

株主資本主義化における株式会社の諸課題 「日本におけるコーポレート・ガバナンス論流行の問題点」

立命館大学 松村勝弘

1. 株主資本主義とは？

「株主資本主義化における株式会社の諸課題」がテーマだという。また私に期待されているのは、私がこれまで論じてきたコーポレート・ガバナンス論との関係で論じてほしいということであろうと思う。

まず一体「株主資本主義」なる言葉はどのような言葉なのだろうか。また、この言葉は自明のようにも見えるし、また昔から使い古されている言葉のようにも見えるが、いつ頃から使われ出しているのだろうか。まずこれからみていくことにする。

今、日経テレコンにより、日経4紙記事で「株主資本主義」なる言葉が使われた記事はいつから表れているのかを調べてみた。すると「意外なことに」この言葉が最初に表れるのは、1991年なのである。この言葉が使われている記事件数を表にしてみると右表のようであった。わが国において、これが決して古くからある言葉ではないことがわかる。しかも2000年以後に比較的よく使われるようになったということから、一定の意味を持ってそれが語られているだろうことが推測される。

株主資本主義に関する日経4紙記事件数

掲載年	件数	掲載年	件数	掲載年	件数
1975-90	0	1996	0	2002	10
1991	1	1997	1	2003	0
1992	1	1998	0	2004	3
1993	1	1999	2	2005	11
1994	1	2000	12	2006	7
1995	0	2001	2	2007	2

(注1)2007年は7月15日まで。

(注2)日経テレコンより作成。

最初の日経記事は1991年10月21日付の『日経産業新聞』の次のような記事であることがわかる。特別取材班による「良い会社とは何か GEの成功、減益無縁のリストラ特急(2001年の企業社会)」という記事がそれである。その表題からわかるようにGE賞賛の記事であり、そこでは「米国流の**株主資本主義**に対し『四半期ベースの利益を求めて経営が短期志向になる』との批判が日本には多い。だが、株主が経営陣に対し投下資本の収益率の極大化を求めるのは悪いことではない。むしろその圧力はトップにいい意味の緊張感を与える。」(太字強調は松村による。以下同じ)と述べている。ここからわかるように、わが国では「株主資本主義」という言葉がしばしば否定的に語られていること、だが必ずしもそう考える必要がないという主張もあること、この2点がこの記事に含意されていることがわかる。株主資本主義がときに否定的に語られ、ときに肯定的に語られたりしているのは、その後も同じである。

そしてこの言葉がよく表れるようになるきっかけとなっているのは、次の記事からわかるように、オリックスの宮内氏の言葉である。その記事は1994年4月24日の次の日経記事である。

「オリックスは23日、社外取締役制の導入と、役員を選任や報酬を決める『指名・報酬委員会』の新設を発表した。外部の専門家の登用と独立色の強い委員会の設置で、経営の透明性・客観性の確保をねらう。」そして「宮内義彦社長は同日の会見で、『米国のように短期に見るのではなく、中長期で株主にメリットがあるような**株主資本主義**をめざす』と経営改革の意図を説明。また、活発に進めている企業買収について『オリックスのコア(中核)ビジネスである金融事業にプラスになり、オリックスのROE(株主資本利益率)を高められる企業が候補』と述べた。」

これに呼応して、その別働隊として活動を始めたのが村上世彰であった。事実、「昭栄にTOB、広がるか？**株主資本主義** オリックス全面支援(ビジネスTODAY)」(『日経産業新聞』2000年1月25日号)という記事でわかるように、このオリックス宮内氏の全面支援の下で村上は昭栄にTOBを仕掛けたのであった。

「『企業経営は株主の価値を高めることが企業統治の理念と考え、経営改革を提案したが、面会

すらしてもらえなかった。変えるためには我々が筆頭株主かそれ以上の大株主になる必要があると思った。』M & A Cの村上世彰社長は同日の記者会見で、開口一番こう語り、企業乗っ取りや経営権の取得が目的ではないことを強調した。」「なぜ、村上氏はTOBを仕掛けたのか。83年に通産省に入った同氏は株式交換、M & A（企業の合併・買収）の法制業務を担当し、99年8月に退官した。『多くの日本企業が株主をあまり考えていない』という現状を打破するのが目的で、退官と同時にM & A Cを旗揚げした。」

「実はこのTOBは村上氏対昭栄、キヤノンなどの構図で片づけられない複雑な仕掛けが施されている。村上氏の応援団長ともいえるオリックスの宮内義彦社長は『株主価値の最大化を実現する企業統治のあり方を日本に定着させたいとする村上氏の心意気に投資した』という。宮内社長は企業統治のあり方を研究する任意団体コーポレートガバナンスフォーラムの委員長。『日本企業の活力がなくなったのは従業員、取引先、その他の利害関係者全員を満足させる利害関係者資本主義に向いていないため。株主を満足させる**株主資本主義**の方向に進まなくてはならない』と主張する。株主の満足とは株価を上げ、収益性を上げることを意味する。」

これらの経緯からわかるように、「株主資本主義」「コーポレート・ガバナンス」「M & A」これらは、相互につながっていることがわかる。そこで、まず、私がこれまで研究してきた「コーポレート・ガバナンス論」について、考えていくことにする。

2. 日本におけるコーポレート・ガバナンス論流行について考える

日本におけるコーポレート・ガバナンス論がどのような経緯で盛んに語られるようになり、それがどのようなコンテキストで語られており、それがどんな問題をはらんでいるのか、をここでは検討する。

わが国においてコーポレート・ガバナンスないし企業統治がいつ頃から盛んに取り上げられるようになったのか。先ほどと同じように、いつ頃から盛んに記事として取り上げられるようになったのか、日経テレコンで調べてみると右表の通りである。

日経テレコン記事検索によるコーポレート・ガバナンス関連記事掲載件数

年	件数	年	件数	年	件数
1990	0	1996	67	2002	794
1991	1	1997	473	2003	906
1992	4	1998	349	2004	775
1993	56	1999	314	2005	948
1994	34	2000	357	2006	735
1995	55	2001	459	2007	447

明らかに金融危機が問題になった1997年以後急増しており、金融危機・不況の深刻化とともにその言葉が定着していったことがわかる。では一体これがどういう文脈で取り上げられているのか。この流れを2つの流れに分けて整理してみる。

ミクロ的なコーポレート・ガバナンス論

当初素朴に、株価下落の中で、とくに CalPERS（カリフォルニア州公務員退職年金基金）などの機関投資家による投資収益率（総合利回り）向上要請、そのための意見具申として論じられていた（例えば、「コーポレート・ガバナンス（十字路）」『日本経済新聞』（夕刊）1992年9月21日号、また「米最大の公的年金、野村・大和に社外取締役要求 株主として経営チェック」『日本経済新聞』1992年12月23日号）。

これらの主張を株式会社論的に整理すると、また機関投資家の素朴な投資収益率向上要求を論理的に整理すると、それは経営者資本主義に対置して株主資本主義を主張するものである（例えば、機関投資家であるバンガードグループの創業者 John C Bogle による2004年 CFA Institute 年次総会講演「健全なコーポレート・ガバナンスを目指して - 株主の視点から - 」『証券アナリストジャーナル』2004年11月、113-122頁）。その主張は「株主の手に」「株式会社を取り戻すため」のものだという（上記論文、117頁）。

わが国でコーポレート・ガバナンスを積極的に主張しているものに、先の宮内氏も積極的に関わっている「日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム」がある。これは、日本で比較的早くから先進的経営者や一部学界人とが共同して活動している団体であり、1998年に「コーポレート・ガバナンス原則 - 新しい日本型企業統治を考える - 」を発表するなど活発に活動を続けてきている。これはまた、国際的な機関投資家の集まりである ICGN (International Corporate Governance Network)

と連携しながら活動している。同原則は株主主権を主張するものである。すなわち「ビジネスリスクを負担する株主は所有者として会社を統治することができる。……株式会社の目的は株主利益の最大化であり、そのために株主は企業統治を实践するものと理解する。」とし、「株主の代理人」としての「経営者は、株主財産の受託者として忠実義務と善管注意義務の下で財産価値を増大すべく長期的観点から株主利益を追求する受託者責任を負うとともに、みずからの経営執行とその結果を株主に説明する責任(Accountability)を負っている」とする(前掲「コーポレート・ガバナンス原則」5-6頁)。

これらは株主資本主義を経営者資本主義に対置させ、株主対経営者の対立に目を向けさせ、機関投資家など自らが株主を代表するものであると標榜するものである。

マクロ的なコーポレート・ガバナンス論

また、日本でコーポレート・ガバナンスが盛んに論じられるきっかけになったのは、渡辺茂・山本功「日本企業のコーポレート・ガバナンス - 戦後最低のROEから(90年代資本市場への提言)」(『財界観測』第57巻第9号, 1992年9月)という論文の発表だった。この主張は翌年の経済白書でも取り上げられることになった。すなわち、1980年代に入って、わが国大企業の総資本営業利益率は一貫して低下傾向がみられる。このような利益率の低下が許容された背景には、とりわけ80年代後半にラッシュとなったエクイティ・ファイナンスがあるのではないかと、さらに、エクイティ・ファイナンスの盛行によって企業に低コスト資金が流入して、経営者の投資判断を狂わせたのではないかと、といわれている。また、相互持ち合いがあるために株主のチェックが働かなかつとも指摘されている。高度成長期であれば、日本企業の借金経営体質から、いわゆる「借金の規律」が働いたけれども、近年は規律なき企業行動がみられるといわれている。そこで、もはや借金経営を脱却した日本の大企業において、株主の復権、証券市場の機能強化が必要だと主張されるわけである。いわゆる「市場の規律」が必要だというわけである。この場合の市場とは「証券市場」であることは言うまでもない。これが近年のわが国におけるコーポレート・ガバナンス論の基調であるといえる。このコーポレート・ガバナンス論の「火付け役」となった先の渡辺・山本論文が掲載されたのが野村総合研究所の『財界観測』であったことからわかるように、この流れはいわゆる「間接金融」から「直接金融」へという主張と軌を一にするものである。同旨の主張は経済学者、金融論学者などが行っている。前者の代表例は本間正明氏であり、後者の代表例は池尾和人氏である。この流れは、周知の規制緩和論と合流し、小泉改革などと結びついていく。

上記2つの流れは相互に関連しているが、こういう流れの中で主張されているだけに現在の日本では底堅いものがあり、先に日経テレコン記事数にみられるように、根強く論じ続けられることになっている。前者は株主主権論の主張であり、後者は市場万能論的主張であるとも言える。株主資本主義論はこれらの流れと軌を一にするものと思われる。

3. 「経営者支配」論の再検討

(1) パーリ=ミーンズ「経営者支配」論やジェンセンのエージェンシー理論

前節の「コーポレート・ガバナンス原則」にせよ、渡辺・山本論文にせよ、これらはその理論的な基礎をエージェンシー理論に置いている。コーポレート・ガバナンス論においてエージェンシー理論を主導している論者はジェンセン(Michael C. Jensen)である。エージェンシー理論が依拠している古典は周知のパーリ=ミーンズ(Adolf A. Berle, Jr. and Gardiner C. Means)の『近代株式会社と私有財産』(Adolf A. Berle, Jr. and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932.)である。最近のエージェンシー理論がいう株主の手に株式会社を取り戻すという主張は、1932年に著されたパーリ=ミーンズの著書にその淵源がある。

周知のように、今日、少数の巨大な株式会社が経済活動のかなりの部分を支配し市場によってあまり束縛されなくなり、しかも制度上株主権が弱体化してきたため経営者、支配者*への権力の集中とその権力の濫用ともいうべき財務過程を通じた株主の収奪が発生している。このように「私的権力の重要な中心が、権力は実在するが責任はあいまいな人たちの手中に存在すること」(Edward S.

