

コーポレート・ガバナンスと純粹持株会社

片 山 准 一

1 コーポレート・ガバナンスの契機

最近、コーポレート・ガバナンス論が流行っている。米国から直輸入されたこのことばは「企業統治」と日本語訳されることもある。

かつて、1970年代盛んに議論された企業の社会的責任論—企業の反社会的行為を如何にコントロールしていくか?—に端を発し、「会社は誰のものか?」「会社を支配するものは誰か?」を問い掛けている。これまでは「会社支配論」として議論されてきたものである。しかしこのコーポレート・ガバナンス論には企業の社会的貢献—公害防止策、地域への寄付など—も視座に入ってくる。

米国では、70年代初頭の事件¹⁾を契機にコーポレート・ガバナンス論争が活発化した。当時はM&Aが盛んに行なわれていた頃で、支配権市場²⁾が会社のモニタリング機能・チェックシステム機能を果たしていた。ところが80年代の敵対的M&Aが流行りだすと企業は乗っ取り防止のために短期的な利益の追求に狂奔した。そのため国際的競争力を失うことになってしまった。また他方、年金基金³⁾や投資信託、生命保険などの機関投資家が株主として資産運用のために巨大企業の株式を保有していった。当初、彼らはWall Street

-
- 1) キャンペーンGM (the Campaign to Make General Motors Responsible), ベンセントラル鉄道の倒産, ロッキード, クライスラーの経営危機などを指す。
 - 2) 「企業買収」という形を通じて、現職経営陣の経営を監視・チェックするもので、現職経営陣の経営能力が不十分で、経営資源が十分に有効利用されていないと判断された場合、「企業買収」が行なわれる。吉川満「米国におけるコーポレート・ガバナンス」ジュリストNo.1050 有斐閣 1994年 p.64
 - 3) カリフォルニア州公務員退職年金基金 (CalPERS) 等が代表的なものである。

(2) コーポレート・ガバナンスと純粋持株会社

Rule⁴⁾に則って投資行動を行なっていたが、投資規模があまりにも膨大になったことから、簡単に投資先企業をチェンジすることが困難となり、長期にわたって株式を所有し、且つ企業経営に積極的に乗り出してきた⁵⁾。

ところで、わが国でコーポレート・ガバナンスが議論され始めたのは、いわゆる「バブル経済」崩壊後、噴出した企業の不祥事⁶⁾に端を発して、経営者による杜撰な経営が露呈した頃からである。そしてこのような事態を引き起こした責任は経営者にあるという批判が生じ、如何にして企業経営を公正に行なわせるか？そのためにはどのようなモニタリング・システムを構築しなければならないか？といったことが中心に論じられ始めた。特に、80年代後半のエクイティー・ファイナンスが盛んに行なわれていた頃は経営者に対するチェック機能が働かなかった。その原因が戦後の日本経済を支えてきた株式相互持合にあるといわれている。

周知のように、戦前の巨大企業は財閥家族・持株会社によって所有・支配されていた。しかし敗戦後は財閥解体という米国からの外圧によって、財閥家族の公職追放が行なわれ、旧財閥系企業では「経営者支配」が確立していった。

また、1947年の原始独占禁止法第9条で「持株会社の禁止」が制定され、事業会社は他社の株式を一切保有することが禁止された（金融機関は5%まで認められた）。その2年後、同法第10条が改正され、企業間の株式保有が認められるようになった。こうして今日みられる「株式相互持合」を基盤とした企業

4) 「投資効率が悪い場合は株式を売却し、投資効率がより高い会社に切り替える」というルール。

5) 業績不良会社（例えば、IBM、アメックスなど）の経営者を追放していった。

6) 汚職事件（リクルート事件、ゼネコン汚職、東京佐川事件、金丸事件）

大蔵官僚、通産官僚、厚生官僚などが賄賂・供給を受けた事件。

銀行の不正融資事件や証券スキャンダル—90年代に入って、バブル経済崩壊と共に、銀行の不正融資事件が次々と発覚。91年夏の証券スキャンダル。住専などノンバンクへの銀行の大口不正融資など。

総会屋への利益供与事件—麒麟麦酒、イトーヨーカ堂、高島屋、味の素、野村証券など4大証券会社、三菱系企業グループ、日立、東芝など。

大和銀行、住友商事—債権、商品先物取引の巨額の損失発生事件など。

集団・企業グループが形成されていったのである。しかし、それらは戦前の財閥と異なって支配の主体が明確でなく、コントロール・タワーを欠いていた。そのため、企業同士、相互に株式を持ち合い、相互に支配する関係を築き上げ、「相互所有・相互支配」を基盤に「経営者支配」を確立させていったのである。従って、支配の主体が明確ではなかったため、経営者による独善的な経営が行なわれる危険性もあった。その結果が90年代初頭の「バブル経済」の崩壊につながるのである。

