

# アメリカにおける株主価値重視の企業経営への転換

— 経済の金融化とコーポレート・ガバナンス —

柴 田 努

## Conversion of Shareholder Value-oriented Corporate Management in the United States:

Financialization of the Economy and Corporate Governance

SHIBATA Tsutomu

### はじめに

1980年代以降、先進資本主義国において企業利潤の増大と富裕層への富の集中が進む一方で、所得格差の拡大と貧困世帯が増加している。特にアメリカでは、レーガン政権による新自由主義政策以降、株主価値最大化経営という新たな現象によって富と貧困の蓄積が促進されている<sup>1)</sup>。

アメリカ企業が株主価値重視の企業経営に転換した要因として、機関投資家による株式所有の増大と企業経営への積極的関与にその要因を求める研究が多く存在する。例えば、Useem (1996) は、経営者支配が前提とした株式の広範な分散は、機関投資家の持株比率が上昇したことによって株式の「集中」に転換し、その集中された株式の力を利用して投資家が企業経営に対して影響力を強めるようになったと論じた。すなわち、Berle & Means (1932) 以降、アメリカ企業は経営者の裁量権の拡大から「経営者支配」資本主義として捉えられてきたが、1980年代以降、経営者は株主価値最大化を機関投資家から要求されるよ

<sup>1)</sup> Lazonick・O'Sullivan (2000) は、株主価値最大化の企業行動の特徴として、利益を確保してから再投資する (retain and reinvest) という従来の企業行動から賃金や企業設備を削減してでも、株主への分配を増やす (downsize and distribute) という変化を指摘している。日本における株主配分の増加と賃金抑制構造については、柴田 (2009) を参照。

うになり、経営者支配から株主支配による資本主義への転換が生じたという議論である。

しかし、経営者の支配が後退し株主が企業経営に関して強大な権限を握っているという理解では現実を捉える上で不十分な点が存在する。なぜなら、アメリカでは「株主価値重視を謳う多くの企業で、経営者が業績や利潤に見合わない巨額の報酬を長期にわたって受け取り」続け、「業績悪化の責任をとって辞任する経営者が何十億円もの退職金を受け取る」(高田, 2009, 46 頁)ということが頻繁に行なわれているのであり、株主支配の論理だけではこの現象を説明することができない。IT バブル崩壊とサブプライム・バブル崩壊によって、株主は株価の急激な下落という損失を蒙ったにもかかわらず、トップ経営者の報酬はバブル崩壊後も高額を維持し批判が高まったということは記憶に新しい。このように株主価値重視の企業経営へ転換したとされる 1980 年代以降も、依然として経営者優位の企業体制は変わっていないと思われる。

以上のように、経営者支配の基本的な構図が変わっていないと仮定したとしても、1980 年代以降のアメリカ企業が配当や自社株買いを増大させることで株主を重視する経営を行なうようになったということもまた事実であり、問題はこの二つをどのように理解すればよいかという点にある。よって、本稿の課題は経営者の裁量が大きいといわれてきたアメリカにおいて、企業経営が株主価値重視に転換した要因は何かを明らかにすることである。

以下、第1節では 1980 年代以降の非金融企業における株主配分の増加を確認し、第2節では、機関投資家のプレzensの増大と企業経営への関与を検討する。そして第3節では、1970 年代後半以降の規制緩和によって経済の金融化が進み、M&A の増加とストック・オプションの拡大によって、アメリカ企業が株主価値最大化を構造的に要請されるようになったことを明らかにする。

## 第1節 非金融企業の配当・自社株買いの増加

企業が株主へ利益を還元するペイアウト (Payout) 政策は、現金配当と自社株買いの二つの方法によって行なわれる。以下、アメリカにおける配当と自社株買いの推移を確認する。

アメリカの非金融企業の株主への配当支払い総額は、1980 年代以降増加傾向にある。1960 年代の配当は年平均約 173 億ドルであったが、70 年代に配当総額は徐々に増加しはじめ、年平均は 405 億ドルとなった。そして 1980 年代に入ると増加のスピードが急速に増し、80 年代の年平均は 1,012 億ドルに達し、さらに 90 年代は年平均 2,216 億ドルとなった。1975 年の 361 億ドルを 10 年ごとに比較すると、1985 年は 994 億ドルで約 2.8 倍、1995 年は 2,234 億ドルで約 6.2 倍、2005 年は 4,711 億ドルで約 13 倍となっている<sup>2)</sup>。

配当支払い総額だけでなく、配当性向も増加傾向にある。1960 年から 5 年単位で区切っ

<sup>2)</sup> 以上の数値は Bureau of Economic Analysis National Economic Accounts Table 7.10 で確認できる。

て配当性向の平均値を見ると、40.95%（1960-1964年）、39.20%（1965-1969年）、49.04%（1970-1974年）、41.78%（1975-1979年）、52.01%（1980-1984年）、47.22%（1985-1989年）、63.28%（1990-1994年）、56.15%（1995-1999年）、82.78%（2000-2004年）となっており、配当総額だけでなく、配当性向も1980年代以降の増加が確認できる<sup>3)</sup>。

配当とともに株主への利益還元手段である自社株買いの推移を粗付加価値との比率で表わしたものが図1である。自社株買いは、1980年代半ば以降急増し、1991年に一時的に減少した後上昇し、1970年以前と比較すると高い数値を記録している。アメリカ企業は新株発行による資金調達よりも、いまや過去に発行した自社の株式を市場から買い戻す額のほうが高いのである。

