

IV 海外だより

米国のコーポレート・ガバナンスの現状 —— 株主として企業経営に影響を与える公的年金

NLI International Inc. 上田 晶平
久米 保則

はじめに

コーポレート・ガバナンスとは何か。これは「企業統治」という直訳が示すように、そもそも「企業は誰のものか」という命題である。中心となるのは、企業の経営者と資本提供者である株主との関係であり、それ自体は資本主義の歴史の中で古くから議論されてきたものである。何故この言葉がいま盛んに使われるのであろうか。

米国では、92年秋のGMステンペル会長辞任をはじめ、ウェスティングハウス、IBM、アメリカン・エクスプレスという、まさにアメリカを代表する大企業で次々にトップ経営者が退任に追い込まれたことが、大いに世間の耳目を集めた。そしていずれの場合にも、公的年金を中心とする株主の圧力がその背景にあったことが、改めてコーポレート・ガバナンスの問題に関心が強まるきっかけとなったのである。

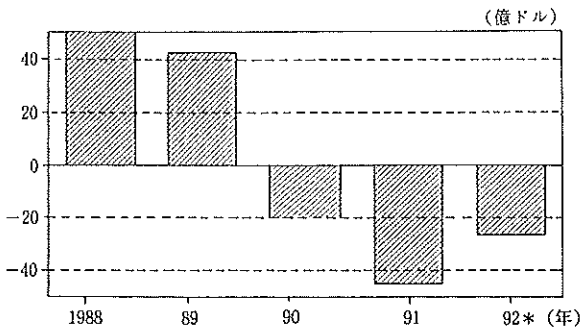
一方日本では、株価の下落と企業収益の低下という厳しい現状に直面して、過去のエクイティ・ファイナンスの功罪や株主への利益還元のある方が問われているところであり、こうした問題を議論する中でコーポレート・ガバナンスという言葉が用いられ始めている。

I. GMの経営者交代劇——背後に公的年金

本論にはいる前に、まずGMで一体何が起きたのかを検証してみると、変わりつつある株主、取締役会、企業経営者の関係が浮き彫りになってくる。

そもそもGMの経営陣と株主である公的年金との確執は、更に一代前の同社の会長兼CEOであるロジャー・スミス氏の時代に遡る。90年1月、カリフォルニア州職員年金とニューヨーク州職員年金はそれぞれ別個にスミス会長と社取締役に対して手紙を送り、市場シェアの喪失や合理化の遅れ等、同社の抱える問題についての対応を質すとともに、8月に退任するスミス氏の後継者選びの基準について回答を求めた。スミス氏は当初この手紙には即答せず、逆にカリフォルニア州知事に抗議の手紙を送る行動に出ている。(結局同年の3月に両年金基金と会合を持った)しかしこの時、社外取締役の一部がカリフォルニア州年金に対してその行動に同意を表明する手紙を送っており、社外取締役と経営者との意識が既に異なり始めていることを示唆している。

図-1 GMの純損益推移



*92年の数値は会計基準変更による損失を除く。

その後もGMの苦境は続き、91年には史上最大の44.5億ドルの赤字を記録する一方、同年12月に発表した21工場の閉鎖と74,000人の従業員解雇案が全米自動車労組の猛反発を招いた。こうした株主や世論からの圧力が同社の社外取締役を行動に踏み切らせることになったのである。

92年4月、社外取締役(15名中社外取締役は11名)は、①ロイス社長、オコーネル副社長の降格、②ステンペル会長を経営の中核機能である経営委員会から除外、③ジョン・スミス氏を社長に昇格、という内容の経営陣の大異動を実現させた。大企業において買収やリストラとは別にこうした突然の経営陣の交代が行われること自体極めて異例であり、更に社外取締役がこれを主導したことでこの「事件」はメディアの注目を浴びたが、その多くが長年の株主による圧力を背景として報じ、GMの問題をコーポレート・ガバナンスの問題として捉える見方をしている。

