

コーポレート・ガバナンスの新たな展開

一上季代司

わが国にもようやく市場メカニズムにもとづいたコーポレート・ガバナンスの動きが出てきたようである。⁽¹⁾

昨年の三井住友ファイナンシャルグループによるUFJホールディングスに対する買収提案、今年に入ってライブドアによるニッポン放送に対する敵対的買収の試みなどは、わが国でも敵対的買収が本格化する兆しを予感させる。法人間の株式持ち合い解消を背景にして、株式市場が本来持っていたはずの企業支配権市場としての機能が顕在化しはじめた、ということであろう。具体的にいえば、経営の効率化をサポートしている経営者のもとでは当該企業の株価は下落する。そのことは株式の公開買い付け（TOB）を容易にさせ、外部株主による支配権掌握（したがってまた経営陣交代）の蓋然性を高める。そういった敵対的TOBの脅威自体が、現経営者に規律を与えモラルハザードを抑止する効果をもたらす、というわけである。

第二に、企業経営が破綻し債務超過に陥ると、株主の持分はゼロとなってガバナンスは債権者に移るが、そこにおいても「市場メカニズム」の予兆が見られる。すなわち、経営危機に陥った企業に対して、再生ファンド等が不良債権と化したローンを取引銀行から安く買い集め、自ら主要債権者として当該企業の経営に参画し、これを立て直してから当該債権を回収して鞘を抜く、という動きが出てきている。従来は、メインバンクが再生の可否を判断し、再生の価値ありと判断すれば、融資期限延長や金利減免、追加融資などの金融支援を行ってきたのであり、融資債権が市場に出ることは無かったし、社債でさえメインバンクが買い戻して市場に出回ることが無

(1)

かったのである。ところが、相次ぐ大企業の経営破綻で不良債権が累積し、一九九〇年代終わりには銀行自体の危機にまで発展した。この段階でこの手法は行き詰まった。しかし、その後に破綻債権のバルクセールがおり、そのローン価格に当該企業の企業価値が反映されて安い値段がつくようになると、先述のように事業再生によって企業価値を高め、売買差益を抜こうとする再生ファンドが現れたのである。こうして「市場のもつ再生機能」がでてきたのである。

このように、エクイティ、デットいずれの面からみても、企業経営に対するガバナンスの「市場」化が始まりつつある。しかし、それがわが国に定着したとまではいえない。というのは、第一に敵対的買収にも経営の効率性を損ねる一面があり（後述）、それを抑制するための防衛策は必要であるが、現在わが国で導入が試みられている防衛策の内容如何によつては、ようやく働き始めつつある企業支配権市場を機能不全にする恐れがあるからである。この問題が厄介なのは、防衛策導入の議論の中に『日本の経営』に対する評価が絡んでいることである。第二に、九〇年代後半の銀行危機に直面して破綻債権のバルクセールが起こったが、「市場の再生機能」が継続し定着するためには、破綻に陥る前のローンの流通市場が確立されなければならないが、それがわが国ではまだ見られないのである。

そこで以下では、コーポレート・ガバナンスの「市場化」が果たしてわが国で定着するかどうか、それを左右する要因は何か、考えてみよう。

1 敵対的買収の功罪

敵対的買収は、非効率な企業が乗っ取られて活性化するという一面と同時に、逆に株主の判断を誤らせ、現経

営陣よりも長期的な企業価値を損なう可能性があることが指摘されている。

たとえば、経済産業省企業価値研究会の報告書は、企業価値を損なう企業買収として、以下の四つの例、①グリーンメール、②二段階買収、③代替案喪失類型、④株主誤信類型を挙げている。⁽²⁾①グリーンメールとは、会社側に高値で買い取らせために株を買い占める行為であり、他の株主に損害を負わせて自ら利得を得ようとするから、企業価値を損なうのは明らかである。②二段階買収とは、最初の買い付けで、例えば総株式の三分の一を現金で買い取り、二段階目で残り三分の二の買い付けではジャンクボンドを対価として支払う、または非公開化する予定である等の不利な条件を提示する、そうして買収価格に不満があっても株主に売り急がせる買収を言う。⁽³⁾

