

「新会社法」を

財務戦略にどう活かすか

【調査方法】
無作為に抽出した上場企業500社の財務担当役員宛に
調査票を送付
調査期間…二〇〇六年四月一八日～五月二二日
調査票回収数…五一社（回収率一〇・二%）
実施…日本CFO協会

松田千恵子

マトリックス株式会社代表取締役
日本CFO協会主任研究委員

特集

「新会社法」が二〇〇六年五月に施行された。コーポレート・ガバナンス、内部統制の強化の他、さまざまな株主権限の強化が進められた一方、企業の組織再編や資金調達に関する規制を撤廃するなど、企業経営の自由度が大きく広がった。「新会社法」のもとで、CFOをはじめとした財務部門はどのような戦略をとるべきなのか。

今回の財務マネジメント・サーベイは、「M&Aへの対応」「組織面の対応」「資本市場への対応」「内部統制への対応」などを中心に、上場企業のCFOの動向を調査した。回答企業のプロフィールは、製造業が七八%と大半を占め、年商は一、〇〇〇億円超が四九%、五〇〇億円超一、〇〇〇億円以下が一四%、一〇〇億円超五〇〇億円以下が三三%、従業員数一、〇〇〇人以上が六七%となった。

企業存立の枠組が変わる

新会社法は、二〇〇五年七月二六日に公布され、この二〇〇六年五月一日から施行された。一八九九年に商法が制定されて以来、実に一〇六年ぶりとなる大改定である。金融・財務に携わる方ならご存知の通り、商法の基本理念は「債権者保護」であった。これはもともと大陸法の流れを汲んだ考え方だったが、

こうした企業の枠組は、新会社法

制定によって、米国型資本主義を念

頭に置いた「株主中心の経営」へより

傾いたといえる。債権者保護の要で

あった最低資本金制度は撤廃され、

定款自治が大幅に拡大された。強

行法規は減少し、株主の同意さえ

得られれば相当な内容を会社独自

で定めることができるようになった

た。企業が存在する根拠となる枠

組、その考え方が大きく変わったの

である。

アンケート結果を見る前に、新会

社法の設立に至る背景を少し見て

おこう。明治の昔はともかくとし

て、債権者保護の考え方は戦後日

本の金融経済システムには良くフイ

ットした。国は銀行を守り、銀行は

企業財務の面倒を見る、という古い

システムのもとでは、そのインフラ

としての「銀行」債権者を中心と

した法的な枠組は大変都合が良か

ったのである。だが、徐々にこうし

た経済社会主義的な枠組は崩れ、バ

ブル崩壊から金融危機を経て終末

を迎える。「まだまだ」という面もあ

るが、表面的に揺り戻しがあるよう

に見えても、深層の大きな流れに

はなかなか逆らえないものである。

なぜ改定が必要だったのか

それはさておき、経済社会主義的
な枠組が崩れていくのと機を一にし

て、資本市場の存在感は増してくる。ここ一〇年余りにわたるさまざまな法制の枠組変更は、一言でいえば「投資家が企業を見やすい、モノを言いやすい」方向へと行われてきた、といつても過言ではない。金融ビッグバンしかり、会計制度変更しかり、である。この先、さらに企業結合会計等の変更や、日本版SOX法の導入などが予定されている。また、後にも述べるが、投資家側の枠組にも変化が必要となってきたり、金融商品取引法案などの立法が行われようとしている。実務における変化の速さを、法的枠組の変更が後追いつている状況でもある。

何でもあり、ただし自己責任で

商法そのものも、こうした流れに逆らえず部分的な改正が幾度も行われてきたが、いよいよ「改装・増築」では用が足りなくなり、この度全面的に新築と相成った。新会社法の特徴は、一言でいえば「何でもあり。但し自己責任で。」である。極端に言えば、家族（株主）の同意さえあれば、どこに行こうが奇抜な服装をしようが（どんな財務戦略を取ろうが機関設計をしようが）法は関知せず、ということになる。自

由は大幅に増えた。問題は、これを「活用」できるか、である。新会社法という、すぐに「対応」という受身の言葉が多用される。もちろん、「対応」は重要である。だが、その先はどうなっているのだろう。こんな問題認識をもとに、今回は新会社法導入による影響が大きいものとして「短期的な影響」には対応重視、「長期的な影響」には活用重視の見方がなされるのではという観点から質問を行った。また、緊急度の高い項目には勿論注目が集まるだろうが、その次あたりからは

