

「会社は株主だけのものか? —企業買収防衛策・外為法制度改正・ガバナンス—」

平成二十年一月二十五日(金)

(財) 経済産業調査会では、去る平成二十年一月二十五日、講師に北畑隆生経済産業事務次官をお招きし、東京都千代田区大手町KKRホテル東京において、講演会を開催致しました。本講演録は、当会の責任のもとに加筆・修正等を行い編集致しましたが、意見にわたる部分は、講師の個人的見解であることをお断り致します。

著作権は、(財) 経済産業調査会に帰属します。

## 国富増大の源

二年前、局長時代に新経済成長戦略を担当しました。当時は日本の将来は暗いという話ばかりでしたから、人口減少社会でも成長はできる。十年間で二・二%以上の成長を目指す。財政再建と構造改革だけが日本の経済政策ではないということで、成長戦略という旗振りをしました。安倍内閣でも、成長なくして財政再建なし、日本の未来なしということでした。今また福田政権のもとで、新成長戦略の策定作業をしています。

国富の増大という言葉があります。経済産業省の最大の仕事は、国の富みを増大させることによつて日本の国民生活の向上を図っていくものです。そのためには国際競争力のある産業を持ち続けなければなりません。この成長戦略はマクロの経済政策です。それから、今は自動車などが日本経済を支えています。将来の産業を育てる政策として、昔、セミマクロ政策と言いましたが、産業政策があります。きょうは、そのもう一つ下と申しますか、ミクロ政策、会社のあり方についてご説明をしたいと思ひます。と申しますのは、日本経済全体の成長の根っこは企業の中にあるからです。日本全体で五百万ぐらいの会社があり、そのうちの三百万は株式会社形態をとっています。もちろん個人で事業を起こしている人もいますが、経済成長の源の大半は企業、とりわけ株式会社というメカニズムの中で生み出されてきます。その議論をしておくのも一つの成長政策だろうということで、企業のあり方をご説明申し上げたいと思ひます。

## 株式会社制度に対する経済産業省の役割

会社制度は基本的に法務省の所管です。昔は商法、今は独立して会社法のもとで、国富をつくり出すメカニズムである会社の大枠が決まっているということです。公開企業（上場企業）は約三千九百社あるようですが、上場企業になると、証券取引所によるルール、証券監視委員会などを所管する金融庁のもとの行政となります。そのもとで今、コーポレートガバナンスをどうするべきかという議論が行われていますが、こういう制度のあり方は、日本経済の成長、企業の成長にかかわってきます。

経済産業省は従来から、この分野にも参画をし、例えば商法ではこうなっているけれども、実験的に十年に限って例外措置をとってみようと、いろいろな立法をしてきました。一番ポピュラーなのは「一円起業」です。会社を創設するときに資本金の規制をしているのは意味があるのかという大議論を法制審議会で行っていただきますと二、三年はかかりますので、とりあえず経済産業省で特例法を立法して、一円でも会社が起こせる制度をつくりました。それはいい制度だとなって、本体の会社法が改正され制度としてとり入れられると経済産業省の役割は終わります。金融危機、構造不況の時代に産業再編をするため、産業活力再生法という法律がありました。あの中で会社の組織再編について商法のいろいろな特例措置をとって、迅速に合併、事業再編ができる仕組みをつくりました。これも大半は今度の会社法に取り込まれ、一

般的な制度となりましたが、そのような先駆けのような形で企業の制度にも政策として関与してきました。

## 日本の競争力の原点

日本の競争力の原点はどこにあるのだという議論をしています。人材といっても、ノーベル賞を受賞する学者の数からいうと圧倒的に少ないし、技術力、研究開発力といっても、そんなに世界を制覇するようなびっくりする発明が多いわけでもない。だけれども、自動車、家電、電子などを見ると競争力は維持しています。これはなぜでしょう。多分、この答えは日本の企業のあり方、仕組みの中にあるのでしょう。その中で、日本のよさを残しながら、グローバル経済の中でどう対応していかなければいけないのかという議論をするべきだと思っています。さて、企業と言ったり、会社と言ったりしますが、ここでお話をするのは原則、株式会社、それも上場企業を念頭に置いてお話をいたします。

株式会社という仕組みは、最も効率的に利益を生み出す仕組みだと言えるかと思っています。また、最も大規模に事業ができる仕組みだと思えます。それから、日本のイノベーション、競争力も、個人がそういうものを持っているというよりは、圧倒的に株式会社の中に存在しています。例えば知的財産、技術、優秀な人材の多くを所有しているのは法人である株式会社です。したがって、この仕組みをうっかり間違えてつくり変えると、日本の競争力は失われ、経済成

長、イノベーションにも影響するでしょう。

#### マネー経済化の中での企業のあり方

そういった中で一つの曲がり角というか、危機になりつつあるのではないかと思われるのがマネー経済です。一九九五年と二〇〇五年の世界の資金の流れを推計・比較してみますと、五年の家計、すなわち個人投資家が持っていたお金が四十七・七兆ドルでした。これが十年たち、二〇〇五年になると七十四・八兆ドルで、十年で約一・五倍になりました。十年間で世界経済のGDPは五割増ぐらいでしょうから、世界の経済成長に応じて家計で保有されている資金は膨らんできたわけです。その個人のお金がどこに行っているかということで、銀行と株式市場と債券市場、それから最近話題の原油市場を計算してみますと、銀行預金が十年前の二倍、株式市場は二・五倍、債券市場が一・五〜二倍です。この辺は世界の経済の伸びに少しプラスアルファをしたぐらいでお金が回ってきているのですが、問題は、こういうお金の膨らみ方の中で投機資金が世界を動かす時代になってきたことです。そのお金が例えば原油市場に流れ込み、WTIの先物契約残高は、十年前は六十五億ドルでしたが、今は何と千二百億ドル、二十倍以上のお金が流れ込んでいます。世界経済が一・五倍〜二倍ぐらいにしかなくなっていない中で、原油の先物取引所にあるお金が二十倍になっています。もちろん中国とか、インドなどが原油を買う一方、産油国の生産量がそう伸びないという需給関係で価格が決まることはありますが、

それ以上に世界にあふれた投機資金が原油市場に流れると、十年前は原油一バレル二十ドル前後だったのが、あつと言う間に百ドルになるのです。

世界は実物の経済から金融が世界を回す経済になりつつあるのですが、こういった中で企業のあり方は大きな変化にさらされているのではないかと思えます。会社は株主のもの、お金で何でも買えるとなれば、この世界にあり余っているお金がどう流れるかで、日本の企業のあり方は大きく変わってくるわけで、その対応をいろいろ考えておかなければいけません。資本主義とか、株式会社制度が発展していった中で、このマネー経済のもとで株式会社をどう考えていったらいいのかという議論をさせていただきたいと思えます。