Mason(Ed.),*The Corporation in Modern Society*,1959,p.3.) は、正統性(legitimacy)を欠いているのであり、これが問題化せざるをえない。このような問題こそ「経営者支配」問題・「所有と支配の分離」問題の中心的な課題であると考えらるべきであろう。

* ここでは、制度上における一方での取締役(会)権限の強化と他方における株主権(場合によっては社債権者その他の債権者の権利)の弱体化に伴って、その力を強め配当・キャピタル・ゲインその他の形態で利得をあげ得る取締役など経営者とこれを左右し得る大株主等支配者のことを経営者、支配者と表現する。

バーリ=ミーンズは、その著『近代株式会社と私有財産』において、この問題を意識しこれについて論じており、アメリカにおけるその後の「経営者支配」論者も少なからずこの問題に関心を示している。通常理解されているように、過半数持株支配(majority control)は経営者支配(management control)ではないから、ここでは「経営者支配」問題・「所有と支配の分離」問題はないと考えるべきではないのである。バーリ=ミーンズも過半数持株支配は、「所有と支配の分離の第一段階である」と述べている(Berle and Means,*op.cit.*,p.70.)。制度上株主権限の弱体化・経営者権限の増強が進んで来ているので、過半数持株支配の場合、群小株主は自らその部分所有者たる会社への支配権限を失って、大株主の意のままに翻弄され、損失を被る恐れがある(*Ibid.*,pp.71-72.)。ましてや少数持株支配(minority control)、経営者支配の場合、このように経営者、支配者に翻弄され、損害を被りやすい株主は多数にのぼるのである。一方における経営者の権力増強は、他方において被支配者の自由の喪失をもたらす。このような自由の一定の喪失は、効率的な産業制度においては不可避的であるとしても、そのような権力の正統性は問われざるをえないのである(Mason,*op.cit.*,p.8.)

そこで、試みられるのが所有と支配の一致の追求であり、ストック・オプションなど経営者を実質的に株式所有者とし、かくて経営者を所有者的行動に駆り立て、所有と支配の分離を止揚しようとするのである。ジェンセンはさらに、成熟企業では内部資金(キャッシュ・フロー)さらにはフリー・キャッシュ・フローが潤沢になりすぎるので、負債を利用したLBO(レバレッジド・バイアウト)などにより経営者を牽制すべしと主張するのである。ここでも、株主一般と経営者の利害対立の視点から論じられている(Michel C. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *The American Economic Review*, Vol.76 No.2, May 1986, p.328.)。さらに彼は、資本市場ないし金融市場による経営者規律づけの必要性に言及している(Michael C. Jensen, "Eclipse of the Public Corporation," *Harvard Business Review*, September-October 1989; 邦訳「LBOアソシエーション」『DIAMONDハーバード・ビジネス』1990年1月)

(2) 日本における「経営者支配」の形態 - メインバンク制、株主相互持合い

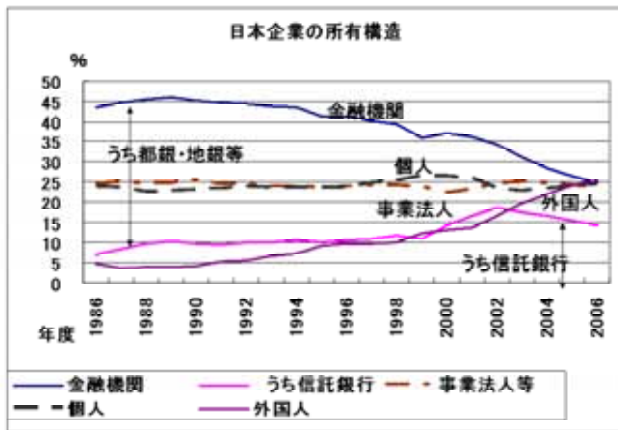
アメリカにおいて、バーリとミーンズ以来、経営者支配が成立していると言われ、その場合、株式分散の進展の結果それが成立したとされる。ただし、第2次世界大戦後、機関化現象が進展したが、機関投資家の行動原理はウォール・ストリート・ルール、つまり経営が気に入らなければ、売却するというものであったので、實際上経営者支配は続いていたと言われている(Jensen, *op.cit.*,p.53)。ただ、その後株主権が喧伝されるにおよび変化を遂げてきている。

わが国においても経営者支配が成立しているというのが通説であった。わが国の場合、奥村宏氏が言うように相互持合い、相互信認により、いわゆる「法人所有に基づく経営者支配」が成立していたというのが通説的理解であろう。わが国の場合、間接金融体制に裏付けられて、メインバンクの力が極めて強かった。相互持合いを主導したのはメインバンクであった。これらが日本企業が「経営者と従業員の共同体」(野口悠紀雄「株主軽視の経営はなぜ問題なのか」<http://www.noguchi.co.jp/>)ないし「準共同体的企業」(ロナルド・ドーア『誰のための会社にするか』2006年、岩波書店)であり続けることを可能にしてきたと思われる

次頁左図に見られるように、持ち合いを主導していたのが金融機関であり、事業法人もこれに呼応したことがわかる。また、近年金融危機を契機として、金融機関の持株比率が低下し、銀行が持合い株を放出したので、これに対応して事業法人もその持合い株を放出した。事業法人はそれに代

わる安定株主をさがさざるを得なかった。

銀行と事業法人間の持ち合いが崩れ、日本企業における株式相互持合いの比率が低下してきている。このことは、大和総研の下右図からもわかる。この放出された持合い株を吸収したのは外国人株主である。つまり、外国の機関投資家が金融機関等により放出された株式を吸収したのである。外国人持株比率の急上昇はこれを反映している。



年度	保有比率(%)		持ち合い比率(%)	
	金額ベース	株数ベース	金額ベース	株数ベース
	(前年差)	(前年差)	(前年差)	(前年差)
1991	41.7	36.9	27.7	23.6
1992	40.6 (- 1.1)	36.5 (0.4)	27.0 (0.7)	23.1 (0.5)
1993	34.2 (6.4)	31.2 (5.2)	23.8 (3.2)	20.7 (2.4)
1994	34.0 (0.2)	30.4 (0.8)	23.9 (+ 0.1)	20.3 (0.4)
1995	34.2 (+ 0.2)	30.3 (0.1)	24.6 (+ 0.6)	20.4 (+ 0.1)
1996	31.5 (2.7)	29.3 (0.9)	23.1 (1.4)	20.0 (0.4)
1997	29.3 (2.2)	28.5 (0.8)	21.5 (1.7)	19.2 (0.8)
1998	25.5 (3.8)	26.4 (2.1)	18.9 (2.6)	17.4 (1.8)
1999	27.2 (+ 1.7)	24.6 (1.7)	12.6 (6.2)	13.9 (3.5)
2000	25.6 (1.5)	23.6 (1.0)	13.0 (+ 0.4)	13.1 (0.8)
2001	23.7 (1.9)	20.2 (3.4)	10.8 (2.2)	10.4 (2.6)
2002	20.7 (3.0)	18.0 (2.2)	8.0 (2.8)	7.9 (2.6)
2003	18.8 (1.9)	15.8 (2.2)	8.6 (+ 0.5)	7.4 (0.4)
2004	17.1 (1.6)	12.2 (3.6)	8.0 (0.6)	5.5 (1.9)
2005	17.0 (0.1)	11.7 (0.5)	8.7 (+ 0.7)	5.5 (0.0)

(注)2004,2005年度数値にはライブドアの数値を除外して計算している。

市場全体に対する比率

株数は単元数ベース(2000年度以前は単位数ベース)

(出所)大株主データ、保有株明細データ等より大和総研推計

大和総研しらべ

4．近年における株式所有構造の変容とM&Aの盛行

前節で見たように、日本企業の株式所有構造はここ数年大きな変貌を遂げてきている。いわゆる持ち合い崩れである。そして、これを埋め合わせたのが外国人機関投資家であり、あるいはまた、近年における投資信託、年金信託などの増加を反映した信託銀行による株式保有の増加もまた、放出された持合い株の受け皿の役割を果たしたであろう。この点は先の図表からも明らかである。

また、このような持ち合い崩れ、株式保有の流動化が、近年のM&A盛行の背景にある。

(1) コーポレート・ガバナンス論とM&A

先の、「コーポレート・ガバナンス原則」では、「わが国では『経営者の市場』が確立しておらず、経営者の流動性が低い。その結果、監督をする取締役も監督される経営者も社内出身で同じ仲間ということが多く、實際上、取締役や監査役がその機能を果たせないでいる。また株式持ち合いが行われており、しかもわが国の株式持ち合いは、それが維持されることが前提となっており、支配権の異動が起こり難い。その意味では、会社支配権の市場が不在であり、株主の交代による経営者の交代という市場の規律が働きにくくなっている。……しかし、企業にとって、市場経済原理に従うことと、法を守ることは、ルールを守るという意味ではまったく同じ」だ(11-12頁)。ここから同原則は、いわばM&Aを推進するという立場に立っていることがわかる。

コーポレート・ガバナンス論の推進論者である、ジェンセンも、先に述べたように経営者を規律づけるものとしてLBOを積極的に位置づけている。先にマクロ的なコーポレート・ガバナンス論は証券市場による経営者規律付けを推進し、経営者資本主義から株主資本主義への移行を促すものであるとしたが、これはまたM&A推進論の立場に立つものである。そしてこの場合、M&Aを行おうとするファンドなどは株主一般の立場に立って経営者のモラル・ハザードを押しとどめるという積極的な役割を担うものと位置づけられる。果たしてそのように単純に理解して良いものだろうか。疑問なしとしない。次に実際に起こったライブドア事件を例に、この問題を検討したい。

(2) M&Aの実際 - ライブドア事件を例に -

ライブドアがニッポン放送株をめぐってフジテレビと争ったことは記憶に新しい。果たしてこれはどのような事件であったのか。周知のように、放送業界は規制産業として、安穩に高収益をあげているといえる。その保守的な体質も問題視される。そこへネットとメディアの融合による企業価値向上を標榜して堀江貴文がフジテレビによるニッポン放送へのTOBに横やりを入れたのが本事

件の発端であった。もちろんその前に、村上ファンドの村上世彰の入れ知恵があったということも明らかにされている。しかし構図はライブドアの堀江によるニッポン放送買収劇であることは間違いない。しかもその資金の大半は外資系証券であるリーマン・ブラザーズに対するMSCB (Moving Strike convertible bond, 転換価格修正条項付転換社債型新株予約権付社債) の発行によって賄われた。しかも買収はTOBによるのではなく、2005年2月8日の立会外取引による29.6%の買い占めから始まった。この取引はリーマン・ブラザーズが外国人機関投資家とライブドアとの間に立って成立させたものであった。まさに、日本企業における外国人持株比率の近年における上昇は、このようなM&Aを容易にするものであることを如実に示すことになり、その後日本企業が買収防衛策に走り出したことは周知のところである。

この事件は、最終的にはライブドアはニッポン放送株の過半数を買い集めたが、SBI (ソフトバンク・インベストメント) の北尾氏の仲介のもと、ライブドアが買い集めたニッポン放送株はフジテレビに引き取られることになった。おまけに、ライブドアとフジテレビが提携関係を結ぶことになり、そのためにフジテレビはライブドア株を12.75%保有することになった。フジテレビは、ニッポン放送株買い取りのために1,038億円、ライブドアへの出資に449億円支払った。支払総額は1,478億円となった。

ここで、リーマン・ブラザーズが果たした役割は何であったのか。リーマン・ブラザーズはMSCBを800億円で買い取り、それと同時に、堀江から借り株をし、これを空売りして、予め株式に転換する前はかなりを売り抜け、その後下落した株価をもとにそれよりも10%も低い転換価格で株式を受け取り、これを堀江に返還するとともに、残りの株式を市場で売り抜けたのであった。これによりリーマン・ブラザーズは数百億円の利益を上げたといわれている。リーマン・ブラザーズが転換した株式を一定の株価で売り抜けられるよう、堀江はテレビで好印象を演出し、ライブドア株は人気を博し、ニッポン放送買収騒動直前の2005年1月の1日平均売買高1,319万株から、同年3月の一平均売買高5,264万株へと急増している。この間にリーマン・ブラザーズが売り抜けたであろうと推測できるが、このライブドア株はネット投資家など個人投資家にも引き取られたと推測される。これがその後のライブドア株の上場廃止で暴落し、これら個人投資家が大きな損失を被ったであろうことは容易に推測できる。なお、この間個人はライブドア株を買い増してはいるが、持株比率を高めたわけではない。外国人投資家、金融機関や法人が買い支えた可能性もある。

ここからわかることは、利得したのはリーマン・ブラザーズなどであり、ニッポン放送株をめぐっては、ニッポン放送経営陣と大株主であるフジテレビとが共同戦線をはり、他方でライブドアがリーマン・ブラザーズなどと共同戦線をはって、ニッポン放送の支配権の争奪戦を演じたのであった。一時的にも過半数大株主になったライブドアがニッポン放送の一般株主を代表してニッポン放送経営陣と対立したのではない。ニッポン放送の一般株主も利得したとはいえ、フジテレビなどの友好的な大株主=経営陣と別の大株主たるライブドアとの対立の構図であり、そのツケは結局ニッポン放送やフジテレビの社員が支払うことになりそうである。