実は将来的に結構気になっている項目があがってくるのではないかと、という観点から、新会社法により影響が大きいと思われる主要項目について優先順位をつけてもらった。

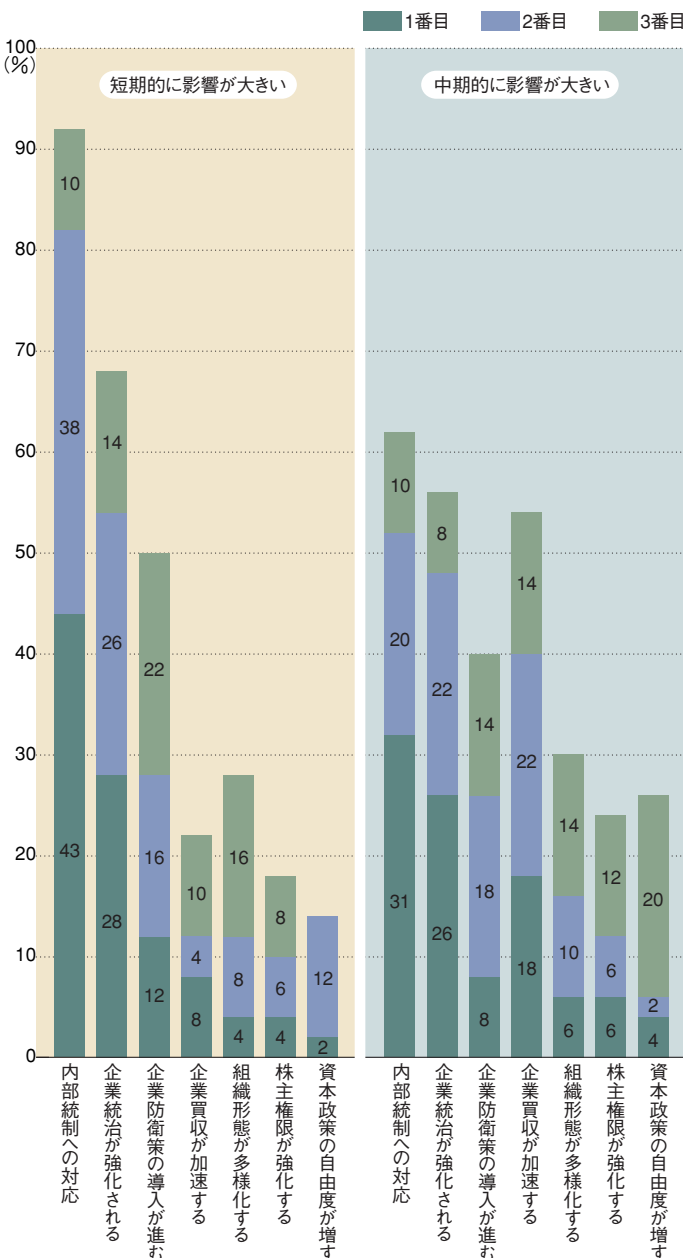
「今そこにある危機」は内部統制

結果はなかなか面白い。まずは「内部統制」の圧勝である(図1)。一位から三位までを総合すれば、実に九割以上の企業が「内部統制」への対応が必要になる「ことが短期的な影響が大きく、かつ緊急性が高いと見ている。新会社法施行後の取締役

会で基本方針を決定し、対外公表しなければならぬのだから、それも当然だろう。本来は、次点となった「企業統治が強化される」との関係も考慮すれば、「内部統制」は企業にとつて、まさに「今そこにある危機」であるといえる。当面は、与えられた自由をもとに自らの将来を考える、というよりも、とにかくそれに伴う義務に反しないよう身を守ることが最優先、というのが企業の実情であろう。

では、中長期にわたる影響はどうなのか。「内部統制」、「企業統治」

図1 ●新会社法導入により自社の経営に最も影響が大きいと思われる内容



とも、中長期的な影響力、という意味では得票率はぐっと下がる(図3)。とりあえずこの難所さえ切り抜ければ、といった思いも窺えるような結果だが、「喉元過ぎれば」となりかねない危うさも感じられる。ここしばらくは「内部統制構築に何百億円かけた」「内部統制対応のためにはこうしたITインフラが必要だ」といったセミナー・講演会等が花盛りであった。もちろん有効なものもあっただろうが、いかにも一過性という感もぬぐえない。こうした「対応」をみて、心ある会計や法律の専門家も多くは「こんなことならやっても仕方がない」「すぐに忘れられてしまう」などと警鐘を鳴らしている。「内部統制」や「企業統治」は、新会社法によって得た自由を企業が活用するために考えられてこそ意味がある、ということが見過ごされがちだからではないだろうか。