本稿では日本的コーポレート・ガバナンスの契機を「バブル経済」の崩壊と捉え、その原因を「株式相互持合」関係によるコントロール・タワーを欠いた支配構造にあると位置付け、今後のコーポレート・ガバナンス機能の主体を純粹持株会社に求めるものである。

次節では戦後日本の株式所有・支配構造の成立からバブル崩壊までを概観する。

2 戦後日本の株式所有・支配構造

前節でもみたように、敗戦後の財閥解体によって、財閥家族が一掃され、「経営者支配」が成立してくる。しかしながら所有の側面は金融機関や事業法人などによって、「株式相互持合」が行われていく。従って、戦後日本の巨大企業は「所有（＝法人・機関所有）と経営（＝専門経営者）の分離」が確立している。

では何故、「所有の法人化・機関化」が生じるのか？

論理的には、創業者が病気、引退、死亡、更に遺産相続等々によって、創業者の支配権力が弱体化する。そうなるに権限委譲された経営者が日常業務のみならず、人事・財務の重要事項までも関与するようになってくる。企業の財務事項、例えば利益の分配などに対しても経営者が裁量権を発揮してくる。経営者は資本機能（＝経営）を直接的に指揮し、利益を獲得する。その利益を出

(4) コーポレート・ガバナンスと純粋持株会社

来るだけ会社内部に留保しておいて、企業規模の拡張資金に充当、あるいは新しい諸設備、新工場、子会社の設立等々に投資していく。経営者は企業的意思決定者として内部留保資金を「占有」し、支配していく。経営者は「会社」内部に蓄積された留保資金を自分（達）のものとして支配するようになってくる⁷⁾。

本来、支配は所有＝出資に基づくものであるが、経営者が内部留保資金を占有・支配することによって、自らの経済的基盤を確立していく。経営者は資本機能の具体的担い手として、企業の経営活動を推進している。そしてその成果として、利潤を獲得し、その一部を株主に配当し、残りを内部留保資金として、いわば会社のものとして、社会的な存在として、それらの資金を自分（達）の自由裁量で、様々な事業部門に投資していく。このことは経営者が自己金融の担い手として、社会化された資金からの事実上の出資者＝事実上の所有者となったことを意味する。経営者は自己の企業の拡張のみならず、他の企業への、あるいは新しい事業への、事実上の出資者＝事実上の所有者となる。こうして所有の「機関化・法人化」現象が起こってくる。経営者は内部留保した自己金融資金を自らの経済的基盤として、他企業を所有・支配していく。同時に他企業から所有・支配される。いわゆる「相互所有・相互支配」関係が成立してくる⁸⁾。

戦後日本の巨大企業システムはこうした「株式相互持合」関係を基盤にして、「役員派遣・兼任」を行ないながら、企業集団化し、「経営者集団による組織的・複合的な共同支配」関係を確立していったのである。

ところでわが国ではこうした「株式所有の法人化・機関化」＝「株式相互持合」が行なわれるようになったのは1950年代頃からで、財閥解体によってこれまで財閥本社や財閥家族が保有していた大量の株式が放出させられたことに始

7) 後藤泰二編著『現代日本の株式会社』ミネルヴァ書房 2001年 p.89

8) 同前 pp.89-90

まる。また、これまで財閥本社が果たしてきた「持株会社」機能も解体させられ、「自社株」の保有も原則的には禁止されていたことに起因する。このような放出株を解体された旧財閥系企業が中心となって、乗っ取り防止のために企業相互に持ち合った。更に、1964年に日本がOECDに加盟したために、資本の自由化対策として、より強力に安定株主工作が進められた。その結果、株式所有の法人化・機関化が一層進行していくことになった。

株式所有の法人化・機関化が進行していくと、流通市場から株式が吸い上げられ、流通する株式数が減少していく。その当時、約7割の株式が銀行などの金融機関や事業法人によって所有されていた。残りの約3割が流通市場で売買されていたことになる。この3割の株式を巡って、発行会社・証券会社などによって、株価のコントロールがなされていくことになる。こうして当初は「乗っ取り防止策＝安定株主工作」として「法人買い」が行なわれていった。

また70年代頃から、増資の際、それまでは額面・割当発行が一般的であったが、それを時価・公募発行に変更していった。額面発行を行なっている場合、株式市場での株価の高低は資金調達額に何ら変りがないが、時価発行の場合は株価の高低によって調達額が大きく変化してくる。そこで発行会社は自社の株価を少しでも高くしようと、安定株主工作をより強化していく。

