

株主アクティビズムとガバナンス構造

中 井 誠

本稿では、株主アクティビズムがアメリカのコーポレート・ガバナンスにどの程度の影響を与えたかを歴史的な視点から観察する。株主アクティビズムとは、株主の利益のために、企業経営を改善する目的で、積極的な経営提言を行う行為であり、それは株主総会を通じて行われることが多い。しかし、そのような行動については、事実上、株主が抱える限界や行為そのものについての批判もあり容易ではない。加えて、コーポレート・ガバナンスの分野で注目され、今日における最大のテーマでもある高額な役員報酬についてもその是非を検討する。役員報酬を株主総会の議案にして、株主の賛否を問うという制度も賛否両論であるが、実務の世界では着実に進行している。リーマンショック以降、アメリカ企業の業績は思わしくなく、株価も一進一退の状況が続く中、右肩上がりには上昇する役員報酬について、正当性があるのかどうかを、学術論文での主張を踏まえて考察する。

キーワード：株主アクティビズム、ヘッジファンド・アクティビズム、コーポレート・ガバナンス、役員報酬、Say on Pay

はじめに

リーマンショック以降、アメリカ議会では金融規制改革についての議論が活発に行われてきた¹⁾。その中で株主の権利を拡大するための数多くの施策も検討された。例を挙げると、経営者報酬の株主総会議案化、保管ブローカーによる代理等要請の改正、過半数賛成制の制度化、取締役選任に関する株主提案の容易化などである。

経営者報酬の株主総会議案化、いわゆる、「Say on Pay」とは、経営者の報酬を株主総会の議案にして株主の賛否を問うというものである。このような改正が施行される背景には、経営者報酬に関して株主の声を明確に反映させることで、経営者が高額報酬を容易く維持し続けるのを阻止しようという意図がある。

オバマ政権下での一連の改正は、株主権の強化を目指していると考えられ、それを主張している年金基金や労組基金の要求が受け入れられていると判断できる。このことは、アクティビスト・ファンドにとってもその影響力を行使する力が相対的に高まり、その行動が一層活発化するのではないかと伝えられている。

1) 2010年7月21日、アメリカのオバマ大統領は、1930年代以来の包括的な金融制度改革を図る「ドッド＝フランク・ウォールストリート改革」、いわゆるドッド法案に署名し、金融規制法が成立した。

日本においても、かつて、村上ファンドが株主アクティビズムを標榜して登場したことがあったが、ファンド代表の村上世彰氏が、証券取引法違反（インサイダー取引）容疑で逮捕・起訴されたこともあり、ファンドは解散に追い込まれた。物言う株主であると豪語していた村上氏に対し、結局は一般投資家の利益を犠牲にする行為であったと批難されたことは記憶に新しい。

株主アクティビズムとは、株主の利益のために、企業経営を改善する目的で、積極的な経営提言を行う行為そのものであり、それは株主総会を通じて行われることが多い。しかし、そのような活動の遂行については、事実上、株主が抱える限界や行為そのものについての批判もあり、容易ではない。本稿では、米国を中心に株主アクティビズムの動向を調査し、株主の活動によって、コーポレート・ガバナンスが有効に機能するの可否かを検討したい。

1. 株主アクティビズムの動向

近年、日本において、企業年金連合会をはじめとする機関投資家のガバナンス活動やスティー爾・パートナーズ等へのヘッジファンドによるアクティビスト活動に伴って、株主アクティビズムへの関心が高まっている²⁾。

日本ではまだまだ馴染みの薄い株主アクティビズムの問題であるが、アメリカではその歴史が長く、実務の世界だけでなく、学界においても積極的な議論がなされている。積極的に企業に働きかけをする株主活動家の1人として、ハーバード大学ロースクールのLucian Bebchuk教授が有名である。同教授はコーポレート・ガバナンス論を専門とし、特に経営者の高額報酬に対して批判的な見解を主張している³⁾。教授は株主による役員の交代や株主が会社の定款を改正すること等が容易に出来るようになれば、より一層、企業価値を高めることが可能であると主張する。

