

Contents

特集：日本型制度改革のゆくえ 1p

<今週のThe Economistから>

“Why Japan’s Mori must go” 「森首相が退場すべき理由」 7p

<From the Editor> 「そこまで言うか」 9p

特集：日本型制度改革のゆくえ

「金庫株」が実現しそうです。日経平均が瞬間的に1万3000円割れし、日本経済の「3月危機説」が語られるようになったところ、去年までは誰も知らなかったような言葉が急浮上して、実現に向けて動き始めています。こういう姿を見ていると、「日本では変化に時間がかかる」という一般論は嘘くさく思えてきます。

外資系アナリストのポール・シェアード氏は、最新刊『企業メガ再編』の中で、「日本の制度インフラの改革は、全体のブループリントはないものの、各省庁がそれぞれに取り組んだ成果を総合的に見ると、かなり評価できる内容になっている」と述べています。実は過去5年間の制度改革により、かつては強固に見えた日本型システムは、思った以上に変わってきているのではないのでしょうか。

金庫株だけではない、日本の制度改革の現状を振り返ってみました。

金庫株は株価を救えるか

2月9日、与党3党は自社株の取得・保有を自由化する「金庫株」の解禁、株式投資の最小単位である「単位株」の引き下げなどを柱とする「証券市場等活性化対策」の中間報告を正式決定し、森首相に提出した。金庫株解禁に必要とされる、商法など関連法の改正案を今通常国会に提出することも決まり、「3月末までに実施」の体制が整った。同時にインサイダー取引や株価操縦の防止を図るべく、証券取引法改正などの検討も急ぐ。

しかし先月、自民党が特命委員会を設置して総合的な株価対策の検討を始めたときは、もっと数多くのメニューが上がっていた。

自民党・証券市場活性化対策特命委員会の検討項目

1. 自社株関連法制の整備（金庫株、セーフ・ハーバー・ルールなど）
2. 個人投資家対策（二重課税の排除、譲渡益課税の軽減、投資単位の引き下げなど）
3. 公的資金の活用（公的資金再注入、郵貯・年金による株式運用、共同買い取り機構など）
4. 企業年金資金の活用（日本版401Kの早期導入、ESOPなど）
5. 金融政策（日銀による量的緩和）
6. その他（株式重視経営の推進）

劇薬から漢方薬まで、思いつく限り並べてみた感じである。筆者は個人的には、株式市場は「値決め」の場であるのだから、政府が「株価対策」と称して制度を改変することは最小限度にとどめるべきだと思う。だが、上記には魅力的な提案もあり、個人金融税制の見直しや日本版401Kの導入前倒し、ESOP（=Employee Stock Ownership Plan、企業年金で自社株式を主な運用対象とするもの¹）などは大いに結構な話だと思う。その一方、公的資金で株を買うのは危険過ぎるし、量的緩和も相当な劇薬といえるだろう。

こうした玉石混淆の中から、**確実に3月末までに実施できるものといえば、議員立法で乗り切ることができる「金庫株」くらいだった**ということだろう。金庫株が効果的な政策だったからではなく、とにかく政府・与党が実績を上げる「タマ」として扱われたに過ぎない。

金庫株の解禁は、株価を引き上げる効果も知っている。国際証券の平川昇二氏は、「机上の計算では持ち合い解消の受け皿になり得ても、**株価対策としては即効性に欠ける。中長期で見た市場活性化策のひとつ**」と結論している²。つまり政策としては望ましいけれども、急場の役に立つわけではないという。それならば最初から、3月末に間に合わせる必要はなかったはずである。

金庫株の導入経緯は、日本における政策決定の典型的なパターンといえる。時間的制約の下に、短い議論で迅速に決定するが、他の政策との整合性がなかったり、詰めが甘かったりする。なぜなら、長期的なビジョンが欠けているからだ。

政治のレベルにはとどまらず、身につまされるような例がいくらかでも思いつきそうだ。

「自社株買い」をめぐる迷走

金庫株の解禁に対する反対論は多い。とくに商法が資本充実・維持の原則に則り、出資の払戻禁止など各種規定を置いていることを考えれば、「金庫株」は従来の日本の株式会社制度からみて異端の制度となる。

¹ 経済同友会が提言している。<http://www.doyukai.or.jp/database/teigen/010116.pdf>

² 今週の景気・金利見通し「注目される金庫株の解禁に向けた動き」

<http://www.kokusai.co.jp/kokusai/analyst/analyst0101b.html>

米国では目的にかかわらず、自社株の取得を行うことができる。実際にダウ30種銘柄のうち21社が金庫株を保有しており、なかにはコカコーラのように株主資本が95.1億ドルなのに対し、金庫株が131.6億ドルという会社もある。