リーマン・ブラザーズがこのように利得できるのも、近年の日本における規制緩和があったからである。ドル垂れ流しによる世界的な資金余剰も背景にある。また、日本の規制緩和は金融立国を目指すアメリカにとって好都合なことであることは間違いない。ここにおいて、しばしば年金基金の資金を運用するファンドなどがM&Aで利得しようとすることもある。この場合、買収側のファンドと買収対象企業の経営者=従業員の利害対立となる。だが年金を拠出しているのはどこかの会社の従業員である。まさに、金融業界はOther People's Moneyを利用して利得しているのである。しかもブルーデント・マン・ルールによりそれを義務づけられている。すべてのステークホルダーに利益となるバランスのよい企業価値向上はいかにすれば可能だろうか。われわれに課せられた課題は大きい。

株主資本主義化における 株式会社の諸課題

「日本におけるコーポレート・
ガバナンス論流行の問題点」

信用理論研究会2007年度秋季大会(2007年9月10日)
立命館大学 松村勝弘

1

目次

1. 株主資本主義とは？
2. 日本におけるコーポレート・ガバナンス論
流行について考える
3. 「経営者支配」論の再検討
4. 近年における株式所有構造の変容と
M & Aの盛行

2

1. 株主資本主義とは？

(モノによるヒトへの支配, その典型としての株式会社)

- 上村達男・金児昭『株式会社はどこへ行くのか』で言われていること=かつて「物神化論, つまりマーケットとか株式会社というのはモノなのにヒトを支配する」といった理論がはやりました。人間がつくったモノの世界に支配される」「こういう認識はマル経だろうがなかろうが, 非常に大事な認識」(上村達男・金児昭『株式会社はどこへ行くのか』日本経済新聞社, 2007年)
- こういう視点からすれば, 株主資本主義というより, 株式資本主義, 株券資本主義かもしれない。

3

株主資本主義関連記事事件数

株主資本主義に関する日経4紙記事事件数

掲載年	件数	掲載年	件数	掲載年	件数
1975-90	0	1996	0	2002	10
1991	1	1997	1	2003	0
1992	1	1998	0	2004	3
1993	1	1999	2	2005	11
1994	1	2000	12	2006	7
1995	0	2001	2	2007	2

(注1) 2007年は7月15日まで。

(注2) 日経テレコンより作成。

4

株主資本主義関連図書

- 「株式会社はどこへ行く 株主資本主義批判」奥村 宏 (2000/8)
- 「株主資本主義の誤算 短期の利益追求が会社を衰退させる」アラン・A. ケネディ、奥村 宏、酒井 泰介 (2002/4)
- 「検証 株主資本主義」土志田 征一、田村 秀男、日本経済研究センター (2002/6)
- 「アングロサクソン・モデルの本質 株主資本主義のカルチャー 貨幣としての株式、法律、言語」渡部 亮 (2003/2)
- 「ファンド資本主義とは何か」武藤泰明 (2005/7)
- 「なぜ資本主義は暴走するのか 「株主価値」の恐るべき罠」ロジャー・ローウェンスタイン、鬼沢 忍 (2005/8)
- 「品位ある資本主義」相沢幸悦 (2006/8)

5

株主資本主義関連記事 - 株主資本主義 関連記事では何が言われているか

- 「昭栄にTOB, 広がるか? 株主資本主義 オリックス全面支援 (ビジネスTODAY)」(『日経産業新聞』2000年1月25日号)
 「村上氏の応援団長ともいえるオリックスの宮内義彦社長は「株主価値の最大化を実現する企業統治のあり方」を日本に定着させたいとする村上氏の心意気に投資した」という。宮内社長は企業統治のあり方を研究する任意団体コーポレートガバナンスフォーラムの委員長。「日本企業の活力がなくなったのは従業員、取引先、その他の利害関係者全員を満足させる利害関係者資本主義に向いていたため、株主を満足させる株主資本主義の方向に進まなくてはならない」と主張する。村上氏の応援団長ともいえるオリックスの宮内義彦社長は「株主価値の最大化を実現する企業統治のあり方」を日本に定着させたいとする村上氏の心意気に投資した」という。宮内社長は企業統治のあり方を研究する任意団体コーポレートガバナンスフォーラムの委員長。「日本企業の活力がなくなったのは従業員、取引先、その他の利害関係者全員を満足させる利害関係者資本主義に向いていたため、株主を満足させる株主資本主義の方向に進まなくてはならない」と主張する。」

これらの経緯からわかるように、「株主資本主義」「コーポレート・ガバナンス」「M & A」これらは、相互につながっている

6

2. 日本におけるコーポレート・ガバナンス論流行について考える

日経テレコン記事検索によるコーポレート・ガバナンス関連記事掲載件数

年	件数	年	件数	年	件数
1990	0	1996	67	2002	794
1991	1	1997	473	2003	906
1992	4	1998	349	2004	775
1993	56	1999	314	2005	948
1994	34	2000	357	2006	735
1995	55	2001	459	2007	520

(注)2007年は8月31日まで。

- 金融危機が問題になった1997年以後急増しており、金融危機・不況の深刻化とともにその言葉が定着していったことがわかる。

7

ミクロ的なコーポレート・ガバナンス論 経営者資本主義に対置される株主資本主義

- 機関投資家の素朴な投資収益率向上要求を論理的に整理すると、それは経営者資本主義に対置して株主資本主義を主張するものである(例えば、機関投資家であるバンガードグループの創業者John C Bogleによる2004年CFA Institute年次総会講演)
- その主張は「株主の手に」「株式会社を取り戻すため」のものだという

8

マクロ的なコーポレート・ガバナンス論 「借金の規律」から「市場の規律」へ

- 相互持ち合いがあるために株主のチェックが働かなかった。また高度成長期であれば、日本企業の借金経営体質から、いわゆる「借金の規律」が働いたけれども、近年は規律なき企業行動がみられるといわれている。そこで、もはや借金経営を脱却した日本の大企業において、株主の復権、証券市場の機能強化が必要だと主張 = 「市場の規律」論、「間接金融」から「直接金融」へ

9

株式会社制度を振り返っておく - 株式会社の本質を考える

- 準則主義
- 有限責任
- 証券化、資本の動員 - > 証券市場

- 準則主義、定款、会社の目的
特許主義、勅許主義との対比での準則主義、
一般会社法 = 会社は社会的存在である

10

日本電気株式会社定款

(目的)

第2条 本公司は、次の業務を営むことを目的とする。

- 1 電気通信機械器具、コンピュータその他の電子応用機械器具、電気機械器具その他電気に関する一切の機械器具、装置及びシステムの製造及び販売その他の処分
- 2 原子力機械器具、航空機械器具、医療機械器具、計量器その他前号に定められたもの以外の一切の機械器具、装置及びシステムの製造及び販売その他の処分
- 3 電子管、半導体素子、集積回路その他前号に定められた機械器具及び装置に使用される部品及び材料の製造及び販売その他の処分
- 4 情報通信サービス、情報提供サービスその他情報サービスの提供
- 5 インターネット等のネットワークを利用した通信販売業、集金代行業、旅行業、損害保険代理業、生命保険募集業、放送業及び蓄備業
- 6 建設工事の請負
- 7 前各号に定めた業務の増進、処理、遂行に必要な一切の行為
- 8 前各号に定めた業務で他人の経営に属するものに対する投資

11

NECの企業理念

- NECはC&Cをとおして、
- 世界の人々が相互に理解を深め、
- 人間性を十分に発揮する
- 豊かな社会の実現に貢献します。

12

NECの企業スローガン

お客様のニーズに最適な方法でお応えすること。ソリューションパートナーとして、お客様の革新に寄与していくこと。それこそが、私たちNECが目指してきたことです。毎日の生活やビジネスの現場におけるお客様のさまざまな課題やご要望に共に取り組み、共に考え、私たちの持てるすべてを注いでベストな解決策をつくりあげる。その過程で、NEC自身も自らの技術やノウハウを革新し、さらに高いレベルの顧客満足を実現する力にする。そしてその積み重ねが、ひいては社会全体の革新や活性化へとつながっていく。「**すべてはお客さまの革新のために。そして活力ある社会のために。**」"Empowered by Innovation"というグローバルスローガンには、私たちNECの強い思いがこめられているのです。

インターネットが爆発的に普及し、ブロードバンド化、モバイル化の進行によって、社会の重要なインフラとして定着した今、お客様の抱える課題はますます多様化し、高度化しています。そこで求められるのが、最先端の技術や豊富なノウハウに裏打ちされた、信頼性の高いソリューション能力です。NECは、IT、ネットワークをはじめとするさまざまな領域で、これまでに培ってきた力のすべてを結集。お客様の最高の満足を目指し、革新的なソリューションを開発していきます。**新しいビジネスが**つぎつぎと生まれ、**人々の生活がもっと便利で豊かになっていく、そんな活力ある社会の実現**に、私たちはこれからも貢献していきたいと考えています。

13

ワタベマインド【経営基本理念】

わたしたちの目的は
真心の奉仕と知恵ある提案を通じて
すてきな生活文化を創造し、
心豊かな社会の実現に
貢献することにある。

14

ワタベウェディングのステークホルダーでもっとも大事なものは？

従業員である

(渡部社長のことば)

15

3. 「経営者支配」論の再検討

- (1) バリー＝ミーンズ「経営者支配」論やジェンセンのエージェンシー理論
 - エージェンシー理論がいう株主の手に株式会社を取り戻すという主張は、1932年に著されたバリー＝ミーンズの著書にその淵源がある。
 - 「私的権力の重要な中心が、権力は実在するが責任はあいまいな人たちの手中に存在すること」は、正統性(legitimacy)を欠いているのであり、これが問題化せざるをえない。このような問題こそ「経営者支配」問題・「所有と支配の分離」問題の中心的な課題であると考えべき

16

株主主権論

- 経営者支配対策として試みられるのが所有と支配の一致の追求であり、ストック・オプションなど経営者を実質的に株式所有者とし、かくて経営者を所有者的行動に駆り立て、所有と支配の分離を止揚しようとするのである。ジェンセンはさらに、成熟企業では内部資金(キャッシュ・フロー)さらにはフリー・キャッシュ・フローが潤沢になりすぎるので、負債を利用したLBO(レバレッジド・バイアウト)などにより経営者を牽制すべしと主張するのである。ここでも、株主一般と経営者の利害対立の視点から論じられている。さらに彼は、資本市場ないし金融市場による経営者規律づけの必要性に言及している

17

(2) 日本における「経営者支配」の形態 - メインバンク制, 株主相互持合い

1955年, 75年, 95年のメインバンク変更の有無

(単位: 社数)

1975年と95年		1955年と75年		1955年・75年・95年	
社長会メンバー企業					
変更なし	139 91.4%	変更なし	102 77.3%	変更なし	97 73.5%
変更あり	13 8.6%	変更あり	30 22.7%	変更あり	35 26.5%
計	152	計	132	計	132
非メンバー企業					
変更なし	543 83.3%	変更なし	264 72.1%	変更なし	238 65.0%
変更あり	109 16.7%	変更あり	102 27.9%	変更あり	128 35.0%
計	652	計	366	計	366
社長会(三菱, 住友, 三井)メンバー企業					
変更なし	52 88.1%	変更なし	43 81.1%	変更なし	40 75.5%
変更あり	7 11.9%	変更あり	10 18.9%	変更あり	13 24.5%
計	59	計	53	計	53
社長会(富士, 三和, 一勳)メンバー企業					
変更なし	87 93.5%	変更なし	59 74.7%	変更なし	57 72.2%
変更あり	6 6.5%	変更あり	20 25.3%	変更あり	22 27.8%
計	93	計	79	計	79

18

メインバンクはなくなったか

1995年と2007年のメインバンク変更の有無

都銀メイン(A)	636
メイン変化なし(B)	578
構成比=(B)/(A)	90.9%

19

株主相互持合いは無くなったか

住友グループにおける株式相互持合いの状況(1998年3月期・%)

所屬	親所屬																				合計
親所屬	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
1																					18.6
2																					20.3
4																					23.5
5																					31.5
6																					33.9
7																					24.3
8																					29.1
9																					23.4
10																					45.9
11																					22.0
12																					20.2
13																					17.7
14																					24.9
15																					43.8
16																					20.3
17																					24.7
18																					23.8
19																					13.7
20																					35.1
計	3.3	4.8	4.9	1.4	1.5	0.1	0.1	0.1	0.9	0.2	0.5	0.3	0.9	0.8	0.0	0.8	0.3	1.1	0.1	0.5	22.2