Bebchuk教授のような活動家たちは、株主アクティビズムを通じて、企業価値を高めるように取締役会や経営者に対し、複数のアプローチを用いて圧力をかけ、企業経営の改善を求めてきた。歴史的にみて、株主アクティビズムは、個人、ミューチュアル・ファンド、年金基金が中心となってその活動を担ってきたが、近年においては、ヘッジファンドの影響力が急上昇しており、重要な役割を果たすようになっている。価値の創造を追求し、「物言う株主」がその存在価値を高めることができれば、経営者の独断による意思決定や取締役会の支配における企業の制度設計を大きく変革させることが可能となる。また、それは近年、ヘッジファンドの目覚ましい成長によって、従来型のアクティビズムから脱却し、アクティビストの活動を大きく変えていくものと考えられている。

米国では、1933年と1934年の証券取引法の設定と規則改正後、40年以上にわたり、株主アクティビズムは個人投資家によって担われてきた。その間における特筆すべき事項としては、SEC（証券取引委員会）の規則改正の結果、1942年には株主提案について定めている規則14a

2) 新井富雄（2009）「資本市場と株主アクティビズム」、証券アナリストジャーナル、1月号、p 7。

3) 竹中正治（2006）「米国における「株主アクティビズム」の最近の動向」、『Washington D.C. Political and Economic Report』、Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, ワシントン情報 No.041, p1。

ー8の前身になる規則が定められたことが挙げられる。これにより、株主は企業のガバナンスと業績に対してより一層注目するようになった。しかしながら、1980年代に入るまでは、株主提案の提案者は特定の個人投資家が中心で、年金基金等の機関投資家が株主アクティビズムの担い手として重要な地位を占めるには至らなかった。Gillan and Starks (2007)によると、1982年の972件の株主提案の中で、その約3割強である358件は個人投資家によるものであった。

1985年にCII（全米機関投資家評議会）が設立されたことで、個人投資家に代わり、機関投資家が株主アクティビズムの担い手として大きな影響力を持つようになる。CIIの設立は、カリフォルニア州職員退職年金基金（CalPERS）とカリフォルニア州教職員退職年金基金（CalSTRS）の2つの巨大年金基金が、かなりのプレミアムで、テキサコの発行済み株式の9.8%をBassブラザーズから買い戻したことがそのきっかけとなった。このCIIの設立により、その後、株主アクティビストとして、大手年金基金が重要な役割を担うようになるのである。

1980年代末期までには、巨大公的年金基金がかなり活発に株主代理提案（Shareholder proxy proposals）を提出するようになった。しかし、1990年代初頭には、一転して彼らの焦点は、経営者や取締役と対話することにシフトする。1990年代には労組基金も勢力を増し、積極的に株主提案を行うようになる。彼らは、単に経営者に対して新しい提案を行うだけでなく、マスメディアを通じてマネジメントに圧力をかけるという手段も使った。

1973年から2004年にかけて8,600件もの株主提案がなされたが、そのうち過半数の支持を得たものは僅か10%にも満たないし、そのうちの半分は2000年から2004年に行われた提案である。提案の多くはpoison pill等の買収防衛策の撤廃や役員報酬に対する採決に関するものであった。

機関投資家アクティビズムがターゲットとする企業は、大企業が中心であり、機関投資家保有比率が高い点が挙げられる。これらの企業のアクティビズムのターゲットになる以前の株式のパフォーマンス及び財務会計上の収益率は、平均以下であった点が報告されている⁴⁾。

年金基金等の株主アクティビズムが、どの程度の成果を上げたのかを評価した実証研究は多数存在する。Karpoff (2001)のサーベイでは、株価や収益性の面では目立った成果を上げていないものの、コーポレート・ガバナンスの仕組み等の組織的な問題に焦点を合わせた場合、それなりの成果を上げていると報告されている。しかし、ガバナンスの仕組みを変えるということは、その究極的な目標が利益の追求や企業価値の向上であるため、それらの面で評価が思わしくないのなら、相対的にみて、年金基金等伝統的な機関投資家による株主アクティビズムは、何の効果を上げていないと結論付けることもできる⁵⁾。

2. ヘッジファンド・アクティビズム

年金基金など伝統的な機関投資家による株主アクティビズムについては、先にみたように、ターゲット企業の業績向上やコーポレート・ガバナンス改革に直接的には結びつかなかったという報告が支配的であるが、ヘッジファンドによる株主アクティビズムについてはある程度の

4) 新井 (2009) p9.

5) 前掲書 p9.

