

# 松村通信第74号

2010年9月19日

松村勝弘

## 株主主権論の誤り

前回、ポピュリズム蔓延に関して書いた。今回もそれに触れながら書いていきたい。特に現代日本の危うさはマスメディアや菅・小沢の間で戦われた民主党代表選挙にみられる日本の政治の劣化にあると思う。ここでみられるのはまさに「衆愚政治」である。そして一方向に流れすぎる。ぶれが大きい、といった結果をもたらしている。

**株主主権論** 実は企業経営においても、民主主義万能論が跋扈していた。いわゆる「株主主権論」がそれである。とくに、1990年代以後日本経済がバブル崩壊で低迷を始め、他方でアメリカ経済が繁栄を謳歌し始めると、アメリカ型を見習えとばかりに、はやし立てられたのが「株主主権論」であり、「コーポレート・ガバナンス論」であった。ここでは、「日本的経営」も批判の対象になった。持ち合い批判の合唱がおこり、日本の銀行危機や制度変更もあって、持ち合い崩れが起こった。

もちろん市場原理主義に対する批判もあった。とりわけ日本ではライブドア堀江、村上ファンド村上両氏の逮捕をはじめ、ブルドックソースのスティール・パートナーズ（これは日本企業を標的に活動している、いわゆるアクティビストファンド、すなわち活動的投資家の代表格である）からの買収防衛策に対する裁判所の判断、つまりファンドの買収戦略に対してこれを「濫用的買収者」と判示したなどという動向もみられる。またいうまでもなく2008年9月15日に始まるリーマン・ショック以後の世界的金融危機後に市場原理主義が批判されもした。とはいえ、日本が、日本企業がどういう方向に向かうべきかについては、意見が分かれる。

**富山和彦氏の主張** ここで参考になる意見ないし分析を紹介していきたい。一つは、富山和彦氏の主張であり、もう一つは私が研究

代表者となっている文部科学省科学研究助成金を受けた研究の一部の紹介を兼ねて私の考えを述べたい。富山氏の主張はほぼ私の考えとオーバーラップする。結論からさきに示しておきたい。富山氏は言う。「評論家やメディアが大好きな、米国型の株主主権モデルVS.日本型のカイシャモデルという対立構図、いずれもドグマが先行し、それを「正解」と簡単に受け止めてしまう日本の「インテリ」がよくはまるパターンである。ノ学者も、マスコミも、経営者や政治家も、その多くが絶対真理としてどちらを支持するか？ といった不毛な神学論争にはまってしまう。歴史がそれを証明するとおり、この手の二項対立的なイデオロギー論争は、洋の東西を問わず非常に非生産的、危険極まりないシロモノ。さっさと止めた方がいい。」（富山和彦『カイシャ維新 変革期の資本主義の教科書』朝日新聞出版、2010年、pp.15-16）私もそう思う。なお、富山氏にはこの11月27日（土）に経営学部校友会の経営学振興事業セミナーで東京でお話し頂く予定であることを付言しておく。

**株主の声？** 村上ファンドやスティール・パートナーズのようなアクティビストファンドは企業価値向上を叫び、株主の声が企業価値に反映されるのだから「資本市場の声を経営者は聞くべきだ」と主張するが富山氏はこれをチャンチャラおかしいという。こうしたアクティビストが超過収益を上げられるとしたら、それは企業価値の向上ではなく、市場の歪みを利用したアービトラージ（裁定、さや抜き、売り逃げ）でしかないという。かれらは企業価値向上に貢献するのではなく、市場の歪みを利用して、売り抜けて短期的に利益を上げることが目的だから、いわばかれらは愚かで間抜けな他の投資家からの所得移転でもうけているだけだという（pp.74-76）。