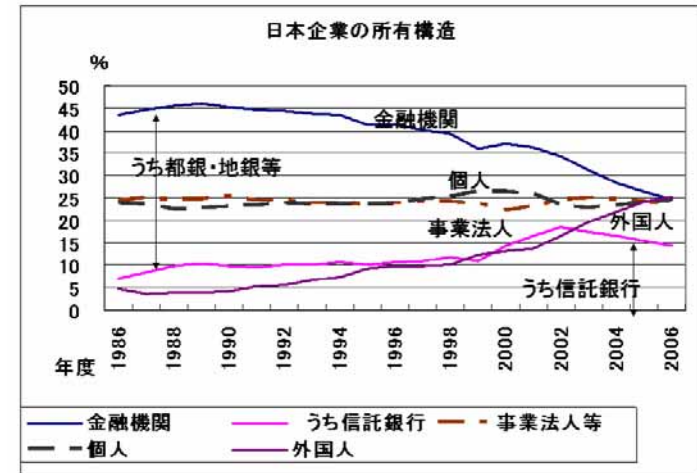
20

現在の住友グループにおける株主相互持合いの実態

住友グループにおける株主相互持合いの状況(2007年3月期・%)

所属	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	合計
1	*	-	○	-	-	-	-	○	○	○	○	○	○	○	-	○	○	-	○	○	2.5
2	-	*	-	-	-	-	-	○	○	○	○	○	○	○	-	○	○	○	○	○	3.7
4	-	-	○	*	-	-	-	○	○	○	○	○	○	○	-	○	○	-	○	○	5.1
5	-	-	○	○	*	-	-	○	○	○	○	○	○	○	-	○	○	-	○	○	8.8
6	○	-	-	-	-	*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.8
7	○	-	-	○	-	-	*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8.8
8	○	○	○	-	-	-	-	*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	○	○	15.0
9	○	-	-	-	○	-	-	-	*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	○	○	12.5
10	○	-	-	-	-	-	-	-	-	*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.9
11	○	○	○	-	-	-	-	○	○	○	*	-	-	-	-	-	-	-	-	○	9.5
12	○	-	-	-	○	-	-	-	○	○	-	*	-	-	-	-	-	-	-	-	8.7
13	-	○	-	○	-	-	-	-	-	○	○	-	*	-	-	-	-	-	-	-	10.6
14	○	-	-	-	○	-	-	-	-	○	○	-	-	*	-	-	-	-	-	-	5.7
15	○	○	○	-	○	-	-	-	-	-	-	-	-	-	*	-	-	-	-	-	25.7
16	○	○	○	-	○	-	-	-	-	○	○	-	-	-	-	*	-	-	○	○	7.8
17	-	○	○	-	-	-	-	-	-	○	○	-	-	-	-	-	*	-	-	-	9.3
18	-	-	○	-	-	-	-	-	-	○	○	-	-	-	-	-	-	*	-	-	3.4
19	○	○	-	-	○	-	-	-	-	○	○	-	-	-	-	-	-	-	*	-	9.6
20	-	-	-	-	-	-	-	-	-	○	○	-	-	-	-	-	-	-	-	*	10.4
計	1.5	1.1	1.4	0.9	1.0	-	-	0.2	0.5	0.1	0.3	0.2	0.9	0.5	0.0	0.2	0.0	0.1	0.4	0.6	9.6

日本企業における所有構造の変化



上場企業による株式の保有比率と持ち合い比率の推移(カバー率補正後)

年度	保有比率(%)		持ち合い比率(%)	
	金額ベース (前年差)	株数ベース (前年差)	金額ベース (前年差)	株数ベース (前年差)
1991	41.7	36.9	27.7	23.6
1992	40.6 (1.1)	36.5 (0.4)	27.0 (0.7)	23.1 (0.5)
1993	34.2 (6.4)	31.2 (5.2)	23.8 (3.2)	20.7 (2.4)
1994	34.0 (0.2)	30.4 (0.8)	23.9 (+ 0.1)	20.3 (0.4)
1995	34.2 (+ 0.2)	30.3 (0.1)	24.6 (+ 0.6)	20.4 (+ 0.1)
1996	31.5 (2.7)	29.3 (0.9)	23.1 (1.4)	20.0 (0.4)
1997	29.3 (2.2)	28.5 (0.8)	21.5 (1.7)	19.2 (0.8)
1998	25.5 (3.8)	26.4 (2.1)	18.9 (2.6)	17.4 (1.8)
1999	27.2 (+ 1.7)	24.6 (1.7)	12.6 (6.2)	13.9 (3.5)
2000	25.6 (1.5)	23.6 (1.0)	13.0 (+ 0.4)	13.1 (0.8)
2001	23.7 (1.9)	20.2 (3.4)	10.8 (2.2)	10.4 (2.6)
2002	20.7 (3.0)	18.0 (2.2)	8.0 (2.8)	7.9 (2.6)
2003	18.8 (1.9)	15.8 (2.2)	8.6 (+ 0.5)	7.4 (0.4)
2004	17.1 (1.6)	12.2 (3.6)	8.0 (0.6)	5.5 (1.9)
2005	17.0 (0.1)	11.7 (0.5)	8.7 (+ 0.7)	5.5 (0.0)

(注) 2004,2005年度数値にはライブドアの数値を除外して計算している。

市場全体に対する比率

株数は単元数ベース(2000年度以前は単位数ベース)

(出所) 大株主データ、保有株明細データ等より大和総研推計
大和総研しらべ

トヨタ自動車の大株主の変化

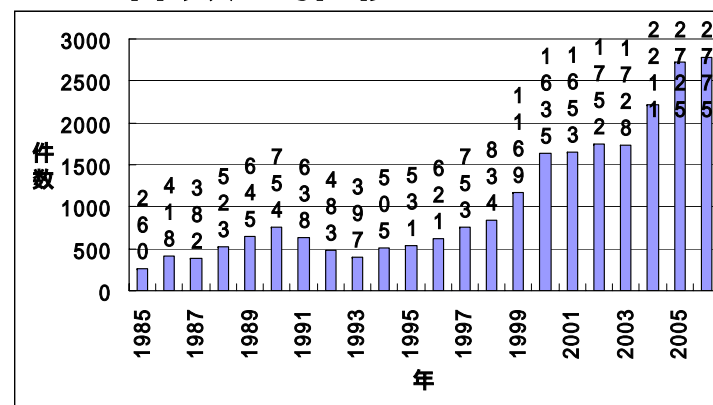
	1990年6月			2007年3月		
	10大株主	持株数(千株)	%	10大株主	持株数(千株)	%
1 三和銀行	152453	4.98	自社(自己株口)	412,060	11.4	
2 太神三井銀行	152453	4.98	日本マスター信託	218,291	6.0	
3 東海銀行	152453	4.98	日本トラスティ信託	217,535	6.0	
4 豊田自動織機	141365	4.62	豊田自動織機	200,195	5.5	
5 日本生命	112564	3.68	ヒーロー&カンパニー	142,558	3.9	
6 日本長期信銀	95440	3.12	日本生命保険	131,684	3.6	
7 大正海上火災	75434	2.46	ステート・ストリート・バンク&トラスト	130,282	3.6	
8 大和銀行	74704	2.44	資産管理サービス信	107,818	2.9	
9 第一生命保険	68430	2.24	東京海上日動火災	83,821	2.3	
10 三井信託銀行	66462	2.17	三井住友海上火災	65,166	1.8	
計	1091760	35.66	計	1,709,410	47.0	

4. 近年における株式所有構造の変容とM & Aの盛行

- 日本企業の株式所有構造はここ数年大きな変容を遂げてきている。いわゆる持ち合い崩れである。そして、これを埋め合わせたのが外国人機関投資家であり、あるいはまた、近年における投資信託、年金信託などの増加を反映した信託銀行による株式保有の増加もまた、放出された持ち合い株の受け皿の役割を果たしたであろう。 - > M&Aの盛行

25

M & A件数の推移



26

(1) コーポレート・ガバナンス論とM & A

- 「コーポレート・ガバナンス原則」におけるM & A推進論
会社支配権の市場が不在であり、株主の交代による経営者の交代という市場の規律が働きにくくなっている。.....しかし、企業にとって、市場経済原理に従うことと、法を守ることは、ルールを守るという意味ではまったく同じ
- ジェンセンのLBO推進論
経営者を規律づけるものとしてLBOを積極的に位置づけている

27

(2) M & Aの実際 - ライブドア事件を例に -

- M&Aは買収者と経営者との間の企業価値向上をめぐるバトルであるといわれる。つまり買収者のシナリオか経営者のシナリオかどちらのほうが企業価値をよく向上せしめるのか。
- 企業価値とは将来キャッシュ・フローの割引現在価値だというのがファイナンス論での通説である。
- ではどうすれば企業価値は向上するのか。

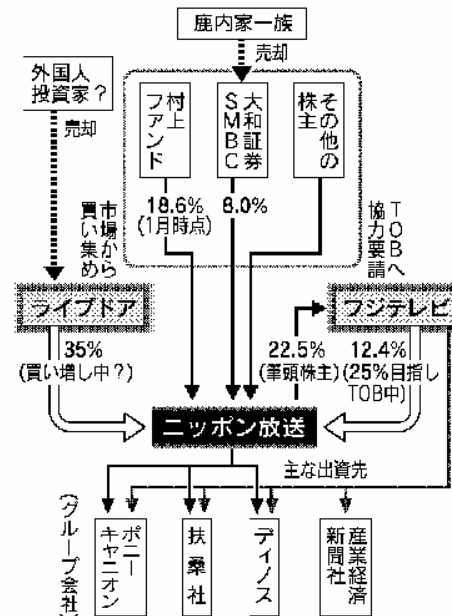
28

ライブドア事件とは一体何だったのか

- 2005年ライブドア事件(フジテレビとの間でのニッポン放送争奪戦)は大きな契機であった。
- 同年,村上ファンドによる阪神電鉄株買い占め
- 同年,楽天によるTBS株買い占め提携を迫る
- 2006年王子製紙による北越製紙へのTOBと北越製紙による防戦
- 同年,レックスHD(牛角)におけるMBO
- 同年,スチールパートナーズによる明星食品TOBと日清食品がホワイトナイトとなる
- 2007年上記スチールによるサッポロHDへのTOBとサッポロによる防戦
- 2007年スチールパートナーズによるブルドックソースへのTOBと,裁判所による濫用的買収者認定

29

ニッポン放送を巡る買収合戦の構図



30

ライブドアvsフジテレビのニッポン放送買収劇

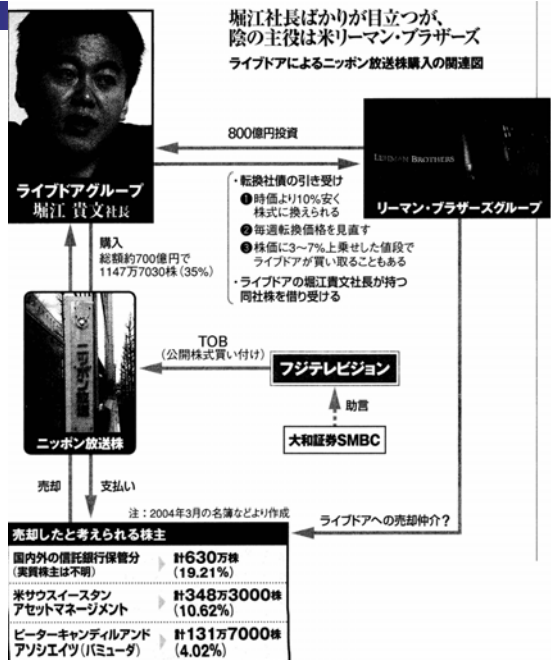
月	日	動き
1	17	フジテレビがニッポン放送株に対するTOB発表(過半数所有の子会社化してねじれ解消へ)
2	8	ニッポン放送株 ライブドアが35%取得
2	10	ニッポン放送株 取得目標25%超に下げ
2	23	ニッポン放送 フジへ新株予約権発行を決定
2	24	ライブドア新株予約権発行差し止め仮処分申請
2	25	フジTOB 講談社、東電、三菱電機応じる
3	7	ニッポン放送株TOB期限(3分の1超確保)
3	11	東京地裁新株予約権差し止め仮処分
3	23	高裁も「ライブドア勝利」差し止め命令を認可
3	24	全フジ株をSBIに貸し出し ニッポン放送
3	28	ライブドア50.21%取得 ニッポン放送株
3	30	堀江氏、フジ社長とも会談、「休戦」提案
3	31	ニッポン放送 社外取締役3人辞任
4	1	ライブドア,ニッポン放送株過半数獲得
4	18	フジとライブドアが和解案発表

31

フジテレビとライブドアの和解内容の骨子

- フジはライブドアの保有するニッポン放送株全株を1株6300円,総額1038億円で買い取る。
- ニッポン放送はフジの完全子会社になり,上場廃止へ。
- フジはライブドアの第三者割当増資440億円を引き受け,12.75%の第2位株主に。
- 業務提携を協議する「推進委員会」を設置。
- フジ,ニッポン放送のライブドアへの支払総額は1473億円。