成果が報告されている。

ヘッジファンドは、米国で1949年に社会学者でジャーナリストでもあったAlfred Winslow Jonesによって、プライベート・インベストメント・パートナーシップとして設立されたのがその発端である。当時、同じ業種において、ある株式を購入すると同時に異なった株式を売却することでリスクを減少させる、今でいうロング・ショート・ポジションを組成したのが始まりである⁶⁾。

ヘッジファンドに加えて、ベンチャーキャピタルファンド、プライベート・エクイティファンドなどは、1933年・1934年証券取引法、1940年投資会社法の規制を受けないという点において、同じカテゴリーに分類され、募集の際に証券取引法の規制を受けることはなく、登録義務もないとされてきた⁷⁾。ヘッジファンドは1990年以降、飛躍的な発展を遂げてきた。ヘッジファンド・リサーチの調査によれば、ヘッジファンドが運用する資産規模は1990年の400億ドルから今日では1.8兆ドル超になり、ヘッジファンドの総数は1990年の500社から7,500社を超えるまで成長している。アクティビストとしての彼らの目標は、企業戦略の変更を迫ったり、配当の向上を要求したり、重役会での席を確保したり、コーポレート・ガバナンスの改革を要求したり、企業の非採算部門の売却などを通じて企業価値を高め、高値で売り抜くことである。一般的にわが国では、ヘッジファンドやプライベート・エクイティは、いかがわしいものと理解されているが、米国には前述したように多くのヘッジファンドが存在するため、その目的も様々で、企業を再生させた上で、高値で売却することもあるが、株式を長期的に保有するファンドもある。アクティビスト・ヘッジファンドであれば、その目的は、企業価値の向上や余剰資金の株主への還元、取締役の独立性の強化など、コーポレート・ガバナンス改革を促すような要求も多くみられる。

アクティビストといった場合、一般的に、株主の利益を向上させるために、自ら積極的に経営陣と対話し、要求を突きつけていく投資家の姿を想像することが多い。特定の会社に集中投資して、保有比率を高め、その後、経営者と対話し、株価重視の経営政策の実現を迫っていくのである。このような投資家は、多くの場合、ヘッジファンドやプライベート・エクイティファンドなど私募のファンドが中心となる。委託者の資金運用の手段として、株式をポートフォリオに組み込み、ポートフォリオの価値を引き上げるために株主権の行使を志向する。このようなファンドは、「Activist Hedge Fund」と呼ばれ、その行動を「Hedge Fund Activism」と言う。株主権行使に積極的な投資手法と、ヘッジファンドという用語の整合性に少なからぬ違和感を覚えるかもしれないが、もともとヘッジファンドとは、投資信託のように法的な規制下にある

6) Brenner, K. (2008) "Shareholder Activism and Implications for Corporate Governance," NYU Stern School of Business, Working Paper Series in Finance. p5.

7) Iain, A., and E. Zur (2007) "Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors, Journal of Finance, p5-6. 三和裕美子 (2009) 「米国における機関投資家の株主アクティビズムの現状～ヘッジファンドによる株主アクティビズムを中心に」、『コーポレートガバナンスの新展開』、証券アナリストジャーナル、Vol.47, No.1. p21.

ファンドとは異なり、かなり自由にファンドの組成・運営ができる私的なファンドの総称である。先にみたように、1949年にジョーンズ（Alfred Winslow Jones）が立ち上げたファンドがヘッジファンド第1号であると言われており、株式市場に関する見通しを反映して、株式の買いと売りの比率を調整しながら運用を行っていったことから、ヘッジファンドという名称が付けられたといわれている。その後、グローバル・マクロ型とカリスカ裁定型とか、様々なタイプの「ヘッジファンド」が登場するようになり、ヘッジファンドという名称は、運用実態を必ずしも適切に表しているとは限らない状況になっている。中には、ロング・オンリー運用と分類される買いポジションのみを用いるヘッジファンドも存在し、私的ファンドというファンド組成上の特徴を考えなければ、通常の株式投資信託等と運用内容は大差ないというケースも少なくない。つまり、ヘッジファンドの最大の特徴は、運用方針をかなり自由に設定することができ、契約上特に要求されなければ、投資家に対して運用内容の詳細を報告する義務すら負わないケースがあるということである⁸⁾。

このように、少数の企業に集中投資して、保有比率を高め、その後、経営者と対話しながら、株価重視の経営政策の実現を迫っていくという手法を採るヘッジファンドの行動そのものを、ヘッジファンド・アクティビズムと呼んでいる。ヘッジファンドが企業に経営改善を迫るための手段としては、株主提案権を使ったり、委任状争奪を実施したりと様々である。ヘッジファンドは、レバレッジを用いることで、元手の何10倍もの取引を可能にし、大量の株式の購入を可能ならしめる。ヘッジファンドがある企業の株式を大量に入手すれば、その発言権も増すことで、年金基金などよりも効果的なコーポレート・ガバナンスを実施しているとも伝えられている。デリバティブの利用でヘッジファンドの売買高は飛躍的に向上し、株式市場で常にアクティブな行動を採るようになる。