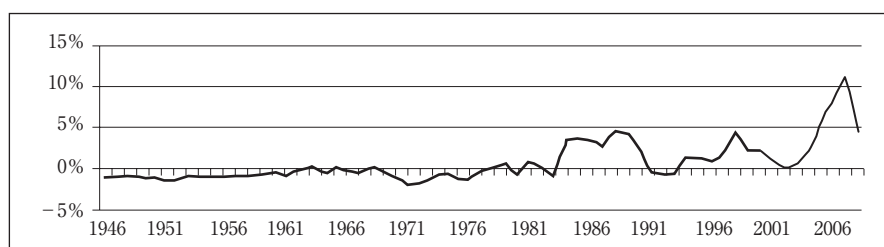


図1 非金融企業における粗付加価値に占める自社株買いの推移

(注) 自社株買い =  $-(\text{net new equity issues} / \text{Gross value added of nonfinancial corporate business})$ 。

(出所) Bureau of Economic Analysis National Economic Accounts Table I.14 and Flow of Funds Accounts of the United States Table F.102 より作成。

以上のような配当・自社株買いの増加は、アメリカ企業が株主への利益還元を強めていることを示している。このことは経営者対株主の力関係の変化を表わし、「経営者から株主への権力移転」という議論を呼び起こすこととなった。株主による企業支配の復権は、機関投資家による株主アクティビズムによって達成されたとするのが、機関投資家支配論の主張である。次節では、機関投資家による企業経営への直接的影響を意味する株主アクティビズムの検討を行なう。

## 第2節 機関投資家によるガバナンス活動

株主アクティビズムとは、1980年代後半以降、機関投資家が株式所有を増大させ、その力をもとに経営への関与を強め、経営者はこの動向に従わざるを得なくなったという議論である。機関投資家はその資産規模が大きくなりすぎたことで、従来のウォール・ストリート・ルール（Wall Street Rule）<sup>4)</sup>に従えなくなり、Exit（退出＝株を売却する）ではなく

<sup>3)</sup> 配当性向 =  $\text{Net dividends} / \text{Profits after tax with IVA and CCAdj}$ . Bureau of Economic Analysis National Economic Accounts Table I.14.

<sup>4)</sup> ウォール・ストリート・ルールとは、経営が気に入らなければ、直接働きかけて企業を改善するのではなく、即座に株式を売るという行動様式のことである（Brancato, 1997, p.108）。

Voice（発言）を選択し、経営者に影響力を行使するようになったことがその背景にある、と指摘されている（Pinto, 2006, p.13）。

Useem（1996）は、このような機関投資家による企業への直接的な影響力の増大から、1990年代前半にアメリカ最大の公務員退職基金であるカルパース（CalPERS）などによって、GMやIBM、アメリカン・エクスプレス、ウェスティンハウスなどのCEOの更迭が行なわれ、「投資家資本主義」の時代が到来し、「経営者の支配する世界は衰退していった」と述べたのである<sup>5)</sup>。以下、代表的な株主アクティビズム論の論理構成である、機関投資家の持株比率の増大とその株式所有の力を通じた企業経営への直接的支配力について検討する。

## 2-1 機関投資家の持株比率の増大

図2は、機関投資家の持株比率の推移を表わしたものである。機関投資家合計の持株比率は、1970年代に20%に達した後、1982年に30%を越え、2007年には48.7%を記録している。アメリカ企業の株式の約半分は機関投資家によって所有されているのである。機関投資家の持株比率のうち、年金基金のみで見ると1985年の28%まで急速に上昇し、その後減少しつつも20%を越えて推移している。

1965年の株式所有比率は、個人投資家が84%、機関投資家は16%であったのに対して、1990年には個人投資家は54%に減少し、機関投資家は46%まで上昇した。トップ1000社の持株比率の推移を見ると、1990年以降、個人投資家と機関投資家の持株比率は逆転し、1994年の時点で個人投資家は45%を下回っているのに対して、機関投資家は57%に達した（Useem, 1996, pp.25-26）。機関投資家の持株比率はその後も伸び続け、2000年に61.4%、2007年には76.4%となっている（Burr, 2008）。

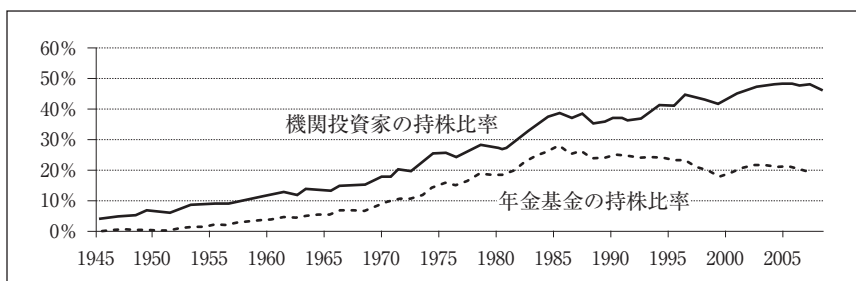


図2 機関投資家の株式所有比率の推移

（出所）Flow of Funds Accounts of the United States 各年版より作成。

<sup>5)</sup> Useem (1996), pp1-5. また、1993年1月号の『フォーチュン』誌の表紙は、「CEO帝国は崩壊した——株主万歳」として、経営者から株主への権力移転を高らかに謳った（Fox, 2009, p.274, 訳352頁）。

以上のように、機関投資家の持株比率は1980年代以降増大し、株式市場における機関化が進んでいったことが確認できる。ここから Useem (1996) などに代表される、個人株主の広範な分散に基礎を置く経営者支配に対して、株式市場の機関化は株主の結束を取り戻し、経営者に株主価値重視の企業経営を強いる構造を生み出したという議論が生じることとなる。よって、次に機関投資家による企業への直接的影響力を検討する。

