

株価至上主義への警鐘： エンロン崩壊の教訓

— 企業所有の価値と機能 (2) —

三 浦 隆 之

「株主重視＝株価重視」でいいのか？

それぞれの企業にとって、機能資本はひとつの全体として運動することに意味があるのに対して、擬制資本の運動はその発行・流通面の便宜から一証券単位当りの価値額の変化に集約してとらえられることが多く、ひとつの全体としての価値額の変化に注目されることは少ない。この傾向は、上場された株式会社において著しい。

上場株式会社においては、もはや所有権はきわめて制限されたかたちでしか機能しなくなっている。企業資本の所有権は、法人の収益に対する請求権にすぎなくなり、その所有者は、「匿名の債権者」あるいは「匿名の年金受領者」とほとんど変わりのない位置に鎮座する¹⁾。

本来、それぞれの企業の資本価値額は、ひとつの全体的な価値額として、その収益力を資本還元した価値額で表現されるべきものであり、その収益力の変化に応じて、その都度修整されるべきものである。もしも株価をベースにした擬制資本の総額が収益力の資本還元価値から乖離するようなことがあれば、できるだけすみやかに収益力の還元価値に回帰することが期待される。

ところが、このことが意外に難しいのである²⁾。まず、収益力を何で測るかという問題がある。さまざまな利益概念がある。これを配当可能利益に絞

るとしても、計算期間をどのくらいのスパンにするか、将来の配当可能利益をどのように算出するかという問題がある。また、資本還元率として何を適用するかという問題がある。株式利廻り率を当てるのが論理的ではあるが、創業時には既存の同業他社の平均値を当てるべきであろうか。あるいは、ヒルファディングのように、支配的利子率（平均的な貸付資本利子率＋危険割増率）を当てるべきであろうか。その際、危険割増率をどのように措定すべきであろうか。

このような難しさがあるからといって、企業価値計算を回避するわけにはいかないのである。かなり便宜的ではあるが簡単な方法としては、株価からその企業の全体的な企業価値を逆算して、これとその企業の貸借対照表上に表記された自己資本（純資産）額とを対比して、その差額の大きさがどのくらいになるかを把握することである。しかし、計算上の客観性が保たれるのはここまでである。その大きさが妥当であるかとか、それは「暖簾」価値をあらわすのか、単なる「バブル」にすぎないのかは、ほとんど主観的かつ事後的に判断されることになる。いうなれば、その差額のうち、あなたの納得のいく部分が「暖簾」であり、納得のいかない部分が「バブル」なのである。

それにしても、証券資本1単位当りの市場価値によって、本来ひとつの全体としての機能資本を動かしている企業の資本価値を測るという姿勢は、株主重視の経営を容易に株価重視の経営に置き換える姿勢につながりかねないのである。ましてや、経営者の報酬に占めるストック・オプションの比重の増大、株主の中心が年金基金や投資信託などの機関株主となり、安定的な配当収入よりも短期的な株価上昇がますます志向されるようになってきていた。

エンロン崩壊の足跡

こうした傾向を背景にして、株価の急上昇を続けていたエネルギー大手エンロンの簿外取引が明るみに出て株価が暴落し、ついに2001年12月に約130

億ドルの負債を残してアメリカ連邦破産法第11条（日本の会社更生法に相当）を申請するに至った。さらに2002年6月、今度はA T & Tに次ぐ通信大手のワールドコム³の粉飾決算が明らかになり、7月に倒産するに至った。

ここでは、エンロンの急成長と急失速の足跡³のなかに垣間見える株価至上主義の落とし穴を探ることにしたい。

エンロンは、1985年、天然ガスパイプライン会社の合併によって誕生し、その後急成長をとげながら、人間でいえばわずか16歳の若さで夭逝した。エンロンの株価を振り返ると、1998年までは、スタンダード&プアーズの500社平均に較べて多少とも高めに推移することが多かったとはいえ、1995年から1997年までの3年間はS & P指標をかなり大きく下回ることさえあって、エンロン株が他社平均よりも際立った高値をつけ続けてきたわけではなかった。が、しかし、その後いきなり急高騰に転じたのである。1999年に56%増、2000年にはさらに87%増しを記録した。同年のS & P指標では、それぞれ20%増と10%減であったにもかかわらず、いわばひとり勝ちな記録であった。

2000年12月末、エンロンの株価は83ドル13セントをつけるまでになっていた。この株価をベースにしたエンロンの企業価値額（擬制資本総額）は600億ドルを超えるまでに膨れ上がったのである。この市場資本化額は、簿価自己資本（純資産）の6倍に相当し、報告利益の70倍に相当した。これはエンロン社の将来収益力に対する当時の株式市場における高い期待感をあらわすものであった。アメリカの経済誌『フォーチュン』は、エンロンを全米でもっとも革新的な大企業として賞賛した。しかし、その後1年も経たないうちに、エンロンのイメージはずたずたに切り裂かれて、その株価はいっきに零落したのである。

エンロンの急成長を支えた戦略は多彩であった。その一端を拾い出してみよう。エンロンは、天然ガス事業の規制緩和が進むなかで生じた供給量の増大とそれともなう価格の低下や変動に対処できるような「ガス銀行」を創

設して、売り手と買い手のリスクを効果的に吸収しやすいような工夫を施した。また、スポット価格の変動の影響を緩和するために、生産者とのあいだに長期固定価格取引を設定して、その決済にスワップ契約、先物契約、オプション契約、あるいは先渡し契約などをからめた多彩な「デリバティブ」を駆使した。また、こうした金融取引を推進するために、「特定目的会社」(Special Purpose Entities)と呼ばれる簿外金融取引活動推進体を数多く利用するようになった。