手にした自由をどう使えるのか？

よく、良い学校ほど校則は緩いと言われる。素行不良の生徒が多いと、服装規定や生活指導など事細かな規則で縛らなければならぬが、品行方正な生徒が揃っている学校では、生徒自身が目標を定めて努

力するので学校が縛る必要はない、ということだ。生徒を保護指導が必要なコドモと見るか、きちんと分別をもったオトナとみるかの違いでもある。もちろん、オトナとして「自由」を満喫するためにはそれだけ自らを律しなければならず、それを含めての自由である。立派な企業をつかまえて生徒呼ばわりは失礼だが、新会社法の導入は、生徒の成熟度にはまだばらつきがあるにもかかわらず、一足早く「〜してはいけない」という校則の多くを取り払ってしまったようなものである。校則さえ守っていればこれまではコドモのままでもさほど問題にはならなかったが、厳しい校則がなくなった今、生徒は「規制と保護」から「自由と規律」へ、変化した枠組のもとで、オトナとして過ごしていかなければならない。考えるべきは、「自己規律」と「市場規律」(※1)、つまりは「内部統制」と「企業統治」である。

トップの問題認識が問われる

したがって、「内部統制」と「企業統治」を考えることは、外から押し付けられて仕方なく対応するイベントではなく、自らの成長のためには何をしたい、何をやってはいけないか、

ということを考え、実行し、関係者にしっかりと見てもらってフィードバックを受ける、という「自分のためのプロセス」である。「先生がうるさいから、パソコン買ってスケジュール表埋めて見せて勉強は終わり」にはならない。このプロセスを考えるのは企業のトップたる経営者の責任だ。その意味では、図2にあるように、内部統制について「トップマネジメントが中心となって対応を検討・実施している」企業の少なさ、特定の部署に「丸投げ」されてしまっているかもしれない可能性の高さは、やや気になる結果であった。

内部統制にしろ、企業統治にしろ、法的あるいは実務的な枠組みにはまだ悩ましい点も多い(第一、訳語が悪い)。だが「今そこにある危機」を現場の疲弊に終わらせず、「手にした自由を本当に役立てていこう」としているのか？ 自由を満喫するために不可欠な規律をしっかりと身につけようとしているのか？ という本質的な問いかけとしていくことが経営者には求められているのではないだろうか。

果たしてポイズン・ピルの効果は？

さて、次に影響が大きいとされ

たのは、「企業防衛策の導入が進む」と、「企業買収が加速する」である。特に前者は、短期的な影響において得点が高い(図1)。確かに、新会社法の施行によりさまざまなポイズン・ピルの導入が可能になる。獐犇なファンドにおびえる経営者としては、入れたくなるのが本音かもしれない(図3)。だが、入れるハードルは高く、入れた効果は恐らくほとんどない。二〇〇五年五月に経済産業省と財務省が公表した「企業価値・株主共同の利益確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」の遵守は必要条件ではあるが、十分条件ではない。いろいろと策を巡らせても結局は適法性を司法に問うことになるのが、現状は判例の少なさと司法における属人性の要素に振り回されることになりがちだ。日本の大陸法的な考え方を土台にして、英米法下におけるユノカル基準(※2)のごとく、司法判断の積み上げで効果的な法的基準を作っていくことができるのだろうか、といった疑問もある。また、取締役の位置づけがそもそも異なるため、米国ではポイズン・ピルの判定に力を発揮することが可能な社外取締役などの機能が、日本で

ちんと機能し得るのか、といった点も懸念材料だ。

退場させるべきはダメな経営者

ハードルの高さを無視しても、ポイズン・ピルの導入効果は疑わしい。買収をかけられる、というのは、株主からの「企業統治」である。今の経営陣に任せておくと企業価値が上がらないから、経営を委託しているその経営者をすぐ替えたい、というのが、買収が成立する場合の株主の本音である。「我が社のため」と思っている経営者自身が「会社のため」になっていないだけだ。買収を成立させないためには、そんなものをかけられる以前に、投資家から預かった貴重な資金の効率的・効果的運用に努め、その結果と今後の運用方針を、きちんと投資家に伝えなければならぬ。これを行わずして金融技術に走っても無駄である。ただ、ポイズン・ピルにも良い点はある。交渉道具としては使えることだ。その存在によって時間稼ぎができた、価格交渉で高値売却に成功できたりする可能性はある。また、欧米に比べて日本のTOBに関する枠組整備は遅れている。こうした点を踏まえて、導入の是非を