32



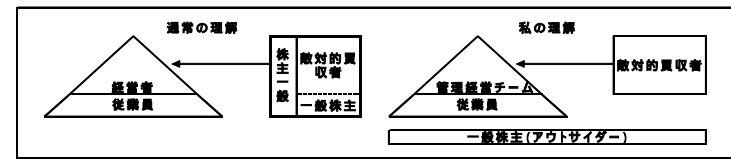
ライブドアの調達戦略を 見る＝リーマンとの関係

- リーマン・ブラザーズがこのように利得できるのも、近年の日本における規制緩和があったから
- ドル垂れ流しによる世界的な資金余剰も背景にある
- 日本の規制緩和は金融立国を目指すアメリカにとって好都合なことであることは間違いない。ここにおいて、しばしば年金基金の資金を運用するファンドなどがM&Aで利得しようとすることもある。
- この場合、買収側のファンドと買収対象企業の経営者＝従業員の利害対立となる。だが年金を拠出しているのはどこかの会社の従業員である。
- まさに、金融業界はOther People's Moneyを利用して利得しているのである。しかもプルーデント・マン・ルールによりそれを義務づけられている。すべてのステークホルダーに利益となるバランスのよい企業価値向上はいかにすれば可能だろうか。われわれに課せられた課題は大きい。

まとめ的指摘

- **(金融的利得の時代)** 第1に、リーマン・ブラザーズは明らかに金融的利得の獲得が目的であって、ニッポン放送やフジテレビの経営が目的ではなかったし、ライブドアも放送とネットの融合といたけれども、さほど具体的な提案をしていたわけではなかった。最終的にはフジテレビに売り抜けたわけで金融的利得(グリーンメール)が目的であったといわれても仕方のないところである。
- **(企業価値向上の鍵)** 第2に買収の能力と経営の能力は別であって、買収者は企業価値を向上させられるか。ライブドア事件がよい例だとは言えないかもしれないが、ライブドア、リーマン・ブラザーズ連合は経営の能力はともかく買収の能力に長けていたことは間違いない。現実資本の側を想起すべき。

敵対的買収の図式化



第3に、最近のM&A論議では、**支配株主の責任**が忘れられているのではないか。

規制緩和と規制・規律, 野放図な資本主義

- 第4に, 第3とも関係するか, 支配株主にも責任があるし, また, 規制緩和(デ・レギュレーション)は(リ・レギュレーション)に補完されないとワークしないのに, それが放置され, **野放図な資本主義**が跋扈している。
- 間接金融(メインバンク制・相対型)から直接金融(市場型)へなどというけれど, では, 市場型をワークさせる**制度的インフラ**は整っているのか?

37

興味深い見方

- 「株主重視の経営が標榜されるが, 企業の最大のステークホルダーは売却で退出できる株主ではない。経営者と従業員こそ最大のステークホルダーである。その最大のステークホルダーが高い志で一体化して働くとき企業価値は最大限に高まる。経営に関しては**ずぶの素人の大学教授や女性ジャーナリスト**などを社外重役に送り込んで, 形だけ欧米企業のスタイルを真似て「コーポレート・ガバナンスに先進的な企業」などと名乗る企業こそ, 経営者が企業統治の本質をわかっていない危ない企業と言えるだろう。」(石黒憲彦『産業再生への戦略』東洋経済新報社, 2003年, 115-116頁)

38

株主資本主義化における株式会社の諸課題 「日本におけるコーポレート・ガバナンス論流行の 問題点」

立命館大学 松村勝弘

立命館大学の松村でございます。まずこのような報告の機会を与えて頂きましたこと、学会・大会関係者に御礼申し上げます。
(PPT, 2目次)

1. 株主資本主義とは？

(PPT, 3)

私に期待されているもの

「株主資本主義化における株式会社の諸課題」がテーマだという。また私に期待されているのは、私がこれまで論じてきたコーポレート・ガバナンス論との関係で論じてほしいということであろうと思う。

まず一体「株主資本主義」なる言葉はどういう言葉なのだろうか。

モノによるヒトの支配，その典型としての株式会社

最近出版されました，上村達男・金児昭『株式会社はどこへ行くのか』で言われていることを紹介したいと思います。かつて「物神化論，つまりマーケットとか株式会社というのはモノなのにヒトを支配するといった理論がはやりました。人間がつくったモノの世界に支配される」「こういう認識はマル経だろうがなかろうが，非常に大事な認識」(上村達男・金児昭『株式会社はどこへ行くのか』日本経済新聞社，2007年)

こういう視点からすれば，株主資本主義というより，株式資本主義，株券資本主義かもしれない。

株主資本主義関連記事数

株主資本主義に関する日経4紙記事数

(PPT, 4)

また，この言葉は自明のようにも見えるし，また昔から使い古されている言葉のようにも見えるが，いつ頃から使われ出しているのだろうか。次にこれをみていくことにする。

掲載年	件数	掲載年	件数	掲載年	件数
1975-90	0	1996	0	2002	10
1991	1	1997	1	2003	0
1992	1	1998	0	2004	3
1993	1	1999	2	2005	11
1994	1	2000	12	2006	7
1995	0	2001	2	2007	2

(注1)2007年は7月15日まで。

(注2)日経テレコンより作成。

今，日経テレコンにより，日経4紙記事で「株主資本主義」なる言葉が使われた記事はいつから表れているのかを調べてみた。すると「意外なことに」この言葉が最初に表れるのは，1991年なのである。この言葉が使われている記事数を表にしてみると右表のよ

うであった。わが国において、これが決して古くからある言葉ではないことがわかる。しかも 2000 年以後に比較的よく使われるようになったということから、一定の意味を持ってそれが語られているだろうことが推測される。

株主資本主義関連図書

(PPT, 5)

株主資本主義に関連して書かれた図書には、私の知る限りでは下記のようなモノがある。

『株式会社はどこへ行く 株主資本主義批判』 奥村 宏 (2000/8)

『株主資本主義の誤算 短期の利益追求が会社を衰退させる』 アラン・A. ケネディ、奥村 宏、酒井 泰介 (2002/4)

『検証 株主資本主義』 土志田 征一、田村 秀男、日本経済研究センター (2002/6)

『アングロサクソン・モデルの本質 株主資本主義のカルチャー 貨幣としての株式、法律、言語』 渡部 亮 (2003/2)

『ファンド資本主義とは何か』 武藤泰明 (2005/7)

『なぜ資本主義は暴走するのか 「株主価値」の恐るべき罨』 ロジャー ローウェンスタイン、鬼沢 忍 (2005/8)

『品位ある資本主義』 相沢幸悦 (2006/8)

株主資本主義関連記事では何が言われているか

(予稿集, p.1中頃)

米国流株主資本主義に関連する記事

最初の日経記事は 1991 年 10 月 21 日付の『日経産業新聞』の次のような記事であることがわかる。特別取材班による「良い会社とは何か GE の成功, 減益無縁のリストラ特急 (2001年の企業社会)」という記事がそれである。その表題からわかるように GE 賞賛の記事であり、そこでは「米国流の**株主資本主義**に対し『四半期ベースの利益を求めて経営が短期志向になる』との批判が日本には多い。だが、株主が経営陣に対し投下資本の収益率の極大化を求めるのは悪いことではない。むしろその圧力はトップにいい意味の緊張感を与える。」(太字強調は松村による。以下同じ)と述べている。ここからわかるように、わが国では「株主資本主義」という言葉がしばしば否定的に語られていること、だが必ずしもそう考える必要がないという主張もあること、この2点がこの記事に含意されていることがわかる。株主資本主義がときに否定的に語られ、ときに肯定的に語られたりしているのは、その後も同じである。ただ、90年代やや肯定的に語

られているように思われる。

日本で使われるようになったきっかけ

そしてこの言葉がよく表れるようになるきっかけとなっているのは、次の記事からわかるように、オリックスの宮内氏の言葉である。その記事は1994年4月24日の次の日経記事である。

「オリックスは23日、社外取締役制の導入と、役員の選任や報酬を決める『指名・報酬委員会』の新設を発表した。外部の専門家の登用と独立色の強い委員会の設置で、経営の透明性・客観性の確保をねらう。」そして「宮内義彦社長は同日の会見で、『米国のように短期に見るのではなく、中長期で株主にメリットがあるような**株主資本主義**をめざす』と経営改革の意図を説明。また、活発に進めている企業買収について『オリックスのコア（中核）ビジネスである金融事業にプラスになり、オリックスのROE（株主資本利益率）を高められる企業が候補』と述べた。」

（PPT，6，予稿集pp.1~2）

これに呼応して、その別働隊として活動を始めたのが村上世彰であった。事実、「昭栄にTOB，広がるか？**株主資本主義** オリックス全面支援（ビジネスTODAY）」（『日経産業新聞』2000年1月25日号）という記事でわかるように、このオリックス宮内氏の全面支援の下で村上は昭栄にTOBを仕掛けたのであった。

「『企業経営は株主の価値を高めることが企業統治の理念と考え、経営改革を提案したが、面会すらしてもらえなかった。変えるためには我々が筆頭株主かそれ以上の大株主になる必要があると思った』。M&A Cの村上世彰社長は同日の記者会見で、開口一番こう語り、企業乗っ取りや経営権の取得が目的ではないことを強調した。」「なぜ、村上氏はTOBを仕掛けたのか。83年に通産省に入った同氏は株式交換，M&A（企業の合併・買収）の法制業務を担当し、99年8月に退官した。『多くの日本企業が株主をあまり考えていない』という現状を打破するのが目的で、退官と同時にM&A Cを旗揚げした。」

「実はこのTOBは村上氏対昭栄，キヤノンなどの構図で片づけられない複雑な仕掛けが施されている。村上氏の応援団長ともいえるオリックスの宮内義彦社長は『株主価値の最大化を実現する企業統治のあり方を日本に定着させたいとする村上氏の心意気に投資した』という。宮内社長は企業統治のあり方を研究する任意団体コーポレートガバナンスフォーラムの委員長。『日本企業の活力がなくなったのは従業員，取引先，その他の利害関係者全

員を満足させる利害関係者資本主義に向いていたため。株主を満足させる**株主資本主義**の方向に進まなくてはいけない』と主張する。株主の満足とは株価を上げ、収益性を上げることを意味する。」

これらの経緯からわかるように、「株主資本主義」「コーポレート・ガバナンス」「M & A」これらは、相互につながっていることがわかる。そこで、まず、私がこれまで研究してきた「コーポレート・ガバナンス論」について、考えていくことにする。

2. 日本におけるコーポレート・ガバナンス論流行について考える (PPT, 7)

日本におけるコーポレート・ガバナンス論がどのような経緯で盛んに語られるようになり、それがどのようなコンテキストで語られており、それがどんな問題をはらんでいるのか、をここでは検討する。

日経テレコン記事検索によるコーポレート・ガバナンス関連記事掲載件数

年	件数	年	件数	年	件数
1990	0	1996	67	2002	794
1991	1	1997	473	2003	906
1992	4	1998	349	2004	775
1993	56	1999	314	2005	948
1994	34	2000	357	2006	735
1995	55	2001	459	2007	447

(注)2007年は7月15日まで。

コーポレート・ガバナンス関連記事件数

わが国においてコーポレート・ガバナンスないし企業統治がいつ頃から盛んに取り上げられるようになったのか。先ほどと同じように、いつ頃から盛んに記事として取り上げられるようになったのか、日経テレコンで調べてみると右表の通りである。

明らかに金融危機が問題になった 1997 年以後急増しており、金融危機・不況の深刻化とともにその言葉が定着していったことがわかる。では一体これがどういう文脈で取り上げられているのか。この流れを2つの流れに分けて整理してみる。

(PPT, 8, 予稿集, p.2中頃より少し下)

ミクロ的なコーポレート・ガバナンス論 経営者資本主義に対置される株主資本主義

当初素朴に、株価下落の中で、とくに CalPERS (カリフォルニア州公務員退職年金基金) などの機関投資家による投資収益率 (総合利回り) 向上要請、そのための意見具申として論じられていた (例えば、「コーポレート・ガバナンス (十字路)」『日本経済新聞』(夕刊) 1992 年 9 月 21 日号、また「米最大の公的年金、野村・大和に社外取締役要求 株主として経営チェック」『日本経済新聞』1992 年 12 月 23 日号)。

これらの主張を株式会社論的に整理すると、また機関投資家の素朴な投資収益率向上要求を論理的に整理すると、それは経営者資本主義に対置して株主資本主義を主張するものである (例えば、機関投資家であるバンガードグループの創業者 John C Bogle による 2004 年 CFA Institute 年次総会講演「健全なコーポレート・ガバナ