#### 会社制度は万国共通ではない

日本の企業のあり方について私が言うことはどちらかというと少数説です。大半の人、例えば米国のビジネススクールに二、三十年前に留学された方が今、会社の幹部やマスコミ界の論客になっていますが、この方たちの多数説の考え方は、会社は株主だけのもので、株主が究極の実権を持っているという株主万能主義です。それから、日本で言われるところの、いわゆる「アメリカ型」の株式会社制度が世界の普遍的な仕組みであって、日本はそれに合わせていかなければならない。だから、日本はこれをそのまま導入していくべきだとおっしゃるのですが、ほんとうにそうなのかなという気がします。そもそも、アメリカの立派な会社の実像が「アメ

リカ型」なのかも、定かではありません。

グローバル経済の中で、世界各国は株式会社制度を持っています。大雑把に言って、ヨーロッパ、アメリカ、日本の株式会社制度は核になる大枠の部分は一緒ですが、細部を見ると随分違います。それから新興国、例えばロシアとか中国も株式会社に近い制度を持っていますが、日本、アメリカ、ヨーロッパの株式会社とはかなり違ってきます。ロシアの巨大ガス会社も、ほんとうにマーケットだけで動く会社なのかという感じがします。中国の公司（コンス）と言われる株式会社に近い制度ですが、これも日本の会社と同じとは言えません。各国それぞれ異なる会社制度があつて、世界普遍の部分と独特の部分があつて、お互いの立場を尊重しあいつつ、制度のあり方を議論して来ています。その独特の部分に、もし日本の成長力の源泉があるのであれば、そこをどう扱うべきか、真剣に考えなければなりません。このような問題意識で、企業はだれのものか、ほんとうに株主だけのものと言い切つていいのかというのが、きょうのテーマです。

## 本日の議論の概要

そこで前半と後半に分けて、お話をしたいと思います。前半は、会社は売り買いができるものかどうか。売り買いをするときのルールはいかにあるべきかということで、M&A、企業買収防衛策、それから外資規制の話を上げます。後半は、株主と会社の関係について三つの

テーマでお話をしたいと思います。会社は株主だけのものか、それとも株主も含めた従業員、取引先、地域住民といったステークホルダー全体のものかという議論が一つです。二番目は、会社の運営はだれが管理監督をするべきかという議論で、コーポレートガバナンスの議論をさせていただきたいと思えます。三番目は、会社が稼いだ利益はすべて配当しても良いのか、それともしっかりと内部留保が必要なのか、という観点で、株主と会社の関係を議論してみたいと思っております。

私の結論は、会社はステークホルダー全体のものだと思います。コーポレートガバナンスについても、株主による監視も必要ですが、それよりも売り先の市場競争によるガバナンスの方が実際はきいていると思えます。それから、配当か、内部留保かは、おのずから基準があると思います。企業が仮に継続的に存在することが必要として、内部留保をどう考えるかについて議論をしていきたいと思います。

これらが日本の経営の特殊論になってしまうと世界に通用しませんので、〇七年十一月に調査団を派遣し、アメリカのエクセレントカンパニーを視察しました。その結果、少なくともエクセレントカンパニーは、日本で言われる「アメリカ型」とは違う。むしろ日本の企業に近いような発想であることを発見しました。このことは詳しく後述しますが、日本のよさを生かしつつ、インターナショナルスタンダードとしての会社のあり方が打ち出せるのではないかと思います。調査団の報告も踏まえ、「会社のかたち」について、省内で具体的な検討をしています。

## 日本における敵対的買収への対抗策

前置きはこれぐらいにして、前半の企業買収防衛策から外為法の規制までのお話をします。まず、M&Aとは何か。釈迦に説法でしょうが、M&Aは企業合併と企業買収、事業譲渡、これらを意味するものです。会社法上の仕組みで言うと、企業の合併、事業譲渡は三分の二の特別決議でできます。その中で敵対的買収という言葉がよく出てきます。これは会社の現経営陣に対して友好的でない買収のことで、株主の利益を守るための、現経営陣と新しく会社を買おうとしている人たちの間の争いを意味します。

この敵対的買収からの防衛策は、この数年、日本では急速にいろいろな制度が整備されてきました。株式ではなくて新株予約権の第三者への発行で防衛をしようとしたのはニッポン放送とライブドアをめぐる事件です。これはニッポン放送側が裁判で負けています。それから、ライプランという新株予約権を使った別の防衛策もあり、最近、ブルドックソースがファンドと争って、最高裁まで行ったという事例があります。これはブルドックソース側の勝利でした。それから黄金株（拒否権付種類株式）という、一株で企業合併や事業譲渡を拒否できるという買収防衛策もあります。日本では国際石油開発（INPEX）という昔の石油公団の出資会社であった会社が民営化して上場する際に、経済産業大臣に黄金株一株を預けておくという条件付きで上場しました。こういった買収防衛策が、欧米と同様、日本でも入ってきました。

## M&Aの功罪

いきなり敵対的買収と防衛策の話をしたので少しわかりにくかったかもしれませんが、M&Aそのものは非常に意味のあるものです。経営のスピードを上げる、事業拡大のスピードを上げるという意味では、M&Aは、市場で価格を通じて製品シェアを伸ばしていくよりは手っとり早い方法です。また経営者に緊張感を与えるという、いい面があるかと思えます。それから、「失われた十年」の事業再編のときには、この手法が非常に有効でした。ただ、これは会社を売ったり買ったりというやや乱暴な考え方です。会社にはいろいろな従業員、目に見えない組織力、取引先、そのようなものが入っているわけで、それごとく売買するわけですから、ここは少しよく考えなければいけない部分があります。物と同じように簡単に売買することがいいのかどうか、議論はしなければいけないでしょう。

私ども経済産業省も例えば持株会社の解禁とか、会社法制の改革、税制、独禁法の扱い等々で、十数年前からM&Aがやりやすい環境整備をやってきました。その結果、日本のM&Aは年間五百件ぐらいから、最近は年間三千件ぐらいが行われるようになりました。大半は友好的買収ですが、時には敵対的買収もあります。友好的買収が進んだ結果、いろいろな産業の事業再編が進みました。鉄鋼、紙・パルプ、流通では、企業の数がドラスティックに減り、事業再編を通じて、あの不況から脱出をするという意味でも効果がありましたし、事業再編によって