**株主価値？** コーポレート・ガバナンス（企業統治）が叫ばれ、企業価値向上が叫ばれ、株主主権が叫ばれる中で、株主価値が増えれば企業価値は増える、と喧伝された。果

たしてそれは正しいのか、富山氏はこれを問題視する。企業価値は株主価値プラス負債価値だ。ところが負債を活用すると、いわゆるレバレッジ効果が期待できる。すなわち、利潤率が利率より高い限り（通常はそうだろう）、負債を活用すればするほど、株主資本利益率（ROE）は上昇する。いわゆるROE経営である。2008年のリーマン・ショック以前のアメリカでは負債活用が大流行で、投資銀行、つまりアメリカの証券会社は株主資本の30倍もの負債を活用して、高い株主資本利益率（ROE）を達成していた。しかし常識的に考えても分かるように、負債活用はそれだけ倒産リスクを高くする。実際、アメリカの投資銀行はことごとく破綻し、商業銀行傘下に入ったり自ら商業銀行化し、金融システム維持を名目とする公的資金による救済を受けることになった。投資銀行だけではない。アメリカの多くの企業が負債活用でROEを高めていた。それが行き詰まっている。負債活用あるいは自社株取得による株主資本縮減によるROE押し上げ効果利用、すなわち「本業の収益力ではなく、主に資本政策によってROEを高め、よって株価を押し上げるといった一種のマニピュレーションは、倒産リスクを高めるといった形で、もっとも根源的な企業価値を毀損する危険性をはらんでいる」（p.87）わけだ。

**有限責任の株主** 株主は有限責任である。会社が倒産しても出資以上の責任はない。従業員や債権者は企業の安定的な成長によってこそ利益する。ところが株主は有限責任だからハイリスク・ハイリターンの戦略に傾きがちである。企業の安定成長こそ社会的にも望ましい。「経営者は株主のエージェントであってはならない。経営者の忠実義務の名宛人は株主ではなく、あくまでも企業価値全体、会社全体の利益であり、それを持続的に維持・向上させることがガバナンスの目的価値でもある」（p.93）というべきだろう。

**株価？** さらに富山氏はガバナンス論では「株価が効率的に形成されることが望ましい」というけれど、たしかに流動性が高まると効率的に株価形成が行われるけれど、裏返せばそれは、株式所有が短期化することを意味する。そのような短期的所有の株主に企業の経

営を真剣に考えることを期待できるのかといわれる。「ガバナンスの実質主体たりうるのは、当該企業の栄枯盛衰と長期的な利害を現実と共有するプレーヤーである」（p.100）と主張されている。

**所有と経営の一致？** また「所有と経営が一致すれば問題は起きない」とガバナンス論は言うけれど、日本の中小企業はほとんど所有と経営が一致しているけれど、問題がないとはいえない。「ガバナンス論の射程を、企業不祥事の防止手段であるとか、コンプライアンスの実現手段とかに矮小化するのは間違っている。そういった諸問題のもっと根っこのところにある、人間性の現実に対していかなる働きかけをするかが、ガバナンスが企業組織に対して果たすべき役割なのだ」（pp.102-3）といわれる。要はリアルな人間に目を向けるべきなのだ。

**監視がガバナンスか** 「企業経営の監視・規律がガバナンスだ」と考えるのも誤りだという。監視・規律付けを形式的に制度化しても、いくらでも抜け道は在りうる。だから「コーポレート・ガバナンスの定義は『いざというときに、企業の持続的繁栄の障害となっている経営陣のクビをすげ替えること、あるいはそのきっかけを作るための実効的な仕組み、権力作用のメカニズム』と明確化すべき」（p.106）といわれる。

**ハイブリッド型** 富山氏は、いわゆる原理主義者のような形式基準ではなく、会社のリアルな実情から判断すべきだとされる。そのとおりだ。実際我々がアンケート調査をして得られた結論も、日本型経営がよい、英米型がよい、などとは一概には言えない。むしろ現実的にいわばハイブリッド型で、よいもの、日本の企業にとって良いものを貪欲に取り込み利用している会社のパフォーマンスがよいという結果を得ている。まだ分析が終わっていないので、いずれこの点は後日発表する予定でいる。

HPを見て下さい。又何でも意見を。

皆様のご意見を歓迎します。HP（<http://www.ritsumei.ac.jp/~matumura/>）もご覧下さい。また、メールで意見交換しましょう。メールをよこして下さい（[matumura@mba.ritsumei.ac.jp](mailto:matumura@mba.ritsumei.ac.jp)）。