資本自由化対策としての安定株主工作を行なうことによって、結果的に株価が上がった。今度は株価を上げるために、意識的に安定株主工作を行なうようになる。それが時価発行増資のための株価吊り上げ策としての安定株主工作であった。これがいわゆる「高株価経営」と呼ばれ、株価を高くしておいて、その高い株価で時価発行増資を行ない、資金調達をしていく。こうした状況下で、80年代には転換社債・ワラント債も加わってくる。これらを総称して、エクイティー・ファイナンスという。

このエクイティー・ファイナンスによって発行株式総数が増大する。このことによって、株価は下落するはずである。しかしこれを阻止するために株価吊

(6) コーポレート・ガバナンスと純粋持株会社

り上げ(=安定株主工作)を更に強化していく。こうしてエクイティー・ファイナンスによって調達された資金の大半は株価維持のために、「株式相互持合=安定株主工作」資金に使われ、そうした部分の資金はいわゆる『空洞化』資金となる。そしてこうした行為が繰り返し行なわれていったのである⁹⁾。しかしながらこうした微妙なバランスが崩れ、90年代初めに株価は大暴落したのである。

周知のように、高度経済成長期には企業は銀行からの借入金によって設備投資を行ってきた。そのため銀行による監視システムがある程度機能していたものと考えられる。いわゆるメインバンク・システムである。ところが、80年代の金融の自由化・国際化の中で、大企業の銀行離れが進んできて、メインバンクの力が弱くなってきた。これまでは株主の代わりに経営者に対してチェック&コントロールの働きをしてきたメインバンクが後退し、経営者が勝手気ままに企業を動かす始めた¹⁰⁾。

株式相互持合を梃子にした「相互所有・相互支配」関係は経営者の自社に対する迂回的所有・支配を確立させるもので、グループ外の他社からの支配に対しては乗っ取り防止策として機能する。しかし自社の現実資本に対する機能(経営)は各々の経営者に委ねられているため、持ち合い関係にある会社同志は相互に無関心となる。そのため法人・機関株主は大株主としての機能を果たし得ない。こうして経営者は誰からもチェックされることなく自由奔放に経営を行っていった。従って、コーポレート・ガバナンス機能が果たされなかった原因の一つがコントロール・タワーを欠いた多極分散型支配構造の「株式相互持合」関係にあったものと考えられる。

バブル崩壊後、これまで金融機関や事業法人が保有していた「持合株式」の

9) 同前 pp.140-141

10) 座談会「日本の会社のコーポレート・ガバナンス—現状と将来—」前掲ジュリスト p.13

一部が売却され始めた。「持合解消」が生じ始めたのである。そうなる
M&A や TOB を予測しての対応策を講じておかなければならない。従って、
大企業支配体制を維持する必要から様々な法律改正¹¹⁾が行なわれた。その一つ
が97年に独占禁止法を改正して、純粋持株会社が解禁された。

純粋持株会社は敗戦後、財閥解体の一環として解体・禁止されたものである。
しかしながら「事業兼営持株会社」の方は戦後すぐに解禁され、今日の企業集
団・企業グループを形成する契機となったものである。しかしコントロール・
タワーを欠く多極分散型支配構造であったため、経営者の独断を許す原因とも
なったのである。

そこで次に、この一極集中型支配構造の純粋持株会社にコーポレート・ガバ
ナンス機能の主体の役割を見出せないかを検証したい。

3 純粋持株会社はコーポレート・ガバナンスとしての機能を果たし得るか？

バブル経済崩壊後、大企業では様々な形でリストラが行なわれている。マネー
ゲームに狂奔し、次々と事業部門を増設してきた企業は、不必要な事業を切り
捨て、スリム化をはかり、適正規模化を志向している。

これまでも企業グループや企業集団を形成する場合、自らの組織の一部を切
り離し別会社とする、いわゆる分(別)社化、スピンオフが一般的に行なわれ
てきた。

11) 1997年5月「商法の一部を改正する法律」及び「株式の消却の手続きに関する商
法の特例に関する法律」(消却特例法)の成立によって、「自己株式の取得」(2001
年「金庫株」の解禁)が認められた。更に、同年6月独占禁止法が「改正」され、
同年12月より「純粋持株会社」が解禁された。これらのことによって、これまでの
「株式相互持合＝実質的自己株式の取得＝事業持株会社」に、制度的「自己株式の
取得」と「純粋持株会社」とが加えられ、「株式相互持合」・「自己株式」・「持株会
社」の3段階構えで、過剰発行された株式を買い戻し、これまでの大企業体制を維持
しようとしている。

(8) コーポレート・ガバナンスと純粋持株会社

企業が組織の事業単位を子会社としてスピノフするのは企業経営の分権化を図るため、子会社として分離独立させ、利益責任単位とする。これは肥大化した親会社本体の組織をスリム化することによって、企業経営の効率化を図るわけである。そして親会社本体は現業部門を次々と分離しながら、全体を統括する「戦略本社」を目指すことになる。そして究極の形態が現業部門全てを分離した「抜殻」状態の純粋持株会社形態であるといわれている。