国際競争に強い企業を日本に持つという効果もありました。そういう面でM&Aのよさはたくさんあります。しかし他方で、新聞をにぎわすような事件もたくさん出てきました。

#### ソトー事件

その中で企業のあり方、あるいは企業買収防衛策を議論する最初の事件になったのがソトー事件です。株式会社ソトーは愛知県三河地区にある染色繊維会社です。典型的な三河商法の会社で、非常に堅実経営で、無借金でした。また内部留保として、現預金とか、売却可能な株式で百五十億円のキャッシュを持っていました。無借金で百五十億円のキャッシュがあるのですから、相当な優良企業なのですが、なぜか時価総額は百億円程度でした。つまり、株式市場で、この会社の将来性をあまり高く評価していなかったのです。でも、考えてみると、これはおかしい話です。それから今から考えると、何でこの会社は上場しているのでしょうか。上場する目的はいろいろありますが、最大のものは資金調達です。無借金で百五十億円のキャッシュがあるのですから、株式市場を通じて資金調達をする必要性はなく、資金調達だけであれば上場廃止をしてもよかったのだらうと思いますが、とにかくそういう状態でした。そこにファンドがTOBを仕掛けてきたのです。

ファンドは市場で5%ほどの株を買い、大株主になったので、ソトーに株主名簿を見せるよう要求をしました。会社は、大株主の要求ですから、株主名簿を見せたら、二週間たってTOBをかけられました。上場価格の三割増ぐらいの価格で、ソトーの株の三三・四%を買おうというTOBのオファーでした。そのオファーの中に「我が社が三三・四%の株を買おうと、ソトーは上場廃止になります」と書いてありました。「私が提示した価格で売らない人たちは、私がTOBに成功したら、上場廃止になって、株式市場で売却できませんよ」ということで、売り急ぎを誘うオファーでした。もちろんソトーには、このような話は寝耳に水でした。

そもそも何でソトーが百五十億円のキャッシュを持っていたかという二つの理由がありました。一つは、長年働いている従業員の生活保障の財源としてです。日本は長期雇用だから、会社が左前になったからといって、従業員のクビを切るわけにはいきません。そのための責任だと思っ、お金を持っていました。それから、染色自体は斜陽産業かもしれないけれども、将来の新規事業開発のための開発資金として現金を持っていたのです。このことから見ても、非常に健全な典型的日本の会社だと思います。

ソトーは企業買収防衛策を講じてなかったものですから、銀行に相談に行きました。しかし、銀行も今、5%ルールがあつて、昔のように会社の面倒を見るノウハウがなく、何をやっていかわかりませんでした。結局、究極の防衛策は配当を増やすことなので、それまで一株十三円だった配当を二百円に増配したら、株価が急騰し、TOBのオファー価格を上回り、TOBに応じる株主はいなくなって、ファンドは撤退しました。この騒動が終わった結果、キャッシュが三十億円減ったというだけで、この会社はその時点では何も変化がないのです。

ただ、経営陣に緊張感が出て、今は積極的な投資も行い、良い会社になったと言われているので、良い効果もあったのですが、それは結果論です。

この事件は、私どもも企業のあり方から見ると非常に教訓を得る事件でした。制度上は、この手の買収は可能なのは知っていました。法律上何の違法性もなく、堂々とこういう行為ができることを示した初めてのケースではないかと思えます。

この事件の先駆けのようなものはありました。それは、どんなことでも主張できる株主という議論です。これは日本のファンドが言い出したことです。株主は会社の所有者だから、今の資産から分配を受ける権利がある。それも将来のために必要な投資を犠牲にしてまで高配当を要求する権利があると言っているわけです。この新しいタイプの株主は、法制度上、おれが所有者だから、とにかく配当を増やせと言えると主張しています。確かに議決権をかき集めれば、そういうことができます。それから、高配当を受け取れば、その瞬間、株価は上がり、ここで売り抜けることもできるわけで、随分、株主は権利が尊重されているものだなと思ったものでした。

### ソトー事件からの教訓

ソトーのケースの教訓を言いますと、上場していると、このようなTOBをかけられ、会社を買われるリスクがあることを認識しなければいけないということです。とりわけ中小・中堅

企業は上場することを何か勲章のように思っておられたり、創業者であれば、そこで創業者利益を獲得して、上場はいいものだと思っておられます。上場企業＝一流企業で、就職先にもいいと。こういうふうに単純に思っておられますが、上場する、あるいは株式会社にすることは自分の会社でなくなるのです。とりわけ上場すると、自分の知らないところで所有者が変わってしまうというリスクを頭に置いておかなければなりません。

少し話が横道にそれますが、重機械メーカーの幹部とこの事件の後、企業買収防衛策を日本でも検討するべきだという議論をしたときに、このような話を聞きました。当時、時価総額が一兆円ぐらいだったそうです。そのときに時価総額を上げるためには株価を上げるべきだ。株価を上げるためには、こうしたらいいというアナリストの提案があったそうです。今、IRが必要ですから、投資家に会社のことをいろいろ説明しなければいけません。その説明前にアナリストに説明をして、アナリストに、会社の分析してもらい、アナリストの言葉を通じて株主に説明をしていくことをやっています。

担当したのはアメリカのある有名ビジネススクールを出た日本人のアナリストだったらいいのですが、時価総額を上げる提案として、まず儲からない造船部分は切って売らなさいと言いました。今は造船産業も復活しましたが、当時、造船は非常に不況でした。それに対してメーカーの幹部は「いや、造船は我が社の出発点です。長年一緒に働いてきた従業員のクビを切ったり、造船部門を売るなんてできません」と。こう答えたところ、経営能力がないと批判され

たそうです。二番目の提案は、鉄鋼業向けの圧延設備の部門は、儲からないので売却をなさ  
いと。それに対して「鉄鋼業用の圧延設備をつくっているのは日本で我が社だけだ。この部門  
を売り払ったら、鉄鋼業に迷惑をかける。だから、できない」と答えたら、アナリストは「そ  
れはあなたの考えることではない。政府が考えればいいんだ。それに一社しかつくっていない  
なら、売値を上げればいいじゃないか」と。こう言ったそうなのですが、メーカーの幹部は「長  
年、鉄鋼業界とおつき合いがあるので、困っている鉄鋼業界の足元を見るわけにはいかない」  
と言ったのですが、いずれもアナリストには答弁として評価されませんでした。そのアナリス  
トの考え方からいえば、会社を分割・解体をしていくのが会社の価値を高める手法の一つなの  
でしょう。しかし、実際の経営としては、そういうことはなかなか応じられません。これも日  
本の経営者がアナリストと議論をするときに、なかなか議論がかみ合わない部分の一つなので  
しょう。

### 各国の企業買収防衛策

今の商法上、会社法上も、企業買収防衛策はできるのですが、大部分の経営者は、会社法上、  
企業買収防衛策は違法ではないか。とりわけ株主平等の原則に反するのではないかということ  
で非常に慎重でした。そこで私どもは法務省と一緒にガイドラインをつくる作業をして  
きました。

