

企業買収関連制度変更に伴う日本型 コーポレート・ガバナンスの論点

J-I-L-P-T-Aシスタントフェロー 佐々木浩二

昨今報道で大きく取り上げられた事例をきっかけとして、日本型コーポレート・ガバナンスの将来像について様々な議論がなされるようになった。本稿

はこれらの議論を基に、新たな日本型コーポレート・ガバナンスへ移行する際にどのような点が問題となるのかまとめる。なお、コーポレート・ガバナ

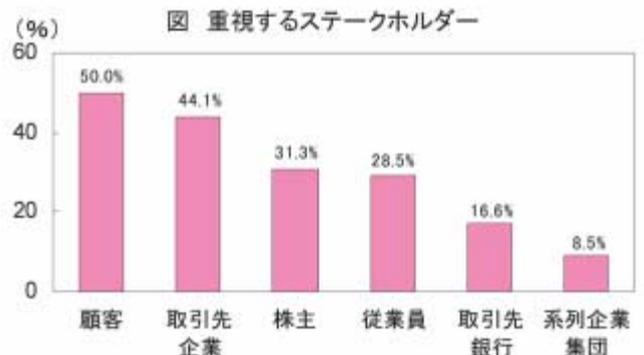
ンスという用語には論者によって多様な説明が与えられているが、ここでは「誰がどのように企業を統治するべきかという問題」であると捉えて論ずることとしたい。

東京大学の荒木尚志教

授(二〇〇四)によれば、ガバナンスの形態はアメリカ型・ドイツ型・日本型の三類型に分類される。アメリカ型が「物言う株主」による経営の管理・監督を重視する一方、ドイツ型は伝統的に力を持つ組合を中心とした従業員と経営の「共同決定」を重視する。

これら外国の類型に対して日本企業の統治は、株式持ち合い・長期雇用などの企業構造を前提に形成される。株主持ち合いとは、企業グループや

系列、取引先がお互いの株式を交換する形で持ち合うことである。持ち合いによって企業は安定株主から多大な資本を獲得することができる。資本の増強を通じて企業はグループや系列、取引先との関係を強めることができ、また買収を未然に防ぐことができる。ただし持ち合いによる安定株主が多数を占める株主構成は、一般株主の株主総会議決権を希薄化させてしまう。この希薄化は、持ち合いの株主(グループ内企業や系列、取引先や銀行など)や従業員といった一般株主ではないステークホルダーの発言権を相対的に高める。二〇〇三年に財務省財務総合政策研究所が実施したアンケート調査を見ると、「重視するステークホルダーは誰か」との問いに対して「顧客」という回答の割合が五〇・〇%と最も高く、次いで「取引先企業」四四・一%、「株主」三一・三%、「従業員」二八・五%、「取引先銀行」一六・六%、「系列企業集団」八・五%となっている(図参照)。この結果は、確かに企業は一般株主だけではなく、多様なステークホルダーの意向を考慮に入れて経営を行っていることを示すものである。このような日本企業の特徴は、投資家側も理解している。例えば二〇〇三



年に早稲田大学の太田敬一教授らが行った機関投資家に対するアンケートでは、「従業員」「取引先銀行」「取引先企業・系列企業集団」に比べて、個人投資家や機関投資家の発言権はそれほど大きくないという結果を得ている。これらのアンケート結果は、企業・投資家双方が「日本企業は多様な受益者の権益拡大を目指して行動している」と認識していることを示すものである。次表は上述の企業統治の三類型をまとめたものである。

日本型企業の統治形態は近年大きな変貌を遂げてきている。まず株式の所有構造が変化していることが挙げられる。早稲田大学の宮島英昭教授らの研究(二〇〇三)によれば、一九九〇年代に安定株主の株式保有の割合が六四・九%(一九八九年)から五六・〇%(一九九九年)に低下した一方で、外国人

表 企業統治の類型

企業統治の形態	企業の目的	統治手法
アメリカ型	株主価値の最大化	株主による経営の管理・監督
ドイツ型	労使協調による従業員利益	法的根拠のある経営と組合の「共同決定」
日本型	多様な利害関係者の受益権拡大	法的根拠のない企業内外の慣行（株式持ち合い、経営者の内部昇進、労使協議制度など）

出所：荒木「コーポレート・ガバナンス改革と労働法」稲上・森編(2003)『コーポレート・ガバナンスと従業員』を参考に作成。

保有比率が四・六％（一九八九年）から九・四％（一九九九年）に上昇した。彼らはこの保有比率の変化を次のように説明している。安定株主の減少については、持ち合い株式の利回り低下が、九〇年代に導入された厳格な会計制度の下で、企業にとって大きな負担になったことから説明している。一方外国人保有比率の上昇については、九〇年代に低迷した日本株が外国人投資家に割安と映り、国際分散投資の観点から魅力的であったことから説明している。加えて九〇年代に行われた金融・商取引の法改正も日本型コーポレート・ガバナンスに大きな影響を与えた。一