ただ、Cliford（2007）の研究では、殆どのヘッジファンドは積極的に株主アクティビズムを追求することはないと報告されている。ヘッジファンドの業界のおよそ4%程度がアクティビストとして、その行動に専念するだけである。ただ、一旦、株主アクティビズムを追求すると、ヘッジファンドは企業に対して高いレベルの専門性を求め、将来価値を高める機会を常に狙っている。投資実行後、投資対象企業の業績が低迷することによって、業績回復に向け、事後的に、アクティブな行動をとらざるを得なくなる伝統的な機関投資家とは対照的であるといえる。つまり、ヘッジファンドは常に、マーケットで割安に放置されている銘柄を見つける、いわゆる、バリュウ投資（簿価に対して時価が割安な銘柄に投資すること）を行っている。また、時価総額が比較的小さく、ROAが高く、キャッシュフローが潤沢で、利益を獲得することができる可能性の高い銘柄を見つけて、そのような企業に集中的に投資するのである。ヘッジファンド・アクティビストは、およそ3分の2の事例においてファンド側の提案を会社側に認めさせるか、少なくとも部分的に認めさせている。ただ、企業を支配する目的で、株式を取得することはまれであるという報告もある⁹⁾。

8) 鈴木裕（2007）「注目集めるアクティビスト～様々な目的、多様な行動～」、『DIR経営戦略研究』、秋季号、Vol. 14. p5-6を引用した。

9) 新井（2009）p 10.

Brav *et al.* (2008) の研究では、ターゲット企業の株価は、アクティビスト・ファンドが大量取得報告書 (13D) をSECに提出した日前後の計40日間に、株式市場全体の株価変動を調整した後の異常リターン基準で平均7%上昇したと報告されている。この株価上昇は一時的なものではなく、株価は翌年も元に戻ることはなかった。異常リターンは、ファンドが経営戦略の見直しを要求した時に大幅で、統計的にも有意であった。それに対して、資本構成やペイオフ政策の見直し要求に関しては、異常リターンの符号はプラスであるが、統計的に有意ではなかった。さらに、買収防衛策の撤廃、経営者報酬の見直し等のガバナンス関連の要求に対する株価の反応も統計的に有意ではなかった。Brav *et al.* (2008) は、こうした株価上昇は債権者から株主への富の移転に起因するものではなく、企業の収益性が改善するという市場の予想を反映したものであると主張している。また、ROAについては小幅ながら改善したと報告されている。一方で、アクティビズム活動の前後でターゲット企業の最高経営責任者 (CEO) の年間報酬は約100万ドル低下し、CEO交代の周期はかなり早くなったとしている¹⁰⁾。

ヘッジファンド・アクティビズムは、企業に対し、経営戦略の根本にかかわる大幅な経営改善要求を突きつけるとともに、高いコストを負担してでも、事前 (経営が悪化する前に) に経営改善を促すような施策を採っていることが、その特徴といえる。分散投資を前提としている伝統的機関投資家とは異なり、特定銘柄へ集中的に投資することができるという点でもヘッジファンド・アクティビズムは、従来のアクティビズムが抱える限界を打破したアクティビズムであると考えられる。ただ、Gillan and Starks (2007) は、近年のヘッジファンド・アクティビズムの興隆には目覚ましいものがあり、企業の構造改革を促すことに一役を担ったことも否定できないが、これらの研究や過去の成果とこの分野がまだまだ未知で、初期の段階にあることなどから、長期的にみるとその効果の程は、未だ不透明であると主張している。