先ほどのように日本はM&Aがしやすくなる制度改革をやってきたわけですが、片方、その  
結果、呼び込んでしまう買収者の選別を図りバランスをとる制度の整備が遅れました。外国を  
見ますと、主要国では、形は違いますが、それぞれこのような制度の整備を講じています。英  
国は入口で規制をするもので、「城壁」アプローチと言っていますが、会社の株を三〇%以上取  
得する場合には全部買付け義務があり、残りの七割の人の株が買ってくれと言ったら、同じ  
値段で全部買わないといけません。しかも、あらかじめ全部買付けを実行する資金があるか  
否か裏付けを要求され、ないと買収がかけられません。したがって、三三・四%を買ったら上  
場廃止ですよという手法はできません。英国流の防衛策が講じてあれば、三三・四%ではなく  
て、一〇〇%を買って本当にリスクを取って経営する覚悟と資金力を持っていないと買えない  
のです。一〇〇%を買うと売り逃げができないわけで、本気のM&Aでないといギリスではで  
きません。

アメリカは、全部買付け義務はないのですが、その代わり個々の企業が防衛策を取ること  
が認められており、ライツプランと呼ばれる新株予約権を使った防衛策が普及しています。ラ  
イツプランとは、あらかじめ新株予約権を株主に配っておく制度で、敵対的買収者があらわれ  
て、例えば二〇%以上を買いたいと言ってきたときに、この新株予約権を発効させ、例えば一  
株持っている人は四株もらって五株になる一方で、敵対的買収者にはその権利がないことをあ  
らかじめ決めておく制度です。この制度が発動されると、例えばある会社の株を二〇%持って



いる人が、三四%を取って、少数株主の権利が行使できる株主になろうとします。しかし、その人が企業価値・株主共同利益を著しく損なう買収者だと認定がされると、その人が持っている新株予約権は無効になり、残りの人たちの株権だけが五倍に膨らみ、敵対的買収者の所有株の割合が希釈されるわけです。今の例で言えば、二〇%を持っていた人が一気に四%までダウンして、買収者が大変な損を受けるとい制度です。大変乱暴な制度なのですが、そうするとどうなるかということ、買収者はいきなりTOBをかけられなくなります。TOBをかけると二十から六十営業日以内に買うか、買わないかの結論を出さなければいけないのですが、そのままやれば損をすることが目に見えているので、経営者は買収者と十分な情報交換をし、株主に経営方針や代替案を提示する時間を稼ぐことができます。そこで買収者はどうするかということ、株主総会で議決権争い（プロキシファイト）をして、賛同する株主の数を五〇%集めて、現経営陣を総入れ替えをして、この防衛策を廃止させます。そしてその後、TOBをかけるということ、このプロセスを通じて、株主には時間的余裕ができて、次の株主総会まで二カ月、三カ月あれば、その間に買収者が言っていることがいいのか、今の経営陣が言っていることがいいのかを比較できます。そういう株主が判断するための時間を稼ぐ制度ですが、アメリカでは上場企業の四割がこれを入れています。いきなりTOBをかけられて右往左往し、どっちがいかかわからない状態で株主が狼狽売りをすることを防ぐ制度です。

このような制度が最もいいのではないかということ、法務省とガイドラインをつくりましたら、現在、上場企業の四百十社が、何らかの形でこのような買収防衛策を入れています。買収防衛策とは呼ばれますが、実際には、株主が適切な判断をするための情報、時間を確保するための「一時停止措置」とも呼ぶべきもので、閉鎖的な性格のものではありません。そして、海外でも、普及しているものです。

### ブルドックソース事件

こういう状態で起こったのが、先ほども少し出たブルドックソース事件です。ブルドックソースは企業買収防衛策を入れていなかった会社で、ソトー事件とよく似ています。ブルドックソースは、地味ではありますが、なかなかのブランドを持つ企業です。この会社の株が資産その他から見て割安だということで、ファンドが一〇・二%の株を買って、TOBをかけました。そこでブルドックソースは急遽、防衛策として先ほどのライツプランを入れたのですが、案の定、訴訟合戦になり、地裁、高裁、最高裁と上がり、確定しました。その最高裁の判決では、ブルドックソースの防衛策は株主平等の原則に反しないということでした。その理由として、株主総会で大多数の株主による決議がされていることと、本件の場合、買収者に株が増えないことに対する二十一億円の対価を払っていると。つまり、新株予約権を買収者から二十一億円で買ったということです。

私どもの考えた典型的な買収防衛策から言うと、株主総会の普通決議でいいと考えていました。取締役会決議でも可能と考えていました。事実、アメリカでは、株主総会にかける必要も

なく、取締役会限りで導入することが裁判の判例できちんと認められています。このケースの最高裁の決定では、大多数の株主による決議が出ていること、それから、対価が払われていることを認める根拠としてあげましたが、アメリカでは、むしろ対価を払うのは考えられないところですよ。このようにアメリカから比べると半歩前進ぐらいではないのですが、その中でも少なくともこういうやり方は株主平等の原則には反しないと示されたことは意味のある最高裁決定だと思っています。

#### ブルドックス事件からの教訓と課題

このブルドックス事件やソトーの事件を踏まえて、教訓と課題を一つ申し上げたいと思います。買収を防ぐためには企業価値を高めることが必要だ。時価総額が安いから買収をされる。買収を防ぐためには、日ごろから配当を増やして時価総額を上げていなければいけない。

しかし株価を上げたからといって防衛できるものでしょうか。買収はしにくくなるかもしれませんが、例えば世界の鉄鋼業界には巨大な会社があります。この会社は資金力が物すごくあり、日本の鉄鋼業界の株価を少々上げたからといって、向こうが買収しようと思ったら、あつと言う間に買収されるかもしれません。実際、ヨーロッパの鉄鋼会社は買収されました。今、東証一部上場企業の時価総額全部を合わせても五百兆円しかありません。最近の株安状況では四百兆円台に落ちたと言われています。中東のオイルマネー、ソブリンファンドは数十兆円単

位でお金を持っています。ファンドが動かせるお金はせいぜい数千億円と言われていますから、その規模の大きさがわかるでしょう。もちろん、そんな大ファンドでも全部の会社を買えませんが、中東とか、ロシアのファンドが本気で出てきたときには、時価総額五百兆円を千兆円にしたって、買われるときは買われてしまいます。

#### 非上場化のルールづくり

ある自動車部品の社長に「あなたの会社はいい会社だけれども、危ないから、企業買収防衛策をやったらどうですか」と言ったら、からからと笑い、「うちは心配ありません。非上場ですから」と。「何で非上場なんですか」と聞いたら、「うちは儲かっている、資金調達のために上場する必要はありません。同族企業ですが、創業者一族が上場によって創業者利益をもらって、田舎に別荘を建てるという発想はありません。従業員のために動く会社です。会社の目的は従業員の雇用の安定です。だから、うちは何の心配もありません」と言っておられました。

確かに上場するときのルールは、証券取引所がルールを持っています。また上場不適合になるときのルールもあるのですが、自発的に上場をやめて非上場になるとき、透明で公正な形でこれを実施するためのルールは今までなかったのです。入口のルールはあるけれども、出口のルールはなかったわけです。