連の法改正によって可能となった多様な資金調達、メインバンクの影響力を低下させ、また事業拡大や企業再生のための大胆な企業再構築を迅速に、低コストで行えるようになった。この流れを受けて二〇〇五年三月に改正案が提出された新会社法案には、企業買収をより円滑に進められるよう配慮された規定が盛り込まれている。これらの改正法には、概して株主を重視するアメリカ型統治形態の考え方が色濃く反映されている。このことは、株主重視の姿勢をより鮮明にすることを企業が期待されていることを意味する。こうした社会経済・法制度の変化は、日本企業にいくつかの問題を提示する。ここでは①プリンシパルエージェント問題、②株主利益と従業員利益の調和、③企業の過剰防衛、の三点を論ずることとしたい。

① **プリンシパルエージェント問題**

企業の所有者である株主は自ら企業を経営せず、経営を取締役に委託し、成果に応じて取締役に報酬を支払う。この経営委託の問題となるのは、取締役会の振舞いすべてを株主は観察することができないということである。例えば大きな利益という成果が取締役会の努力によってもたらされたものなのか、単に経済状況が良かったために得られたものなのか判断するのは容易ではないし、損失という結果についても取締役会の怠慢によるものなのか、経済状況が良くなかったためなのか判断することは容易ではない。このように企業の経営成果と取締役会の努力量とを容易に結びつけることができ

ない状況下において、株主はどのような評価システムを採用すれば取締役会を株主利益最大化へ動機付けすることができるのであろうか。このプリンシパルエージェント問題を回避するために企業はどのような方策をとるべきか、という切り口は一つの研究課題である。

このテーマを扱った包括的な研究には前出の財務省財務総合政策研究所がまとめた報告書（二〇〇三年）がある。報告書は金融事業法人を除く公開企業八七六社から得たアンケートの回答を対象企業の財務データと突き合わせて分析を行っている。分析は、①企業が株主重視の姿勢をより鮮明にしてきていること、②プリンシパルエージェント問題の解決のために情報公開が有効であり、情報公開は企業価値を高めること、③一概にアメリカ型の統治形態に収斂するのではなく、企業文化、株主構成などに応じた望ましい統治形態を企業が模索していることなど、興味深い結果を得ている。

② **株主利益と従業員利益の調和**

短期的な利益の最大化を望むとされる株主を重視するアメリカ型ガバナンスへ移行することによって、長期的な雇用関係に支えられてきた日本の企業内メカニズム（年功制による従業員のコミットメントや技術の継承など）が痛手を蒙るのではないかと危惧がある。日本型企業における雇用の特徴である長期雇用と年功賃金は、複雑な仕事に熟練するために長期の雇用保証が必要であること、生活費を保障するために給与が年齢に連動することが望ま

しいこと、従業員の勤労意欲を引き出す動機付けとなること、などから正当化される。

一方、株主による積極的なガバナンスの一例である企業買収の論理は、企業から非効率性を排除して企業価値を高めるといふものである。中でも場合によっては従業員の大量解雇も辞さないという敵対的企業買収論は、解雇された従業員も代替の雇用機会に適切な賃金で再雇用されるので社会的厚生を高めると論ずる。このような論理が語られる厳しい環境下であることを企業は肌で感じている。財団法人社会経済生産性本部が二〇〇一年に行ったアンケート調査では、株主重視の経営方針が「労働条件の大幅低下や解雇対象になり得る」との回答を調査対象企業の経営企画部門の六割、人事労務部門の七割、労組の四割から得ている。ただし敵対的企業買収論が想定する流動性の高い労働市場は、長期雇用による仕事の熟練や長期雇用に内包される暗黙の契約（連など、日本型雇用の利点を消してしまう恐れがある。

③ **企業の過剰防衛**

従来の法制度の中で強い買収の脅威にさらされてこなかった取締役会は、新法施行後の企業防衛に苦慮している。日本ではともすると買収に対する過剰

な企業防衛を受け入れがちである。しかし過剰な企業防衛は、単に既存の取締役会を温存することにつながる可能性があり、企業価値の増大につながるとは必ずしも言えない。この点に留意して経済産業省は、企業価値研究会がまとめた論点を本年四月に公開した。研究会は①企業価値向上、②グローバルスタンダード、③内外無差別、④選択肢拡大、という基準に照らして、企業買収のルール作りを急ぐべきであると指摘している。いくつかの事例を通して広く知られるようになった、株主持ち合いによる一般株主の議決権の希薄化や毒薬条項、取締役選任に関する定款の改正などの買収防衛策は、企業価値の向上という視点からその是非を論ずるべきであろう。