この後もステンペル会長兼CEOによる明確な業績回復策は示されず、株主や社外取締役の不満が募っていく一方、9月には傘下の部品工場でのストでGM車組立ラインの操業が停止し、ステンペル氏の窮状が極まった。既に4月の「反乱」でステンペル氏と社外取締役の力関係の変化は明らかであったが、10月13日、ステンペル氏が持病の悪化で入院したことにより一気に退任説が浮上することとなった。同氏は3日間で退院した後、退任説を繰り返し否定したが、退任報道が出るた

びに株価が上昇する等、もはや市場の見解は明らかであった。

こうして10月26日、再び社外取締役が主導してステンペル会長兼CEOの辞任が決定された。主要各紙の報道は再度株主の圧力が社外取締役を動かしたことを指摘した。更に11月にはいって発表された後継人事では、4月に昇格したスミス社長がCEOに就任する一方で、会長には、これまで変革をリードしてきた社外取締役スモール氏(元P&G会長)が就いた。CEOと会長の職務が分離されたことは、GMでの一連の「事件」が、単に業績不振の会社で起きた経営者の首のすげ替えではなく、株主、取締役会、企業経営者の関係を明確化する動きであったことを示唆している。

以下では、こうした劇的な事例に象徴される米国のコーポレート・ガバナンス問題を考える上で、株主活動の中心的存在となっている「公的年金」に焦点をあて、その行動の背景や実態について見ていくことにする。

II. 株主としての公的年金

米国で公的年金制度と呼ばれるのは、「社会保障制度」「連邦職員退職制度」「鉄道退職制度」そして「州、地方政府退職制度」の4つであるが、前記3制度の資産はほぼ全額が財務省証券で運用されており、私企業の株主になっているのは「州、地方政府退職制度」である。以後このレポートでも特に断わりのない限り、公的年金とはこの「州、地方政府退職制度」を指す。

表-1 米国企業の株主構成推移

	50年	60年	70年	80年	90年
公的年金	0 (0.0)	6 (0.1)	101 (1.2)	443 (2.8)	2,961 (8.4)
私的年金	11 (0.7)	165 (3.8)	671 (7.8)	2,235 (14.2)	7,062 (20.1)
生命保険	21	50	146	463	979
その他保険	26	75	132	323	799
投資信託	29	148	397	424	2,332
海外部門	29	93	272	646	2,312
家計部門	1,303 (91.3)	3,784 (87.2)	6,827 (79.4)	11,113 (70.8)	18,415 (52.5)
その他	8	19	48	76	206
合計	1,427	4,340	8,594	15,723	35,066

注) 単位億ドル、時価。()内は構成比率
出典) FRB「Flow of Funds」

では米国企業の株主として公的年金はどのような位置にあるのだろうか。

表-1から見てとれるように、公的、私的をあわせた年金基金の占率は近年大きく伸びており、株主としての発言力が強まった原因の一端もこれで説明される。また同じ年金でも、企業がスポンサーとなっている私的年金とは異なり、営業上の直接の利害のない公的年金が、企業に対し株主としての直接的な発言（コーポレート・ガバナンス活動）を行っているのが実情である。

公的年金は資産1億ドル以上の基金で約200が存在しており、この中で実際に独自のコーポレート・ガバナンス活動を行っているものを特定するのは難しい。しかし、新聞等のメディアへの登場頻度から推定すれば、資産規模にして公的年金全体の約50%にあたる上位10基金がコーポレート・ガバナンス活動をリードしていると考えられる。（ちなみに、年金基金を中心とした機関投資家の集まりで、コーポレート・ガバナンス活動を推進している「機関投資家評議会」（1985年設立）には45の公的年金が加盟している。）

個々の公的年金は、最大のカリフォルニア州職員年金（以後 Calpers*1）でも各企業においてはせいぜい1～2%の持ち株比率であるに過ぎない。しかし図-2に見られるように、米国では、日本でみられる事業法人相互の株式持ち合いや銀行、生保といった金融機関による安定株主の存在が一般的ではないことから、個人投資家や他の機関投