次の③代替案喪失類型は、経営陣に代替案を提示する時間的余裕を与えないような買収類型であり、株価が低迷する中いきなりTOBを仕掛けるようなケースがあげられる。最後の④株主誤信類型は、株主に十分な情報が無いまま誤信して買収に応じる類型である。たとえば、買収者が従業員等のステークホルダーの期待していた報酬や雇用機会を削減して株主への所得移転に使うようであれば、短期的には株主価値をあげるが、単なる所得の移転に過ぎず、長期的な企業価値にはマイナスの影響を与える場合等がこれに当たる。

以上のように、敵対的買収には企業価値を損ねるものもあるので、そこに防衛策導入が許される根拠もあることになる。すなわち強圧的な買収提案、企業価値を損ねるような買収提案を排除するための防衛策、現経営陣と買収者の双方から企業価値を左右するような必要情報が十分開示されることを促すような仕組みをもった防衛策なら経済合理性を持つことになる。もっとも敵対的買収への防衛策は、それだけでは現経営陣の保身につながりかねない。そこで、先の経済産業省企業価値研究会の報告書は敵対的買収への防衛策導入に際して、それが現経営陣の保身にならないための工夫として次の三つの類型、①取締役会で導入された防衛策につき有事におけるそ

の維持・解除については独立社外の取締役・監査役のチェックを受ける、または②有事における防衛策の扱いに關してその解除条件をあらかじめ極力客観的に設定し、買収提案に応じるか否かを株主にゆだねる、③平時において防衛策を導入するにあたり株主総会の承認をうける、のいずれかを採るよう提案している。ちなみに、①は米国で主流となっているものであるが、わが国における社外取締役・監査役の独立性には懐疑的な見解が多く、わが国の機関投資家は③株主総会での授權を主張している。

2 わが国の防衛策

ところで、わが国ではどのような防衛策が考えられているのであろうか。

ライブドアによるニッポン放送に対する敵対的買収が公になった三月から五月にかけて、六月株主総会に間に合わせようと、多くの企業で多様な買収防衛策が打ち出された。すなわち、①新株予約権の付与（ライツプラン）、②授權株式数の枠拡大、③取締役の定員枠縮小や任期変更、④議決権行使の基準日を取締役会の変更、⑤株式持合いの復活、などである。このうち①のライツプランは、平時に新株予約権を株主に配っておき、敵対的買収者が現れて、たとえば二〇%の株を買占めれば、買収者以外の株主に大量の株式を発行して買収者の持株比率を劇的に引き下げる仕組みである。別名、「ポイズンピル（毒薬）」条項とも呼ばれる。この毒薬条項はアメリカでは上場企業の六割がすでに導入済みといわれている。②は敵対的買収者が現れたときいつでも株式を追加発行して買収者の持株比率を引き下げることができるようにしておくものである。③は取締役の空き枠を無くしておくことで敵対的買収者が取締役を送り込みたければ現経営陣の解任しか方法が無いようにしておくというものである。④は、議決権が行使できる基準日を変更できるようにして敵対的買収者に議決権を与えないようにするもの

である。⑤は相互持合いの時代に戻って、以前のように株式市場のもつ支配権市場としての機能を無効化するものである。

このうち、②は、過去の例を見ても資金需要に見合う規模でなければ株式の追加発行はできない可能性が高い⁽⁴⁾。最も有力視されているのは①のライツプランである。しかし、わが国の社外取締役・監査役の独立性の無さを考えると、アメリカ流の社外チェック型で導入が可となれば、敵対的買収はそれ自体が封殺される可能性が高い、といわれている。株式持合いの復活も同様の効果を持つことは言うまでもない。

3 日本的経営に対する将来的評価

このように、現在、試みられている防衛策は再び、企業支配権市場としての機能の形骸化をもたらす恐れがあるのだが、その方向に行くかどうかは、日本的経営をどのように評価するか、という点にかかっているように思われる。

先述のように、敵対的買収には長期的な企業価値を損ねる種類のものもあるのだが、その理由として、①株価と企業価値との乖離、②株主価値と企業価値との乖離があるからだとされる⁽⁵⁾。すなわち、情報の非対称性のため、株価は本当の企業価値を反映していない可能性があり、買収価格が株価を上回っているからといって買収者が実現しようとする企業価値が現経営陣による企業価値を上回る保証は無いのである。もともと、この点は、買収者、現経営陣双方からの情報開示の向上によって、その欠を埋め合わせることは可能である。