買収防衛のために上場をやめるといふ検討をした会社があります。この会社は、どこかの市

街地に昔、大きな繊維工場を持っていて、それを今、商店街に貸して地代が毎年五十億円ずつ入ってきているそうです。繊維会社としては大したことがなくても、安定した地代収入があるので、それを返済原資としてMBO (Managing Buy Out) をやりなさいというアドバイスを受けました。これは経営陣によるTOBのことです。一応上場していますから、株主がいるので、今、例えば千円の株を経営陣が千五百円で株を買集める。そのための資金はファンドが用意してくれる。それで買って、三分の二まで買い取れば、残りの三分の一の少数株主の株は法律上対価を払って償却ができますから、三分の二を買い取れば全株を買い取れるわけです。その手法をやってみませんかと誘いを受けたのですが、弁護士に相談したら、今の制度上はできないかもしれない、あるいは、やったら背任罪で訴えられるかもしれない。場合によっては、インサイダー取引になるかもしれないと忠告を受けてやめたそうです。

そういうことで、非上場という選択肢があるけれども、そのためのルールがなかった。非上場になる企業の株主の保護のための措置なども含めて「企業価値研究会」でMBOのルールをつくりました。これで、ようやく入口のルールと出口のルールが整ったわけです。

繊維・アパレル関係の優良な上場会社が現経営陣と幹部クラスの数十人でMBOをやって、全株を買い取りました。その資金はノンバンクから借りました。株主は現経営陣だけになり、上場廃止しました。ただ、これは企業買収防衛策の観点からではありません。繊維産業では、大胆に将来の布石を戦略的に打っていかないと生き残れない。大胆な経営をやるために非上場

となる道を選んだのだと経営者は言っています。非上場になった後のガバナンスの仕組みをどうするのかという課題が残っていますが、これも注目すべきケースなのではないかと思っています。

### 外為法による企業買収の規制

さて、今まで言っていることと観点が違うのですが、政策として買収を規制すべき会社があるのではないかという議論があります。それが外為法による規制です。今まで説明した企業買収防衛策は、あくまで現経営陣と買収者の間での争いで、決定権は株主が持っていました。もちろん内外無差別の仕組みです。これからの話は、これと異なり、国の安全保障などの観点から、外資に一定以上の株を持つてもらってはいけない産業があるのではないかということです。

会社は株主のもの、つまり株主が所有権を持っているので売り買いがされますが、そのときに外国企業が株を持つことには各国でも規制があります。一番有名なものはアメリカのエクソン・フロリオ条項で、国防生産法という名前がついています。大統領のものとの対米外国投資委員会が、外国人がアメリカ上場企業の一〇%以上の株を買うときには安全保障を害するおそれがある場合には、中止を命じることができるという法律です。これは、日本と比べると強力な制度で、業種を問わず全業種が対象になります。最近の例ではIBMがパソコン部門を中国のレノボという会社に売ることを決め、これがエクソン・フロリオ条項の対象になり、審査が行われて、最後は承認が下り、パソコン事業の売却が行われました。

フランスやドイツも似たような制度を持っていますし、日本も外為法の中で、業種と製品を限定してですが、事前届出を必要とする制度があります。国の安全保障とか、公共の安全という観点から、OECDで認められたコードの中で業種を指定しています。武器、航空機、原子力、電気などです。

企業買収防衛策と外為法の規制については、そういうことを政府が進めているのは日本の株式市場が閉鎖的なことを示しているのではないか。あるいはそれが原因で株価が下がったのではないかと言われるのですが、それは全く根拠がないと私は思っています。これらの制度は、これまでお話ししてきたように、どの欧米先進国でも導入されていますし、しかも、日本より強力です。たとえば、企業買収防衛策のライツプランは、アメリカは上場企業の四割が入れています。日本では一割です。しかも日本の最高裁の判例は、アメリカの判例に比べれば、買収者に優しいものです。アメリカでは、有事になってからでも、取締役会限りで、買収者に補償の必要なく、導入が可能です。それから、外為法における新しい規制が、日本では動き出したばかりですが、アメリカのほうは以前から運用をしています。そして、日本では業種を限定していますが、アメリカでは、全業種について、しかも、事後的にも介入が可能です。日本の企業も、この法律に引っかかって、撤退した企業があります。日本が他国に比して閉鎖的ということは全くありません。

それから、インベスト・ジャパンという政策を日本はやっているのではないか。外国からの投資を歓迎と言っているのに、これは何だという議論がありますが、これもおかしな議論です。インベスト・ジャパンで日本に投資をしていただく会社を歓迎するのは、日本に技術を持つてくる。日本で事業をやって雇用を増やす。日本のためな経営を立て直すという経営革新のノウハウを持つている。こういう外資を歓迎しているのです。日本の会社ではだれも手を出さなかった会社の事業再生を見事に日本で成功させた外資系企業がありました。ああいうものがインベスト・ジャパンのねらいとするところです。インベスト・ジャパンは基本的には技術、雇用、経営革新を期待しているのです。もちろん資金を持つてこられる外資は歓迎ですが、それは日本の人口減少に伴って貯蓄率が下がってくる中で、長期的な資金不足対策としてです。それにもそもそも日本は今、個人金融資産だけでも千四百兆円あり、これが株式市場に回るような制度改革が重要です。

### 株式会社制度の沿革

まず最初に、会社制度、とりわけ株式会社とは何かを少しご説明しておきたいと思います。これも、もう経済学部を出た方はご存じのことですが、世界最初の株式会社は、オランダ東インド会社だと言われております。インドネシアの香料をヨーロッパに持っていくだけで大儲けができた海洋時代に、それをどうやってやるかという仕組みなのですが、船舶共有組合というものが最初にあったそうです。インドネシアに行つて、山のように胡椒を買って帰ってくると

ボロ儲けだ。こういう商売に金を出しませんかという組合があったのだそうです。ところが、これは海賊に襲われたり、難破をしたときには無に帰しますから、ハイリスク・ハイリターン投資なので必ずしも十分なお金が集まらず、そこで有限責任の出資者を募るという工夫ができました。例えば、自分の出資した船がほかの船とぶつかって海難事故を起こしたときに、船の所有者（出資者）に損害賠償責任が及ぶのでは、お金を出す人がいないので、有限責任のスパンサーを募る方式を編み出したのですが、それがどんどん発展をして、全員が有限責任という株式会社になりました。