資家の賛同が得られれば、公的年金の主張も過半数を取りうる状況にある。

III. 公的年金とコーポレート・ガバナンス

〔1〕コーポレート・ガバナンス活動活発化の背景

冒頭に述べたように、コーポレート・ガバナンス活動に関する議論自体は古くから存在するが、公的年金によるコーポレート・ガバナンス活動は比較的最近、80年代後半に以下に挙げる要因を背景として活発化してきている。

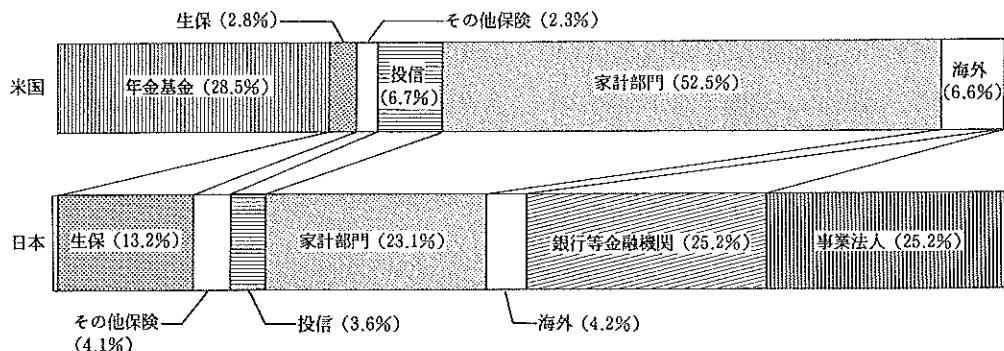
①資産規模の拡大と株式投資のインデックス化

株式保有額が近年大きく増加したことから、保有株式の売却は市場に大きな影響を与えるようになり、売却行動の自由度は著しく低下してきた。更に株式投資のインデックス化が進んだ為、代表的なベンチマークであるS&P500の構成銘柄等の売却も事実上不可能となってきた。こうした投資家としての立場の変化から、年金基金は株式を保有したままで、パフォーマンスの改善を要求する姿勢を強めた。

②80年代後半のM&Aの活発化

80年代後半に活発化したM&Aによって、極めて短期間に株主価値が変動する状況が出現したことも、株主としての利益を意識させる大きな要因となった。とりわけ敵対的買収への対抗策とし

図-2 日米の株主構成（90年）



*1 California Public Employee Retirement System : 1932年に基金設立。現職、退職者を併せた加入者数約90万人、総資産約664億ドルの全米最大の公的年金。積極的なコーポレート・ガバナンス活動で知られる。

てポイズン・ピル^{*2}、ゴールデン・パラシュート^{*3}等を採用する企業が増加し、株主との利益相反が顕著になったことが、機関投資家による最初の株主提案のきっかけになっている。

③年金受託者の責任の明確化

また ERISA^{*4}に基づいて私的年金基金を監督する立場にある労働省によって「株主総会における投票権等の株主権の行使も受託者責任である」(88年)との見解が明確にされたことが、本来 ERISA の対象外にある公的年金にも影響を与えている。これにより株主総会議案書のチェック業務が重要となった。労働省はその後も、年金資産の運用を受託した外部の投資マネージャーの責任(90年)、重要な事項についての株主投票がある場合に投票権を失う貸株業務の制限(92年)、等順次指導を強化している。

〔2〕コーポレート・ガバナンス活動の目的

その背景からも明らかのように、公的年金のコーポレート・ガバナンス活動の目的は、年金資産の運用利回り向上であり、そのために企業の業績(株価)を問題としている。同じ株主による活動でも、企業に対して人権問題や環境問題への対応を要求するソーシャル・イシューとはその点で明確に区別される。

米国の株式会社のシステムは、株主(総会)が取締役を選任し、取締役会が経営陣の選任と監視を行う仕組みになっている。特に経営のチェック機能として働くには、社外取締役の役割が極めて重要なものとなっており、必然的に公的年金のコーポレート・ガバナンス活動も、企業システムの中で特に取締役会をターゲットとしたものになっている。