こうした戦略が功を奏して、エンロンの天然ガス事業は大成功を取めた。そして、1992年までに、エンロンは北米随一の天然ガス取引業者になったのである。そして、1999年11月には、「エンロン・オンライン」を創設して、取り扱い取引量を飛躍的に高め、金融契約の腕を磨き、2000年の第4四半期までには「エンロン・オンライン」がエンロン取引総量のほぼ半分を占めるまでになった。

さらに、創業当初の事業の要であったパイプラインのような重量級の固定資産は、もはや経済的レント⁹⁾を稼ぐ源泉としてとらえられないようになっていった。取引市場を支配しているのは情報であり、重量級の資産の保有が許されるのは、それが情報をもたらすのに役立つと判断された場合に限られるようになった。エンロンは重量級資産を引き剥がしていく「資産軽量化」戦略を打ち出したのである。その結果、エンロンの所有する天然ガスパイプラインの長さは、2000年末には創業時よりも5000マイルも短くなったのである。しかしながら、その天然ガスの金融取引量は、自らの所有するパイプラインで流せる量の20倍にも達していたのである。

かくして、エンロンの事業分野は多方面に広がり、それにもなって会計方式も変化した。エンロンがもともとの天然ガス事業に専念していた頃は実際に達成した収益と実際に発生した費用とが対比されていたが、やがてすべての取引を市場価値に引きなおして表現する会計方式 (mark-to-market

accounting) が採用されるようになったのである。たとえば、ひとつの長期契約が締結されたとすれば、それがもたらす将来の予想流入価値累積額の現在価値還元額が当該契約締結時の収益として認識され、その契約遂行によって蒙る予想費用累積額の現在価値還元額を当該契約締結時の費用として認識するようになったのである。場合によっては20年にも及ぶ長期契約の市場価値で表現された未実現の利益や損失が契約締結時の年間損益として報告されるようになったのである。こうした長期契約には、その継続が危ぶまれるようなものも含まれていたが、計算された将来の純キャッシュ・フローの現在価値はエンロンの企業所得として参入されたのである。

また、エンロンは、特定資産を獲得するための資金を得るために、そして、そうした資金調達行為に結びついたリスクを管理するために、数百にも及ぶ特定目的会社を利用した。この特定目的会社は、エンロンというスポンサーによって設立された非公開会社であったが、エンロンから独立した第三者としての出資者や融資者による資金の提供を受けていた。たとえば、エンロンは、天然ガス埋蔵地を生産者から買い取るための資金を調達するために特定目的会社を利用した。ひるがえって、特定目的会社の投資家たちは、その埋蔵地のエンロンへの長期掛売り販売によって、定期的な利益を獲得した。

特定目的会社がエンロンから独立した実体であるか否かを判断する財務的なルールがあった。独立した第三者たる特定目的会社の所有者は、その特定目的会社のリスクを実質的に負担することが求められ、その特定目的会社の総資本（＝持分資本＋借入資本）の少なくとも3%以上を保有すべきものとされた。加えて、独立した第三者たる所有者は、特定目的会社の持分資本の財務的な支配権（50%以上）を保持すべきものとされた。こうしたルールが満たされない場合には、その特定目的会社はスポンサーであるエンロンに併合されることになっていた。

こうして、エンロンは、数多くのジョイント・ベンチャーなどを傘下企

業に加えながら、しかも、特定目的会社が抱え込んだ巨額の負債の多くをみずから保証してきたにもかかわらず、そうした負債をエンロン自身の貸借対照表上に記載する必要はなかったのである。

しかし、こうした財務ルールがすべて守り通されたわけではなかった。結局、2001年10月16日、エンロンは、貸借対照表上において、負債を過少表記し、持分資本と利益を過大表記したことを公に明らかにした。1997年から2000年にかけての4年間で、利益を6億1300万ドル分（この金額はこの期間に計上された利益の23%に相当する）引き下げ、2000年末の負債を6億2800万ドル分（この金額は報告されていた負債の6%に相当し、持分資本の5.5%に相当する）引き上げ、2000年末の持分資本を12億ドル分（この金額は報告されていた持分資本の10%に相当する）引き下げたのである。

さらに、特定目的会社のパートナーのなかにエンロンの社員がいて、エンロンと特定目的会社のあいだの取引で巧みに利益を得ていたことも明らかになり、エンロンの株主に対する受託者責任をも問われることになった。その他、2001年末には、巨額の資産評価損や資産売却損が計上されるに至った。

エンロンは、なんとか倒産を避けようとして、自社よりも小さな競争相手のダイナジーに買収してもらおうとしたが、エンロンの抱えた負債はジャンク・ボンドの烙印が押され、ダイナジーも買収を断り、ついに、2001年12月2日、わずか0ドル26セントの株価を残して倒産した。

エンロンの統治構造

エンロンの問題が斯くも長きにわたって関知されなかったのはなぜであろうか？その責を負うべきは、エンロンの監査法人であったアーサー・アンダーセンとエンロン株の「販売サイドの」証券アナリストや証券仲買人さらには投資銀行家たちであるというのが、一般の反応である。