ンスを目指して - 株主の視点から - 』『証券アナリストジャーナル』2004年11月, 113-122頁)。その主張は「株主の手に」「株式会社を取り戻すため」のものだという(上記論文, 117頁)。

(予稿集, p.2下からp.3)

コーポレート・ガバナンス原則

わが国でコーポレート・ガバナンスを積極的に主張しているものに、先の宮内氏も積極的に関わっている「日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム」がある。これは、日本で比較的早くから先進的経営者や一部学界人とが共同して活動している団体であり、1998年に「コーポレート・ガバナンス原則 - 新しい日本型企業統治を考える - 」を発表するなど活発に活動を続けてきている。これはまた、国際的な機関投資家の集まりである ICGN(International Corporate Governance Network)と連携しながら活動している。同原則は株主主権を主張するものである。すなわち「**ビジネスリスクを負担する株主は所有者として会社を統治することができる。……株式会社の目的は株主利益の最大化であり、そのために株主は企業統治を実践するものと理解する。**」とし、「株主の代理人」としての「経営者は、株主財産の受託者として忠実義務と善管注意義務の下で財産価値を増大すべく長期的観点から株主利益を追求する受託者責任を負うとともに、みずからの経営執行とその結果を株主に説明する責任(Accountability)を負っている」とする(前掲「コーポレート・ガバナンス原則」5-6頁)。

これらは株主資本主義を経営者資本主義に対置させ、株主対経営者の対立に目を向けさせ、機関投資家など自らが株主を代表するものであると標榜するものである。

(PPT, 9, 予稿集, p.3)

マクロ的なコーポレート・ガバナンス論

「借金の規律」から「市場の規律」へ

また、日本でコーポレート・ガバナンスが盛んに論じられるきっかけになったのは、渡辺茂・山本功「日本企業のコーポレート・ガバナンス - 戦後最低のROEから(90年代資本市場への提言) - 」(『財界観測』第57巻第9号, 1992年9月)という論文の発表だった。この主張は翌年の経済白書でも取り上げられることになった。すなわち、1980年代に入って、わが国大企業の総資本営業利益率は一貫して低下傾向がみられる。このような利益率の低下が許容された背景には、とりわけ80年代後半にラッシュとなったエクイティ・ファイナンスがあるのではないかと、さらに、エクイティ・ファイナンスの盛行によって企業に低コスト資金が流入して、経営者の投資判断を狂わせたのではないかと、といわれている。また、相互持ち合いがあるために株主のチ

エックが働かなかったとも指摘されている。高度成長期であれば、日本企業の借金経営体質から、いわゆる「借金の規律」が働いたけれども、近年は規律なき企業行動がみられるといわれている。そこで、もはや借金経営を脱却した日本の大企業において、株主の復権、証券市場の機能強化が必要だと主張されるわけである。いわゆる「市場の規律」が必要だというわけである。この場合の市場とは「証券市場」であることは言うまでもない。これが近年のわが国におけるコーポレート・ガバナンス論の基調であるといえる。このコーポレート・ガバナンス論の「火付け役」となった先の渡辺・山本論文が掲載されたのが野村総合研究所の『財界観測』であったことからわかるように、この流れはいわゆる「間接金融」から「直接金融」へという主張と軌を一にするものである。同旨の主張は経済学者、金融論学者などが行っている。前者の代表例は本間正明氏であり、後者の代表例は池尾和人氏である。この流れは、周知の規制緩和論と合流し、小泉改革などと結びついていく。

上記2つの流れは相互に関連しているが、こういう流れの中で主張されているだけに現在の日本では底堅いものがあり、先に日経テレコン記事数にみられるように、根強く論じ続けられることになっている。**前者 ミクロ的なコーポレート・ガバナンス論は株主主権論の主張であり、後者 マクロ的なコーポレート・ガバナンス論は市場万能論的主張である**とも言える。株主資本主義論はこれらの流れと軌を一にするものと思われる。

(PPT, 10)

株式会社制度を振り返っておく - 株式会社の本質を考える

近代株式会社制度を本質的に規定するのは次の3つであります。第1は準則主義であり、第2は有限責任制度であり、第3は証券化、資本の動員である。これが証券市場でのその売買を可能にする。

ここでの基本は第1の準則主義に見られる。準則主義のもとでは、特許主義と対置され、一定の要件さえ整えていれば、誰でも会社を設立できるというものである。いわゆる一般会社法である。社会に有用な仕事を会社にさせようとするわけで、だからその定款に「会社の目的」を明記させるのである。会社が社会的存在であることを知ることができる。

事実、日本の会社の定款における「会社の目的」を見てみるとそれがある程度わかる。

(PPT, 11)

今日本電気の定款から「会社の目的」をみってみる。その目的実現のために会社は存在している。見ればわかるように株主のための利

益追求を目的にしているとは一言も書かれていない。その目的を実現するために企業理念・経営理念が謳われ、企業スローガンが叫ばれるのである。

(PPT, 12) NECの企業理念

(PPT, 13) NECの企業スローガン

(PPT, 14)

ワタベウェディングの経営基本理念も紹介しておく。

(PPT, 15)

そして「ワタベウェディングのステークホルダーでもっとも大事なものは？」と聞かれて社長が述べた一言は「従業員である」。これは株主主権が叫ばれる今日でも渡部社長は明快にこのように答えているのである。

株式会社は、現実資本の側に社会的存在意義があるのであって、それを可能にするための仕組みとして擬制資本の側があると考えべきだと思います。

(予稿集, p.3下)

3. 「経営者支配」論の再検討

(1) バリー＝ミーンズ「経営者支配」論やジェンセンのエージェンシー理論

前節の「コーポレート・ガバナンス原則」にせよ、渡辺・山本論文にせよ、これらはその理論的な基礎をエージェンシー理論に置いている。コーポレート・ガバナンス論においてエージェンシー理論を主導している論者はジェンセン (Michael C. Jensen) である。

(PPT, 16)

エージェンシー理論が依拠している古典は周知のバリー＝ミーンズ (Adolf A. Berle, Jr. and Gardiner C. Means) の『近代株式会社と私有財産』 (Adolf A. Berle, Jr. and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932.) である。最近のエージェンシー理論がいう株主の手に株式会社を取り戻すという主張は、1932年に著されたバリー＝ミーンズの著書にその淵源がある。

バリー＝ミーンズの所説

周知のように、今日、少数の巨大な株式会社が経済活動のかなりの部分を支配し市場によってあまり束縛されなくなり、しかも制度上株主権が弱体化してきたため経営者、支配者*への権力の集中とその権力の濫用ともいうべき財務過程を通じた株主の収奪が発生している。

(予稿集, p.3下~p.4)

メイソンは次のように言っています。このように「私的権力の重

要な中心が、権力は実在するが責任はあいまいな人たちの手中に存在すること」(Edward S. Mason(Ed.),*The Corporation in Modern Society*,1959,p.3.)は、正統性(legitimacy)を欠いているのであり、これが問題化せざるをえない。このような問題こそ「経営者支配」問題・「所有と支配の分離」問題の中心的な課題であると考えらるべきであろう。

* ここでは、制度上における一方での取締役(会)権限の強化と他方における株主権(場合によっては社債権者その他の債権者の権利)の弱体化に伴って、その力を強め配当・キャピタル・ゲインその他の形態で利得をあげ得る取締役など経営者とこれを左右し得る大株主等支配者のことを経営者、支配者と表現する。

「所有と支配の分離」論とは？

バーリ＝ミーンズは、その著『近代株式会社と私有財産』において、この問題を意識しこれについて論じており、アメリカにおけるその後の「経営者支配」論者も少なからずこの問題に関心を示している。通常理解されているように、過半数持株支配(majority control)は経営者支配(management control)ではないから、ここでは「経営者支配」問題・「所有と支配の分離」問題はないと考えるべきではないのである。バーリ＝ミーンズも過半数持株支配は、「所有と支配の分離の第一段階である」と述べている(Berle and Means,op.cit.,p.70.)。制度上株主権限の弱体化・経営者権限の増強が進んで来ているので、過半数持株支配の場合、群小株主は自らその部分所有者たる会社への支配権限を失って、大株主の意のままに翻弄され、損失を被る恐れがある(Ibid.,pp.71-72.)。ましてや少数持株支配(minority control)、経営者支配の場合、このように経営者、支配者に翻弄され、損害を被りやすい株主は多数にのぼるのである。一方における経営者の権力増強は、他方において被支配者の自由の喪失をもたらす。このような自由の一定の喪失は、効率的な産業制度においては不可避的であるとしても、そのような権力の正統性は問われざるをえないのである(Mason,op.cit.,p.8.)

所有と支配の一致の追求、そしてジェンセン

(PPT, 17株主主権論)

そこで、試みられるのが所有と支配の一致の追求であり、ストック・オプションなど経営者を実質的に株式所有者とし、かくて経営者を所有者的行動に駆り立て、所有と支配の分離を止揚しようとするのである。ジェンセンはさらに、成熟企業では内部資金(キャッシュ・フロー)さらにはフリー・キャッシュ・フローが潤沢になりすぎるので、負債を利用したLBO(レバレッジド・バイアウト)などにより経営者を牽制すべしと主張するのである。ここでも、株主一般と経営者の利害対立の視点から論じられている(Michel C. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate

Finance, and Takeovers," *The American Economic Review*, Vol.76 No.2, May 1986, p.328.)。さらに彼は、資本市場ないし金融市場による経営者規律づけの必要性に言及している (Michael C. Jensen, "Eclipse of the Public Corporation," *Harvard Business Review*, September-October 1989; 邦訳「LBO アソシエーション」『DIAMONDハーバード・ビジネス』1990年1月)。

(予稿集, p.4中頃)

(2) 日本における「経営者支配」の形態 - メインバンク制, 株主相互持合い

《アメリカにおいて、バーリとミーンズ以来、経営者支配が成立していると言われ、その場合、株式分散の進展の結果それが成立したとされる。ただし、第2次世界大戦後、機関化現象が進展したが、機関投資家の行動原理はウォール・ストリート・ルール、つまり経営が気に入らなければ、売却するというものであったので、實際上経営者支配は続いていたと言われている (Jensen, *op.cit.*, p.53)。ただ、その後株主主権が喧伝されるにおよび変化を遂げてきている。》

わが国における経営者支配の基礎 (メインバンク制と持ち合い)

わが国においても経営者支配が成立しているというのが通説であった。わが国の場合、奥村宏氏が言うように相互持合い、相互信認により、いわゆる「法人所有に基づく経営者支配」が成立していたというのが通説的理解であろう。わが国の場合、間接金融体制に裏付けられて、メインバンクの力が極めて強かった。相互持合いを主導したのはメインバンクであった。これらが日本企業が「経営者と従業員の共同体」(野口悠紀雄「株主軽視の経営はなぜ問題なのか」<http://www.noguchi.co.jp/>) ないし「準共同体的企業」(ロナルド・ドーア『誰のための会社にするか』2006年, 岩波書店) であり続けることを可能にしてきたと思われる

(PPT, 18 ~ 19)

メインバンクはなくなったか

1955年，75年，95年のメインバンク変更の有無

(単位：社数)

1975年と95年		1955年と75年		1955年・75年・95年	
社長会メンバー企業					
変更なし	139 91.4%	変更なし	102 77.3%	変更なし	97 73.5%
変更あり	13 8.6%	変更あり	30 22.7%	変更あり	35 26.5%
計	152	計	132	計	132
非メンバー企業					
変更なし	543 83.3%	変更なし	264 72.1%	変更なし	238 65.0%
変更あり	109 16.7%	変更あり	102 27.9%	変更あり	128 35.0%
計	652	計	366	計	366
社長会(三菱，住友，三井)メンバー企業					
変更なし	52 88.1%	変更なし	43 81.1%	変更なし	40 75.5%
変更あり	7 11.9%	変更あり	10 18.9%	変更あり	13 24.5%
計	59	計	53	計	53
社長会(富士，三和，一勸)メンバー企業					
変更なし	87 93.5%	変更なし	59 74.7%	変更なし	57 72.2%
変更あり	6 6.5%	変更あり	20 25.3%	変更あり	22 27.8%
計	93	計	79	計	79

1995年と2007年のメイン
バンク変更の有無

都銀メイン(A)	636
メイン変化なし(B)	578
構成比=(B)/(A)	90.9%

(PPT，20～21)住友グループを例に持ち合いの近年の変化を見る(持ち合い比率)22.2% -> 9.6%，急落だが維持
持ち合いはなくなったか

住友グループにおける株式相互持合いの状況(1998年3月期・%)