例えば、Calpers は 90 年に S&P500 企業の取締役 4,500 人に質問状を送り、CEO と会長職の分離についてどう思うか等、コーポレート・ガバナンス問題に関する意識調査を試みている。また、冒頭で述べたような大企業での経営陣交代劇も、株主の要請に応じて取締役が経営のチェック機能を発揮した結果と考えることができる。

〔3〕コーポレート・ガバナンス活動の実態

次に具体的なコーポレート・ガバナンス活動の実態として、まずターゲット企業の選定と経営陣との対話の要求の過程を、最大の公的年金 Calpers の例を中心に見ていきたい。

①ターゲット企業の選定

年金資産の運用利回り向上が目的であることから、ターゲット企業の選定の最初のステップは、株式の総合利回りによるスクリーニングである。Calpers の場合には保有銘柄のうち総合利回りの下位 50 社を選定して、これらの企業に対して質問状を送り、業績低迷の原因の説明と、企業側の対応策を質している。これに対して満足のいく回答が得られない場合には次期取締役再選に反対する旨を通告している。

更にこの 50 社を中心に、総合利回りという尺度に加えて、1) 株主構成の中で機関投資家比率の高いこと(共同戦線をはりやすい為)、2) Calpers の持ち株比率が高いこと、3) コーポレート・ガバナンスの観点から、その企業の経営に問題があること、の 3 点を併せてその年の本格的なコーポレート・ガバナンス活動のターゲットとなる企業 12 社がリストアップされる。

特に 3) で問題にする内容は多岐にわたり、年によっても変化を見せているが、Calpers では基

^{*2}Poison Pills (毒薬条項): 敵対的買収の際に、発行済株式を増加させたり、負債を増加させたりすることで、買収を阻止しようとするもの。

^{*3}Golden Parachute: 買収によって経営者が退職させられる際に、高額の補償金支払いを定めておくもの。

^{*4}Employee Retirement Income Security Act (従業員退職所得保障法): 1974 年に成立した企業年金の準拠法で、年金制度の加入、受給、積立方式、受託者責任等について定めている。

本的な着眼点を、a) 取締役による効果的な経営の監視状態、b) 取締役の選任過程への株主の実効的な参加状態、の2つに整理している。(具体的な要求内容は次項の株主提案で整理)

表-2 Calpers の93年のターゲット企業

(いずれもニューヨーク証券取引所上場企業)

• Advanced Micro Devices	• IBM	• Sears
• Boise Cascade	• Macfrugals	• Sizzler
• Champion International	• Pennzoil	• Time Warner
• Chrysler	• Polaroid	• Westinghouse

出典: Calpers 資料より作成 下線企業は92年から継続。

②経営陣との対話の要求

こうしてリストアップされた12社に対しては、

①ターゲット企業として選定されるに至った原因である業績低迷の事実を共通の認識とする、②社外取締役との会合設定を要求する、を目的として会長に直接コンタクトをとる。

93年1月の時点でCalpersは12社中9社のCEOとの会合を終えており、残り3社とはスケジュール調整中の状態にあった。また社外取締役との会合の要求は7社で実現、3社は同意してスケジュール調整、1社は検討中、クライスラー1社だけが単にこの申し出を拒否した。

③投票権の行使

会長への手紙やその後の取締役との会合で、満足のいく説明が得られなければ、株主総会で経営陣側の議案に対し反対投票を行ったり、株主提案権を行使する。(株主提案は総会の120日前までに会社に提出しなければならない。12月決算企業の場合は4~5月に総会を実施する為、提出は12~1月という時期になる)

反対投票は経営陣の方針に不満の意を表示する最も簡単な方法である。更に92年のSEC規則改正(後述)によって、総会において反対投票する旨をメディア等を通じて自由に公表できるようになり、その影響力が強められた。

また投票権行使の前提として、総会議案についてのチェック業務がある。公的年金は運用を他の機関に委託している場合でも、議案のチェックと投票権の行使は基金自体で行う場合が殆どである。(但し実際には議案のチェック業務は膨大な作業量となる為、各企業の議案について賛成すべきか、反対すべきかの客観的な判断を提供する外部機関の情報を利用する例も多い)