を考えていただければと思う。

事業ポートフォリオ管理への注目

さて、企業が中長期的により影響が大きい、と見ているのは「企業買収の加速」である(図1)。「合併対価の柔軟化の活用」、「簡易組織再編の条件緩和・略式組織再編行為の新設」といった点、あるいは「全社・グループ戦略上の要請」「投資家からの企業価値向上圧力への対応」といったあたりがその根拠となっているようだ(図3、4)。大別すると、企業グループ内における全社的な事業ポートフォリオ管理の必要から企業買収等が進んでいくであろうこと、および、外資による買収等の脅威も含め、資本市場からの圧力が企業に重くのしかかっていること、となる。

クのバランスを考えながら、キャッシュフロー、バランスシートを踏まえて投下資本とリスク・リターンを的確に把握できるような経営管理体制の充実が必要である。これは内部統制にも関連する。業種柄、いち早くこうしたポートフォリオマネジメントの必要性に直面した商社などでは、経営管理体制の充実が大きな経営課題となり、EVAやVaRなどをはじめとしたさまざまな業績管理、リスク管理の手法が導入、応用されてきた。

経営プロフェッショナルへの進化

一昔前に流行った「選択と集中」の言葉に表される通り、投資に対するリスクとリターンを厳しく問う投資家の目に直面し、企業は手持ちの事業や資産を見直さざるを得なくなった(ファンドマネージャーとして資金を預かったのに運用成績が振るわなかった、ポートフォリオの中身を入れ替える必要が生じた)。このためには、ひとつは事業毎の事業リスクと財務リス

もうひとつには、こうした経営管理を行っていく組織、人材の見直しも必要になる。企業の「本社」、あるいは「コーポレート」などと呼ばれる組織やそこにいる人材は、全社戦略や経営資源配分、管理などを考える、といった機能をきちんと果たしているだろうか。昔ながらの「単にエライ」本社や、動きの鈍い間接部門では、こうした役割は担えない。経営企画や財務、人事といった部門が縦割りで意思疎通がない、というのも困る。本来、これらの部門は全社経営資源配分を考える、という共通の目的を持っているからだ。また、

図2 ● 内部統制への対応

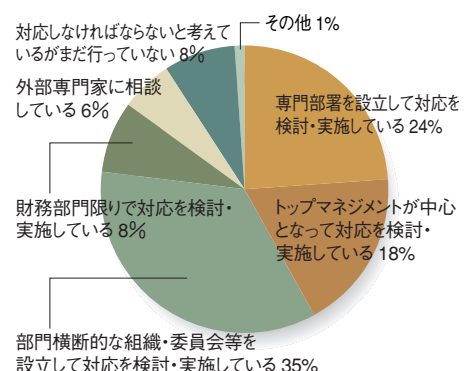


図3 ● M&Aにおいて気になる要素

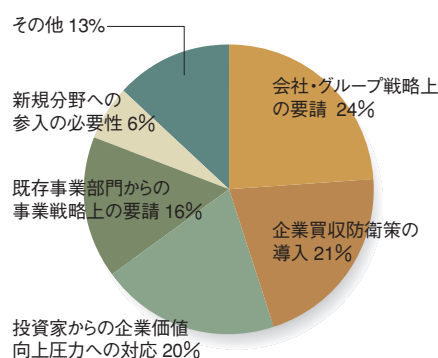
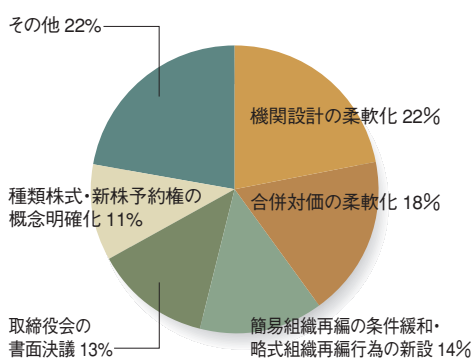


図4 ● 組織面の対応において気になる要素



こうした目的に沿わない業務を、本社機能としていつまでも同じ部門の中に抱えておくのも悩ましい。シェアードサービス化すべきものはそのように位置づけて、残る「真の本社機能」は、経営資源配分、管理のプロフェッショナルとなっていくことが必要だろう。