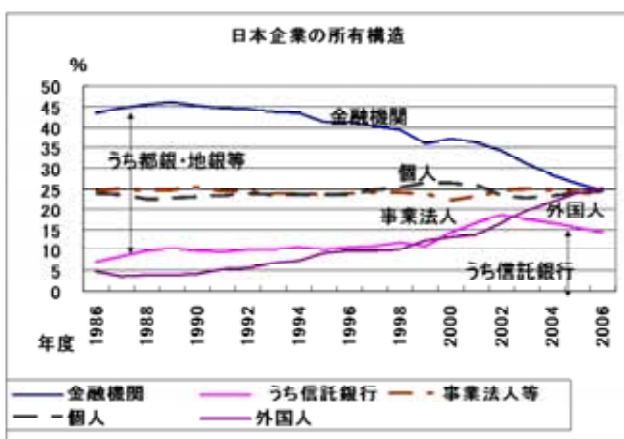
所有者 被所有者	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	合計
1	*																				18.6
2		*																			20.3
4			*																		23.5
5				*																	31.5
6					*																33.9
7						*															24.3
8							*														29.1
9								*													23.4
10									*												45.9
11										*											22.0
12											*										20.2
13												*									17.7
14													*								24.9
15														*							43.8
16															*						20.3
17																*					24.7
18																	*				23.6
19																		*			13.7
20																			*		35.7
計	3.3	4.8	4.9	1.4	1.5	0.1	0.1	0.1	0.9	0.2	0.5	0.3	0.9	0.8	0.0	0.8	0.3	1.1	0.1	0.3	22.2

住友グループにおける株式相互持合いの状況(2007年3月期・%)

所属	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	合計
1	*	-	○	-	-	-	-	○	○	○	○	○	○	○	-	○	○	-	○	○	2.5
2	-	*	-	-	-	-	-	○	○	○	○	○	○	○	-	○	○	○	○	○	3.7
4	-	-	○	*	○	-	-	○	○	○	○	○	○	○	-	○	-	○	-	○	5.1
5	-	-	○	○	*	-	-	○	○	○	○	○	○	○	-	○	-	-	-	○	8.8
6	○	-	-	-	-	*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.8
7	○	-	-	○	-	-	*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8.8
8	○	○	○	-	-	-	-	*	○	○	○	-	○	-	-	-	-	-	○	○	15.0
9	○	○	○	-	-	-	-	○	*	○	○	○	-	○	-	○	-	○	○	○	12.5
10	○	-	-	-	-	-	-	○	-	*	○	○	-	-	-	-	-	-	-	-	3.9
11	○	○	○	-	-	-	-	○	○	○	*	○	-	-	-	-	-	-	-	○	9.5
12	○	-	-	-	○	-	-	○	○	○	○	*	-	○	-	-	-	-	-	-	8.7
13	-	○	-	○	○	-	-	-	-	○	○	○	*	○	-	-	○	○	○	○	10.6
14	○	-	○	-	○	-	-	○	○	○	○	○	-	*	-	○	-	-	-	○	5.7
15	○	○	○	-	○	-	-	○	-	-	-	-	○	-	*	-	-	-	-	-	25.7
16	○	○	○	-	○	-	-	○	-	-	○	-	-	-	-	*	-	○	○	○	7.8
17	-	○	○	-	○	-	-	○	○	○	○	○	-	-	-	○	*	-	-	○	9.3
18	-	-	○	-	-	-	-	○	○	○	○	○	○	○	-	○	-	*	-	○	3.4
19	○	○	-	○	○	-	-	○	○	○	○	○	-	○	○	○	○	-	*	○	9.6
20	-	○	-	○	○	-	-	○	○	○	○	-	○	-	○	○	-	-	○	*	18.4
計	1.5	1.1	1.4	0.9	1.0	-	-	0.2	0.5	0.1	0.3	0.2	0.9	0.5	0.0	0.2	0.0	0.1	0.4	0.2	9.6

(予稿集, p.4下~p.5)
日本企業における所有構造の変化
(PPT, 22)

次の左図に見られるように、持ち合いを主導していたのが金融機関であり、事業法人もこれに呼応したことがわかる。また、近年金融危機を契機として、金融機関の持株比率が低下し、銀行が持合い株を放出したので、これに対応して事業法人もその持合い株を放出



年度	保有比率 (%)		持ち合い比率 (%)	
	金額ベース	株数ベース	金額ベース	株数ベース
	(前年差)	(前年差)	(前年差)	(前年差)
1991	41.7	36.9	27.7	23.6
1992	40.6 (1.1)	36.5 (0.4)	27.0 (0.7)	23.1 (0.5)
1993	34.2 (6.4)	31.2 (5.2)	23.8 (3.2)	20.7 (2.4)
1994	34.0 (0.2)	30.4 (0.8)	23.9 (+ 0.1)	20.3 (0.4)
1995	34.2 (+ 0.2)	30.3 (0.1)	24.6 (+ 0.6)	20.4 (+ 0.1)
1996	31.5 (2.7)	29.3 (0.9)	23.1 (1.4)	20.0 (0.4)
1997	29.3 (2.2)	28.5 (0.8)	21.5 (1.7)	19.2 (0.8)
1998	25.5 (3.8)	26.4 (2.1)	18.9 (2.6)	17.4 (1.8)
1999	27.2 (+ 1.7)	24.6 (1.7)	12.6 (6.2)	13.9 (3.5)
2000	25.6 (1.5)	23.6 (1.0)	13.0 (+ 0.4)	13.1 (0.8)
2001	23.7 (1.9)	20.2 (3.4)	10.8 (2.2)	10.4 (2.6)
2002	20.7 (3.0)	18.0 (2.2)	8.0 (2.8)	7.9 (2.6)
2003	18.8 (1.9)	15.8 (2.2)	8.6 (+ 0.5)	7.4 (0.4)
2004	17.1 (1.6)	12.2 (3.6)	8.0 (0.6)	5.5 (1.9)
2005	17.0 (0.1)	11.7 (0.5)	8.7 (+ 0.7)	5.5 (0.0)

した。事業法人はそれに代わる安定株主をさがさざるを得なかった。

銀行と事業法人間の持ち合いが崩れ、日本企業における株式相互持合いの比率が低下してきている。
(PPT, 23)

このことは、大和総研の下右図からもわかる。この放出された持合い株を吸収したのは外国人株主である。つまり、外国の機関投資家

(注) 2004,2005年度数値にはライブドアの数値を除外して計算している。
市場全体に対する比率
株数は単元数ベース(2000年度以前は単位数ベース)
(出所) 大株主データ、保有株明細データ等より大和総研推計
大和総研しらべ

が金融機関等により放出された株式を吸収したのである。外国人持株比率の急上昇はこれを反映している。

(PPT, 24)

トヨタ自動車を例に持株の変化を見ると下記の通りである。

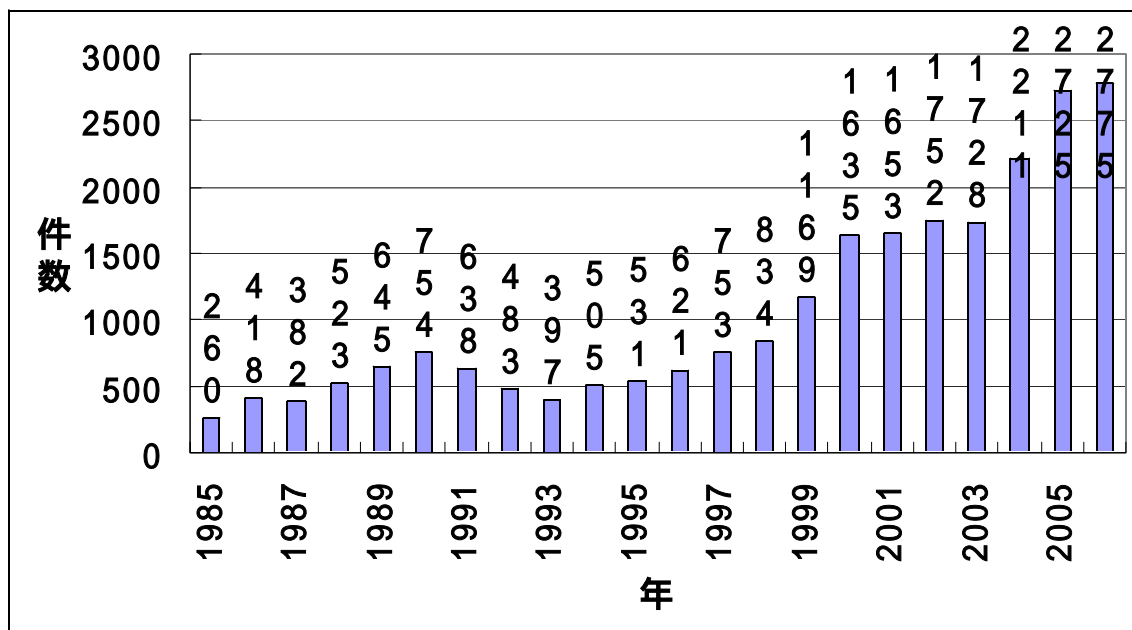
1990年6月			2007年3月		
10大株主	持株数(千株)	%	10大株主	持株数(千株)	%
1 三和銀行	152453	4.98	自社(自己株口)	412,060	11.4
2 太神三井銀行	152453	4.98	日本マスター信託	218,291	6.0
3 東海銀行	152453	4.98	日本トラスティ信託	217,535	6.0
4 豊田自動織機	141365	4.62	豊田自動織機	200,195	5.5
5 日本生命	112564	3.68	ヒーロー&カンパニー	142,558	3.9
6 日本長期信銀	95440	3.12	日本生命保険	131,684	3.6
7 大正海上火災	75434	2.46	ステート・ストリート・バンク&トラスト	130,282	3.6
8 大和銀行	74704	2.44	資産管理サービス信	107,818	2.9
9 第一生命保険	68430	2.24	東京海上日動火災	83,821	2.3
10 三井信託銀行	66462	2.17	三井住友海上火災	65,166	1.8
計	1091760	35.66	計	1,709,410	47.0

(PPT, 25, 予稿集, p.5中頃)

4. 近年における株式所有構造の変容とM&Aの盛行

前節で見たように、日本企業の株式所有構造はここ数年大きな変貌を遂げてきている。いわゆる持ち合い崩れである。そして、これを埋め合わせたのが外国人機関投資家であり、あるいはまた、近年における投資信託、年金信託などの増加を反映した信託銀行による株式保有の増加もまた、放出された持ち合い株の受け皿の役割を果たしたであろう。この点は先の図表からも明らかである。

また、このような持ち合い崩れ、株式保有の流動化が、近年のM&A 盛行の背景にある。下の図表は最近のM&Aの件数の推移である。(PPT, 26)



(予稿集, p.5中頃下, PPT, 27)

(1) コーポレート・ガバナンス論とM & A

「コーポレート・ガバナンス原則」におけるM & A推進論

先の、「コーポレート・ガバナンス原則」では、「わが国では『経営者の市場』が確立しておらず、経営者の流動性が低い。その結果、監督をする取締役も監督される経営者も社内出身で同じ仲間ということが多く、實際上、取締役や監査役がその機能を果たせないでいる。また株式持ち合いが行われており、しかもわが国の株式持ち合いは、それが維持されることが前提となっており、支配権の異動が起こり難い。その意味では、会社支配権の市場が不在であり、株主の交代による経営者の交代という市場の規律が働きにくくなっている。……しかし、企業にとって、市場経済原理に従うことと、法を守ることは、ルールを守るという意味ではまったく同じ」という(11-12頁)。ここから同原則は、いわばM & Aを推進するという立場に立っていることがわかる。

ジェンセンのLBO推進論

コーポレート・ガバナンス論の推進論者である、ジェンセンも、先に述べたように経営者を規律づけるものであるとしてLBOを積極的に位置づけている。先にミクロ的なコーポレート・ガバナンス論は証券市場による経営者規律付けを推進し、経営者資本主義から株主資本主義への移行を促すものであるとしたが、これはまたM & A推進論の立場に立つものである。そしてこの場合、M & Aを行おうとするファンドなどは株主一般の立場に立って経営者のモラル・ハザードを押しとどめるという積極的な役割を担うものと位置づけられる。果たしてそのように単純に理解して良いものだろうか。疑問なしとしない。次に実際に起こったライブドア事件を例に、この問題を検討したい。

(PPT, 28, 予稿集, p.5下)

(2) M & Aの実際 - ライブドア事件を例に -

M&A は買収者と経営者との間の企業価値向上をめぐるバトルであるといわれる。つまり買収者のシナリオか経営者のシナリオかどちらのほうが企業価値をよく向上せしめるのか。