④株主提案権の行使

コーポレート・ガバナンスに関連した株主提案は、ポイズン・ピルやゴールデン・パラシュート等、M&Aの隆盛を反映した内容が出発点となっている。

これに対して、近年は取締役会のあり方について焦点が当てられ、その選任過程(無記名投票制の採用等)や経営の監視機能の充実(社外取締役の採用)、報酬問題等が注目されている。

表-3 機関投資家と株主活動家によるコーポレート・ガバナンス関連提案

	87年	88年	89年	90年	91年	92年
ポイズン・ピル反対	30	18	18	33	32	14
無記名投票制の導入	0	9	36	44	33	20
反テークオーバー州法の適用除外	0	0	4	5	4	2
ゴールデン・パラシュート反対	0	0	1	9	19	6
外部取締役	0	0	0	0	6	2
その他	0	9	3	5	7	8
合計	30	36	62	96	101	52
(うち過半数獲得)	0	3	3	13	7	NA
投票に付されなかった提案	3	4	6	16	54	37
総提出数	33	40	68	112	155	89

出典: ジョージソン社資料 対象: 全公開企業

最近では投票の前に提案を撤回する事例も増加している。この一部は総会を前にした交渉の中で会社側が株主の要求を認めた結果であり、株主の発言力の強まりを示しているものととれる。例えば、ニューヨーク市職員年金が93年の総会シーズンに提出した33の株主提案のうち8件は企業側が総会の前に同年金の要求を認めたために撤回されている。

表-4 ニューヨーク市職員年金が獲得した企業側の譲歩

・社外取締役の過半数採用	1社
・無記名投票制の導入	3社
・社外取締役による取締役指名委員会の設置	1社
・株主提案に賛成した株主名の公表	3社

出典：Pensions & Investments (93/2/22)

また仮に過半数をとれなくとも、総会における賛成票がかなりの数にのぼった場合には、企業側がその結果を深刻に受け止め、結果として要求を認めたシアーズのような例もある。

表-5 シアーズにおける株主の要求の実現

総会での株主提案	得票率	総会后、同年中に実現した内容
91年総会 ・株主による取締役への助言委員会の設置	NA	・社外取締役を委員長とする取締役指名委員会を設置、会長兼CEOもこれに含む
92年総会 ・無記名投票制の導入 ・取締役の毎年改選 ・会融部門売却の検討 ・会長とCEO職の分離 ・取締役に最低2000株の所有を義務化	41% 41 23 27 19	・無記名投票制の導入 ・会長兼CEOを取締役指名委員会から除く ・金融部門売却（リストラ案として発表） ・取締役に最低1000株の所有を義務化
93年総会 ・取締役の毎年改選 ・会長とCEO職の分離	44% 34	

⑤メディアの利用と株主間の連携

Calpersをはじめとする公的年金のコーポレート・ガバナンス活動は、ターゲット企業リストの公表等、他の機関投資家や個人投資家等の賛同を得るためにメディアを上手に活用してきた。更に92年のSEC規則改正により、株主間の意見交換や、投票権の行使についての意見表明が極めて自由になった。これにより、公的年金のような発言力の強い投資家の意見は同じ機関投資家や個人株主に対しても幅広く伝達されるようになり、実際の保有株数以上の力を持ちうる状況となってきた。

また公的年金を中心とした「機関投資家評議会」を通じて、年金基金相互でターゲット企業の情報

を交換したり、議会等へのロビー活動も行われている。

表-6 SEC規則改正の概要

株主間のコミュニケーションについて、他
・10名以上の株主間の意見交換に際してSECへの届け出が不要に
・株主総会でどう投票するか意見表明が自由に
・企業が複数の議題を束ねて投票に付すことを禁止
報酬の開示について
・CEOを含めて高額報酬上位5名の役員全ての報酬をひとつの表で表示
・株式オプション等の取締役報酬の現在価値を表示
・企業の株式の過去5年間の総合利回りとS&P500のような市場インデックス、競合他社と考えられるグループのインデックスを比較したグラフ記載を義務化