3. 経営者報酬とコーポレート・ガバナンスの問題

コーポレート・ガバナンスの分野で、最近特にアメリカで議論の中心になっているのが、高額な経営者報酬の問題である。Gabaix and Landierの研究では、直近20数年間に於いて経営者報酬がなぜ急増したのかを均衡モデルを用いて検証している。CEOの報酬は1980年から2003年の間に6倍に増加した。アメリカの有能なCEOは、過去20数年間に於いて、経済の効率性と彼らの影響力を最大化させることで企業を効果的に経営し、株価の向上を実現させてきた。特に1990年代半ばからネットバブル崩壊までの期間においては、株価は著しく上昇した。この株価の上昇は、経営者であるCEOが経営効率を重視し、集中投資を行い、リストラクチャリングを継続して実行した結果でもある。有能なCEOが経営する企業は、利益を蓄積し、株主価値の向上を実現した。その貢献者たるCEOの報酬は、企業価値向上の当然の見返りとして高額なものとなるのは当然であると考えられてきた。そこで、彼らの研究の焦点は、果たして企業価値を向上させた企業のCEOたちは有能なのか否かに絞られて、モデルを構築し、その有意性を検証している。

10) 前掲書、p 10.

結論から言うと、CEOの才能の分布に現れた分散はトップレベルにおいては、極めて小さかったとのことで、もしCEOをその才能でランクづけし、250位のCEOを1位のCEOに入れ替えたとしても、彼の貢献による企業価値の増加は僅か0.016%に過ぎないという結果がみられたのである。これら非常に小さい才能の差異でも、経営者報酬にかなりの差異が生じるのは、CEOの報酬が企業の規模によって決ってくるからだと彼らは主張する。実際に、同じ測定を用いて観察したところ、1位にランクされるCEOの報酬は、250位にランクされるCEOの報酬よりも500%超高額であることが判明している。

1980年と2003年を比べると、CEOの報酬は6倍になっている。しかし、それはアメリカの大企業の時価総額がその間に6倍に増えたことによるものである。株式市場の価値が500%増加した時、確実な収益の尺度の下では、CEOによる企業の生産性の向上は500%増加し、それに均衡してCEOの報酬も500%増加する。彼らのモデルによれば、報酬を増加させるその他の潜在的な源泉として伝染の存在を強調する。もし少数の幾つかの企業で、コーポレート・ガバナンスが正常に機能していないため、他の企業より報酬を多く支払うという決定がなされると、すべてのCEOの報酬が一般均衡においてかなりの額で増加するというのである。

1980年後半以降、インセンティブとしてCEOの報酬パッケージが広範囲に採用されたことで、CEO報酬は増加の一途を辿る。1990年代は、学者や株主アクティビズムがマーケットベースの経営者インセンティブ制度の導入を強く推し進めた時期である。例えば、Jensen and Murphy (1990) の論文がその代表的なものである。Inderst and Mueller (2005) やDow and Raposo (2005) によれば、高いインセンティブは企業が直面する経営環境のボラティリティを増加させる最適な役割を担っている。アメリカで競争が激化するにつれ、CEOにも高いノルマが求められたことで、業績の向上と高い報酬を結びつける感応度として、CEOの報酬が位置づけられるようになる。負債の限界やリスク回避という近年の状況下において、企業業績の向上を図るには、持続的にCEOが経営を行えるような報酬制度の見直しが必要となる。HolmstromとKaplan (2001, 2003) はレバレッジド・バイアウト革命が起きた1980年代以降、報酬価額の増加は株価ベースの報酬の増加とリンクしていると主張している。高いインセンティブはこれまでの平均的な役員報酬を上昇させる役割を担った。その後2007年の彼らの研究では、現行のモデルをさらに発展させ、報酬感応度を推計するための単純なベンチマークを提供することで、Jensen (1990) たちの理論からBebchuk and Fried (2004) までの一連の理論をアカデミックな議論へと発展させる礎を築いた。

企業の不祥事が頻発に起きる2000年以降、コーポレート・ガバナンスの限界が叫ばれた。また、報酬と業績をリンクさせるためのストック・オプションについても、CEOが株価の上昇を偽装して自身の報酬を向上させる手段として用いたことへの批判が相次ぐことになる。つまり、業績が悪化してもCEOの報酬が増加するというもので、株主の声を無視した行動である。また、CEOの報酬が1980年代初期から上昇し続けたこともあり、企業不祥事が起こった時には、アメリカの平均的CEOが得ている報酬のうち80%は盗んだものであるという有り得ない情報も流れた。一方、CEOの仕事そのものが高度化していることで、CEOを企業の外からスカウトするために報酬が上昇しているという主張もある。有能なCEOの獲得合戦である。半面、CEOは業績

