

business.nikkei.com

日本が「ファンドの遊び場」に 東芝問題で露呈した法制度の不備

日経ビジネス電子版

1. [TOP](#)
2. [新しい資本主義を考える](#)
3. 日本が「ファンドの遊び場」に 東芝問題で露呈した法制度の不備

英投資ファンドのCVCキャピタル・パートナーズが一時TOB(株式公開買い付け)による非上場化を東芝に提案、混乱のさなかに車谷暢昭社長兼CEOが辞任するなど、注目を集めた一連の東芝問題。4月26日にも東芝株主のシンガポールの資産運用会社、3Dインベストメント・パートナーズが株主構成の再検討を促す書簡を東芝に送ったことが明らかになった。ファンドが次々と出現する買収提案劇の裏側で、日本の法制度の不備を指摘する声も出ている。「日本はファンドがやりたい放題の状況」。こう指摘する早稲田大学の上村達男名誉教授に話を聞いた。

上村達男[うえむら・たつお]氏

1971年早稲田大学法学部卒、77年同大学院法学研究科博士課程修了。後に法学博士学位取得。専修大学法学部教授、立教大学法学部教授などを経て、97年から早稲田大学法学部教授。19年に定年退職し、名誉教授。法務省法制審議会会社法制部会委員、東京証券取引所自主規制委員会委員などを歴任。東京都出身。

すべてファンドの筋書き通り

英投資ファンドのCVCキャピタル・パートナーズが一時TOB(株式公開買い付け)による非上場化を東芝に提案し、混乱の中で車谷暢昭社長が辞任しました。一連の動きをどうみていますか？

上村達男・早稲田大学名誉教授(以下、上村氏)：車谷前社長の古巣であるCVCによる東芝への非上場化の提案が「奇策を出した」との趣旨の報道もありましたが、実にノーテンキな話ですね。そもそも情報の起点がファンド側になっていますから。

今回の問題は、ファンドやアクティビスト(物言う株主)が想定した狙い通りに物事が進んだのだと思います。東芝は、2017年12月にファンドなど約60社の海外投資家を引き受け手として約6000億円を増資し、これらの投資家が株主となりました。その半年後の18年6月に約7000億円の自社株買いを行い、株価が一時上昇して、ファンド側に報いました。

東芝の半導体子会社「東芝メモリ」の売却益である虎の子の1兆円のうち7000億円を事業展開のためではなく株主に報いることに使ってしまったのですが、自社株買いに報いることに事前の約束ないし暗黙の了解があったとすると、全体が、重罪である偽計取引にも見えてきます。車谷氏は会社の事業目的をおろそかにしてファンドに報いたとして株主代表訴訟の被告になっても不思議はありません。いずれにせよ、CVCの日本代表だった車谷氏を東芝のトップに据えた効果が、ファンドの狙い通りに発揮されたのではないかと思います。

4月14日に東芝の社長兼CEOを退任した車谷暢昭氏(写真:共同通信)

その車谷氏は辞任しました。

上村氏:ファンドとの対立を解消するために社長が自ら身を引き、独立性の高い取締役会がそれを受け入れ、CVCによる買収提案を検討することで事態を打開した、とか、したがって辞任は必然的であり、「東芝のガバナンス(企業統治)が機能した」などと報じられていますが、随分のんびりした話ですね。

かつての村上ファンドによるニッポン放送株や阪神電鉄株の買い占めでも分かるように、第三者にも株式の買い集めをそそのかし、株価が高くなったところでその第三者を裏切って売り抜くことや、高値によるTOBに応じることで巨額の利益を得るのは、ファンドの常とう手段です。

上村氏:旧村上ファンド出身者が設立したエフィッシモ・キャピタル・マネジメントは、東芝の株主に名を連ねています。今回の問題でいえば、CVCによるTOBに心底反対する訳がありません。公開買い付けの話が出て株価が上がった段階でただちに売っても相当の利益が出るほどの話であり、対抗するビッド(買値)などが出てくれば、さらに高値での売却が可能になります。CVCの当初の提案のように東芝を非上場化して閉鎖会社にすると、東京証券取引所の干渉なしで自由に彼らが不採算と思う部分を切り捨てられますので、その上で再上場すればさらにぬれ手であわです。

繰り返しになりますが、すべて彼らファンドにとって想定通りの筋書きだと思います。かつて資金調達に応じた約7000億円の自社株買いを容易に肯定した取締役会のガバナンスが急に機能したというのは、いったいどうみれば、そういう話になるのでしょうか。しかも、経営トップがCVCの前の日本法人トップで、東芝の社外取締役の藤森(義明)氏が現にCVCの最高顧問というのですから。