IV. コーポレート・ガバナンスの今後

コーポレート・ガバナンス活動の裾野の広がり

公的年金以外の機関投資家のコーポレート・ガバナンス活動は、これまでは少なくとも外部に知られるような形ではなかった。例えば投資信託は短期の資金であり、パフォーマンスが悪ければ売却→銘柄入替えといった行動に出る性格を持ち、また投資商品の販売面で民間企業とビジネスのつながりがある点はその理由とされてきた。また私的年金は、前述したようにスポンサーである企業と年金基金の関係が制約となって独自の活動は行っていない。

しかし93年にはいって、まず投資信託最大手のフィデリティ社が、企業の役員に対する株式オプション報酬に焦点をあて、表-7の様な基準を

表-7 フィデリティ社の基準

・株式オプションの行使価格が付与時点の市場価格を基本的に下回らないこと
・仮にサラリーやボーナスで削減があったとしても、行使価格は付与時点の市場価格の85%を下限とすること
・株主の承認なくオプションの行使価格を変更しないこと
等

設けてこれに適合しない企業には、株主総会における会社提案について反対投票するという独自のコーポレート・ガバナンス活動を開始した。

またアメリカン・エクスプレスのロビンソン会長辞任に際しては、公的年金が沈黙を守る中でフィデリティ社、アライアンス・キャピタル社、等の投資信託会社が一致してゴラブ CEO との会談を持ち、不満の意を表明したことは、投資信託という新たな機関投資家のコーポレート・ガバナンスへの参入か、と注目された。

私的年金についても、87年当時には僅か1社であった「機関投資家評議会」への加盟が、現在ではアメリカン・エクスプレス、GM、タイムワーナー等の企業年金が加わって約10社にまで増加しており、公的年金等との情報交換が進みつつある。

このように、公的年金によるコーポレート・ガバナンス活動への関心の高まり、株主権の行使が年金受託者責任として明確化されてきたこと、SEC規則改正で株主権利が強化されたこと等の環境変化により、コーポレート・ガバナンス活動の裾野が公的年金以外にも徐々に拡がりつつある。

また、企業と株主の新たな関係を模索する動きも始まっている。そのひとつが、一部の投資家が提唱する「リレーションシップ・インベスティング」であり、投資家が長期的視点で比較的大量に企業の株式を取得し、株主としての発言力を確保した上で経営を恒常的にモニターする投資形態を意味している。

この投資の目的とするのは、①経営者に長期・安定的な資金を与えることで、近視眼的指向から離れ長期的投資が可能になり、②投資家による監視機能を強めて、経営者の責任を確立する、ことである。Calpersは最近の発言の中で、現在のインデックス型の株式投資から、将来的には徐々に銘柄数を絞りリレーションシップ型の投資への移行を示唆している。但しこのリレーションシップ・

インベスティングという投資形態がどれだけ定着し、効果を発揮していくかは全く未知数の状態である。

公的年金のコーポレート・ガバナンス活動は、大企業での経営陣交代劇を題材にややセンセーショナルなものとして日本のマスコミにも取り上げられたが、一方で、活動している基金は10基金程度であり、また基金内部の人材、資金等の制約から、活動の対象がごく一部の企業に限定されること等が指摘されているのも事実である。しかし、過去の公的年金によるコーポレート・ガバナンス活動の結果として、経営陣と株主との会合を定期的に持つ企業が増え始めており、株主、取締役会、企業経営者の関係にひとつの方向性を示したといえるのではないだろうか。

〔参考文献〕

- 1992 Life Insurance Fact Book
(American Council of Life Insurance)
- Flow of Funds Accounts
(Federal Reserve Board)
- 1992 Proxy season 資料
(Georgeson & Company Inc)
- California PERS
(Harvard Business School)
- 米国のコーポレート・ガバナンス
(野村総合研究所、財界観測 92年5月)
- 日本とアメリカの年金制度 (年金研究会編)