一方、日本は商法210条以下により、会社合併・営業譲渡やストックオプション導入などで必要な場合以外は、自社株の取得は禁止されている。自社株の購入は、会社がせっかく資本調達のために発行した株を、実質的に払い戻すことを意味する。会社の財産的基盤が弱体化するので、株主や会社債権者の損害に直結する、というのが商法の考え方である。

実は日本における自社株買いとは、株価対策のために小刻みに従来の法体系に風穴を開けてきた歴史である。

- (1) 1994年：株価対策として、消却目的に限って自社株買いが認められるようになる。しかし、みなし配当課税があるので、誰も実際にはやらなかった。（自社株買いに応じない株主は、実質的に持ち株の値打ちが上がるので、税金を払わなければならなかった）
- (2) 1996年：各界から「仏を作って魂を入れず」という批判が出たので、国税庁がみなし配当課税を3年間凍結することにした。
- (3) 1998年：自社株買いの原資として認められていたのは内部留保だけだったが、規制緩和が行われ、2年間の時限措置として資本準備金を使うことが許された。
- (4) 2001年：金庫株を解禁し、消却目的以外であっても自社株買いを認めることに。

振り返ってみると、「原則不在、なし崩し的な導入」という感を否めない。個々の決断は場当たりのに行われており、「日本にも自社株買い制度がどうしても必要だ」という認識の下に、計画的に行われた制度改革ではない。

それではなぜこうまでして、自社株買いを認める必要があったのか。実際に自社株買いをやれば、ROE（株主資本利益率）は上昇するけれども、自己資本は減って財務体質は悪化する。実際の例を見ても、株価に対する効果はかならずしも大きいとはいえないのである。

それでも自社株買いをやるべき理由

1980年代までは、自社株買いをやるべしという意見は少なかった。それは既存の法体系がそうであっただけではなく、右肩上がりの経済においては、発行株式の数を増やすことはあっても減らすという発想は出にくかったからだ。

筆者も個人的な体験でいえば、1984年に入社した際に、「企業にとっていちばん重要なことはゴーイング・コンサーン。企業経営の目的とは自己資本を増やすこと」だと研修で教わった。会社は永續することが最重要課題であり、そのために儲けはなるべく内部留保として積み上げておく。「株主のために」という言葉はあっても、実際には自社の株価さえめったに気にしない、というのが当時の平均的な会社員だったと思う。

ところが1990年代になると、日本でも米国型の考え方が急速に普及し、筆者も含めて多くの社員が新しい思考法に慣れなければならなかった。

まず「自己資本」という呼び方がおかしい、「株主資本」と呼ぶべきである。なぜなら資本は会社のものではなく、株主のものだからだ。資本金は何のために存在するかといえ、利潤をもたらして株主に配当するためにある。豪華な社員寮やゲストハウスを作る企業は間違っている。なぜなら、企業が利益を生まない事業に投資することを喜ぶ株主などいない。そのような会社は投資効率が低くなるので、株主から見捨てられてしまうだろう・…。

この理屈が分かって初めて、会社を図る尺度が経常利益や資本金の額ではなく、ROEであるべきことを理解できるようになる。つまり、**会社の利益は量ではなく質で計らなければならない**。投資家が求めているのは、投資に対する利回りだからだ。

そこで企業がROEを上げようと思ったら、分子である利益を増やすか、分母である株主資本を減らすかどちらかしかない。利益の額（分子）がこれ以上伸びないのであれば、そんな会社は多額の資本金（分母）を抱えている必要はないのである。

食品などの成熟産業においては、ときに膨大な内部留保を抱えつつ、あらたに有効な投資先が見出せない企業がある。それだったら自社株買いという形で、株主に利益を還元する（分母を減らす）ことが妥当な経営判断となる。さもなくば、そんな企業は敵対的なM&Aに遭い、資産を切り売りされてしまうからだ。

ところがこういった思考の転換は、ごくわずかな間に生じたことである。国境を越える資金の流れが、全世界的な企業の評価基準をアングロサクソン型に統一しつつある。しかるに、**株主重視経営がグローバル・スタンダードになるからといって、企業法制はそんなにすぐ変わるものではない**。なぜなら企業法制には雇用慣行やコーポレートガバナンスなど、個々の国の文化に根差した部分が多く含まれているからだ。