車谷氏が辞任しなければどのような問題が生じたと考えますか。

上村氏:CVCによるTOBの是非を、取締役会として判断することになりますが、CVC出身の車谷氏がその場に代表取締役として参加すること自体が、実質的に利益相反関係にあると見られても仕方ありません。藤森氏も同様です。会社と一切の利害関係がないことが独立取締役の条件である米国なら、彼が経営モニタリングの中核を意味する独立取締役とされることはありません。

仮にCVCによるTOBにどう対応するかを取締役会として検討する際に、車谷、藤森両氏も特別

利害関係人として取締役会の定足数に数えられず、議決権もないとすれば、例えば、社外取締役としてもっともその機能を発揮すべき利益相反取引を判断する場合、社外取締役がいなくなるのであり、社長もその場にいられません。提案すらできない。要は、彼らは取締役として機能を果たせないのです。だから辞めざるをえなかったのではないのでしょうか。司法的に争うべき多くの問題が噴出する可能性があるように思います。この間、日本では法的な観点がきちんと論じられていないように見えます。

世界的なカネ余りが背景に

改めて、今回は何が問題だとお考えでしょうか？

上村氏:ファンドがやりたい放題の状況が何も変わっていないとつくづく感じます。ライブドア、村上ファンド事件の際にいろいろと論じられましたが、米国なら当然課されるべき制裁がほぼなく、不当に得られた利益が何倍も剥奪(はくだつ)されることもなく、業界から永久追放されることもなく、本来なら持ち得ない資金を元手に今も成功者のように振る舞っている人が非常に多いと感じます。法律が機能しない社会は必ずこうなります。

19年のフランスの下院財政委員会調査団から下院に提出された報告書では「日本は米国に次ぐアクティビストの第一の『遊び場』となっている」と記されています。法にナイーブでお金持ち、という意味で「小太り」の日本企業は、米スティー爾・パートナーズ、米サーベラス、村上系ファンドなどが00年代に活躍したころからファンドにとって守りの緩い場所であり続けましたが、今や世界的なカネ余りの中でそのスケールも巨大化しており、それだけ今の日本は「遊びがい」のある場所と化しているのでしょう。このところの会社法の学説が、「物言う株主」を礼賛するような傾向にあることもそれに拍車をかけています。

もともと日本は欧州の会社制度を模範としてきましたので、彼らの経験知に基づく制度を採用してきました。欧州はそれをほぼ変えていません。それが30年ほど前から、米国の経済学による会社法理解やそうした発想に席卷されたように思います。株主を主役とみて一切を契約の効率性の観点で説明しようとする傾向です。私はこの際、日本の会社法制度の長期構想を根本的に時間をかけて検討する場を設ける必要があると思っています。

人間中心主義が社会に浸透していない日本では、人間株主と、非人間的なカネのにおいしかしないような株主とを対等に扱いきついでいます。つまり、最も問われるべきは「物言う株主」の物言う資格とは何かを正面から考えることです。こうしたファンド規制について言うと、必ず、外資が日本から逃げていき、「日本企業の株価が下がる」と言われますが、対価を払って株主となる以上、配当やキャピタルゲインなどの財産上の利益を否定する話ではありません。あくまでも、議決権という人間社会を左右する資格を問題にし、「あなたの意見を聞く必要がない」というだけです。むしろ企業社会のあり方がただされ、株価も上がるかもしれません。

企業買収法のない日本

なぜ日本企業はファンドに翻弄されっぱなしなのでしょう。

上村氏:欧州ですと、市民革命や啓蒙思想などを経て、個人以外の権威を容易に認めない規範意識と、その裏付けとなる法制度があるのですが、そのいずれもが今や日本では欠落ないし劣化しているからだと思います。今や「実質株主が誰か」を明快に確認できる手段すら、日本には存在しません。日本は、匿名で人間的要素の低いファンドを無条件に人間並みに扱いつぎているので、そのための法理が株主の属性を問わない「株主平等原則」ですが、英米にはない法理ですので、実にお人よしという感じです。