しかしながら、ハーバード・ビジネス・スクールのヒーリとパレプの両教

授は、エンロンの経営陣とエンロンの投資家たちとをつなぐ情報連結の構造にもっと深刻な原因があったと主張している⁹⁾。

エンロンという会社の経営情報の供給サイドの主軸には、内部監査委員会や外部の専門監査法人に支えられた経営陣が位置しており、情報の需要サイドへの情報提供の任を一身に担っていた。彼らは、投資家全般に対して財務諸表をはじめとする諸々の経営情報を提供していたが、一般投資家たちは、金融・証券アナリストたちの投資アドバイスを受けながら、様々な専門の投資機関を通じて投資していた。そして、その専門の投資機関もまた、アナリストたちのアドバイスを受けて行動していたのである。情報は経営陣から直接発信され、アナリストによる評価によって一般投資家と投資機関は動いていたことになる。

エンロンの経営陣は、他の多くのアメリカ企業と同様に、ストック・オプションを経営報酬として活用していた。短期の株価動向に結びついたストック・オプション報酬の重用は、エンロン経営陣の急成長志向を強め、ウォール街の期待に沿うように報告利益に化粧を施すようになったのである。2001年の株主総会決議案委任状には、代理権の行使される2月15日から60日以内に当時のCEO ケネス・レイに対して528万5542株、次期のCEO ジェフ・スキリングに対して82万4038株など、すべての執行役と取締役に対して総計1261万1385株がストック・オプションとして行使可能になることが明記されていた。2000年12月31日時点において、エンロンは、自社株9600万株をストック・オプション計画のための原資として保有していた。これは、発行済み普通株式の約13%に相当する量であった。例の委任状によれば、この経営報酬は、3年以内に行使される見込みであるということであり、獲得された株式の販売に関してはいかなる制約条件も示されてはいなかったのである。

もともとストック・オプションの意図するところは、経営者の利害と株主の利害を一本化せんとするところにあった。しかし、エンロンのストック・

オプション・プログラムの多くは、短期の会計上の業績にもとづいて巨額のオプション報酬を提供するものであり、なおかつ、オプション・プログラムをつうじて購入した株式を長期にわたって保持させるような規定をほとんど欠いたものであった。エンロンの経験に代表されるように、最近では他の多くの企業でも、経営者が短期の株価を押し上げるための意思決定を志向させるような株式報酬プログラムが増加してきていたのは事実である。そうした株式報酬プログラムは、必ずしも中・長期の企業価値の形成には貢献しないであろう。

ところで、ストック・オプション報酬は、役員賞与と同じく、利益処分として計算されるので、損益計算書にはまったく表示されることはない。「販売サイドの」専門アナリストも、一般投資家に向けてこのことを強調することはなかったようである、

エンロンの内部監査委員会は、年に数回開催されるだけであった。委員の中には、著名な会計学者や銀行頭取、エネルギー省などの元官僚たちが含まれてはいたが、委員たちの大半は、財務・会計に適度なバックグラウンドをもつにすぎなかった。彼らは、すべて社外取締役として、もっぱら経営陣から提出された情報に依拠せざるをえなかったのである。たとえ経営陣が欺瞞的な会計操作をおこなったとしても、おそらく内部監査委員会は、そうした問題を手遅れにならないうちに発見することはできなかったであろう。

エンロンの内部監査委員会は、その関係領域の広さにもかかわらず、きわめて短い時間（2001年2月12日の委員会では85分間）で終了するのが常であった。内部監査委員会は、特定目的会社に絡んだ会計問題について第二見解を与えうような立場にはなかったものであり、ましてやトップ・マネジメントの報告内容の妥当性について異議をさしはさめるような立場にはなかったのである。

一方、エンロンの外部監査法人として、アーサー・アンダーセンは、単な

る監査業務だけではなく、高額の報酬をもらってコンサルタント業務も引き受けていたので、監査基準そのものに多少とも緩みが生じたのではないかと非難されている。2000年に、アーサー・アンダーセンは、監査料として2500万ドル、コンサルティング料として2700万ドルをエンロンから得ている。アンダーセンによるエンロン社監査をめぐる問題が、コンサルティングの顧客にして、なおかつ監査依頼人でもある企業との関係を保持していたという財務的な誘因からもたらされたかどうかについては断定的な判断を下すことは困難である。しかし、監査料の大きさだけからみても、それが監査法人と依頼会社とのあいだの交渉力に大きな影響を与えたことはまちがいないように思われる。ちなみに、アーサー・アンダーセンのヒューストン事務所における監査料総収入のうちの約27%がエンロンの監査料によって占められていた。

アンダーセンの監査人たちが、財務的な誘引と健全な会計監査との間の板挟み状態にあったからか、財務取引の複雑性を的確に把握できなかったからかはわからないが、結果的に、彼らは、事業目的のためというよりも明らかに財務報告のためにデザインされた取引を評価するに際して、健全な判断を下すことに失敗したのである。アンダーセンのヒューストン事務所は、シカゴにあるアンダーセンのアメリカ本社によるエンロンの会計実態に対する批判的な見解を無視する権限をもっていた。証券取引委員会がエンロンの査察に入ったことが明らかになって、あわててアンダーセンは、エンロン支援につながるすべての文書を始末して監査の不手際を取り繕おうとしたのであった。

アンダーセンのような巨大な監査法人の存在が監査業務の機械化や定型化を進展させ、意欲ある会計専門家たちにとって、監査業務が真の付加価値形成業務であるという意識を遠のかせてきたのだとすれば、由々しき事態である。

また、2000年後半から2001年前半にかけてのエンロンの絶頂期において、エンロンの株式の60%を所有していたのは、ジャナス・キャピタル、パーク

レイズ・グローバル・インベスターズ、フィデリティ・マネジメント・アンド・リサーチ、プットマン・インベストメント・マネジメント、アメリカン・エクスプレス、スミス・バーニー、ヴァンガード・グループ、カリフォルニア公務員退職基金、ヴァン・カップペン、ドレイファス、メリル・リンチ、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレイといった名だたる金融機関であった。

それでも、2000年末までに、エンロンに関する異議申し立ての聲がぼちぼちささやかれ始めていた。いくつかの経済誌や業界誌が、エンロンの業績に疑問をもち、エンロンの株価が以上に高く評価されていることを指摘していたにもかかわらず、大手金融機関によるエンロン株60%以上所有は2001年10月まで維持されてきたのであるが、エンロンみずから自己の会計問題をついに公表した直後の2001年12月に一挙に10%所有に急減したのである。なぜ大手金融機関のファンド・マネージャーたちの問題認識が遅れたのだろうか？彼らは、会計報告書や「販売サイドの」アナリストたちによって誤導されたのだろうか？それとも、彼らには、質の高い情報を求める誘因が乏しかったのだろうか？

たとえエンロンによって報告された過去の歴史的業績が真実を反映したものであったとしても、エンロンの株価はつねに将来の非現実的な予想や期待を反映して動くものである。また、投資リスクを緩和するために、特定企業の業績や株価の変化だけに左右されずに、多数企業の趨勢に大きく依拠するインデックス・ファンドの比重が高まってきていることが、特定企業の動向を精密に調べようとする姿勢を後退させてきたのかもしれない。エンロンの株主のなかにも、ヴァンガード・グループのような大手のインデックス・ファンドが多く含まれていたのである。

しかも、「販売サイド」アナリストたちは、エンロンが倒産するわずか2ヶ月前の2001年10月30日時点でさえ、エンロン株を1 (strong buy) から5

(sell) の格付けのなかで平均してなおも1.9に位置づけていた。また、1998年から2000年にかけての3年間におけるエンロン株の裏書だけで、1億2500万ドル以上を投資銀行は稼いでいて、ほとんどの「販売サイド」アナリストたちは、2001年1月から9月までの間、エンロンの1年後株価を1.1倍から2.1倍になるとあおり続けていたのである。

財務会計基準検討委員会も、エンロンの貸借対照表上にリスクとして表現されないことなど、特定目的会社に適用されてきたルールに問題があることを認識していて、関係利害者の合意をえることのできる新基準作成の作業にはかかっていたが、7人の委員のうち5人の合意が必要なこともあって、ルール改正に手間取っていた。

制度改革案

エンロン崩壊をきっかけにして、いろいろな制度改革案が、各所・各人から出されている。

たとえば、監査法人の独立性を保つために、監査対象企業に対するコンサルティング業務を制限し、業務報酬を公開する。経営者へのストック・オプションの適用を費用計上し、離職後の株式売却に歯止めをかける。あるいは、不当な会計処理によって影響された市場での株式売却によってえた利得は没収される。

こうした諸々の提案が議論されているなかで、実際、多くの企業が、すでに社外取締役と財務専門家を増やし、監査委員会における審議時間を延長してきている。

なかでも、アメリカで上場している企業にとってもっとも規制力があるのは、2002年に制定された米国企業改革法（サーベインズ＝オクスリー法）⁶⁾である。この法律は、大恐慌後の証券法、証券取引法の制定以来の最大の証券関係法制の改革となった。それによれば、監査法人の主たる監査パートナー

および監査の精査責任者たるパートナーは、同一企業の監査を5年以上おこなってはならないこと、年次・四半期報告書において、すべての重要なオフバランスシート取引を開示しなければならないこと、インサイダーにあたる取締役、経営幹部、および持株比率10%以上の主要株主が自社株を売買した場合、その売買日から2営業日以内に売買報告書を提出してインターネット上で開示しなければならないこと、などが厳しい罰則規定つきで制定されたのである。

しかしながら、ヒーリとパレプの両教授は、次のような3つのもっと抜本的なさらなる変革が必要だという⁷⁾。

(H)監査委員会を透明委員会にする。

投資家が求めているのは、財務的な透明性であり、企業がどのように運営されているのか、どのような将来性とリスクがあるのかについて、適正に判断するための信頼しうる情報を確保することである。それにもかかわらず、監査委員会がこれまで担ってきた役割は、企業が外部監査機関によって承認されうる一般会計基準に則ってきているかどうかをチェックするという、きわめて狭隘にして技術的な役割に限定されてきた感がある。監査委員会は、いま一度、企業の真実の姿をとらえるために適切な情報を投資家たちに提供するという役割を果たすべきである。

企業の真実の姿を「透視」する委員会は、財務諸表を監査する際に、投資家たちの判断に大きな影響をもつ特定の経営政策や意思決定に的を絞って、それらの有効性を評価することに最も多くの時間を割かなければならない。この委員会の目標とすべきは、投資家や他の取締役員たちが企業価値、経営戦略、成功の鍵、リスクなどを理解しやすいものにあることである。

それでもなお、内部「透視」委員会は、外部監査法人の助言を必要とすることに変わりはないが、かかる委員会が導入されれば、たとえば、これまで一般投資家にはほとんど知られていなかった特定目的会社の情報公開などは

もっと迅速におこなわれたにちがいない。内部「透視」委員会は、外部監査法人の「先行学習」委員会であり、執行役などの経営陣の利害を守るためではなく、取締役会と株主総会ひいては当該企業への投資者全般（出資者と融資者のすべて）の利害を守るという役割を果たすことが期待されるのである。

（用）外部監査法人の業務拡大

監査業務とコンサルティング業務とのあいだに潜在的なコンフリクトが生じやすいので、外部監査法人の役割を厳格な監査業務に絞るべきであるという論調の改善案が最近数多く出されるようになってきている。

しかし、ヒーリとパレプは、むしろ外部監査法人の業務を拡大すべきであると主張する。

監査法人は、監査業務のコストと法的リスクを極小化することに専念するのではなく、コンサルティング業務など監査業務以外での利潤拡大に努めて、監査法人としての総合価値の極大化をはかる必要がある。そうすればこそ、監査法人は、会計基準の準拠性を問うだけでなく、依頼企業の業績とリスクをもっと総合的に判断することになる。もともと監査人の存在意義は、その会社の株式が良い投資物件であるかどうかを一般投資家たちに知らしめるところにある。連結対象にならない特殊目的会社の負債がエンロンの貸借対照表に記載されないことが会計基準に則っているので、その事実を一般投資家に知らせなくても問題ないという判断よりも、そうした事実を投資家に知らしめるほうが自己の長期的かつ総合的な利害にかなうという判断のほうが大切にされるべきであろう。

しかも、こうした監査法人の独立性を維持するには、彼らがトップ・マネジメントではなくて、内部監査委員会を真の監査依頼人として認識することも必要になる。もしも依頼企業の経営実態が公認に値しないのであれば、たとえその企業が大きく重要であっても、その旨を明らかにした上で、そうした企業から手を引いていかなければならない。たとえ依頼企業が会計基準的

になんら非がなくても、真の価値創造をおこなっていないのであれば、監査人はそうした企業の片棒を担いではならない。

監査行為は、資本市場の機能にとって、決定的に重要な役割をもつものであり、あらゆる企業は、価値創造をおこなうものとして、それぞれの産業界における厳しい再位置づけを繰り返し受け続けなければならない。そして、重要な問題が生じたような場合には、たとえ民間企業であっても、たとえば役割拡大をした会計検査院のような公的な査察機関が迅速に介入すべきだとされる。

(火)機関投資家にとって代替的な環境

情報を投資家に供給する側の改革だけでは十分ではない。機関投資家のように情報を需要する側が、非現実的な業績期待にもとづいて、エンロンの株価を引き上げてしまったからである。機関投資家たちは、相対的な業績によって報酬を受けているので、どの機関投資家も同じような群衆心理的な行動をしてしまいがちである。そして、こうした需要サイドの現象がひるがえって監査人や分析家たちによる質の高い情報供給を心掛ける気持ちに水を差してきた。

しかし、情報需要側の制度的改革は容易ではない。はたして、売り手サイドに立った分析家と投資銀行家とをどのようにすれば切り離すことができるのだろうか？どのようにすれば売り手サイドの分析家を一般投資家サイドの分析家にすることができるのだろうか？こうした点については、ヒーリとパレブも問題提起だけにとどまっている。

株主価値と社会的責任は両立しないのか？

ケンブリッジ大学のディーキン教授は、エンロン崩壊以降、イギリスにおいて株主価値と社会的責任を両立させる「ほとんど不可能に近い試み」(squaring the circle) が開始されたことを指摘している⁸⁾。

ディーキンによれば、現代の企業文化と実務において株主価値とは短期の株価極大化にほかならない。しかし、株式会社企業が企業所有者である株主のために運営されているというのは、きわめて限定的かつ名目的にしか適用されない規範となっていて、むしろ経営者は、株主のためというよりも会社それ自体のために行動しなければならないというのが現代の規範である。このことは、「取締役会が株主全体の最善の利益のためになることが何であるかについて長期的な視野でとらえる余裕をもっている⁹⁾」ことを意味する。

1985年のイギリス会社法改正では、取締役会がその信託義務を遂行するに際して株主利益と並んで従業員利益をも考慮すべきことが盛り込まれている。かくして、イギリスの会社は、すでに「長期にわたって株主を利するために、異なった利害者集団間の競合しあう諸利害のバランスをとる」という「啓発された株主価値¹⁰⁾」に則って経営されてしかるべきものとなっている。

しかし、それでもなお、株主総会を頂点とする株式会社企業の所有と統治の構造は維持されており、証券市場の規制は結構強く作用しているので、取締役会が、純粋に法的な展望によって思い描かれている以上に、短期的にも長期的にも株主価値により高い優先権を与えてきたことも事実である。

しかも、家族所有の多いヨーロッパ大陸や相互持合いの多い日本に適用されるような支配型株主モデルは、イギリスの上場企業では非常に稀であり、保険会社や年金基金といった機関株主でさえ、かなり広く分散している。分散型株主モデルでは、告発よりも退出のほうがいっそう志向されるので、株主の利害を一本化することが困難な上に、敵対的な乗っ取り¹¹⁾にもさらされやすい。他方において、ストック・オプション（イギリスではシェア・オプション）は、株価下落阻止には有効に作用することもあって、実際の敵対的な乗っ取りは、数千社ある上場企業のうち年間で数十社ある程度ではあるが、その数は国際的に比較すればかなり多い発生件数であり、イギリスの上場企業で敵対的な乗っ取りの脅威を免れている企業はまず存在しないのである。