とはいうものの、ファイナンスに関する制度のように、グローバル化が進んでいる部分は可及的速やかに改革していかなければならない。国際的なルールのハーモナイゼーションという見地から行けば、日本がかたくなに自社株買いを認めないという選択肢はありえない相談である。

制度インフラをいかに変えていくか

それでは企業を取り巻く制度改革をいかに進めていくべきか。本来であれば、**金庫株解禁といった枝葉の改革ではなく、商法全体を見直すような大胆なアプローチが必要なはず**である。なにしろこの10年間に、「企業は何をすべきか」という考え方の根本部分が変わってしまったのだから。

ところが、「国家百年の大計を考える」とか「21世紀のグランドデザインを描く」といったことは、実際にやってみればすぐにわかることだが、容易なことではない。「グローバル化に合わせて企業法制を根本から見直す」ということさえ、どこから手をつければいいのか見

当がつかない。そこで実際に行われているのは、悲しいかな自社株買いの導入と拡大に見られるような「木に竹を継ぐ」小刻みな制度変更である。

ところが、こういった日本型の制度改革を、「プロセスは違っても結果は評価できる」と見る論者もいる。冒頭に紹介したポール・シェアード氏である。同氏は日本の政策意思決定プロセスが欧米とは違うことを認めている³。「たとえばイギリスでビッグバンが行われるとすれば、ビッグバンというビジョンのもとに総合的に関連の法案を改正していく。しかし日本では、分権的なシステムのもとで各省庁がそれぞれに取り組むことになる」「成果はばらばらに出てきているけれども、それを総合的に見るとかなり評価できる結果になっている。これが、霞ヶ関の本当におもしろいところだ」

同氏は投資家の視点から、ここ5年間の日本の制度インフラ改革を高く評価している。具体例として挙げているのは、「持株会社制」「金融持株会社」「株式交換制度」「会社分割制度」「民事再生法」「ストックオプション制度」など。これらの改革はある程度戦略的な網羅性があり、導入ペースもけっして遅くはない、という。

いわれてみれば、ここ5年の日本政治は、スキャンダル退治と政党の離合集散ばかりやっていたような印象はあっても、これだけ多くの制度改革を残していたのである。同氏は衝撃的な例として、「99年に新興ベンチャー企業向けの新市場マザーズを設立したときは、構想発表から開設までわずか2ヶ月だった」ケースを指摘する。ことによると日本は、制度インフラの改革で「欧米に追いつき追い越せ」をやっていたのかもしれない。

もちろん、制度は人によって使われなければ意味がない。さらにこれまでの改革が十分であるとはとてもいえない。シェアード氏は今後の課題として「連結納税制度」を挙げているし、さらに労働市場に関する改革が遅れていることに懸念を表明している。

それでも「改革ができない日本」という自画像にとらわれ、過度に自虐的になる必要はないのではないか。日本型システムとは、個々の制度が複雑にからみあって相互に補完的な関係になっている巨大な大系である。それを変えようという仕事が、数年で片付くはずがない。少なくとも過去5年の努力は、それなりの形を残しているのである。

思ったより大きい過去5年の成果

1996年に橋本内閣の下で、「6つの改革」がスタートした。その中では「行政改革」が省庁再編という形で今年1月6日に発足し、「金融システム改革」も今年3月末に一応の期限を迎える。それ以外では、「財政構造改革」は97年の景気腰折れを招いた犯人とされ、完全な棚上げ状態になって今日に至っている。「社会保障構造改革」と「教育改革」は、どこへいったのか分からないありさまだ。

もうひとつ残っていたのが、通産省(現・経済産業省)が中心になってプランを練った「経

³ 『企業メガ再編』東洋経済新報社 p109～

済構造改革」である。実は過去5年間を振り返ってみると、この分野がもっとも多くの成果を残しているように思える。昨年12月1日に発表された「経済構造の变革と創造のための行動計画」(第3回フォローアップ)⁴を見ると、以下のような項目が達成されている。意外なほど成果が多く、また、今後に向けても大きな課題が挙げられている。