## 2-2 機関投資家のコーポレート・ガバナンス

株主によるコーポレート・ガバナンスという概念は、企業支配論の観点からは次の二つの意味をもったものとして理解されてきた。すなわち、従来は市場を通じて企業支配権の移動が行なわれることによって企業をチェックするという“Market for Corporate Control”が一般的であったが、1980年代後半以降は、機関投資家による株主提案や議決権行使、経営者との非公開の交渉を通じた企業への直接的影響を指すものとして使われるようになったということである。株主アクティビズム論は後者の議論であり、問題はこの影響がどこまであるのかという点にある。

株主アクティビズムの影響を見るためには、機関投資家の運用目的や投資スタイルの多様性に注意する必要がある。そこで一つの指標になるのが、インデックス運用（パッシブ運用の一種）との関連で株主アクティビズムを評価することである。インデックス運用とは、Standard & Poor's 500 (S&P 500) などの代表的な株価指数を基準としてポートフォリオを作成して投資を行なう手法である。インデックス運用の特徴は、ポートフォリオの銘柄の入れ替え頻度が低く、「バイ・アンド・ホールド」戦略をとるところにある。よって、アクティブ運用のように経営に不満がある場合に直ちに売却するという戦略をとらないため、「結果的に投資家は投資先企業にとって安定株主としての役割を果たすこと」になり、投資先企業の経営を効率化し運用リターンの増大を実現させるために、企業がガバナンスに介入する戦略をとるのである<sup>6)</sup>。

インデックス運用の比率を各機関投資家別に見ると、企業年金が35.9%、公務員年金が51.7%であり、ミューチュアル・ファンドや保険会社はほぼゼロとなっている<sup>7)</sup>。多くの公務員年金や私的年金の一部では運用資金の50%以上をインデックス運用にあてており、New York State & Local など運用指数が100%のファンドもある (O'Barr & Conley, 1992, pp.49-53)。また、それぞれの売買回転率を見ると、公務員年金のインデックス運用の売買回転率は8.1%であるのに対して、企業年金は27.4%であり、公務員年金は銘柄の入れ替えを行う回数が低いことが分かる。株式運用の50%から100%をインデックス運用している公務員年金は、その他の機関投資家よりも、銘柄の入れ替え回数が低く、長期保有しているこ

<sup>6)</sup> 以上の記述は、O'Barr・Conley (1992), pp.48-49, 高田 (1999), 256頁を参照。

<sup>7)</sup> 三和 (1999), 100頁, 図表VI-8。データは1993年のもの。



とが分かる（三和，1999, 101 頁；染宮，1998, 133 頁）。

このように、株式を長期的に保有し企業がバナンスへの関与を行なうとされる機関投資家は、主に公務員年金を指すものと考えられる。すなわち、直接的に企業経営へ影響を及ぼす株主アクティビズムとは、公務員年金に限定され、他の機関投資家はウォール・ストリート・ルールによる短期的な売買を繰り返しているのであり、従来からの行動様式からの変化は見られない。よって、次項では公務員年金による株主アクティビズムの手法である株主提案や議決権の行使、リレーションシップ・インベストメントについて見ていく。

### 2-3 公務員年金基金の株主アクティビズム

アメリカでは発行済株式総数の1%以上を1年以上保有している場合、株主は企業に対して委任状に株主提案の掲載を求めることができる（SEC 規則 14A-8）。1960年代から1970年代にかけては、ベトナム反戦や人種差別等の社会的課題を取り上げた株主提案が主な内容であったが、1980年代以降はコーポレート・ガバナンス関連の議案が提出されるようになる。この背景には、1974年のERISA法<sup>8)</sup>による年金基金の受託者責任の明確化と1988年に労働省が出した「エイボン・レター」がある。「エイボン・レター」とは「エイボン社の年金基金に対してレターを発出し、これをすべての年金基金に伝えるために一般公開」したもので、「この中で労働省は、企業年金による議決権の行使は年金資産の運用に伴う受託者責任の一部であることを明記した」（藤井・鈴木，2004, 87-91 頁）のである。Wahal（1996）によれば、1980年代前半に年金基金が提出した株主提案は、主にM&A対策に異議を唱えるためのものであったのに対して、エイボン・レター後は、M&A関連とともにコーポレート・ガバナンス関連の株主提案が増えた。株主提案の支持率は平均で30%以上あり、機関投資家の株主提案にかなりの支持が集まっていたことが分かる。

機関投資家による経営への関与は、議決権の行使によっても行われる。ERISA等の法体系において受託者責任の一部として議決権の行使が義務づけられたことから、年金基金の運用者は委任状を白紙で送り返すわけにはいかなかった。議決権の行使とは、株主総会において、取締役の選任や基本定款の変更、重要なM&Aの承認、コーポレート・ガバナンスに関する株主提案なども含まれるため、大手の機関投資家は議決権行使に関する内部ガイドラインを持っているか、専門の議決権行使アドバイザーを雇うのが一般的となっている（染宮，1998, 136 頁）。

さらに、機関投資家はリレーションシップ・インベストメントと呼ばれる、経営への関与を行う。これは、大量の株式を保有し、株主としての発言権を確保した上で、長期的利益の観点から、経営者や取締役会とのコミュニケーションを通じて経営の状況を恒常的に監視す

---

<sup>8)</sup> 従業員退職所得保障法（Employee Retirement Income Security Act of 1974）。ERISA法については、野村（2000）が詳しい。

る投資家活動を意味している<sup>9)</sup>。

以上まとめると、機関投資家のコーポレート・ガバナンスとは、インデックス運用比率の高い公務員年金の株主行動主義のことを指し、その具体的な中身は株主提案、議決権の行使、リレーションシップ・インベストメントと呼ばれる経営者との対話が主要内容をなすのである。

#### 2-4 機関投資家による企業経営への関与の限界

以上見てきた機関投資家による株主アクティビズムの成果については、1990年代後半以降の研究を見ると必ずしも一致した評価がない<sup>10)</sup>。以下では機関投資家による企業支配の根拠として捉えられてきた株主アクティビズムの限界を指摘する。

第一に、大多数の機関投資家は今でも株式の短期的売買を繰り返す投資主体であり、長期保有による企業ガバナンスへの関心が低いということが指摘できる。表1に明らかなように、インデックス運用比率が高い公務員年金基金と企業年金基金は、機関投資家全体に占める割合は極めて低い。この両者は、銀行信託部門とマネー・マネージャーに資金運用の大半を委託していることを反映して、全体に占める割合を見ると公務員年金は7.4%、企業年金は2.7%とわずかである。さらに、このうち公務員年金基金のアクティビズムの基礎となるインデックス運用の比率は、機関投資家全体の運用に占める比率を計算すると4.9%に過ぎない。Brancato (1997) が投資手法はアクティブで、コーポレート・ガバナンスに関しては消極的な投資家として分類した銀行信託部門は27.1%、ミューチュアル・ファンドは16.6%を占めている。さらに、極めて投機的であり議決権行使などにも関心のない投資家として分類されるマネー・マネージャーは39.5%と最も高い比率である (Brancato, 1997, p.13, FIGURE1-2; 渡部, 2005, 171-173 頁)。以上のように、株主アクティビズムの基礎とされる公務員年金のインデックス運用比率は全体から見ると極わずかであり、大半の機関投資家は企業経営の内容を考慮せず、短期的な利ざやを求めて売り抜けるというウォール・ストリート・ルールに基づいた投資を行なっているのである。

<sup>9)</sup> 染谷 (1998), 139-140 頁。リレーションシップ・インベストメントについて詳しくは、Monks (1997), 三和 (1999), 第10章を参照。

<sup>10)</sup> 例えばBlack (1998) は、全体として株主アクティビズムの効果についての説得力ある証拠はないと結論づけている。

表 1 機関投資家のタイプ別インデックス運用 (1995 年 9 月 30 日現在、単位 100 万ドル)

機関投資家のタイプ	全運用株式 A	インデックス 運用 B	インデックス 運用比率 B/A
企業年金基金	83,840 (2.7%)	11,074	13.2%
公務員年金基金	234,385 (7.4%)	156,489	66.8%
ミューチュアル・ファンド	523,341 (16.6%)	Negligible	Negligible
マネー・マネージャー	1,246,412 (39.5%)	12,336	1.0%
保険会社	212,722 (6.7%)	8,956	4.2%
銀行	855,619 (27.1%)	281,394	32.9%
全機関投資家	3,156,319 (100%)	470,249	14.9%

(出所) Brancato (1997), p.28, Table1-4 より作成。

第二に、株主提案はたとえ大多数の票数を獲得したとしても、経営陣には必ずしもそれを履行する義務はなく、勧告にすぎないという点である。株主提案について定めた規則 14a-8 は、「会社決定は経営者によってなされるべきである」という立場と「会社運営事項に関し株主の審議を求めること」とのバランスをとったものであるが、株主提案が取締役や役員を拘束するものではない以上、経営者の支配を前提としたものであるといえる。よって、株主提案は勧告的性質のものにすぎず (三和, 1999, 138 頁)、それがいくら票数を集めようとその提案をどの程度まで取り入れるかは経営者の裁量に委ねられることとなる。また、機関投資家による株主アクティビズムが激しく展開されたといわれる 1986 年から 1994 年の期間中に 975 の組織が株主提案を提出したが、このうち機関投資家はわずか 13 組織であった (Black, 1998, p.460)。「機関投資家資本主義」の根拠であった株主提案は、極めて少数の機関投資家のみの行動を指すものである。

第三に、取締役報酬は株主総会決議事項ではないため、機関投資家はこれを議決権等によってコントロールすることはできない。例えば、2008 年に金融危機の影響で S & P500 は 37.6% 下落したが、同じ年に大企業 500 社の幹部の年間総報酬はわずか 0.08% しか減少せず、4 分の 3 の CEO は金融危機後の業績悪化に関わらず基本給が上昇し、基本給が引き下げられた CEO は 3% であった (Steverman, 2009)。これは 2000 年代前半の IT バブル崩壊後と同じ状況であり、株主が損失を受ける局面でも経営者の報酬は依然高いことから、アメリカでは常に経営者の報酬をいかに規制するかという議論が続いている。この点においても、株主アクティビズムが想定するようなパワーが機関投資家にあるとはいいがたい。

以上のように、株主アクティビズムが根拠とするインデックス運用比率は機関投資家全体からみれば極わずかであり<sup>11)</sup>、さらに一部の大手機関投資家のみが行なう株主提案も企業への直接的な影響力は限定的であり、経営者の報酬に対しても規制力を発揮できていない。Pension & Investment 紙の編集長のマイケル・クラウス氏は、日本貿易振興会の「米国の

<sup>11)</sup> 長期的視点から企業への関わりを持つとされる、リレーションシップ・インベストメントもシェアは非常に小さい (Blair, 1995, p.183)。



企業統治研究会」のインタビュー調査に対して、「機関投資家は十分な議決権を持っていないので、企業経営者の提案を覆せるほどに他の株主からいつも賛同を得たり、企業経営者がいつもやりたいと望むことを実際に阻止することや CEO を解雇することは非常に困難である」と述べている（三和，1999, 166 頁）。機関投資家はあくまで株式運用者であり、株主アクティビズム論が主張するような個別企業に対する支配力の発揮や、経営の舵取りは志向していないのである。

### 第3節 経済の金融化とコーポレート・ガバナンスの変化

第2節では、企業経営に直接的に働きかける株主アクティビズムの影響は限定的であることを確認した。ではなぜアメリカの企業は1980年代以降、配当・自社株買いを増加させ、株価を重視する企業行動をとるようになったのか。本節では、1980年代以降生じた経済の金融化（financialization）というアメリカ経済の構造変化のなかに企業行動の変化を位置づけて論じる。