を低迷させると解雇されることも有り得る。そのため、彼らの報酬は短期的なトラック・レコードで評価され、短期的に利益を向上させるような施策を採ったCEOの報酬は、高くなる傾向にある。KaplanとRauh（2006）は、報酬の増加は企業のトップ全体に浸透して、企業価値向上に貢献していると主張する。それは技術革新など様々な変化に対応できる有能なCEOを市場が求めているからで、外部からの引き抜きや報酬の高まりへの圧力は今後ますます高まるとみられている。

コーポレート・ガバナンスの指標であるGIM（Gompers-Ishii-Metrick）（2003）インデックスを用いて、コーポレート・ガバナンスとCEOの報酬との関係をみると、コーポレート・ガバナンスが効果的に機能していなければ、GIMの値は高くなるが、低レベルのコーポレート・ガバナンス企業はCEOの報酬を増加させるという結果が得られた。しかし、その効果は莫大な報酬の増加と比べて、かなり小さいことも判明している。CEOの報酬はコーポレート・ガバナンスに大した影響を及ぼさないどころか、ガバナンスが機能不全でも、報酬はかなりの額で増加する傾向が見られることが報告されている。

先にみたように、アメリカでは1980年と2003年でCEOの報酬が500%の増加をみせたが、同時に彼らの生産性や時価総額も500%の増加をみせていることが分析の結果明らかとなっている。ただし、アメリカの企業でも1970年代には社会的な規範や労働組合の存在などによって、報酬の格差はあまりみられなかった。これは現在の日本企業において、労働組合の存在意義、CEOを社内から輩出していること、CEOの引き抜きがあまり起こらないことなどから、格差が小幅なことと同様、アメリカでも1970年代当時は現在の日本のような状況がみられたためであると結論付けられている。

アメリカでは、Kaplan等が指摘するように、有能なCEOであるからこそ高額な報酬を得て当然だという考え方が、ある意味では支配的である。これはスーパースター理論といい、活躍しているプロ野球の選手やプロのフットボウルの選手が高額な報酬を受け取るのと同様、有能なCEOはそれに見合う高額報酬を得て当然であるという主張である。しかしながら、Gabaix and Landierの論文でも指摘されているように、CEOが有能であるかどうかとは関係なく、企業の時価総額が増加するのに比例するような形で、報酬が増加しただけであるという考え方も理にかなっている。株価を高める努力をしたCEOは、その見返りとして、ストックオプションを通じたインセンティブ報酬として高額な報酬を受け取るのである。株主がこのような高額報酬に対して納得している限り、コーポレート・ガバナンスの問題は生じないものの、株主がCEOの報酬や役員達の報酬に対して異議を唱えるようになると、ガバナンス構造が大きく揺らぐことになる。

おわりに

2007年4月にSay on Pay法案が下院を通過した。Say on Payとは、株主に対し役員報酬に対する拘束力のない投票権を定時または臨時株主総会で付与することをいう。2002年イギリスで導入された制度で、アメリカにおいては、2006年3月にモルガン・スタンレーをはじめとする投資銀行数社の役員報酬に対して、株主に役員報酬に対するadvisory voteを行う株主提案を認め

ることを促したことから始まった。オバマ政権に移行後の2009年2月4日、財務省は役員報酬に関する新たな制限ガイドラインを発表、その後、2009年6月10日には、財務省が暫定最終規制を発表している。この中にSay on Payに関する記述が盛り込まれた。その内容は、SEC規則に基づき、役員の開示された報酬案を承認するために、拘束力のない株主提案権であるSay on Payを委任状説明書に記載しなければならないというものである。Say on Payに肯定的なのは、ハーバード大学のLucian Bebchuk教授とJesse Fried教授で、共著"Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation"の中でSay on Payの必要性が述べられている。しかしながら、Say on Payに対して、批判的な見解を持つ者も多い点にも注目する必要がある。アメリカの会社法は州法であり、Say on Payは連邦法による規制が本来会社法を定めている州法の権限を超越しているのではないかというのである。さらに、委員会設置会社の形態を取るアメリカの会社において、役員報酬についての決定権は取締役であり、株主にはその権限はないと主張する論者もいる¹¹⁾。しかし、実務の世界においては、Say on Payを導入する企業が増加傾向にある点も見逃してはならない。2007年にアフラックが最初に導入してから、その後の導入企業数は調査会社によって数値には若干の差があるが、議決権行使助言会社の最大手Risk Metrics社によると、2007年には41社、2008年に69社、2009年には71社がSay on Payの採決を受けており、2007年には41%、2008年には42%、2009年には46%の賛成票を得ている。また、2009年に過半数を得た会社は22社で、2008年の2倍になった¹²⁾。