経済構造改革の主な進展状況

1. 企業組織制度：柔軟で迅速な事業再編を可能とする制度構築
 - <計画> 持株会社の解禁
 - <成果> 株式交換・移転制度についての商法改正、
産業再生法、民事再生法、会社分割法制
 - <課題> 商法の抜本の見直し
2. 人材・雇用制度：時代のニーズにあった人材の育成と雇用市場の流動化
 - <計画> 各種検討課題の指摘
 - <成果> 労働者派遣法改正、労働基準法改正、有料職業紹介事業の業務拡大
中高年労働移動動支援
 - <課題> インターネット職業紹介、雇用保険3事業の見直し
3. 技術：創造的な技術開発に向けた産学官の連携と人材の流動化
 - <計画> ポストドクター1万人支援計画、任期付き任用制度の導入
 - <成果> T L O法、日本版 S B I R制度、産業再生法(パイプライン条項)
産業技術力強化法(兼業規制緩和など)
 - <課題> 大学の国際競争力の強化
4. 産業金融：ベンチャー企業を含めたようなニーズに対応した資金供給の円滑化
 - <計画> エンジェル税制創設など、店頭公開市場の活性化
 - <成果> 投資事業有限責任組合法、新事業創出促進法、創業マル経の創設
中小企業創出促進法改正
 - <課題> C Pの無券面化、有価証券決済の迅速化など
5. 情報通信：I Tを最大限活用できる環境を整備
 - <計画> 光ファイバー網の整備、N T T法の改正など
 - <成果> 接続料金規制の見直し、I T基本法、書面法、電子政府など
 - <課題> ネットワークインフラの整備、電子契約法、中小企業のI T化

これだけの成果を挙げているわりには、改革が進んだという実感がわからないのは、強力なリーダーシップや大きなビジョンなしに、個々の担当者が細かな努力を積み重ねてきた集大

⁴ <http://www.meti.go.jp/kohosys/press/0001144/index.html>

成だったからであろう。つまり日本の制度改革は、その歩みもきわめて日本的だったということではないだろうか。

改革の担い手は誰なのか

従来の日本型システムが、市場メカニズムや株主重視経営の方向に大きくハンドルを切っていることは疑うべくもない。いい悪いは別にして、過去5年間の日本が「日本型システムを変えるための日本型制度改革」に取り組んできたことは、もっと積極的に評価しておくべきだろう。

では、過去5年間の改革がけっして小さくも遅くもなかったと考えた場合、はたして誰が推進役になっていたのだろうか。これは意外と答えにくい質問である。

政治が果たした役割が大きかったとは、お世辞にもいえないだろう。金融などの分野を除けば、むしろ各省庁が主体になった制度改革の方が進んだといえる。とくに経済省のパフォーマンスは高い。経団連との二人三脚により、産業競争力会議などの場を活かしたことが効率の高さにつながっている。気の毒なことに、この手の努力はマスコミなどで大きく取り上げられることが少ない。その意味では、残念ながら世論もあまり大きな役割を果たしたとは言いがたい。

日本型の制度改革は、強いリーダーシップや骨太な理念とは無縁である。いつも状況対応型であり、グローバル化や経済の低成長化といった目先の問題に追われるようにして、少しずつ前進していく。後でつじつま合わせができなくなったり、後戻りするといった可能性はいつもつきまとう。外圧や危機感が弱まると、改革の推進力も失われてしまいかねない。

長い時間をかけて改革を進めていくためには、やはり大きなビジョンなりコンセプトを掲げる必要があるだろう。とはいっても、苦手なことを急にやってもうまくいくはずがない。「国家百年の計」などと無理しない方がいい。なにしろ、過去に日本が体験した大きな改革においても、長期にわたる精緻なプランがあったことは少ないのだから。

その代わりに、「五箇条の御誓文」や「所得倍増」「増税なき財政再建」など、上手なキャッチフレーズには事欠かない。今後の制度インフラ改革においても、あらためて全体の方向性を示す言葉を用意してはどうだろうか。その場合、最近はほとんど聞かれなくなっているが、日本版ビッグバンを始めるときに盛んに使われたい言葉がある。

それは「フリー、フェア、グローバル」である。

< 今週の “The Economist” から >

"Why Japan's Mori must go"

Feb. 10th, 2001 Cover Story

「森首相が退陣すべき理由」

(p17)

* 筆者が“The Economist”誌を購読し始めてから丸8年になりますが、われらが総理がこまでこき下ろされた記事は記憶にありません。ちょっと衝撃的です。

<要約>

かつては偉大で誇り高かったが、今は冴えない二流の国である。10年にわたる経済の停滞を体験し、ここ数年は浮き沈みを繰り返し、失業率は懸念すべき水準になっている。朝鮮半島で雪解けや中国の強大化といった、近隣情勢の変化にも応じなければならない。大事な貯蓄を預かる銀行や生保が、弱体だったり破綻していたりする。ここで世界的な景気後退があったりしたら、この国は一発で伸びてしまうかもしれない。