企業価値とは将来キャッシュ・フローの割引現在価値だというのがファイナンス論での通説である。ではどうすれば企業価値は向上するのか。それは現実資本の問題である。

ライブドア事件とは一体何だったのか (PPT, 29)

ライブドアvsフジテレビのニッポン放送買収劇

ライブドアがニッポン放送株をめぐってフジテレビと争ったことは記憶に新しい。果たしてこれはどのような事件であったのか。それをきっかけにM & Aブームが盛り上がったことは事実である。その後の村上ファンドの動き、ステイールパートナーズの動き、そして王子製紙による北越製紙へのTOBの動きと続く。

月	日	動き
1	17	フジテレビがニッポン放送株に対するTOB発表(過半数所有の子会社化してねじれ解消へ)
2	8	ニッポン放送株 ライブドアが35%取得
2	10	ニッポン放送株 取得目標25%超に下げ
2	23	ニッポン放送 フジへ新株予約権発行を決定
2	24	ライブドア新株予約権発行差し止め仮処分申請
2	25	フジTOB 講談社、東電、三菱電機応じる
3	7	ニッポン放送株TOB期限(3分の1超確保)
3	11	東京地裁新株予約権差し止め仮処分
3	23	高裁も「ライブドア勝利」差し止め命令を認可
3	24	全フジ株をSBIに貸し出し ニッポン放送
3	28	ライブドア50.21%取得 ニッポン放送株
3	30	堀江氏、フジ社長とも会談、「休戦」提案
3	31	ニッポン放送 社外取締役3人辞任
4	1	ライブドア、ニッポン放送株過半数獲得
4	18	フジとライブドアが和解案発表

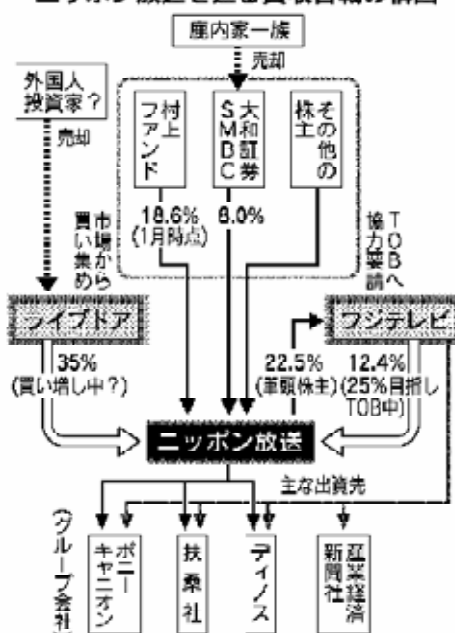
(PPT, 30)

周知のように、放送業界は規制産業として、安穩に高収益をあげているといえる。その保守的な体質も問題視される。そこへネットとメディアの融合による企業価値向上を標榜して堀江貴文がフジテレビによるニッポン放送へのTOBに横やりを入れたのが本事件の発端であった。もちろんその前に、村上ファンドの村上世彰の入れ知恵があったということも明らかにされている。

しかし構図はライブドアの堀江によるニッポン放送買収劇であることは間違いない。しかもその資金の大半は外資系証券であるリーマン・ブラザーズに対するMSCB (Moving Strike convertible bond, 転換価格修正条項付転換社債型新株予約権付社債) の発行によって賄われた。しかも買収はTOBによるのではなく、2005年2月8日の立会外取引による29.6%の買い占めから始まった。この取引はリーマン・ブラザーズが外国人機関投資家とライブドアとの間に立って成立させたものであった。

まさに、日本企業における外国人持株比率の近年における上昇は、このようなM & Aを容易にするものであることを如実に示すこ

ニッポン放送を巡る買収合戦の構図



とになり、その後日本企業が買収防衛策に走り出したことは周知のところである。(PPT,31「Fuji,LD買収戦」,32「和解の骨子」)

和解の骨子

この事件は、最終的にはライブドアはニッポン放送株の過半数を買い集めたが、SBI(ソフトバンク・インベストメント)の北尾氏の仲介のもと、ライブドアが買い集めたニッポン放送株はフジテレビに引き取られることになった。おまけに、ライブドアとフジテレビが提携関係を結ぶことになり、そのためにフジテレビはライブドア株を12.75%保有することになった。フジテレビは、ニッポン放送株買い取りのために1,038億円、ライブドアへの出資に449億円支払った。支払総額は1,478億円となった。

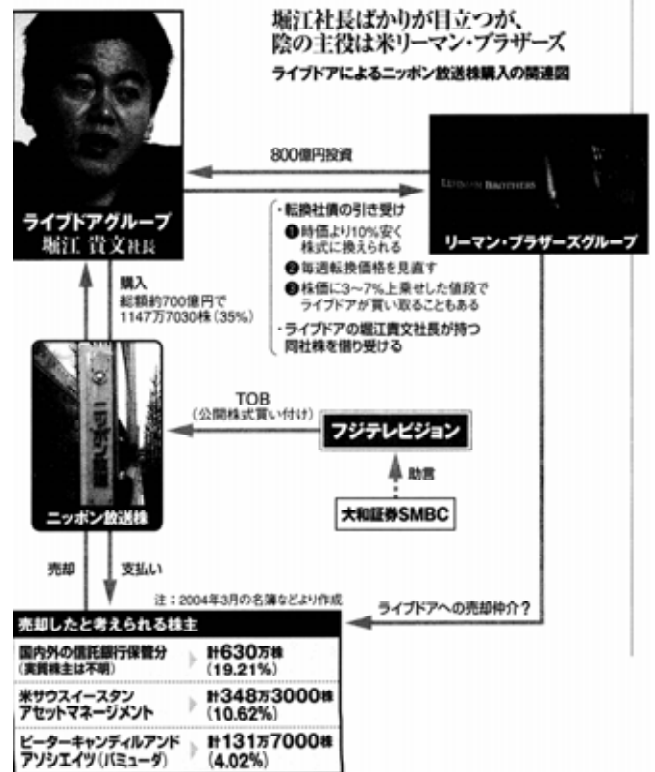
フジテレビとライブドアの和解内容の骨子

- フジはライブドアの保有するニッポン放送株全株を1株6300円、総額1038億円で買い取る。
- ニッポン放送はフジの完全子会社になり、上場廃止へ。
- フジはライブドアの第三者割当増資440億円を引き受け、12.75%の第2位株主に。
- 業務提携を協議する「推進委員会」を設置。
- フジ、ニッポン放送のライブドアへの支払総額は1473億円。

32

リーマン・ブラザーズの役割(予稿集,p.6中頃,PPT,33)

ここで、リーマン・ブラザーズが果たした役割は何であったのか。リーマン・ブラザーズはMSCBを800億円で買い取り、それと同時に、堀江から借り株をし、これを空売りして、予め株式に転換する前はかなりを売り抜け、その後下落した株価をもとにそれよりも10%も低い転換価格で株式を受け取り、これを堀江に返還するとともに、残りの株式を市場で売り抜けたのであった。これによりリーマン・ブラザーズは数百億円の利益を上げたといわれている。リーマン・ブラザーズが転換した株式を一定の株価で売り抜けられるよう、堀江はテレビで好印象を演出し、ライブドア株は人気を博し、ニッポン放送買収騒動直前の2005年1月の1日平均売買高1,319万株から、同年3月の一日平均売買高5,264万株へと急増している。この間にリーマン・ブラザーズが売り抜けたであろうと推測できるが、このライブドア株はネッ



ト投資家など個人投資家にも引き取られたと推測される。これがその後のライブドア株の上場廃止で暴落し、これら個人投資家が大きな損失を被ったであろうことは容易に推測できる。なお、この間個人はライブドア株を買い増してはいるが、持株比率を高めたわけではない。外国人投資家、金融機関や法人が買い支えた可能性もある。

(予稿集, p.6中頃以後, PPT, 34)

ここからわかることは、利得したのはリーマン・ブラザーズなどであり、ニッポン放送株をめぐっては、ニッポン放送経営陣と大株主であるフジテレビとが共同戦線をはり、他方でライブドアがリーマン・ブラザーズなどと共同戦線をはって、ニッポン放送の支配権の争奪戦を演じたのであった。一時的にも過半数大株主になったライブドアがニッポン放送の一般株主を代表してニッポン放送経営陣と対立したのではない。ニッポン放送の一般株主も利得したとはいえ、フジテレビなどの友好的な大株主 = 経営陣と別の大株主たるライブドアとの対立の構図であり、そのツケは結局ニッポン放送やフジテレビの社員が支払うことになりそうである。

リーマン・ブラザーズがこのように利得できるのも、近年の日本における規制緩和があったからである。ドル垂れ流しによる世界的な資金余剰も背景にある。また、日本の規制緩和は金融立国を目指すアメリカにとって好都合なことであることは間違いない。ここでは言及しなかったが、村上ファンド、スティー爾パートナーズなどもその背景を同じうするものである。

年金基金の資金を運用するファンドなどがM & Aで利得しようとしているが、この場合、買収側のファンドと買収対象企業の経営者 = 従業員の利害対立となる。だが年金を拠出しているのはどこかの会社の従業員である。まさに、金融業界は Other People's Money を利用して利得しているのである。しかもプルーデント・マン・ルールによりそれを義務づけられている。すべてのステークホルダーに利益となるバランスのよい企業価値向上はいかにすれば可能だろうか。われわれに課せられた課題は大きい。

(PPT, 35以後)

まとめ的指摘

最後にまとめておきたい。

金融的利得の時代

第1に、リーマン・ブラザーズは明らかに金融的利得の獲得が目的であって、ニッポン放送やフジテレビの経営が目的ではなかったし、ライブドアも放送とネットの融合といていたけれども、さほど具体的な提案をしていたわけではなかった。最終的にはフジテレ

ビに売り抜けたわけで金融的利得（グリーンメール）が目的であったといわれても仕方のないところである。

（PPT，35）

企業価値向上の鍵

第2に，買収の能力と経営の能力は別だということである。

ライブドア事件がよい例だとは言えないかもしれないが，ライブドア，リーマン・ブラザーズ連合は経営の能力はともかく買収の能力に長けていたことは間違いない。第2章で株式会社制度を振替って検討したとき，日本電気の事例とかワタベウェディングの事例に触れたが，現実資本の側を想起すべきである。真の企業価値向上の鍵はここにある。

（PPT,36）

支配株主の地位を巡る争い

第3に，最近のM & A論議では，支配株主の責任が忘れられているのではないかということである。これは敵対的買収を図式化するとよくわかる。

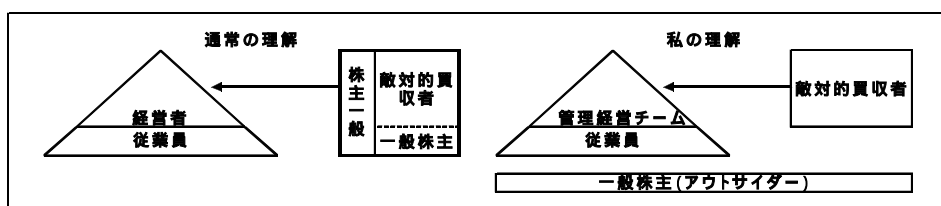
敵対的買収は，経営者支配という支配株式保有者と買収者という新規支配株式所有（予定者）の支配株式をめぐる争いであるということである。経営者も買収者にも支配株主の責任がある。経営者は常に社会的責任だとか言われるけれど，買収者にそれを問う声が小さいのはおかしい。

（PPT，37）

規制緩和と規制・規律，野放図な資本主義

第4に，第3とも関係するか，支配株主にも責任があるし，また，

規制緩和（デ・レギュレーション）は（リ・レギュレーション）に補完されないとワークしないの



に，それが放置され，野放図な資本主義が跋扈している。

間接金融（メインバンク制・相対型）から直接金融（市場型）へなどというけれど，では，市場型をワークさせる制度的インフラは整っているのか？

（PPT，38）

興味深い指摘

最近の動向に関する興味深い見方を紹介しておく。ある通産官僚の言である。言い得て妙である。

「株主重視の経営が標榜されるが、企業の最大のステークホルダーは売却で退出できる株主ではない。経営者と従業員こそ最大のステークホルダーである。その最大のステークホルダーが高い志で一体化して働くとき企業価値は最大限に高まる。経営に関してははずぶの素人の大学教授や女性ジャーナリストなどを社外重役に送り込んで、形だけ欧米企業のスタイルを真似て「コーポレート・ガバナンスに先進的な企業」などと名乗る企業こそ、経営者が企業統治の本質をわかっていない危ない企業と言えるだろう。」(石黒憲彦『産業再生への戦略』

東洋経済新報社、2003年、115-116頁)