広がる財務部門の役割

こうした変化は、経理・財務部門の方々には特に強く意識されているのではなからうか。経営資源配分・管理の役割を果たすべき場面がここ数年急速に増えているからである。企業買収も然り。買収価格の妥当性に答えを見出そうとすれば、対象企業がどのようにキヤッシュフローを生み出していく可能性があるのか、といった事業の将来像や、それが自社にどのような影響を及ぼすのか、といった自社の事業戦略を考えざるを得ない。ポストM&Aマネジメントにも関わる必要もある。目の前の数字を追うだけでなく、全社的な視点、事業への理解などが幅広く求められるようになってきている。

こうした役割を人材の手当てや業務遂行が追いつかないので、M&

Aの専門部署を設けるような企業もでてきた。

また、これまで人事部門が握っていた業績管理の枠組に、経理・財務部門がステップインしなければならぬ機会も増えている。米国の業績管理は財務中心、定量評価中心の「ハードな管理」、日本の業績管理は人事中心、定性評価中心の「ソフトな管理」などと言われる。もちろん、即刻米国流にすべし、などと言うつもりはさらさらないし、誤った解釈のもと安易に導入すれば失敗するのは、「成果主義」における顛末を見れば明らかだ。だが、EVAやBSCなどの考え方を持ち出すまでもなく、業績評価に財務的な考え方が必要とされてきているのは誰もが感じているのではないだろうか。こうした点でも、全社経営資源配分・管理に経理・財務部門が果たす役割は増大しているのである。

実務も「ポスト産業資本主義」へ

もちろん、会社内が「財務官僚至上主義」になってしまっただけで、末転倒だが、役割の変化を意識した経理・財務部門にとって、思考の広がる先はまだまだ多い。先ほど

の企業買収にしろ、もう少し話を進めればすぐに「戦略遂行手段はM&Aだけか？」といった問いに行き着く。買収せずとも提携などで戦略目的は達成できるかもしれない。業績管理を進めれば、事業特性や人材の働き方の多様性に気づく。それらに合わせた評価や管理が必要だと感じるかもしれない。

こうした時、新会社法は有効なツールとなり得る。有限責任事業組合(LLP)(※3)により、提携やJ/V、知財を有する個人とのコ・ワークは容易になる。傘下に機能特化した人材集団があったならば、合同会社(LLC)にした方が、モチベーションは高まるかもしれない。モノの大量生産に株式会社形態は適しているが、これから重要となるのはヒト、そしてそれが有する経験や知財などの無形資産である。その活用のためには、LLPやLLCなどの人的有限会社の方が適している。

これまでは所有と経営の分離、という方向にひたすら動いてきたが、改めてそれらを一致させるような流れが出てきている、とも言える。ついでに話を大きくしてしまえば、今回の新会社法により認められた

人的有限会社の可能性は、数百年に一度の変化とも言われる産業資本主義からポスト産業資本主義への移行が、実務においても明らかになってきたことの表れ、でもあるだろう。「組織の形態が多様化する」といった点に注目した中には、こうした変化を念頭に置いた回答者も多かったのではないだろうか。

資本市場こそ規律が必要

最後になるが、企業買収における資本市場からの圧力は、相当数の企業が強く意識している。だからといって、具体策もないM&A計画を発表したりする企業側の問題点については、前号(※4)でも触れたので省き、今回は投資家側の課題について触れてみたい。企業の側に「自己規律」を求め、「市場規律」に服すべしと言えるのは、資本市場の側にも「自己規律」や「他者から行われる規律付け」が働いていることが前提である。だが、日本の場合にはとてもそうは見えない。資本市場はここ一〇年近く緩和策を続けてきた。上場審査は有名無実化し、必要な規制までなくなり、大挙流入したデイトレーダー達にはろくく投資教育もないままである。何か事件が起

きるたびにグレイゾーンの存在が明らかになり、果ては監査法人まで不祥事を起こす。

資本市場が成熟していれば、より早い時期に摘発・淘汰されるようなプレイヤー達が平然と存在できてしまうような現状が、上場企業も含めた日本の資本市場の未熟な姿なのだといえればそれまでだが、そんな状態で資本市場に規律付けの多くを委ねざるを得なくなった企業の側はたまたまものでは無い。厳しい校則がなくなったのはいいが、どうにも素行の悪い先生方(この場合、別に先生だから偉いというわけではない、念のため)のせいで生徒が迷惑を被るようなものである。こうした状況が続けば、生徒だってイヤになっ