難しいのは②である。企業価値には従業員等のステークホルダーによる『企業特殊の関係投資』の価値も含まれており、企業価値イコール株主価値ではないからである。したがって、従業員が期待していた報酬や雇用機会

を削減して配当にまわせれば従業員から株主への所得移転を意味し、なるほど一時的には株主価値は上昇するもの、従業員の会社に貢献する意欲を喪失し技能の蓄積が損なわれて長期的に企業価値を蝕む恐れがある。これは従業員と現経営陣の間にあった「暗黙の契約」の破棄であり、「信頼への裏切り効果」といわれる。

さらに、敵対的買収の脅威にさらされて経営者が過度に株主利益追求に走ると、すぐには利益を生まないR&D投資（研究開発投資）は抑制され、人的資源やそれを支える技術等のコスト削減で利益をだそうとしがちになる。そして終身雇用の消滅、従業員教育への意欲低下は、従業員のロイヤルティを低めフリー・エージェント化を促進させて有能な人材流出を招く恐れがでてくる。アラン・ケネディはジャック・ウェルチ時代のGE社を例に出し、株主利益追求に追い立てられた企業はいわば「将来を質草にした経営」に走るようなもので長期的な企業価値を蝕んでいる、と主張している。⁽⁶⁾

ここまできると、この問題の核心がようやく見えてきたであろう。終身雇用や取引先との資本関係を重視する日本の経営論は、従業員やサプライヤーが長期的にその企業に関係的投資をコミットさせて長期的な企業価値を高めてきたことを重視するものであり、今後もそうしたシステムが維持されるべきだとすれば、持ち合いなどの伝統的手段とポイズンピルなど新しい選択肢を組み合わせた制度的・契約的枠組みが用いられる可能性があることになる。⁽⁷⁾

しかしながら、そうした日本の経営の強みは自動車等の組み立て産業に見られるのであって、すべての業種に当てはまるわけではない。さらに敵対的か友好的かにかかわらず、事業売却等M&Aによって、雇用を含む経営資源の流動化は進んでいるのである。労使関係も変化しつつあるし、なにより若年層の終身雇用への期待度は大きく低下しつつあるとも言われている。組立産業の海外立地は止まらず、国内産業構造が転換しつつあるなか、

わが国GDPに占める各産業のウェイトも変化している。雇用の業種別ウェイトも同様に変化していくであろう。そうした中で経済の競争力強化の観点から、今後どのような経営システムが有力になるか、見通しが立てづらいのであるが、そのことが敵対的買収への防衛策のありかたを基本的に左右していこう。

4 メインバンク制の行き詰まり

他方、経営危機に陥った企業に対する、債権者によるガバナンスのあり方も大きく変化している。ポール・シエアード氏は、一九九〇年代に入る前までは、上場企業で明確なメインバンクを有している企業の倒産例は極めて少ない（日本特殊鋼、山陽特殊鋼、永大産業、三光汽船、第一紡績など）こと、一般的あり方としてはメインバンクの監視下・介入下において法律に基づかない再建が行われてきたことが日本の大きな特徴だと指摘する。⁽⁸⁾

法律に基づくのであれ、当事者合意に基づくのであれ、清算ではなく再建するのだとすれば、借金の返済を待ってもらうか（返済期限の延長）、借金棒引きか（債権放棄）、ニューマネーを調達するか（不採算部門・遊休資産の売却あるいは追加貸付）、金利負担のないカネにするか（債務の株式化）、いずれにせよ既存債権者がリスクや損失をかぶることになる。ところで法律に基づかない再建は、他の債権者を拘束することができないので、メインバンクが主導して再建策をまとめようと思えば、他の債権者の債権を肩代わりせざるを得ない。これが「メイン寄せ」と呼ばれるもので、社債もこれに準じてメインバンクが全額買い取ってきた。⁽⁹⁾この結果、メインバンクの債権は他の債権者に事実上、劣後することになり、⁽¹⁰⁾大きなリスクを背負うことになるが、九〇年代まではそれが銀行経営上、負担になることはなかったのである。

