

# 株主重視も実は最後列

## 求められる適正対価

「人的資本経営がもたらすパラダイムシフト」企業価値向上とリスクマネジメントの両立へ」を統一テーマに、人的資本の情報開示に伴う日本企業の対策と未来を考える第95期の人事部長クラブ。トッパバッターとして講演した一橋大学大学院経営管理研究科教授の円谷昭一氏は、今、人的資本が注目されている背景などの全体像についても解説した。

株式会社のメリットの一つとして、企業の永続性が法的に担保されることがある。つまり、株主が死んでも、株式は死なないので、株式会社は永遠に生き残ることが法的には可能だ。従って、株式会社の経営の目的は、持続的な利益を出す以外にない。

「企業価値向上」という言葉を使うのは日本だけで、世界では「株主価値向上」と言う。統合報告書を書くとき、日本語版は企業価値向上と書いて、英語版は株主価値向上と書き換えたとしても、海外の投資家に誤解を招くだけだ。「持続的な成長」という言葉もよく使うが、海外の投資家から日本企業に求められているのは、非連続の成長だ。今までの流れのままではダメだということを理解しなければならぬ。

日本には上場会社が約4000社あり、時価総額を全部足し合わせると6000〜700兆円になる。アジア各国の時価総額を足し合

わせて、その値を1000とした時の各国の比率を示すと、バブル絶頂期の1990年に日本企業は85%を占めていた。アジア投資は日本投資を意味していた。

しかし、アジアに占める日本企業の時価総額の割合は下がり続け、ここ数年間は過去最低を更新し、20%を切っている。代わりに頭角を現したのは中国だが、いまや猛追するインドが日本の背中まで迫っている。

こうした中で、日本企業の行動は世界に打って出る投資をするどころか、内部留保を積み上げ続けている。リーマン・ショックや原油価格の高騰など先行き不安が続く中で、頼れるのは「ゲンナマ」ばかりに、手元の現金・預金を右肩上がりに増やし続けている。

世界から取り残される中で、自律型ガバナンスから、社外取締役、株主などによる「他律」を効かせたガバナンスによって、企業側へのプレッシャーをかける動きが強まっている。

## 一橋大学大学院教授 円谷昭一氏の講演要旨

### 人事部長クラブ

■分配論争は本質を見誤る  
「モノ言う株主」と言うが、なぜ「モノ言う従業員」とは言わないのか。それは、従業員が企業の仲間であるのに対し、株主は「外」の存在だから物言っているのではないという意識があるのではないか。

このように言う「株主の配当のために研究開発費を削るのか」とか「従業員の報酬を削るのか」という恨み節が聞こえてきそうだが、そうした「分配論争」は本質を見誤ってしまう。

企業の前には長い列ができ、まずは取引先への支払いがあって、従業員への支払いや研究開発の費用、支払利息、税金の支払いなどが続き、列の最後に株主が待っている。その気持ちを想像すると、「自分の番は来るのか」という不安と、「何をやっているんだ、早く進め」というイライラが募っているに違いない。

そういう株主の気持ちが分かれば、何をすべきかが判断できる。そもそも株主とは強欲で臆病な存在であり、分配（リターン）を強く求め、そして株価の下落にとても臆病だ。ただし、その資金を入れると判断したのは企業自身だ。

株主重視とは株主が先頭に來ることだが、一連の改革に取り組み狙いは、「株主を最後までいいから、仲間に入れてください」ということであり、「株主を軽視しない」姿勢が重要だ。列の最後に並ぶ株主が聞きたいのは「人的資本が企業価値にどのように結びつかか教えてください」ということであり、企業側にとっては「それに答えるのは難しい」という気持ちだろう。両者でどう折り合いをつけるのが、人的資本の開示におけるポイントだ。

もう一つの流れがサステナビリティ（持続可能性）に対する考え方だ。それは、「適正な対価」という発想の転換が求められる。企業は経営資源（ヒト・モノ・カネ）を使用して付加価値を生む存在だ。使用した経営資源への対価を費用として最小化するのではなく、適正な対価を支払うことがあらゆる持続性の前提であるが、現実はそのようになっていない。

企業はサプライヤーから部品を仕入れ、付加価値を生んで利益を出す。また、インフラを提供した国に対しては税を支払い、労働を提供した従業員には報酬で、資金を提供した株主に配当で報いる。ステークホルダーへの対価を圧縮できる関係を築くことがかりを考えていると、周囲がみんな疲弊してしまう。サプライヤーは十分な研究開発ができず、節税によって国の財政が枯渇し、従業員も株主も疲れ切ることができなくなる。

そうならないように、ステークホルダーに対して「適正な対価」を支払うという考え方が求められている。ただ、サステナビリティを実現するため「適正な対価」を支払うと、利益が圧迫される。地球環境で言えば、これまではCO<sub>2</sub>を出してもペナルティはなかったが、2050年にカーボンニュートラルを実現すると膨大なコストがかかる。そうしたことを覚悟しなければならぬ。

■情報開示に日米発想格差  
私の研究室ではダイバーシティや労働環境の開示に関して、日本企業とアメリカ企業を比較調査している。それによると、日本企業は育児休業など働き方改革の情報を出す。これに対し、アメリカ企業は従業員のストックオプション制度や退職金制度の概要など報酬に関する開示が多い。

日本企業は「職場」の情報を出して、アメリカ企業は「職」情報を出しているというイメージだ。どちらが良い悪いという問題ではなく、かなり、違う発想で情報開示が行われていることが分かる。

取締役会に必要なスキルを分野ごとに表にまとめ、どの取締役がどの分野について知見や専門性を備えているかを示すスキルマトリックスについても同様の比較を行った。その結果、日本企業が現在持っているスキルを挙げているのに対し、アメリカ企業は、その会社に必要なスキルを並べているという違いがあった。その会社の経営に必要な

洞察力、視点経験、考え方の塊を問題空間と呼び、その問題空間を取締役の力で埋めていくことが目的だ。社長がどんなに優秀でも、問題空間の全てを埋めるのは不可能であり、そこを他の取締役で埋めてボードの実効性を高める考え方だ。

日本企業にありがちなのは社長が批判や反対をされたくないで、同じ属性の人間を周りに集めてしまっている問題空間が埋められなくなることだ。あえて、属性が違う社外取締役を入れてたとしても、社長が指名権や報酬権を握っていると、そっちを向いた発言になってしまう。

日本では、スキルマトリックスの開示は2021年が元年で、「そのトピックはもう終わった」という声が強いかもしれない。しかし、スキルマトリックスは将来のために使うものだ。

人的資本は、開示の問題ではなく、経営の問題である。昔は「日本型があっていい」「日本の良さもある」と言われたが、アジアの中で時価総額が小さくなった今、そういうことを言う海外投資家から「だから日本企業はダメになったんだ」と言われてしまう。

「日本企業が変わるのを待つのは疲れた」「こちらも命がかかっているんだから、鬼になってリターンを出して、エグジットするしかない」。日本企業に対して、多くの株主提案が出る背景には、こうした投資家たちの本音がある。

その会社の経営に必要な