これまでの「事業部制（＝企業組織の内部に分権的単位を作る企業内分権化）」、「分（別）社化（＝企業内の事業単位を本体からスピノフして別会社とする）」、「カンパニー制（＝親会社の内部に留め置かれた分社＝社内分社）」も限りなくこの純粋持株会社形態に近づいていた¹²⁾。

周知のように純粋持株会社は株式の所有を通じて傘下企業を支配し、グループ全体の統括を目的とした会社で、戦前は財閥本社として多数の傘下企業を支配下においていた。従って、純粋持株会社化することによって、「戦略的グループマネジメントと事業マネジメント」との分離が行なわれる。純粋持株会社は文字通り「戦略本社」としてグループ全体の戦略決定を行ない、傘下事業会社は現業部門を管理・運営することになる。本社機能としては経営者が日常的経営判断から離れ、中長期的視点に立った戦略を決定できる。企業グループ内の公平・効率的経営資源配分が可能となる。また、親会社はROE（Return On Equity＝株主資本利益率）指標で傘下事業会社の経営効率化・活性化を促進することが出来る。傘下事業会社の独立性を促し、本社機能のスリム化を図ることができる。権限委譲により経営責任の明確化が図られ、合理的経営が可能となる¹³⁾。

従って、「傘下の事業子会社の収益とリスクを投資家的な見地から判断すると同時に、企業グループの最適構成、すなわち事業ミックス戦略を計画し、こ

12) 後藤泰二編著 前掲書 p.82

13) 同前 p.85

れを実現していくために事業のスクラップ&ビルドや買収を実施]¹⁴⁾したり、「その子会社が対象市場で競争相手に匹敵するだけの効率と業績を上げているか」¹⁵⁾をチェックすることができる。

こうして純粹「持株会社の内部にコーポレート・ガバナンス機能を設けるのである。たとえば『機関投資家』機能を内部化し、監査部門は、あたかも株主であるかのごとく、独自に、子会社の事業や戦略が株主に貢献しているかどうか、そして他社以上に理論株価を上げているかチェックし、必要な施策を提言する。・・・『顧客』機能の内部化については、独立したCS (Customer Satisfaction=顧客満足度—引用者「注」) 部門を設け、商品やサービスの顧客満足度を独自に調査し、顧客に等しい立場で各子会社の評価をする。『社会』機能の内部化としては、環境アセスメントや人権問題を担当する分野を置いてみる。コーポレート・ガバナンスの主体である株主、顧客、社会を意識したCheck プロセスになっている」¹⁶⁾。

以上、純粹持株会社がコーポレート・ガバナンスの主体として機能しないか？という論点で論述してきたのであるが、元々、持株会社は19世紀末の米国でも、シャーマン法によるトラスト規制から逃れる目的で形成されたものである。いわば、持株会社は大企業体制を維持するための手段として生まれてきた。また60年代後半、70年代、80年代と、それに続くコングロマリット合併の中核を持株会社が担ってきたことも事実である。コングロマリット企業が経営不振となり、買収した企業を売り出したり、再構築する、いわゆるダイヴェスチャー、リストラクチャリング、ダウンサイジング化を推進していったのも持株会社であった¹⁷⁾。

14) 武藤泰明「持株会社組織のメリットと課題」ハーバード・ビジネス (特集 持株会社とカンパニー制) 1996. 5. (ダイヤモンド) p.12

15) 安田隆二「持株会社を機能させる五つのカギ」ハーバード・ビジネス (特集 持株会社とカンパニー制) 1996. 5. (ダイヤモンド) p.40

16) 同前 p.43

17) 後藤泰二編著前掲書 p.86

(10) コーポレート・ガバナンスと純粋持株会社

純粋持株会社はいわゆる「所有と経営（機能）の完全分離」を目指すもので、これまでは自然人（個人）の中で「所有者と経営者との分離」を議論してきたが、会社の所有主体が「法人・機関」化するに及んで、企業集団・企業グループの所有主体＝純粋持株会社，経営（機能）主体＝傘下事業会社へと機能分化を図っていくものと考えられる¹⁸⁾。従って、企業の所有主体である純粋持株会社がコーポレート・ガバナンスの主体として機能する必要性が生じてきている。

参 考 文 献

後藤泰二編著『現代日本の株式会社』ミネルヴァ書房 2001年

坂本恒夫・佐久間信夫編 企業集団研究会著『企業集団支配とコーポレート・ガバナンス』文眞堂 1998年

松村勝弘著『日本的経営財務とコーポレート・ガバナンス』中央経済社 1997年

奥村宏著『株主総会』岩波新書 1998年

『21世紀の企業像』岩波書店 1997年

下谷政弘著『持株会社解禁』中公新書 1996年

18) 同前 p.91