全員が有限責任の会社ですから、その会社に対して会社別の徳政令を出すような話ですから、最初のころの株式会社は王様による特許でして、ごく少数の政策的な会社だけが株式会社制度を享受したのです。それが十九世紀後半になると、準則主義といって、王様の許可を受けなくても、法律に沿っていれば、だれでも株式会社が設立でき、そこは有限責任で、お金が集められる。こういううまくい仕組みが発明されました。ちょうど産業革命のころで、大変な技術革新があつて、事業をやれば、かなりの確率で儲かりました。そのときに出資者を多数募つて、「有限責任だから一定以上損はせず、儲かったときは配当がもらえます。経営は私に任せてください」という所有と経営の分離が起つて、よりいいメカニズムができたわけです。この株式会社制度は、経済発展の時代に非常にミートした仕組みだったので、全世界に普及して、株式会社が利益を生み出すメカニズムとして最も優れているとなつたわけです。

日本も幕末に小栗上野介がアメリカに行つて、国を繁栄させるためには、株式会社制度を導入しなければいけないと提言をしています。実際は一八七二年に国立銀行条令ということで、渋沢栄一が全国に銀行をつくるのに株式会社方式を導入したのが日本の株式会社制度の始まりだと言われています。坂本龍馬がつくつた亀山社中が始まりではないかという説もあるらしいのですが、とにかく、そういう過程で株式会社ができてきたわけですが、株式会社とは何ぞやということ、まずお話をしていきたいと思ひます。

### 会社法と現実感覚のギャップ

会社法上は、株式会社の特徴は五点あるというのが通説です。一つは、出資者による所有です。会社は株主のものだというのがまず第一原則です。二番目は、会社は人の集まりで法人格を持つてゐることです。つまり株主から自立して、自分の名前であるいろいろな商売ができるという法人格があるわけです。三番目が出資者は出資した以上には責任を伴わないという有限責任です。四番目は、出資者と業務執行者の分離、つまり所有と経営の分離です。経営は別の人に任せることができるというものです。それから最後は、出資持分の譲渡性といって、株主はいつでも株を売り払つて、その会社の経営から逃れることができます。これが法律上の株式会社でして、簡単に言うと、会社は株主のものだということです。

しかし、企業経営の現場の現実感覚から見ると、会社は株主のものと言い切るには非常に

違和感があります。例えばチャップリンの『モダンタイムズ』では、産業革命の直後、資本家が金を出して工場をつくって、未熟練労働者を雇って、製品をつくる姿が描かれています。この時代では、会社は株主のものだというのは、それがいかどうかは別にして、納得感はあつたと思います。なぜかという、資金不足の時代だったからです。産業革命のころは、資金がまさに希少資源だった時代ですから、金を出した人が「全部、おれのものだ」と言うのは納得感がありました。労働者の数が多く、原材料と同じように未熟練労働者を労働市場で自由に仕入れられました。そういうときには、会社の株主が、税金は若干払うかもしれませんが、コストを払った後の残りの利益は全部、おれのものだというのは納得感がありました。日本でも三井、三菱、住友が戦前、鉱山経営をやっていたときに、鉱山から出てくる利益はその財閥のものだというのは納得感があつたと思います。

では、今の会社を見たときに、利益を生み出しているのはだれだと言えるでしょうか。お金は日本に千四百兆円あるわけですし、世界中に金があふれ返っていて、お金を持っている人が「全部、おれのものだ」というので、ほんとうにいいのでしょうか。むしろ会社は、社長以下、研究者、従業員という、現場で日々、創意工夫、改善をする人たちが利益の源泉のほうであつて、株主が全部、それを取っていいというのは、今の会社の実態から言うと納得ができません。

それに加えて、株主は、ほんとうに責任ある株主ばかりでしょうか。普通は所有には責任を伴うのですが、株主は制度上そうともいえません。法律上、株主は有限責任で、かつ、いつでも株式を譲渡して会社を逃げられます。所有と経営の分離とは、経営ノウハウがある他人に経営を任せるということです。そういう人たちが会社全体をおれのものだと断言できるかと言えば、少しおかしいのではないと思います。

### 百円ライター

百円ライターの会社がありました。百円ライターは日本では全くの斜陽産業です。その会社が左前になり、事業再生を商社が株主として手がけました。従業員が歯を食いしばって会社再生のため、賃下げに応じるなど、一生懸命頑張った結果、借金を返済して、内部留保が十億円出ました。すると、その瞬間、商社が中国の企業に売り渡してしまいました。会社が利益を生み出すようになったのは、労働者が頑張つて賃下げに応じた結果なのですが、商社が全株を持つている以上、そのまま中国に売られても文句は言えません。法律上はそうです。これはさすがに政治的に問題になり、国会でも議論になりました。会社の利益を生み出すもとは、労働者、それから例えばその会社の製品が好きだという取引先、消費者、工場の操業を認めている地域社会が利益を生み出す源泉です。会社の利益を生み出すのは資金を提供する株主だけではなく、社長以下の社員、取引先、利害関係のある地域住民、その人たちが協力をし合つて利益を生み出しているのだと言えるのではないか。これがステークホルダー論ですが、そういう議論が最近盛んになってきました。

従業員は会社に入ったら、四十年間、会社のことを考えています。この点は、日本の長期雇用の慣行と関連しています。それに対して株主は、そんな長期に考える必要はありません。朝、その会社の株を買って夜には売ってしまうデイトレーダーもいます。もちろん、このような売買で利益を上げるとは株主の当然の権利として認められています。しかし、デイトレーダーが会社の所有者だといっても、実体的には、どうも納得感が得られません。それから、会社が仮に倒産をしそうなときに、普通は会社を倒産させないために、先ほどの百円ライターの労働者のように経営陣以下、借金返済に一生懸命努力をします。しかし株主権利は有限責任で譲渡可能性がありますから、この会社はもうだめだと思ったら、株主は見限って出て行くことが容易です。ですから、よくいわれる経営者のモラルハザードではなく、株主にも随分モラルハザードが生じうるのです。

#### 同じ船に乗る株主とそうでない株主

もちろん、そういう存在だけではありません。短期の株価との変動にあまり左右されず、会社の持続的な存続を前提にリスクを負担し、その中で長期的な利益の最大化にコミットしている株主は多くいます。例えば昔であれば財閥系の人たちが大株主になって、所有と経営は分離しているけれども、優秀な経営者を派遣して、会社をしっかりと経営しているという大株主がいました。ファミリー企業（同族企業）は問題点もないわけではありませんが、大体、会社の経

営に責任を持つ経営者を兼ねることが多いです。それから、銀行も長期的な視野で株を保有してくれる株主であると思います。ただ、どちらかといえば自分が貸している債権が不良債権にならないようにという観点からの債権者としてのステークホルダーかもしれません。それから、機関投資家があります。例えば生命保険会社は、個人から長期のお金を預かって、その運用先として株を持ちますが、これは長期保有が基本です。少なくとも経営責任を有する主体として株主を考える際には、同じ株主でも、会社と同じ船に乗る株主とそうでない株主に分けて考えなければならぬだろうと思います。