人間的要素の低い株主に対しても、財産権だけでなく、議決権という形で企業社会におけるデモクラシー(民主主義)に関わる権利、つまり物言う資格を過剰に与えています。企業の長期的なあり方について「物を言ったら」、その後1年ないし半年は、株式を転売しないことを確約させるべきです。かつての商法には、株主が名義の書き換えをしたら、その後6カ月は議決権を行使できないとの定款規定を設けられる規定がありましたが、これをすぐに復活させるべきです。また、日本では例えば3分の1以上の株式を有する支配株主の忠実義務ないし誠実義務といった諸外国には存在する観念もなく、株主としての属性に疑問のある株主が「責任なき支配」を享受することすら可能になっています。

日本では、株主総会の決議に特別利害関係のある株主の議決権行使を事前に排除した制度を1981年の会社法改正で廃止しており、かつ、その行使を差し止める制度もほぼ機能していません。米国には州会社法に反テークオーバー法があり、英国には詳細なルールを集合したテークオーバーコードとその運用機関であるテークオーバーパネルがあります。買収側も被買収側も守るに決まっているので、「敵対的」買収という概念がないともいわれています。

一方、日本にはそうした企業買収法がなく、買収防衛策を弁護士事務所から買うという状況で、それすらも廃止せよというファンドや議決権行使助言会社(ISSなど)の圧力に負けて廃棄している企業が増えています。一貫した企業買収法がない日本で、これさえも否定されると、株主による攻撃には素手で立ち向かえといわれているようなものです。日本は、社会に必要な役割を果たしている企業でも対価次第で買収される無防備な国になっています。

東芝問題では改正外為法が重要な機能を果たしたともいわれています。

上村氏:19年11月に成立した外為法改正で、国の安全などに関わる事項に関する事前届け出制が強化されたことは大きな転機であったといえます。ちょうど、日産自動車元会長のカルロス・ゴーン被告の逮捕が、直前に施行された司法取引によってそれが可能となったように、これもアクティビストによる不当な国益侵害に対して重要な意義を有するのは確かです。東芝では、この問題が買収側にとっては大きなハードルになったことは、諸外国では当たり前とはいえ、一定の意義があると思います。

ただ、充実した会社法制を前提にこうした制度が機能するのでなければ、財務省・経済産業省といった規制当局による審査と行政処分が、会社法の運用段階でとつくに問題視されているべき問題についてまで、主役となってしまふ恐れがあります。会社法制が機能しない分を行政裁量によって解決するかの様相を呈する危険があります。行政の負担も過剰になります。外為法のような対応が一定程度必要なのは確かですが、これに過度に頼らない制度整備が必要です。

立法提言可能な組織構築を

ではどうすればいいのでしょうか？

上村氏:今必要なのは、会社法制の最大の壁である金融資本市場と一体の機動的な法制度の構築を日本の文明的課題と捉え、恒常的に企業に関係する制度全般の見直しを検討し、すぐに立法提言が可能な独立性の高い立法政策提言機構を構築することです。

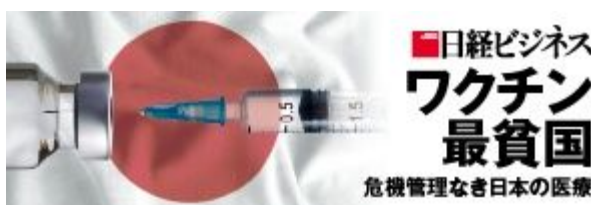
株式会社制度にとって株式市場の価格形成の公正確保は生命線ですので、独立性の高い準司法機能を持つ市場監視機関の構築も並行的に不可欠な課題となります。過去の東芝の粉飾決算を行った経営者の刑事責任すら追及されていません。証券取引等監視委員会が検察に起訴を促したのにもかかわらず、です。生き馬の目を抜くような資本市場一体型の株式会社制度の運用は、検察がもっとも苦手とする分野です。

検察は重大犯罪についてきちんとその機能を果たすべきですが、日常的な法運用は専門の独立行政委員会(金融庁の準司法機関化)の手に委ねられるべきでしょう。

この記事はシリーズ「[新しい資本主義を考える](#)」に收容されています。WATCHすると、トップページやマイページで新たな記事の配信が確認できるほか、[スマートフォン向けアプリ](#)でも記事更新の通知を受け取ることができます。

この記事のシリーズ

2021.4.28更新



2021年4月26日号

新型コロナウイルスの感染は第4波を迎えている。高齢者のワクチン接種が始まったが、進行は遅く、一方で変異株が本格的に広がる。今のままでは第4波で終わらない。第5波...

日経BP特設サイト

アクセスランキング



おすすめ情報[PR]

おすすめ書籍・ムック

おすすめセミナー

おすすめ情報[PR]