(注)

暗黙の契約理論とは、企業を取り巻く将来の環境の不確実性を考慮すると、法的拘束力を持たせないことが労使双方にとって有益な場合、契約の詳細を明文化しないことである。大橋・荒井・中馬・西島「労働経済学」(一九八九)や、小池「仕事の経済学」(二〇〇五)など参照。なお、商法学者である吉原和志(一九九四)は、敵対的企業買収の買収者が暗黙の契約を破ることにそれほど躊躇しないことがありえるとし、従業員の勤労意欲や企業特殊の熟練を形成しようとするインセンティブを損なう可能性を示唆している。

【参考文献】

荒木尚志「コーポレート・ガバナンス改革と労働法」稲上毅・森淳二朗編「コーポレート・ガバナンスと従業員」東洋経済新報社、二〇〇四年。

大橋勇雄・荒井一博・中馬広之・西島益幸「労働経済学」有斐閣、一九八九年。

大村敬一・首藤恵・増子信「機関投資家の役割とコーポレート・ガバナンス 機関投資

家によるコーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査結果から」『フィナンシャルレビュー』六〇、二〇〇一年。

小佐野広「コーポレート・ガバナンス変革の雇用関係に与える影響」『日本労働研究雑誌』五〇七号、二〇〇二年。

経済産業省企業価値研究会「企業価値研究会 論点公開」公正な企業社会のルール形成に向けた試案(要約)二〇〇五年。

小池和男「仕事の経済学(第三版)」東洋経済新報社、二〇〇五年。

財団法人社会経済生産性本部労使関係特別委員会「コーポレート・ガバナンスと労使関係に関するアンケート調査」中間報告、二〇〇一年。

財務省財務総合政策研究所「進展するコーポレート・ガバナンス改革と日本企業の再生」二〇〇三年。

宮島英昭・原村健一・江南喜成「戦後日本の株式所有構造」PRI Discussion Paper Series No.03A13' 11003年。

吉原和志「株主の利益と従業員の利益」『判例タイムズ』八三九、一九九四年。

プロフィール

佐々木浩二(ささきこうじ)
早稲田大学大学院社会科学部研究科修士、ランカスター大学(イギリス) MSc in Finance 修士、ロンドン大学バークベック・カレッジPhD(経済学)。
東京都立大学COE研究員を経て現職。

JILPT 刊行物のご案内

データブック 国際労働比較 2005

(定価：1,575 円/税込み)

日本及び諸外国における労働経済の動向を把握するため、当機構が編集作成した国際比較資料集。34の「グラフとその説明」、150の「統計表」から構成されています。
<目次>
1. 経済・経営 2. 人口・労働力人口 3. 就業構造 4. 失業・失業保険・雇用調整 5. 国際労働移動・外国人労働者 6. 賃金・労働費用 7. 労働時間・労働時間制度 8. 労働組合・労使関係・労働災害 9. 教育・能力開発 10. 勤労者生活・その他 特集「開業力平価」



2005 ユースフル労働統計—労働統計加工指標集

(定価：1,575 円/税込み)

「労働統計加工指標」とは複数の労働統計の調査結果を素材にして、それらを組み合わせる新しい統計指標にしたものです。これまで政府の各種白書等で採用されたものの中から、あるいはそれをヒントとして自主開発したものを含め、今日でも有用と思われるものを選別し、取り上げています。雇用・労働に関する分野を大きく23のカテゴリーに分け、カテゴリーごとに関連する加工指標を整理しました。雇用・賃金等労働市場の動向を見るための資料として、ご活用ください。



Japanese Working Life Profile 2004/2005 - Labour Statistics

(定価：1,050 円/税込み)



学校卒業から職業生活の終わりまで、日本の労働者の生活を、英訳した統計を使用してわかりやすく提示。統計はすべて公的なもので、労働市場、賃金、労働時間、労使関係、社会保障などを網羅しています。主な項目は日本語訳付き。

刊行物ご購入のお申込み・お問い合わせ先

独立行政法人 労働政策研究・研修機構 (JILPT) 広報部 成果普及課

〒177-8502 東京都練馬区上石神井 4-8-23

Tel: 03(5903)6263 Fax: 03(5903)6115 E-mail: book@jil.go.jp