#### コーポレートガバナンスはだれがするのか

二番目はコーポレートガバナンスです。会社は人の集団で、株主から一応分離をしているわけですから、その会社の経営をどういうふうに健全化、前向きにしていくか。そのため、だれが会社を管理するかという問題がコーポレートガバナンスです。

通説的企業統治（ガバナンス）論では、資本市場（株主）が会社にガバナンスをきかせるべきだと言います。経営者を株主が監視をするわけです。そして、いい経営者には多額の報酬を与えて、その見返りとするというものです。要するに株主の利益を代表する人とし取締役が経営者を見張る仕組みででき上がっていますが、これでほんとうにガバナンスが完璧かということ、そうではありません。どんなに会社の経営者、従業員を監視する仕組みを構築しても不祥

事は起きています。その典型はエンロン事件です。エンロンは大変優良な会社だと言っていたのですが、実は経営者が株主に、うその財務諸表を見せていただけでした。監査法人もだまされた、あるいはぐるだつたわけです。株主の利益を守るためのガバナンスの仕組みは非常に複雑につくり上げられていました。それでも不祥事は防げなかったのです。

日本の場合は、例えば最近、企業の不祥事で偽装事件が多く起きていますが、あの中で株主の代理人が告発した事例はほとんどありません。だれがほんとうに実体的に会社のガバナンスをきかせているかというと、極端に言えば、従業員の内部告発です。誹謗中傷的な内部告発もあります。善良な内部告発もあります。食品の偽装事件では、このようなことをやっています。長年の会社の信用を傷つけるのではないかという従業員や消費者の告発が発端でした。従業員は三十年、四十年と会社で仕事をしていますから、不正がよく見えますし、見て見ぬふりをすることに良心の呵責が働くのです。一つは従業員がガバナンスをきかせていると言えます。

それからもう一つ、最大のものは、製品・サービス市場での企業間競争（顧客）によるガバナンスです。いいものをつくらないとその会社の製品が売れないというマーケットの選択によってガバナンスがきいています。これは日本の経済を見ると明らかに機能しています。売れない物をつくっていると会社がおかしくなるということ、経営者は緊張するわけです。事実、ある経済学者の研究によると、輸入品の浸透度が大きかったり、輸出比率が高い、国際競争に接している製造業の産業分野は、ガバナンスが良好なことが実証されています。

つまり、コーポレートガバナンスとの関係でも、「会社は株主のものだ」というよりは、「株主も含めた、従業員、取引先、消費者などのステークホルダーのもの」という方が実態ではないでしょうか。

### 内部留保と会社の継続性

三番目は、内部留保と会社の継続性の問題です。株式会社は利益を生み出すメカニズムだと申し上げましたが、利益を生むことが究極の目標ではないように感じます。日本の経営者の多くは、利益は事業を継続し社会に貢献するために必要な手段だと考えています。日本には二百年以上続いている会社が三千社あるそうです。ドイツでは六百社、アメリカでは十四社だそうです。日本の中小企業の社長さんがアメリカに行つて、「私の会社は三代続いた中小企業です」と言ったら、アメリカ人にケラケラと笑われたそうです。「三代百年も続いているならば、アメリカなら大会社になっているか、倒産しているかのどっちかだ。何で日本の中小企業は、そんなに継続に重みを置くのか。儲からない会社になったら廃業すればいいじゃないか。儲かるなら大会社にしたいじゃないか」ということですが、日本の経営者の大多数はそうではなくて、会社を継続することによる社会貢献が第一で、利益はそのための手段なのです。

松下幸之助氏の「水道理論」というものがあります。会社は永遠に存続をしていくのだ。一生懸命事業をやつて、安く物を提供するのだ。水道の水を盗む泥棒はいない。家電製品が水道



のように安くなるようなことが会社の目的だ。こう言っていて、自分の利益を追求するだけではなくて、世の中に役に立つことと、会社が継続し、従業員の雇用を保障することが大切だと言っています。これが日本の経営者の多数説です。戦後は終身雇用制というか、裁判所の判断で、むやみに従業員のクビを切つてはいけないというルールになっていますから、そういう意味でも従業員に対する責任として会社を継続していかなければいけなくなりました。倒産させることは悪いことだというのは、日本ではコンセンサスになっていると思います。

先日の日刊工業新聞にありましたが、サントリーの会社の目的は利益三分主義と言って、儲かった利益は社会に還元する。それから値段を下げてお客様に還元する。それから、将来の事業資金として使うと。この三つに分けるとのことです。社会とお客様と将来の継続性のために金を使うということです。竹中工務店は、いい建物をつくるのが会社の目的で、利益追求をやりすぎるといい物がつくれないと言っています。YKKでも、創業者の吉田忠雄氏は「善の巡環」と言って、従業員持株だけではなくて、取引先にまで株を持ってもらって、儲かったら、その人たちに利益を還元するとしています。株主は株主ですが、取引先重視、従業員重視、儲かった利益はその人たちに還元していくという考え方の経営です。

それから、前述の自動車部品メーカーも、会社の目的は雇用の安定だとしてあります。創業以来、従業員のクビを一度も切ったことがないのがセールスポイントだそうでした、四国の工場を海外進出に伴って廃止をするときには、その従業員の雇用を確保するために介護ビジネスに進出しました。介護ビジネスを四国でやっても儲かるわけではないのですが、雇用を守るためにそういう決断をしたそうです。これは非常に短期間に利益を追求する株主からすれば背信行為かもしれません。でも、そういうことが企業の存続を重視するという日本の企業文化をつくっているのです。

こういうことから言いますと、少なくとも短期的な利益だけを追求する類の株主と多くの日本の経営者との考え方は違っています。会社を存続させ社会貢献を持続させることを重視し、そのため、配当よりも将来のための投資に向けた内部留保を重視してきたのが日本の経営なのです。

## 米国のエクセレントカンパニーの発想

以上のように、日本の会社の実態から見ると、会社は株主だけのものではないと結論できるかと思いますが、そのことをあまり言い過ぎると、それは日本の経営の特殊性で国際スタンダードにならないのではと懸念されます。そこでアメリカのエクセレントカンパニーはどうだろうということ、調査団を〇七年十一月に派遣しました。訪問先はジョンソン・アンド・ジョンソン、IBM、デュポン、ゼネラル・エレクトリックです。いずれも百年以上続いている、アメリカではまれな長寿企業です。この人たちと議論をしていると、私が申し上げた日本の会社の経営の考え方と非常に似た部分もあることがわかりました。