#### 3-1 経済の金融化

1980年代以降、非金融企業が株主価値重視の利益処分へと変化したのは、経済の金融化にその要因を求めることができる。経済の金融化とは、第一に、金融機関の収益性の増大と経済に占める金融部門の重要性の増大を意味し、第二に、非金融企業における金融的投資にもとづく所得の増大と企業利潤から金融市場への支払いが増大している現象を指す（Orhangazi, 2008, p.11）。

例えば、Orhangazi（2008）によれば、非金融企業の総利益に対する金融企業の総利益を見ると、1980年代までは10%から20%前後で推移してきたが、1990年代初頭に30%に達し、2000年代初頭には70%を超える水準となっている。また、金融化の現象として、国民所得に占める金融部門（金融・保険・不動産）の所得の割合の増加、ニューヨーク証券取引所での株式の一日当り売買量の急増、非金融企業の総資産と有形資産に占めるそれぞれの金融資産の割合の増加、非金融企業の粗付加価値に占める利子・配当収入の増加、などが挙げられる。これらの変化はいずれも1980年代を境にして生じていることから、本稿第1節で確認した株主配分の増大も、経済の金融化をめぐる一現象であると捉えることができる。

以上のような金融の重要性の高まりは、金融の規制緩和と不可分の関係にある。1970年代のアメリカ経済は、ブレトン・ウッズ体制の崩壊と2度のオイル・ショックとともに戦後資本主義の黄金時代が終焉し、経済の低成長と高インフレ、国際競争の激化を背景とした蓄積危機に直面した。この危機を打開するために企業法制や金融市場に対する政府規制の撤廃を求める強力な運動が巻き起こり、「先物取引所を始めとする新しい金融取引のための制度の整備、金融証券化やデリバティブ取引の普及に適応するための時価会計導入を始めとする

企業会計制度改革、年金制度を資本市場に連結するための税制改革や格付け制度強化、グラス＝スティーガル法撤廃に至る銀行業務自由化」(高田, 2008, 144 頁)が行なわれたのである。

これらの規制緩和によって、企業と家計の金融市場へのアクセスの機会が拡張されると同時に、企業と家計の経済行動が金融市場に依存する傾向を生み出していくこととなる。例えば、家計が所有する株式総額は1990年に1兆8070億ドルであったが、1999年には8兆90億ドルへと443パーセントの急激な増加を示した<sup>12)</sup>。このような株式市場への資金流入の仲介役を担っていたのが機関投資家である。そして、株式市場に流れ込んだ大量の資金は、極めて短期的に運用されている。ニューヨーク証券取引所の年間株式回転率は、1960年から1970年代末まで平均約20%であったが、1983年から1987年には70%以上まで上昇し、1990年代の急上昇をへて、2002年上半期には100%を超えている。合理的な株主にとっては保有する企業のパフォーマンスに一年以上の展望を超える関心がないのである。

このように、企業の蓄積危機打開を目的に進められた規制緩和は、株式市場に大量の資金を流入させると同時に、それが短期的に運用されるという経済構造を生じさせることとなる。これによって企業は株式市場からの影響を強く受け、株価を重視する経営を迫られることとなるが、その重要な契機は1980年代以降のM&Aブームに求めることができる。

### 3-2 1980年代以降のM&Aブーム

経済の金融化を背景とした規制緩和は、1980年代以降のM&Aブームを生み出した。図3は1970年代後半以降のM&A件数と取引金額の推移である。1980年代以降、M&A件数と取引金額は何度かの落ち込みを示しながらも全体として増加している。1972年から1979年におけるM&Aの取引金額は年平均約221億ドル程度であったが、1981年には約826億ドル、1984年には1,222億ドルとなり、1980年代を通じた年平均額は1,360億ドルまで上昇した。1984年から1989年における新たな生産的資産への純投資（非住宅純固定投資）の年平均額が840億ドルであったことと比べるとその規模の大きさは際立っている（Crotty・Goldstein, 1993, p.255）。生産的投資よりも金融的投資も含むM&Aの額が上回っているのである。この変化は、1981年に発足したレーガン政権の各産業の規制緩和による競争の激化と反トラスト規制の緩和、法人税の諸優遇措置（投資減税等）による企業の余剰資金の増大（小倉, 2007, 19 頁）などによって、推進されたものであった。

さらに1990年代後半以降は、1980年代のM&Aブームをはるかに上回るペースで規模が拡大し、1999年にはM&Aは9,278件、取引金額は実に1兆4,250億ドルに達した。1990年代は、不要な部門を切り離す事業売却が単なる事業分割をとるのではなく、スピン・オフ

<sup>12)</sup> U.S. Census Bureau (2000), p.523, No. 827. なお金融危機後に急落する直前の2007年には、家計が保有する株式総額は9兆1580億ドルまで増加した。

(会社分割) など株式市場で評価される手法を用いてリストラクチャリングを進めたところに特徴がある<sup>13)</sup>。

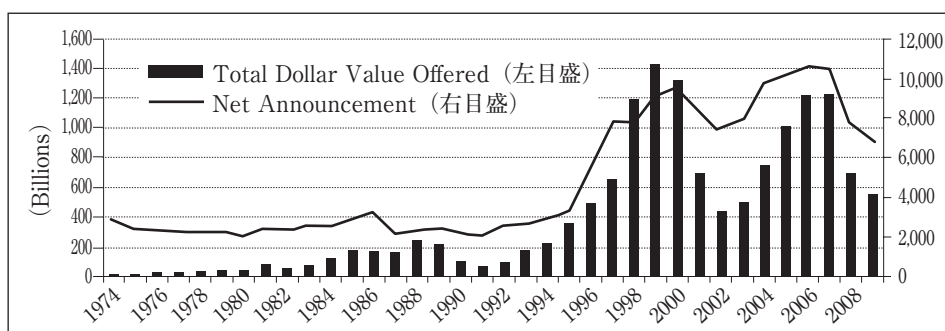


図3 アメリカにおける M&A 件数および取引金額の推移

(出所) *Mergerstat Review* 各年版のデータより作成。

### 3-3 M&A ブームと株主価値重視経営

以上のようにアメリカにおける M&A は 1980 年代以降増大し、90 年代以降は件数、金額ともに他の時期の M&A ブームでは考えられないような規模で拡大していったのである。このことは以下の要因により、企業を株主価値重視の企業経営へと転換させることとなる。