金融機関をはじめとした歪んだ業績連動型報酬体系は、金融危機の最も基礎的な原因の1つであったとする考え方が近年のアメリカにおいて支配的になってきている。金融機関の役員報酬体系については、度重なる議論が重ねられ、2009年6月10日、財務省は暫定最終規制を発表している¹³⁾。金融機関はCEOや役員だけではなく、トレーダーなどの報酬についても他の業種と比べて非常に高い点が問題視されていた。しかし、高額な役員報酬は金融機関に限ったことではない。資料1にあるように、報酬の高い業界としては、メディケア（医薬品産業）や石油・ガス等の一般企業でも破格な高額報酬がCEOに支払われている。したがって、一般上場企業を適用対象とするドッド法案でも、役員報酬規制規定を含め、proxy accessなど、コーポレート・ガバナンスに関する規定が盛り込まれた。

コーポレート・ガバナンスの改革を通じて株主を保護し、国民の信頼を強化しなければ、投資家にとってアメリカの株式市場への信頼が揺らいでこよう。信頼できる企業とは、コーポレート・ガバナンスの徹底とタイムリーで正確な情報開示を行う企業である。エンロン事件以降、失墜したアメリカの株式市場に投資家の信頼を取り戻すためにも、コーポレート・ガバナンス改革は必要不可欠である。また、その役割の一端を担う株式アクティビズムについても今後ますますその重要性は高まるものと考えられる。

11) 福本葵（2010）「アメリカのコーポレートガバナンス改革」、『証研レポート』、8月号、pp.50-51.

12) 前掲書、p52.

13) この中には、Say on Payやクローバック条項、報酬委員会の独立性などが記載されている。

(資料 1) アメリカの産業別 CEO 報酬額 合計額 (中央値)

	百万ドル	百万円
メディケア	1,040	87,360
石油・ガス	1,040	87,360
金融	920	77,280
消費財	900	75,600
技術(Technologies)	700	58,800
素材(Basic Materials)	690	57,960
工業(Industrials)	620	52,080
電力等、公共事業	610	51,240
消費者サービス	340	28,560