まずアメリカの長寿命の会社は、顧客、従業員、地域社会、株主に均しくウェイトを置いています。それから、長期に会社を持続させるためには研究開発が必要ですが、厳しい資本市場の中でこれを実現していくための経営のコツは、ともすると短視眼になりがちな株主との議論、説得が重要で、IRの重点は、この辺に置くべきだということです。それから大組織でもイノベータータイプなアイデアが死滅しないような工夫、従業員全体のモラルを上げるための工夫が必要だと言っています。IBMは、三日間、全世界の従業員と提案議論というものをパソコンを使ってやるそうです。来年の事業について、いい提案をした人には報奨金を出すということを会社を挙げてやるそうです。これは日本の従業員提案制度とよく似ています。従業員のモチベーションが価値を生み出す源泉であるという考え方に基づいて、そういう活動をやっているのだと思います。それから、会社内での人材育成が大切で、従業員の教育に力を入れています。また、育成に失敗した例外的な場合を除き、社長は、生え抜きです。

さらには、短期ではなくて、長期の経営方針について経営者が具体的に示すことが重要だと  
言っています。

株主が会社を選ぶのと同様に、会社も株主を選ばなければならない。そのためには、経営者  
がはつきりと会社の経営方針を株主に示すことで、自分たちの会社の方針に共感してくれる方  
に株を持っていただけるよう努力することが大切なのです。

また社外取締役は大きな見地からのマネジメントの責任あるアドバイザーという役割が求め

られているのであって、社外取締役に日頃の細々した業務執行の監視の役割を期待するのは困  
難であるとも言っています。日本では、取締役会の付議事項の再検討が必要かもしれません。

アメリカのエクセレントカンパニーの考え方の典型例が、ご存じの方も多いと思いますが、  
ジョンソン・アンド・ジョンソンの「我が信条 (Our Credo)」です。ジョンソン・アンド・ジ  
ョンソンの社是の第一は顧客に対する責任で、いい物をつくって安く提供するのが会社の責任  
であるということです。二番目は社員に対する責任で、雇用の安定に責任を持ち、賃金で報い  
るというものです。三番目が地域社会、共同社会に対する責任で、例えばメセナで寄附をする  
ことで報いるということです。地域社会あつての企業だということです。そして四番目に、株  
主に対する配当が出てくるのですが、ただし、これには前提条件があります。会社は将来の事  
業のために内部留保を十分に取って研究開発、設備投資をやらなければならない。その布石を  
打って、なおかつ余りがあるときに株主に配当するという考え方です。これは先ほどの松下幸  
之助氏の考え方とほとんど同じで、かつ会社の利益を生み出しているのは顧客であり、それか  
ら何よりも社員、従業員だとする考え方も同じです。

### これからの取り組み

では、そういう環境をつくるために何をやるかです。株式会社は多くに分散された多様な株

主によって所有されているわけですが、会社の長期的な利益についてあまり関心がない株主もいる。株主と、会社と「同じ船に乗っている株主」、すなわち長期的に会社の利益を最大化することに関心を持った株主を分けて、それぞれの多様なニーズに答える株式発行形態がとれないか、と考えております。議決権を重視する株主もいれば、配当や値上がり益に大きな関心を持つ株主もいます。このような多様な投資家サイドのニーズに応じて、柔軟な株式発行が可能となる制度として海外主要国には「種類株式」があります。日本でも会社法上では種類株式も認められていて、法律上、議決権のない株式や多議決権株式は発行可能なのですが、証券取引所の上場規則が認めていません。したがって、上場会社による発行ができなかったのです。海外では、米国では上場企業の二割強が種類株式を発行しており、フランスでは、多議決権株式だけでなく、約六割の企業が導入しているそうです。

日本でも発行・上場が認められれば、非上場化を選んだ企業やベンチャー企業が株式市場に戻って来て市場が活性化するきっかけになるかもしれません。

多議決権株式の発行で有名なのはアメリカのグーグルです。あそこもA株、B株がありまして、A株は上場されています。ところが、一株で十倍の議決権があるB株はグーグルの二人の創業者が持つていて、この二人で議決権の五割を有しています。したがって、会社の決定権はこの二人が握っている。そのようなB株があったら、A株は、上場してもいい値がつかないだろうと思つたら、そうではなく、グーグルは、あの二人がいて経営がしっかりし続けるだろう

というのが評価されて、A株も、いい値がついているのです。そういう利用の仕方があるのではないかということで、上場会社による多議決権株の発行と無議決権株の発行・上場を可能とするよう、今、東証と議論をしています。今年、何とか実現したいと思います。

次に従業員の位置づけについてです。アメリカにESOPという制度があります。これは信託が企業拠出金や借入れを原資として自社株を購入し、従業員の退職後に給付するものです。日本の従業員持株会と異なり、売却が自由でないため、従業員と経営の目的意識を共有化し、従業員に企業価値の向上意識をもってもらうには、いい仕組みではないでしょうか。法律上の問題をクリアして、是非、日本版のESOPを実現したいと思います。

最後は税制です。簡単に言いますと、海外では、長期保有の株主は短期保有に比べ、株式譲渡益の課税面で優遇されています。アメリカ、イギリス、ドイツ、フランスなどいろいろな国にある制度です。フランスでは、五年以上株を保有しないと議決権が発生しないという制度があるそうです。日本でも、じっくりと株を持つている方を税制面で優遇することは、検討できると思います。今後の検討課題でしょう。

## 結論

会社法では、会社は株主のものです。会社法の大枠は、国際スタンダードで出来上がっていて、これを変更することはできません。グローバル経済のもとで、企業が国際的な活動をして

いるのですから、適当とも思いません。しかし、会社は株主だけのものではなく、社長以下の従業員、あるいは取引先、地域住民を含めた全体の利害関係人のものであるという実態があります。そういう議論をしてくれたのがブルドックス事件での東京高裁です。東京高裁判決では、「株式会社は理念的には企業価値を可能な限り最大化して、株主に分配するための営利組織であるが、同時に、そのような株式会社も単独で営利追求活動ができるわけではなく、一個の社会的存在であり、対内的には従業員を抱え、対外的には取引先、消費者等との経済的な活動を通じて利益を獲得している存在であることは明らかであるから、従業員、取引先など多種多様な利害関係人（ステークホルダー）との不可分な関係を視野に入れた上で企業価値を高めていくべきものであり、企業価値について、専ら株主利益のみを考慮する考え方には限界がある」といっています。これが日本の企業の実態に近いので、このような考え方に基づいて運用面で工夫していくべきではないかと思っています。

最後に、日本では、会社の労働者のことを「社員」と言います。ただし、商法で「社員」とは出資者のことだと書いてあります。留学した後輩に、この辺の事情を話して、では、英語で「社員」はどう言うのかといったら、「やはりそれは株主になっちゃいますね」と言うのです。要するに今のステークホルダー論が登場する前から、日本では労働者を「社員」と言い、その中から上がってきた人を「社長」と呼んで、会社は、そういう人たちのものだと考えていたのだと思います。したがって、会社はだれのものかといったら、二重の意味で「社員」のもので

す。つまり出資者のものであると同時に、会社を構成している社長以下の働いている人のものだというのが実体的には正しいのではないかと思っています。

— 了 —