうした仕組みが疲弊を起こさないという保証はどこにもなくて、現に米国を襲う経済格差の問題はもはや不況期の一過的課題とはいえぬ様相を呈しているし、これまでも時代と共にその思想は変化してきたことは間違いない。が、兎にも角にも米国では資本主義とはどのように運用されるものかの理解に(少なくとも政治経済の中枢においては)一定のコンセンサスがあるのである。

翻り日本では、雇用の安定性や経済格差の許容度において米国とは異なる社会を目指す中、そうした社会像自体についての異論はあまり大きくない。「あまり」というのはもちろん程度問題であって、労働市場改革はなるほど目下の一大テーマではあるが、経済政策の範疇を超えて社会像というレベルで語るとき、国民の間には日本のあるべき姿についての確信の揺らぎはあれども、大きく左右に分かれた意見が存在しているという状態では決してない。しかしそのようにして一定のコンセンサスを有するかに見える社会像が現実的にどのような仕組みで実現・維持されるべきかについては、90年代以後の世界経済、特に劇的に変化を遂げた資本市場との関係において、ほぼこれは「出たとこ勝負」でやってきたと言えるのではないだろうか。資本主義をどのような仕組みとして運営することが望まれる社会像をもたらすかについて我が国では明らかに意見が割れており、思想の域に昇華するどころか多面的考察に裏打ちされたコンセンサスをも醸成できぬままに時々の社会情勢や世の風潮に従って試行錯誤が行われ、もたらされた結果いかんで次なる方向性が大きく左右に振れてきたというのが実情だ。さらに、そうした現実が巡り巡って、思い描く社会像自体に対しても動揺をもたらすという結果を生んできたのではなかったか。

このように考えるにつけ、今般安倍政権が株式市場と企業の見直しを成長戦略第二弾の一つの柱として据えたことは極めて意義深く、これは今後数年のうちに昇華させていかねばならない重大トピックなのである。これは単に ROE を重視して株主還元策を充実させましようというだけの話ではなく、ましてや株式市場に携わる運用者と上場企業の経営陣・IR との間でのコミュニケーションに留まる問題ではない。そもそもの国のあり方として、日本経済はどのようにして景気サイクルを乗り越え成長していくべきかの問いに始まり、グローバルに繋がる資本市場全体での効率改善と日本経済の成長とは果たして直接リンクするのか、スチュワードシップコードに繰り返し登場するキーワードである「企業の持続的成長」とは資本効率との関係においてどのように定義づけられるのか、最終的な資金の出し手である個

人から現場のポートフォリオマネジャーまでに至る投資バリューチェーン³の各段階でインセンティブをどう制度設計するか、短期的利益のもと中長期的利益を犠牲にするという「ショートターミズム」は現実にはどのようにして弊害をもたらすのか、などなど核心部分に近づけば近づくほど今後大いに議論を呼びそうなテーマが満載なのである。

初回にあたる本稿では最後に、会社法第三百五十五条の文章に戻りつつ次回のテーマにつなげたいと思う。「取締役は株式会社のため忠実にその職務を行わなければならない」とあるこの条文、ではここで、実際どのようなことが「会社のため」になるのだろうか。これを「会社が生む価値の増大」と読み替えてもよいのだとすると、そもそも「会社の価値」とはなにかを考える必要がある。

会社の価値といえば、まず誰の頭にも浮かぶのが資本家⁴へのリターンと雇用であろう。企業活動の生むキャッシュフローの用途は、①外部への支払い、②内部への支払い、そして③利潤に大別される。内部への支払いとは人件費であり、これが雇用の源泉である。利潤は最終的には資本家に帰属する。(実際にはそうならないケースがあるのだが、そのことは後日取り上げたいと思う。)外部への支払いは他社における売り上げとなり、翻って利潤と人件費を生むのであるから、結局行き着く先は資本家へのリターンと雇用である。

ちなみにGDPとはなんだろうか。大雑把に言うとGDPとは「EBITDA+人件費」の総和⁵であるから、これが真っ先に思い浮かぶ上記二価値であり、広く経済成長の指標とされる所以である。

ただ、会社の価値とはそれだけではない。その活動により蓄積される技術やノウハウはもちろん社会的な価値であるし、生産されたモノが世の中に存在し続けることでもたらす便益も社会にとって有用である。また、多くの場合、会社を通じて形成される人的関係がその事業活動を超えて様々な価値をもたらすということも言える。さらには自然環境という価値もある。残念ながらこれについてはマイナス要素となる場合が圧倒的に多いのだろうが、どれだけ自然破壊をしないかということも価値のひとつと考えられる。

さて、こうした多岐に渡る会社の価値を増大させるべく忠実に職務を遂行すべきとされて

³ 「超短期の投資を繰り返すヘッジファンドであっても、資金の供給者は遅れば個人投資家に行き着く。」内閣府 目指すべき市場経済システムに関する報告、平成25年11月1日 投資家と企業の関係について議論する有識者会議は内閣府、金融庁、経済産業省に一つずつ設けられており、いずれの会議体の議事録も非常に面白いので一読をお薦めする。

⁴ ここでの資本家とは株主と債権者の両方を指す。

⁵ もちろんその他に在庫があるが、在庫はあくまで循環的な要素である。

いる取締役はいかにしてこれらのバランスを取るのでしょうか。日本版スチュワードシップコードが一石を投じようとしているのはまさにこの点であり、資本家へのリターン、とりわけ株式リターンがこれまであまりに軽視されてきた状況を変えようというのがさしあたっての目的である。2月末のコード発表後初となる今年の本決算シーズンでは、「ROE 向上」が一つのキーワードとなり、JPX 日経 400 指数の登場にも刺激され株主還元的大幅増を発表する会社が現れた。ここでしかし、ふと疑問に思わないであろうか？機関投資家というのは受託者責任を負って運用の任にあたっているのであるから、スチュワードシップコードの採用も当然個々の現場では運用成果の改善のために行うということになるはずである。とすれば株主還元によって投資家の手元に還元された資本は、果たしてどこに向かうのだろうか？

(平成 26 年 6 月 25 日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 受託財産企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）