しかし、九〇年代に入ると、こうした慣行は銀行経営上、大きな負担となってきた。不良債権の規模がとてつ

もなく大きくなってきたからである。そこで、メインバンクがまず行おうとしたことは、再建策を立案する際に、他の債権者なканずく他の金融機関にも融資比率（プロラタ方式）に応じた負担を求めることであったが、これは「メインバンク責任論」に阻まれて容易に受け入れられることとならなかった。⁽¹¹⁾ かといって、会社更生法などの法的処理に持ち込めば、信用不安による企業価値の毀損が著しくなると指摘されている。特に法的処理では金融債権のみならず売掛債権など商取引債権の弁済も一時的に停止されるので事業継続の不確実性が高まる。この点は、企業間信用のウェイトが高いわが国では特に深刻である。かくて、わが国では、メインバンク慣行をズルと続けながら一九九八年の銀行危機を迎えることとなったのである。

5 アメリカの企業再建

それでは、アメリカの企業再建はどのように行われているのか。アメリカでも、企業が経営危機に陥ると、当初は当事者間の合意に基づく再建をめざすが、「劣後の均衡性」⁽¹²⁾があるためにリードバンクが一步踏み込むようなことはしない。したがって他の債権者の反対のために全員一致に至らず、やむなく法的処理に移行せざるを得ないケースが多くなる。すなわちアメリカでは日本と違って、法的処理のウェイトが高いのであるが、そのアメリカにおける企業再建の特徴を上げれば以下のようである。

第一に倒産法十一条（日本の会社更生法や民事再生法に相当）によりDIP⁽¹³⁾の制度が認められているため、経営陣による十一条申請に対する抵抗感が少ない。この結果、早期に倒産法申請が行われ企業価値のこれ以上の劣化を回避しうる。

第二に、アメリカではDIPファイナンスが一般的であり、法的処理に移行しても事業継続が確保され、信用

不安から来る企業価値の毀損を免れていることである。すなわち、日本のように企業間信用に依存する程度が低く、それに代わる銀行の短期融資ではその担保として棚卸資産 (inventory) に対する浮動担保 (Floating lien) の形態をとっている。この場合、回収した現金も担保物 (cash collateral) とみなされる。したがって、倒産法を申請すると、担保権者に適切な保護を与えない限りそれを運転資金として使えなくなるが、他方で、事業がストップすると棚卸資産も劣化していくので、既存債権者としても既存担保権に優先する担保権を設定したDIPファイナンスを受け入れる余地がある。⁽¹⁴⁾ この結果、法的処理に移行してもDIPファイナンスによって事業継続を確実にすることができるのである。この結果、私的処理と法的処理との間に日本ほど大きな距離が発生しない。

第三に、ローン売買市場が発展しているため、企業再建に市場メカニズムが働きうることである。不良債権 (デレストレスト債権) の売買市場が発展しており、これを他の債権者から買い集めて大口債権者となり、更生計画案を策定して企業を建て直し、再上場等によって鞘を抜く、というデレストレスト投資もひとつのビジネスとなっているのである。⁽¹⁵⁾ こうしたローン売買市場はかなり前からあったといわれているが、それが大規模なビジネスとして発展したのは一九九〇年前後に、LBOの失敗で不良債権化したLBOローンが売りに出されたこと、およびRTC (整理信託公社) が破綻したS&Lから買い取った大量の不良債権を流動化したことが契機とされている。

6 企業再生の市場化の課題

同様に、わが国でも銀行危機以降、銀行ローンのバルクセールが始まり、米系投資ファンドがこれを買って再生し、鞘を抜くというビジネスが二〇〇〇年に入って顕著となった。しかしながら、これが一巡した現在、

ローンの売り物が少なくなっているというのが実情のようである。

経済産業省企業活力再生研究会は、事業再生市場が市場として機能していくための課題として、①事業再生の案件が相対的に少ないこと、②事業再生を実際に担う経営者人材の不足を上げている。このうち①については、再生型投資ファンドの投資枠は一兆円強、これに加え借入も多用するので買収可能金額は四〜五兆円強となり（日経新聞、五月五日付け）、決して資金的に不足しているわけではなく、金融機関側において損切りする意識、インセンティブや体力が十分ではなく、事業再生を図るべき事業者に対する債権を多く抱え込んでいることが再生案件を少なくしている、と指摘されている。