(出所) Wall Street Journal Survey of CEO Compensation

(資料 2) アメリカ CEO の報酬額トップ 10 と報酬の内訳

Rank	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
CEO	Irani, Ray R.	Iger, Robert A.	Palmisano, Samuel J.	Weldon, William C.	Fishman, Jay S.	Stephenson, Randall L.	Stevens, Robert J.	White, Miles D.	Stumpf, John G.	McNerney Jr., W. James
Company	Occidental Petroleum	Disney (Walt)	IBM	Johnson & Johnson	Travelers	AT&T	Lockheed Martin	Abbott Labs	Wells Fargo	Boeing
Total Direct Compensation*	\$52,181.40	\$20,836.90	\$20,067.40	\$19,789.50	\$19,500.00	\$19,375.80	\$19,001.70	\$18,728.20	\$18,683.40	\$16,815.30
*All figures in thousands										
Industry	Oil & Gas	Consumer Services	Technology	Health Care	Financial	Telecommunication	Industrials	Health Care	Financial	Industrials
2009 Salary	\$1,170.00	\$2,038.30	\$1,800.00	\$1,802.30	\$1,000.00	\$1,450.00	\$1,834.00	\$1,852.30	\$5,600.00	\$1,930.00
2009 Annual Incentives	\$3,752.60	\$9,260.00	\$4,750.00	\$3,600.00	\$7,500.00	\$5,850.00	\$3,900.00	\$3,900.00	\$0.00	\$2,340.30
Salary and annual incentives, % change from 2007	-0.20%	-29.10%	-10.30%	-1.60%	41.70%	413.80%	-4.80%	-4.10%	537.10%	25.90%
Stock option grants	\$0.00	\$3,598.40	\$0.00	\$4,713.20	\$4,400.00	\$75.80	\$6,564.80	\$3,016.00	\$0.00	\$3,136.30
Restricted stock grants	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$2,773.90	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$2,800.00	\$3,136.30
Performance-based equity grants	\$24,758.80	\$5,940.00	\$13,517.40	\$0.00	\$6,600.00	\$12,000.00	\$2,302.30	\$9,959.90	\$10,283.40	\$0.00
Performance-based cash grants	\$22,500.00	\$0.00	\$0.00	\$6,900.00	\$0.00	\$0.00	\$4,400.00	\$0.00	\$0.00	\$6,272.50
Total direct compensation	\$52,181.40	\$20,836.90	\$20,067.40	\$19,789.50	\$19,500.00	\$19,375.80	\$19,001.70	\$18,728.20	\$18,683.40	\$16,815.30
Total direct compensation, % change from 2008	4.50%	-58.60%	2.80%	12.80%	59.20%	32.30%	4.70%	3.80%	112.30%	7.70%
Change in non-qualified deferred compensation and pension value	\$0.00	\$2,343.10	\$3,154.50	\$7,983.00	\$526.10	\$8,990.00	\$2,523.30	\$4,286.00	\$2,584.40	\$5,738.00
All other compensation	\$1,720.00	\$741.60	\$1,091.90	\$196.60	\$724.10	\$864.60	\$369.90	\$709.80	\$72.80	\$1,002.60
Total compensation	\$53,901.40	\$23,921.60	\$24,313.80	\$27,969.10	\$20,750.30	\$29,230.50	\$21,895.00	\$23,724.00	\$21,340.50	\$23,556.90
Total realized LTI	\$96,427.00	\$9,736.40	\$17,562.20	\$12,689.90	\$12,804.90	\$6,883.70	\$8,527.60	\$8,758.40	\$0.00	\$4,803.80
Company net income, % change from 2009	-57.50%	-25.30%	8.80%	-5.30%	23.90%	-2.60%	-6.00%	17.70%	362.30%	-50.90%
2007-2009 company TSR	20.60%	-2.30%	12.40%	2.10%	0.00%	-3.10%	-4.40%	6.30%	-5.30%	-13.00%
Value of personal aircraft use	\$0.00	\$132.40	\$320.10	\$62.80	\$0.00	\$86.00	\$0.00	\$151.90	\$0.00	\$436.50
Gross-up amount on perquisites	\$0.00	\$0.00	\$13.00	\$0.50	\$0.00	\$140.60	\$78.80	\$0.00	\$0.00	\$0.00
2009 company TSR	38.20%	-9.10%	58.60%	11.40%	13.40%	4.80%	-7.50%	4.50%	-5.30%	31.90%
3-year realized	\$374,653.10	\$61,574.40	\$76,354.10	\$50,479.40	\$42,548.80	\$0.00	\$91,513.70	\$84,600.40	\$0.00	\$37,324.80

(Source) Wall Street Journal Survey of CEO Compensation March 31, 2010.

参考文献

- 新井富雄 (2009) 「資本市場と株式アクティビズム」、『コーポレートガバナンスの新展開』、証券アナリストジャーナル、Vol.47、No.1.
- 竹中正治 (2006) 「米国における「株主アクティビズム」の最近の動向」、『Washington D.C. Political and Economic Report』、Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ、ワシントン情報 No.041.
- 福本葵 (2010) 「アメリカのコーポレートガバナンス改革」、『証研レポート』、8月号
- 三和裕美子 (2009) 「米国における機関投資家の株主アクティビズムの現状～ヘッジファンドによる株主アクティビズムを中心に」、『コーポレートガバナンスの新展開』、証券アナリストジャーナル、Vol.47、No.1.
- Armour, J. and Cheffins, B. (2009) “The Rise and Fall (?) of Shareholder Activism by Hedge Funds,” ECGI Working paper series in Law, No. 136/2009.
- Bebchuk, L. (2006) “Letting Shareholders Set The Rules,” Harvard Law Review, Vol.119, 1784-1813.
- Bebchuk, L. (2005) “The Case for Increasing Shareholder Power,” Harvard Law Review, Vol. 118. No.3, 833-917.
- Brenner, K. (2008) “Shareholder Activism and Implications for Corporate Governance,” NYU Stern School of Business, Working Paper Series in Finance.
- Gabaix, X., and Landier, A. (2008) “Why Has CEO Pay Increased So Much,” MIT Department of Economics Working Paper No. 06-13.
- Gillan, S., and L. Starks (2007) “The Evolution of Shareholder Activism in the United State,” Journal of Applied Corporate Finance 19(1), 55-73.
- Korppoff, J (2001) “The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings,” Working Paper, University of Washington.
- Klein, A., and E. Zur (2007) “Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors,” Journal of Finance.
- Romano, R (2001) “Less is More : Making Shareholder Activism of Corporate Governance,” Yale Journal on Regulation 18(2), 174-252.