「乗っ取りのメカニズムは、イギリスにおける企業再構築のための基本的な促進剤になってきたのである¹²⁾」。かくして、分散的株式所有モデルの適用されるイギリスでは、集中的株式所有モデルの適用されるヨーロッパ大陸諸国よりも株主と株主以外の利害者集団とのあいだの協力関係を引き出すことが相対的に困難なのである。

ディーキンは、いくつかのイギリス企業がその競争力を高めるために、従業員の健康や安全性への配慮を高めるための環境を整えたり、顧客へのアフター・ケア・サービスを高めるための仕組みを工夫する例を取り上げて、そうした社会的責任と企業戦略とを両立させるためには、株主たちがもっと「長期的な」投資観をもつように仕向けられなければならないことを指摘している。しかしながら、経営者が短期的な報酬を求める株主の圧力に応じることを求められるかぎり、従業員との協力関係の維持には破壊の結果をもたらすことになる。

といて、企業の社会的責任は、法律や規則によって単純に指示されるべきものではない。それは、「自己利益と自発的協力のメカニズム」をつうじて作用すべきものである。この点については、私もディーキンとまったく同意見である。社会を動かし、変革する真の力は、外在的な規制ではなく、内在的な誘因にこそ存する。外在的な規律ばかりが先行して、企業が、まるで宗教法人と化したかのように、「…すべし」を読経のお題目のように唱えながら行動するのは異様である。

企業が倫理綱領を内部化するのには、その企業が製品欠陥、公害、安全性などをめぐって消費者、地域住民、従業員たちと深刻なコンフリクトを経験してからのことが多い。最近の企業不祥事の頻発を背景にして、企業に倫理や法令遵守を説く経営学が興隆の兆しをみせているが、重要なことは、そうした倫理綱領の内部化を不始末経験企業のたんなる「尻拭い」行為に終わらせないことであり、企業の名誉ある誇り高い行動が、株主をはじめとする利害

関係者たちの内在的かつ長期的な利益にいかに関相関しているかを示すことである。

もっとも、株主以外の利害関係者たちにとって、彼らの利益を短期的なものとしてとらえるのと長期的なものとしてとらえるのとに分かつ理由はない。両者は矛盾なくつながっているからである。ところが、株主の短期的利益と長期的利益とは必ずしも常に合一的であるとはかぎらないのである。ディーキンがいうように、株主の短期的利益と企業の社会的責任とを両立させることは「ほとんど不可能に近い試み」かもしれない。しかし、株主の長期的利益と企業の社会的責任とを両立させることは「十分に可能な試み」となるに違いない。ここに、短期的利益だけを志向してきた株主から長期的利益を志向させる内在的誘因を引き出してゆくことの意義がある。

しかし、ディーキンは、株主の長期的な利害と企業の社会的責任とをつなぐものとして、株主の内在的な誘因に目を向けるのではなく、イギリス通産省の報告書『英国における企業の社会的責任の啓発』（2001年）に準拠して、企業が人権を尊重し、地域社会に投資しているという「評判」、企業が供給業者および顧客との関係を尊重し、労働力の多様性を尊重し、仕事と生活のバランスをとり、環境問題に対処しうる「競争力」、そして、企業を取り巻く金融的、規制の、環境的、生産物市場的な広範囲に及ぶ「リスク管理」の3つの要因を重視することを説くのである。それらは、たしかに外在的な諸力の内在化を促進するかもしれない。

ディーキンが指摘するように、投資家たちの時間軸（time horizons）を長くして、会社との関係において退出よりも告発のほうにもっとウェイトをおくようにするのが、株主の利益と社会全体の利益とをもっと密接なものとして同一視できるようになるための基本なのであるが、株主の短期利益志向をどのようにして長期利益志向に導くかについては結局なんら論じていないのである。彼は、そういう転換が企業文化と実務における抜本的な転換である

ことを指摘しながら、株主の長期利益志向を導く内在的誘因にはまったく触れていないのである。

こうしたディーキンのスタンスは、ロンドン大学のコンツェルマンとの共同論文¹³⁾においても、ほとんど変わっていない。彼らは、エンロン崩壊の主たる原因が、株主価値をもっぱら短期の株価上昇だけに求めてきたところにあったことを指摘しながら、株主の長期的利益を構成するものが何であるかについてはまったく触れていない。しかし、経営者への報酬が、ストック・オプションの活用をつうじて、株価の動きに連動するようになると、経営者は、本来の生産活動を組織する能力よりも、金融・証券の操作能力によって報われるようになる。そうなってくると、従業員には強い痛みとなるようなリストラやダウン・サイジングまでが、生産物市場における大きな後退であるにもかかわらず、株価上昇の源泉として歓迎されるようになってくるのである。そして、再び株主の長期的利益を推進することの必要性を訴えているのである。株主の長期的利益はいったいどのような中身をもつのだろうか？

長期的な株主利益とは？

筆者は、エンロン破綻によって噴出した株式資本主義経営の基本的な問題点は、株主価値を株価だけに収斂させてきたところにあると考える。そして、株価至上主義を株主重視経営の柱にしてきたところにあると考える。株価至上主義をまるで株主価値重視経営と同義であるかのように思わせてきたのはなぜか？ 株価至上主義が長期的な株主価値の尊重に反するのはなぜか？

出資者は、元来、出資企業の利益分配を受け続けることを期待するが、出資企業の提供する配当率や配当性向が低いからといって、直ちに長期的な株主利益に反したことはないのである。配当に廻らなかった利益は、役員賞与と内部留保に二分される。企業業績の向上に貢献した役員は十分に報われてこそ次の期もがんばってくれるだろう。将来のために内部に蓄積され

た利益は、無償増資としていずれ資本金に組み入れられてしかるべきものである。本来、役員賞与も内部留保も長期的な株主利益を守りこそすれ、損なうものではない。

ところで、最近わが国でもかなり流布してきたストック・オプションは、ひとつの役員賞与のあり方であり、所有と経営の分離した現代企業の経営者に株主価値重視の経営をさせるのに有効な方法と一般にみなされてきている。

しかし、ストック・オプションは、基本的に、経営者としての活動期間中に自社の株価が上昇すれば、その上昇分を会社負担で自社株を取得させる仕組みなので、そのようにして取得した株式を再び市場に還流させる（売却することによって、はじめて報酬としての利益を実現するものである。いわば、出資者（株主）という椅子にちょっと腰掛けたかと思うとすぐにその椅子をけて立ち上がるようなものである。つまり、ストック・オプションは、ほとんど自社株を所有していなかった経営者に自社株の所有を促進するのごとく振舞いながら、ストック・オプションを手にした経営者は、せっかく手に入れた自社株をもう一度手放すことによって、初めてその利益を実現するのである。もともと安く買って高く売るというキャピタル・ゲインを求める投機家は、手持ち期間はできるだけ短いほうがより大きな利益を稼ぐことになる。ストック・オプションを手にした経営者は、もはや長期的な株主利益よりも短期的な株主利益を求める投機家になってしまいつつあるといえるのである。

株価の上昇だけを狙う（願う）ようになると、その株価が企業全体の総価値を本当に反映しているか否かは二の次になってくる。株価と一株あたり純資産額とのあいだに差があれば、その差額は企業の真性の暖簾価値を表現していると見ることができるが、エンロンのようにただの幻影であったということが後でわかることもある。その見極めが一般投資家の長期的利害にとって非常に重要なのであるが、ストック・オプションを手にした経営者は、結

果としての株価上昇によって自己の経営報酬を高めることができるので、その株価上昇の理由や手段が真に企業の長期的発達につながるか否かをそのつど選別するような誘因をもっていないのである。

ストック・オプション制度は、つまるところ経営者に長期的な株主利益を守らせる制度ではなく、むしろ経営者を短気な投機家にしかねない制度であり続けてきたように私には思われるのである。

企業の長期的な健全性と成長力を構築するためには、企業は実現した利益を配当や役員賞与によって社外に放出することを第一義にすべきではない。達成した利益はできるだけ内部留保すべきである。利益の内部留保によって、収益分配・利益分配における直接的な利害対立を「今か後か」という時間的な選択に変換するとともに、将来の発展やリスクに備える本来の資本家としての役割を果たしているという認識を導くことができる。最近では、利益の先取りではないかとの認識から、引当金の設定について、厳しく規制する傾向が強まっているが、たとえば従業員の退職給与引当金などは、企業内に留保されているかぎりにおいて、明らかに従業員の出資持分の一部を構成するものである。内部留保された利益や引当金は、企業の機能資本の追加額として、企業の長期的な成長を支え、利害者集団間の利害を調整する重要なクッションとしての役割も果たすことになるのである。

とくに、留保利益が資本金に組み込まれる場合には、既存株主は既存株主であり続けることによって大きな利益をえることになる。その際に、株主は、追加的な拠出をしないでも、自己の持分比率に応じた株式の追加的支給にあずかることができるのである。企業の発展とともに、自己の所有株が無償で追加的に蓄積されて、配当原資が次第に拡大していくところに長期的な株主利益の原型がある。ストック・オプションが所有株式の売却によって利益をえるメカニズムであるのに対して、利益剰余金の資本金組み入れは所有株式を保持していることによって利益をえるメカニズムなのである。

私は、投資先企業が成長して、所有持分に応じた無償増資によって株主の持分絶対数が拡大することが株主の長期的利益の原型であると考えているが、そのためには、企業は、擬制資本の操作によって一時的・短期的な利得を求めるのではなく、機能資本としての価値を高めて、持続的・長期的な利益を求めるべきであろう。これからの企業価値形成としては、合併などの再資本化手続きによって相対的な独占力の達成を直接追求するのではなく、企業規模の大小を問わず、知的所有権の獲得などによってその企業ならではのアイデアを注いで独自の絶対的な独占力を育ててゆくことが大切にされねばならないであろう。

(2003年12月24日脱稿)

注

- 1) Veblen, *The Vested Interests and the Common Man: The Modern Point of View and the New Order*, first edition in 1919, Augustus M. Kelley, 1964, p.45. ヒルファディングも、同様の観点を次のように表現している。「所有の株式所有への転化によって、所有者は不完全権利の所有者となる。…生産手段の所有者はもはや個々のものとしては存在せず、彼らは、各自がただその収益の可除部分に対する請求権をもつにすぎないような一会社を形成する」。Rudolf Hilferding, *Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development*, original edition in 1910, translated by Morris Watnick and Sam Gordon, Routledge and Kegan Paul, 1981, p.127. 岡崎次郎訳『金融資本論』(上) 岩波書店, 1955年, 221頁。
- 2) 企業価値、とりわけ企業の暖簾価値をどのように計算すべきかについて、これまでもっとも深く論じたのは、内外の学者の中でも高瀬荘太郎博士において他にないと思われる。しかし、その金字塔的業績においてさえも、企業価値計算にながしかの恣意性が加わることは免れていない。高瀬荘太郎著『暖簾の研究』森山書店, 1930年。同著『グッドウィルの研究』森山書店, 1933年を参照。
- 3) See Paul M. Healy and Krishna G. Palepu, "The Fall of Enron," *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.17, No.2, Spring 2003, pp.3-12.
- 4) レントの概念ほど、経済理論の発展のなかでその使われる意味が微妙に推移してきた概念はないのではないだろうか。その使われ方は、概略3つのステップをたどって今日に至っている。まず第1に「地代」としての意味であるが、古典派経済学当時のジェントルマン階層による土地所有が農産物生産とそれに基づく富の蓄積に果たした役割は大きかったにしても、工業化や都市化の進展とそれにとまなう土地の資本化（極端な場合には、土地投機のような不動産の動産化、あるいは少なくとも

も不動産の証券化)や労働の資本化(たとえば教育投資によって将来所得のシフトアップ効果を期待すること)を背景にして、次第に、生産要素の所有者がその非弾力的な供給をつうじて獲得する「定期的・継続的・定額的な所得」を意味するようになった。たとえば、配当の定額化や出来高払いから時間給への移行にともなって、生産要素(とくに土地・建物など)の非所有・使用者がその所有者に支払う単なる「賃貸料」の領域を超えて、配当のレント化や賃金のレント化が意識されるようになった。

しかし、現代経済において、最も頻繁に使用される重要な用法は、「超過利得」としてのレントの概念である。ある生産要素の所有者がそれを特定の用途に役立てることによって利得をえるにしても、なぜその運用方法が選択されたのかということからすれば、その生産要素がその運用方法によって最も活かされるであろうということ、すなわち、その生産要素がその利用先で稀少性をもつということが前提になっているはずである。このことは、言い換えれば、当該利用先からえる利得と選ばれなかった利用先(とくにセカンド・ベスト)からえられたであろう利得との差額がどのくらいあるかということが経済的には重要になってくる。ところが、この超過利得としてのレントは、当該生産要素に他の同種の生産要素とは異なる個性というか役立ち方(利用の特定化)が少なければ少ないほど、そして、市場競争が機能すればするほど、相場化されて差額ゼロに近づいていきやすい特質をもっている。かくして、「経済的なレント」は、生産要素を特定利用先に引き入れるのに必要最小限の支払いを超過した部分を意味するようになった。また、このことから派生して概念化された「準レント」は、生産要素を特定の利用先に繋ぎとめておくのに必要最低限の支払いを超過した部分を意味する。前者は新しい投資先(運用先)を選択するときの経済的な根拠となり、後者はこれまでの投資先(運用先)に固執するときの経済的な根拠となる。後者は、利用先を切り替えることによって失われる超過利得なので、ひとつの先行利得として、当該利用規模が大きくなるほど、そして当該利用期間が長くなるほど拡大しやすい反面、たとえ準レントがどんなに縮小しても、他の代替可能な運用先よりは高いというだけで、既存の運用先に縛られやすくなることも懸念される。

なお、こうした経済計算において、代替可能な投資先からえられる利得は、それが選択されなくなった時点において、その企業のオポチュニティ・コスト(機会原価)となる。そうしたコスト意識は、資源の最適再配分を推進する役割を果たすであろうが、他方において、将来の投資先の変更の可能性を検討する際には、レントや準レントの計算だけではなく、サンク・コスト(埋没原価)もあわせて考慮しなければいけない。かくして、新規事業分野への参入や既存事業分野からの撤退などの意思決定において、どうしても慣性の法則が作用しやすく、こうした壁を打ち破るには、冷静な経済計算だけではなく、往々にして「目隠しの手の原理」(ハーシユマンの言葉)の作用を期待せざるをえないこともあろう。

5) Ibid., pp.12-22.

6) まず、2002年2月14日、米国連邦議会下院の金融サービス委員会(委員長 Oxley)で「企業および監査の責任・透明性に関する法律」が上程された。さらに、同年7月15日、上院の銀行・住宅・都市問題委員会(委員長 Sarbanes)は、同法を修正したさらに厳しい内容の「公開企業会計改革・投資家保護法案」を採択した。そして、

法案一本化のための上下両院協議会が開催され、同年7月30日、大統領が署名して成立。正式名は、「証券関係法に基づいて作成される開示資料の精確性および信頼性を高めて投資家を保護するための法律」という。通称は、上下両院の所轄委員会の委員長の名前から「2002年サーベインズ＝オクスリー法」(Sarbanes-Oxley Act of 2002) という。(法律番号：No.107-204)

- 7) Healy and Palepu, *op.cit.*, pp.22-24.
- 8) Simon Deakin, "Squaring the Circle? Shareholder Value and Corporate Social Responsibility in the U.K.," *The George Washington Law Review*, Vol.70, No.5/6, October/December 2002, pp.976-987.
- 9) *Ibid.*, p.977.
- 10) *Ibid.*, p.978.
- 11) これを回避するひとつの有効な手段になりえるのが無議決権株式の発行であるが、わが国では債務を株式化するときに発行されることが多い。
- 12) Deakin, *op.cit.*, p.979.
- 13) Simon Deakin and Suzanne J. Konzelmann, "After Enron: An Age of Enlightenment?," *Organization*, Vol.10, NO.3, 2003, pp.583-587.