一九九九年ごろより急拡大しているシンジケートローンは二〇〇四年には一六・七兆円規模（コミットメントライン、タムローンの合計）に達している。貸付約款に譲渡承諾事項を含めるものは極めて少ないものの、昨年末に組成された三菱商事向け五百億円のシンジケートローンでは債権譲渡承諾への協力規定が挿入されアレシジャー二行によるマーケットメイクが付されている⁽¹⁷⁾。また、中小企業向け融資においても、従来の不動産担保に代えて在庫や売掛債権などの流動資産を裏づけにした新型融資も始めている。今後、景気回復とともに金利が上昇して債権譲渡のメリット（流動性向上の分、金利が安い等）が借り手にも認識され、シンジケートローンに債権譲渡承諾条項があらかじめ組まれるようになれば、また企業間信用に代えて在庫などの浮動担保融資が増えてくるなど、融資慣行に変化が出てくれば、デットの側からの市場規律が機能することになるであろう。

注

(一) コーポレート・ガバナンスには、以下で問題にする外部コントロールのほか企業内部のコントロール（株主総会や取

締役会等の制度的機構に基づく直接コントロールとストックオプションや役員昇進インセンティブ等の間接的コントロール)もある。これら内部コントロールと外部コントロールは代替的關係にあると言われていている(小佐野広『コーポレート・ガバナンスの経済学』日本経済新聞社、二〇〇一年七月、二章)。

(2) 以下は、経済産業省企業価値研究会『企業価値報告書』二〇〇五年五月による。

(3) イギリスの上場企業のM&A手続きに関する条文集であるシティコードでは三〇%買い占めた買収者は、残りすべてを現金で買い付ける義務が課せられており、二段階買収を未然に防止している。

(4) 秀和による忠実屋株の買占めとこれに対抗した忠実屋による第三者割り当て増資では、裁判所は新株発行差し止めを決定し(一九八九年)、他方、コールセンター運営会社のベル24の第三者割り当て増資とそれに対する親会社(当時)CSKによる差し止め請求では、裁判所は差し止め請求を却下した(二〇〇四年)。その違いは実際の資金需要に見合った規模であったか、否かであるとされる。

(5) 経産省企業価値研究会、前掲書。

(6) アラン・ケネディ(奥村宏監訳)『株主資本主義の誤算』(ダイヤモンド社、二〇〇二年四月)、第四章。

(7) このように主張するのは、岡崎哲二(東大教授)である(日経新聞「経済教室」四月二〇日)。

(8) 青木昌彦・ヒューパトリック編『日本のメインバンク・システム』(東洋経済新報社、一九九六年)、第六章。

(9) デフォルト社債の買い取りについては、松尾順介『日本の社債市場』(東洋経済新報社、一九九九年)、第二章が詳しい。

(10) これは見ようによつて『劣後の衡平性』をメインバンクが甘受してきたことを意味する。日米の相違として『劣後の衡平性』の有無を指摘する論者がいるが、それは勘違いだろう。相違しているのは、米のリードバンクはそれを恐れ

て経営に介入しないが、メインバンクは敢えてそれを行う、ということである。

(11) 一九九五年の住専処理では、「母体行責任」の名称でメイン寄せが執拗に主張されたことは記憶に新しい。

(12) 「劣後の衡平性」とは、銀行が債務者に対して支配力を行使していたと認定されると、当事者間で優先劣後に関する契約がなくても、裁判所によって当該銀行の債権は他の債権者のそれより劣後するものとされ、優先順序が変更されることをさす。

(13) 以前は倒産法の申立と同時に経営者は退陣させられたが、七八年改正により、継続的に経営者の立場を維持できるようになった。倒産法申立後も引き続き会社財産を占有する経営者は *Debtor in possession* と呼ばれる。なお、日本でも民事再生法ではDIP制度を認めている。

(14) こうした「浮動担保」制度は日本にはまだみられない。なお、浮動担保制度とDIPファイナンスの関係については高木新二郎『アメリカ連邦倒産法』（商事法務研究会、一九九六年）を参照のこと。

(15) 詳しくは松尾順介他『現代社債市場分析』（シグマベイスキャピタル社、二〇〇三年）、七、八、九章。ヒラリー・ローゼンバーグ著（伴・松尾・松尾訳）『ハゲタカ投資家』日本経済新聞社、二〇〇〇年を参照のこと。

(16) 経済産業省企業活力再生研究会『今後の事業再生メカニズムのあり方について』二〇〇五年五月。

(17) 詳細は、『証券アナリストジャーナル』二〇〇五年三月号。

() にかみ きよし・客員研究員