資本市場の影響を排除する？

て転校でもしたくなるだろう。事実、昨年は非上場化などが話題になった。また、新会社法では種類株や新株予約権の概念が明確化されたことにより、これらを駆使すれば、税制の問題や単なる企業防衛策になりかねないといった懸念はあるものの、資本市場からの影響を排除するような資本政策や組織構築も可能になってきている。アンケート

ト結果からも、こうした可能性に興味を持つている企業の存在が読み取れる。図1において、中長期的に

「資金調達や資本政策の自由度が増す」影響が注目されているのは、剰余金分配や社債発行の柔軟性などもさることながら、こうした中長期的な資本市場との関係についての問題意識も含まれよう。非上場化を最も気になる要素として回答した企業も複数あった。

新会社法を尻抜けにしないために

新会社法により企業に開かれた自由は、資本市場を始めとした利害関係者からの規律付けを前提としている。つまり、「規律付けを行うことのできるように、自らも規律付けられた」利害関係者の存在を想定しているということだ。資本市場の規律付けができていないというこ

とは、新会社法の先行きにも暗雲が立ち込める。言葉は悪いが「尻抜け」になりかねないからだ。結果として、資本市場の側にしろ、企業経営者の側にしろ、自由を履き違えたコドモ達が好き勝手なことをして走り回るような状況を今以上に生み出さないとも限らない。新会社法の施行と併せて、資本市場への規

律付け強化は急務である。

規制当局のあり方と資本主義

最近、金融庁の厳しい監督体制が目立つ。政治的な側面も大きいような気がするが、新会社法の施行により、いよいよ上記の問題がクローズアップされてきた、ということもあるだろう。ただ、金融

庁自体の組織がこのままでいいのかという問題もある。銀行中心の古いシステムから資本市場中心への転換に当たって、金融当局自身も改装・増築を繰り返してきたが、新会社法同様、そろそろ全面的な新築が必要なのではないだろうか。会社法の考え方にしろ、資本市場

や規制当局のあり方にしろ、今起こっているのは表面的な変化ではなく、より根本的な考え方の変化を迫るものである。全てを米国型にあわせよう、と主張しているわけではない。米国型資本主義の是非はとやかく言われるが、失敗しようが反省しようが、あれは米国という国において長い年月、さまざまな事件や紆余曲折を経て積み上げてきた歴史の集大成である。日本における企業経営と資本市場の関係、それを取り巻く関係者の

あり方をどう構築していくべきか、という問題は、新会社法の施行により、ようやく検討の入り口にたどり着いたばかりなのではないだろうか。今後、新会社法の導入に伴う「対応」が一段落したあたりから、この問題にかかわる議論が活発になってくるであろう。

※1 市場規律、という言葉に抵抗のある向きは、「株式会社の方角付けや業績を決定するにあたってのさまざまな参加者間の関係である。その第一次的参加者は、株主、経営者(Chief Executive Officer)をリーダーとする」、取締役会である。その他の参加者として、従業員、顧客、供給業者、債権者および地域社会が含まれる。」(Robert A.G. Monks and Neil Minow, Corporate Governance, 1995, p.1)といった「企業統治」の定義に置き換えて考えていただいても良い。つまりは、株主を筆頭とする利害関係者間による規律付け、である。

※2 敵対的買収に対する防衛策については、まず、取締役側で会社の方針や効率性に対する脅威が存在すると信じる合理的根拠を立証しなければならず、次に、当該防衛策が取締役会が合理的に認識した脅威との関係で合理的に関連する範囲にとどまることを立証しなければならない、とした判決。一九八五年にブリー・ピケンズが率いるメサ石油から株式公開買い付け(TOB)をかけられたユニカル社が、対抗策としてメサ石油を除く株主を対象に自己株買い付けを実施した事例に対し、デラウェア州最高裁判所が下したものである。この判決ではユニカル取締役の主張が認められ、ピケンズは買収に失敗した。

※3 有限責任事業組合(LLP)は、二〇〇五年八月一日に施行された「有限責任事業組合契約に関する法律」に基づいたものであり、今回の新会社法により同法に改正が加えられている。

※4 CFO FORUM第16号(二〇〇六年三月一日発行「経営戦略としてのM&Aとその課題」