第一に、M&A の増加によって、市場での企業支配権の争奪戦が激しさを増したことから、企業は株主価値を重視した経営を行なう必要に迫られることとなる。「株主価値」の主要な指標は、株式市場における株価 (share price) である (Fligstein, 2002, p.148)。1980 年代には巨大企業の半数以上が敵対的買収の対象となったといわれており (Mitchell・Mulherin, 1996, p.199)、企業資産と比較して株価が割安と評価される企業は買収のターゲットとなる。このような買収の脅威から守るために、経営者は株価を短期的に上げる必要を迫られることとなり、高株価を維持するための行動をとるようになったのである。1980 年代以降、株式市場は M&A のための企業支配権争奪のための市場となり、企業は配当性向の増大や自社株買い、自己資本利益率 (ROE) を高めるための負債の増加<sup>14)</sup> など、株価上昇の効果が期待される行動を積極的にとるようになったのである。

このような M&A の増加による株価重視の圧力のもと、企業は労働者の解雇、工場の閉鎖、供給業者へのコスト圧力の転嫁などを行ない、株主以外のステイクホルダーを犠牲にして株主配分を増やす企業行動をとる。Fligstein・Shin (2007) は、1984 年から 2000 年まで

<sup>13)</sup> この点詳しくは松古 (1997) を参照。本稿では、1980 年代と 90 年代の M&A の特徴の違いは必要な範囲で取り上げるのみにとどめ、詳細に立ち入ることはしない。

<sup>14)</sup> 株主は増資よりも負債による資金調達を好む。なぜなら負債による資金調達は、増資による株価下落や一株あたり利益の低下、既存株主の持株比率の低下などの影響を受けないからである (Fligstein, 2002, p.151)。

のアメリカ企業の M&A とレイオフの関係についての実証分析を行ない、企業はコスト削減による短期的な収益改善のために、M&A やコンピュータ投資を積極的に行なうことでレイオフを増大させ、特に労働組合に組織されている労働者の数を減少させたと結論付けている。経営者は、レイオフや不採算部門のコスト削減策を発表すると、株価が上昇するということを経験的に認識している。よって、M&A の活発化は先に見たように、企業に株価を重視させることで金融市場への分配を増大させる圧力を生み出すのであるが、それを実現させるための手法として企業が積極的にリストラクチャリングを行なう経済構造をつくりだすのである。株主価値重視経営の圧力のもとで、企業はレイオフなどの労働者を犠牲にしたコスト削減を行なうことで資本市場から要求される短期的な利潤の増大を実現するとともに、株価の上昇を達成しているのである (Fligstein・Shin, 2007, p.404)。

第二に、1980 年代以降の M&A ブームは、投資銀行と機関投資家を主軸とする金融システムによって促進された点である。アメリカにおける M&A ブームは 20 世紀初頭の独占形成期など何度かの大きな波を経験しているが、1980 年代以降の M&A の特徴は、「産業側の要因だけでなく、金融機関と金融市場との役割が積極的な要因として作用した」点でそれ以前と異なる (中本, 1990, 54 頁)。特に 1980 年代の第 4 次 M&A ブームは、取引件数の増大と当時最大規模であった KKR 社による RJR ナビスコ社の買収のような取引金額の大きさとともに、LBO (Leveraged Buyout) 件数の高まりにその特徴がある。LBO の増加は、「買収・合併に当ってその買収資金を金融機関等からの借入や債券の発行によって調達し、それによって少ない自己資金で大型の企業合併・買収を行なうケースが増えた」(中本, 1990, 61 頁) ことを意味する。非金融企業の負債比率は 1980 年以降上昇し、金融機関の積極的介入によって M&A が増加したのである。

上記の LBO 関連の資金調達で重要な役割を果たしたのが、ジャンク・ボンドと機関投資家であった。公開普通社債発行残高に占めるジャンク・ボンドの発行残高は、1970 年には 6% だったが、84 年には 11.6%、88 年には 21.1% に上昇した。これらのジャンク・ボンドの投資家はそのほとんどが高利回りの投資を狙った機関投資家であった (中本, 1990, 68-69 頁)。情報処理技術の進展や富裕層への減税、1975 年の売買手数料の完全自由化、機関投資家のポートフォリオ構成に対する規制緩和などによって、機関投資家が所有する株式は増加し (前掲図 2)、その増加した資産を背景にして機関投資家は M&A に積極的に関わっていったのである。

このように、M&A において巨大なリスク資産を資本市場へ流入しているのは機関投資家であったが、その仲介役を担っているのが投資銀行である。1970 年代までは、投資銀行にとって機関投資家は証券売買仲介業務における手数料収入源であったが、70 年代半ば以降、株式売買手数料自由化の影響を受けて、手数料収入が低下していく中で、投資銀行は自己勘定での取引や M&A 業務、資産運用業務に注力していく。投資銀行は M&A 仲介業務からその取引金額に応じた莫大な報酬を得ている。そのため、投資銀行にとって重要なことは



かに高く売買を成立させるかということであり、そのために「商品」である株式会社の価値、すなわち株価を極大化する必要がある。1980年代以降の株主価値重視経営への転換の背景には、投資銀行主導の金融仲介構造と株式会社を「商品化」して収益を上げていく投資銀行の収益構造の変化があったのである<sup>15)</sup>。

### 3-4 ストック・オプションと株主価値重視経営

以上のように、M&Aの増加は企業に対して資本市場を通じた株価上昇のプレッシャーを与えるのであるが、経営者はこの圧力にただ従って行動しているわけではない。なぜなら、アメリカ企業における内部経営者の権限の大きさを考慮すれば、単にM&Aの増加による資本市場の圧力からのみ企業行動の変化を論じるだけでは不十分だからある。ストック・オプションによる経営者の自己利益の追求という要因も同時にみることによって、株主価値重視の企業経営への転換はより正確に理解することができる。

ストック・オプションは、株価上昇に対する金銭的インセンティブを経営者に与えることによって、株主と経営者との利害を一致させる目的で導入されたものであるが、1980年代以降、より自由度が高い制度となるよう規制緩和が行なわれた<sup>16)</sup>。ストック・オプションの規制緩和は、経済構造が金融的収益に依存していくなかで行なわれたものであり、M&Aブームを引き起こした要因と同じ背景を持つ。そしてこの規制緩和以降、CEO報酬の急激な上昇が生じることとなる。例えば、1980年から1995年の間に、企業の利潤は145%増加し、労働者の賃金は70%に減少しているのに対して、CEOの給与および賞与は499%増加した(Lazonick・O'Sullivan, 2000, p.25)。1970年代半ばまで、CEOと一般労働者の平均報酬は20倍程度であったのに対して、1990年代前半に100倍を超え、2007年には275倍に達している(Mishel, Bernstein and Shierholz, 2009, p.221)。

先に指摘したように、2000年代には株主が不利益を被りながらも経営者は自己の報酬を増大させていたという事実は、ストック・オプションが株主の利害と経営者の利害を一致させる機能を完全には果たしていないということを意味する。ストック・オプション制度の本質は、単なる株主利益の追求ではなく、経営者が自己利益追求のために株主価値重視の企業経営を行なうという点に最大の特徴があるのである。

以上のように、経済の金融化によるM&Aの活発化とストック・オプションの拡大は、企業のコーポレート・ガバナンスを株主価値重視の経営へと変化させた。例えばGeneral Electric (GE)は1980年代以降、株主価値重視経営を追求し続け、ジャック・ウェルチが

<sup>15)</sup> 以上は三和(2005), 156-159頁を参考にしている。

<sup>16)</sup> 1981年に制限ストック・オプションの税制優遇措置の復活と最高所得税率の引き下げが行なわれた。特に最高所得税率の引き下げによって、経営陣が受け取ることができるストック・オプションの上限が事実上撤廃された。Fox(2009), p.276, 訳354-355頁。



CEOに就任した1981年には140億ドルにも満たなかった株価時価総額は、2001年にウェルチが引退した時には時価総額約4000億ドルに膨らんでいた。しかし、ウェルチ時代に行なわれたことはGEの労働者の4人に1人にあたる12万人にも及ぶレイオフと研究開発費(R&D)の削減であり、唯一継続的に行なった投資は300億ドルにもものぼる自社株の買戻しであった(Kennedy, 2000, pp.50-66)。

以上要するに、1980年代以降の株主価値重視経営とは、M&A増加による資本市場からのプレッシャーと企業経営者のストック・オプションによる自己利益追求によって、企業が短期的な株価上昇のためなら労働者の解雇や事業部門の売却などを積極的に行ないながら、自社の長期的成長よりも金融的支払を増大させるというところに特徴があるのである。

## むすび

1980年代以降のコーポレート・ガバナンスをめぐる問題は、単に経営者対株主という権力構図で把握するだけでは不十分であることを明らかにした。株主アクティビズム論が重視する機関投資家の持株比率の増大も、経済の金融化という大きな構造変化のなかで生じたものであり、それが直接的に株主の復権を意味するものではない。本稿の結論は以下のとおりである。

第一に、株主アクティビズム論とは、インデックス運用比率の高い公務員年金基金による株主提案や議決権の行使などの株主行動主義のことを指すが、これは本稿で明らかにしたとおり、機関投資家全体からみたインデックス運用比率の低さや株主提案の限界、経営者報酬をコントロールしきれていない点などによって、企業経営への直接的影響は限定的である。

第二に、株主価値重視経営は、経済の金融化を背景としたM&Aの増加とストック・オプションを通じた経営者の自己利益追求によって生じたものである。金融市場が重要な役割をはたすM&Aが増加することによって、企業は株価を重視する経営を行なうようになり、配当や自社株買いの増大、ROE重視の企業行動をとるようになったのである。

本稿では、経営者が資本市場からの様々な影響を受けながらも、ストック・オプションを通じた自己利益追求により、株主価値重視の企業経営を行なっていることを論じてきた。これを企業支配論の観点から経営者支配とみるのか、経営者と機関投資家の共同支配とみるのかといった論点は残されている。また、株主価値最大化経営ではなく、企業の様々なステイクホルダーを重視した経営へと転換するためにはどのような企業規制が必要であるかという点は、本稿の分析をもとに今後取り組むべき残された課題である。

## 【参考文献】

- Berle, A. and Means, G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Revised Edition (1991), Transaction Publishers. (北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』, 文雅堂書店, 1958年)。
- Black, Bernard S. (1998), "Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States," *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, vol. 3, pp.459-465.
- Blair, Margaret, M. (1995), *Ownership and Control*, The Brookings Institution.
- Brancato, Carolyn Kay. (1997), *Institutional investors and corporate governance : best practices for increasing corporate value*, Chicago : Irwin Professional Pub.
- Burr, Barry B. (2008), Institutional investors increase ownership of U.S. companies to all-time high, (<http://www.pionline.com/article/20080905/REG/809049969>)
- Crotty, James and Don Goldstein. (1993), "Do U.S. Financial Markets Allocate Credit Efficiently ?," In, Dymski, Gary A., Gerald Epstein and Robert Pollin. Eds. (1993). *Transforming The U.S. Financial System; Equity and Efficiency for the 21st Century*. Armonk, NY: M.E. Sharpe, Inc. pp.253-268.
- Fligstein, Neil. (2002), *The Architecture of Markets: An Economic Sociology of Twenty-First Century Capitalist Societies*, Princeton Univ Pr; Reprint.
- Fligstein, Neil, and Shin, Taek-Jin. (2007), "Shareholder Value and the Transformation of American Industries, 1984-2001," *Sociological Forum*, Vol. 22, No. 4, December 2007, pp.399-424.
- Fox, Justin. (2009), *The Myth of the Rational Market: A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street*, Harper Collons Publishers. (遠藤真美訳『合理的市場という神話——リスク、報酬、幻想をめぐるウォール街の歴史——』, 東洋経済新報社, 2010年)。
- Kennedy, Allan. (2000) *The End Of Shareholder Value: Corporations At The Crossroads*, Basic Books. (奥村宏・酒井泰介訳『株主資本主義の誤算』ダイヤモンド社, 2002年)。
- Lazonick, William and O'Sullivan, Mary. (2000), "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance," *Economy and Society*, 29, 1, pp.13-35.
- Mishel, Lawrence, Bernstein, Jared and Shierholz, Heidi. (2009), *The State of Working America 2008/2009*, ILR Press.
- Mitchell, Mark L and Mulherin, J. Harold. (1996), "The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity," *Journal of Financial Economics*, Volume 41, Issue 2, pp.193-229.
- Monks, R.A. (1997), "Corporate governance and pension plans," In *Positioning pension for the twenty-first century*, ed. M. S. Gordon, O. S. Mitchell, and M. M. Twinney. Philadelphia: Pension Research Council, University of Pennsylvania Press, pp.139-158.
- O'Barr, W. M. & J. M. Conley. (1992), *Fortune and Folly: The Wealth and Power of Institutional Investing*, Business One Irwin.
- Orhangazi, Özgür. (2008), *Financialization and the US economy*, Cheltenham : Edward Elgar.
- Pinto, Moshe. (2006), "The Role of institutional Investors in the Corporate Governance," *German Working Papers in Law and Economics*, Volume 2006.
- Steverman, Ben. (2009), "CEOs and the Pay-for-Performance Puzzle," *Business Week*, September 23, 2009. ([http://www.businessweek.com/investor/content/sep2009/pi20090923\\_783858.htm](http://www.businessweek.com/investor/content/sep2009/pi20090923_783858.htm))
- U.S. Census Bureau. (2000), *Statistical Abstract of the United States, 2000*. (<http://www.census.gov/prod/www/abs/statab.html>)
- Useem, Michael. (1996) *Investor Capitalism How Money Managers are Changing the Face of Corporate America*, Basic Books.
- Wahal, Sunil. (1996), "Pension Fund Activism and Firm Performance," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.31.No.1, March, pp.1-23.
- 小倉将志郎 (2007)「1980・1990年代における米国投資銀行の収益拡大と「M&A 関連業務」」『一橋研究』第32巻第2号。
- 柴田努 (2009)「日本における株主配分の増加と賃金抑制構造——M&A 法制の規制緩和との関わりで」経済理論学会編『季刊 経済理論』第46巻第3号。
- 神野雅人 (2000)「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」『第一勧銀総研レビュー』2000年2号。

- 染宮秀樹(1998)「米国コーポレート・ガバナンスの展開——株主と経営者の攻防」『財界観測』野村総合研究所, 1998年7月10日号。
- 高田太久吉(1999)「金融業の規制緩和・市場規律・非市場的調整」花輪俊哉編著『金融システムの構造変化と日本経済』, 中央大学出版部。
- (2008)「現代資本主義論としての『経済の金融化』論」中央大学企業研究所『企業研究』第14号。
- (2009)『金融恐慌を読み解く——過剰な貨幣資本はどこから生まれるのか』新日本出版社。
- 中本悟(1990)「1980年代アメリカにおける企業合併・買収運動:LBOを中心に」『季刊経済研究』第13巻第2号。
- 野村亜紀子(2000)「米国企業年金をめぐる最近の議論——従業員退職所得保障法(ERISA)制定25周年を迎えて——」『資本市場クォーター』2000年春号。
- 藤井康弘・鈴木誠(2004)『米国年金基金の投資戦略——コーポレート・ガバナンスへの取組み』東洋経済新報社。
- 松古樹美(1997)「アセット・リストラクチャリング～米国のグループ価値創造事例と我が国への示唆～」『財界観測』野村総合研究所, 1997年11月1日号。
- 三和裕美子(1999)『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス——アメリカにおける史的展開』日本評論社。
- (2005)「資本市場の投機化と機関投資家によるコーポレート・ガバナンス——アメリカの投資銀行と年金基金との関係を中心に——」丑山優・熊谷重勝・小林康宏編『金融ヘゲモニーとコーポレート・ガバナンス』, 第8章, 149-168頁, 税務経理協会。
- 渡部恒彦(2005)「機関投資家の投資行動とアメリカ経済の持続可能性——短期主義的な株主重視政策の矛盾——」丑山優・熊谷重勝・小林康宏編『金融ヘゲモニーとコーポレート・ガバナンス』, 第9章, 169-190頁, 税務経理協会。

(しばた つとむ 本学非常勤講師)