それは日本。歴史感のある政治学者であれば、これは日本が新しい指導者を求めるべきときだと判断するだろう。だが、そんなことを真面目に取り合う者は、とくに日本国内にはいない。50年代の共産主義運動や60年代の学生運動の頃から、この国は安定した静かな国だった。55年から実質的に単一政党の支配が続き、有権者はこの10年で怒るよりは無関心になってしまった。このまま何も変わらない公算が高い。しかし森首相が政権に長く居座るほど、政治麻痺はますます長引き、危険は高まるだろう。

この10年というもの、政治指導者は経済のぬかるみに足を取られている。ここでデマゴーグが出て来るようだと、ぬかるみは底無しに転じかねない。さらに米国経済と株価の最悪期と重なった場合、危機は数ヶ月を待たずして訪れることになるだろう。しかし、日本政治はいつも通りの腐敗と自己満足と非効率によるめいている。

今週、毎日新聞の世論調査は森内閣の支持率が14%と伝えた。日経平均は1986年以来の安値に近づいた。2月8日に発表されたGDP統計は、過去半年がゼロ成長であると示唆している。7月に行われる参院選では、与党は大敗して過半数割れすると見られている。

それでは政府は政策の変更や首相の交代を考えているのか。そんな気配はない。世上見るところ、森は記憶にある限り最低の首相だが、この国ではクビになる可能性が最も低い人間のひとりである。誰も参院選前にこの仕事を引き受けたくはないからだ。昨年末にそれを試みた加藤紘一という期待の改革派は、馬脚を現して今は政治的荒野をさまよっている。

たぶん参院選で負けた後、自民党は総裁を変えて首相を変えるのだろう。少しは改革派っぽい人物が選ばれるだろう。だが議会で多数派を占める勢力がなく、政府に力はなく、自民党長老たちが変化を望んでいないのだから、大勢に影響はあるまい。

本来ならば、内閣不信任案で政権を倒して衆参ダブル選挙に臨むか、新内閣の発足に持ち込めればいいのだが、どちらも望み薄。困ったことに野党もまたクリーンではないし、足並みも乱れている。民主党の鳩山代表は選挙で共闘を呼びかけるものの焦点は定まらない。

代わりに生じているのは、より後ろ向きで否定的なナショナリズムである。巨額の貿易黒字があるにもかかわらず、中国からの輸入規制を求める保護主義が高まり、対外強硬路線への支持も増えている。これまでのところは民主政治の枠内にとどまっているが、日本がいつまでも普通ではいられなくなるリスクは高まりつつある。

<From the Editor > ここまで言うか

今週手元に届いた"The Economist"誌は、ダボス会議で悠々と居眠りをしているわれらが総理大臣の写真を表紙にしています。ご覧になりたい方はここをどうぞ。

http://www.economist.com/opinion/displayStory.cfm?Story_ID=501853

幸い同誌の全世界版は、イスラエル首相に当選したシャロン氏が表紙だったようですが、これはあまりにも刺激的な挑戦というべきです。世界が日本を見る眼はここまで悪くなったか、とドキリとします。とくに自分が海外にいたら、こんな記事を見たら嫌だろうなあと感じました。しかも悔しいことに、何と言って反論すればいいのか思いつきません。

The Economist誌が正面切って「XXは去るべきだ」などという相手は、パキスタンのムシャラフ参謀長とか、ルインスキー事件で偽証がばれたときのクリントンとか、最後の頃のエリツインとか、誰が見ても明らかに問題がある相手です。それらの場合も、こういう写真を使った攻撃はありませんでした。編集部側は相当な覚悟をもって、この記事と写真を載せたと思います。

ところがぐだんの森首相は、"The Economist"誌の挑戦を受けると同時に、ハワイの原潜事故の危機管理問題で迷走を始めています。これではまるで同誌の慧眼を立証しているようなもの。反論する気力も失われてしまいます。

ところで、居眠りしている首相の写真を表紙にした"The Economist"の大胆な挑戦は、日本の大手新聞はどこも取り上げませんでした。筆者が知る限り、最初に取り上げたのは2月15日付けの夕刊紙、日刊ゲンダイ。日本全体がもっとショックを受けて、大騒ぎをすべきだと思います。そうでないと、書いた側も拍子抜けするのではないのでしょうか。

編集者敬白

- 本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、日商岩井株式会社の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記までお願いします。

日商岩井ビジネス戦略研究所 吉崎達彦 TEL:(03)3588-3105 FAX:(03)3588-4832

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp