

# 利害関係者から見た日本の コーポレート・ガバナンス

久保克行

ご紹介ありがとうございます。早稲田大学の久保です。本日はこのような機会をいただき、ありがとうございます。私は主に中村先生・南雲先生の論文および田中先生の論文へのコメントを行いたいと思います。その前に、私がどのような背景でそのようなコメントを行うかということの説明する上で、まず日本のコーポレートガバナンスに関して、過去どのようなことが問題になってきたかということをお話しします。そして、その流れの中で中村先生・南雲先生の論文および田中先生の論文がどのように位置付けられるかという話、および内容に対するコメントという形にしたいと思います。

コーポレートガバナンスは、もちろん先生方ご存じのように、たくさん意味があるわけですが、特に日本では「会社は誰のものか」ということがよく話題になってきていました。インタビューや質問票調査などを見ると、今までは少なくとも諸外国と比べ、日本の大企業の経営者は従業員の利害をかなり重視した形で経営してきたことは、一般的にいついではないかと思えます。例えば企業が危機に陥ったときに、雇用を削減するか、配当を削減するか。これ自体、少し荒っぽい質問ですが、そういう質問を行った場合、日本の経営者は配当を削ってでも雇用を守る傾向にあったということが言われています。最近でも、このような問題に対する関心は続いています。早稲田大学の広田先生のインタビュー調査によると、「株主に選ばれているのだから、とりあえずは株主の利益を考えるべきである。しかし、何でも株主というのは賛成できない」というような意見もあるようです。今のところ、この辺が日本企業、伝統的な大企業のコンセンサスではないかと考えることができると思えます。

今回、中村先生・南雲先生の論文は、ファンドに買収された企業で従業員がどのような処遇を受けるかということ进行分析しています。そのことを考える前に、そもそも企業組織の再編に際して従業員がどのような役割を果たすかということを考えてみたいと思います。一般に従業員は自分が働く会社を買収されることを歓迎しない傾向にあります。この

ような従業員の反対は企業の意味決定に影響を与えることもあります。たとえば、企業合併に際して従業員の反対によってキャンセルとなったケースもあるようです。以前、北越製紙に対して敵対的買収の試みがあったときに北越製紙の経営者が反対声明を出しています。その中で「従業員が反対するので反対する」というのが1つの大きな論旨になっていたように思います。また、いわゆる投資ファンドによる買収提案があった際に、対象となる企業の労働組合が反対することもあります。

現実には、多くの企業では企業組織の再編に際して労働組合と十分に議論を行っていると考えられます。労働組合活動等に関する実態調査などでも、企業組織再編に関しては、労働組合は基本的には関与するのだということが示されています。

このような状況に対して資本市場改革がどのようなインパクトを与えたかということが大きな問題になっています。例えば、制度改革によって企業が純粋持株会社に移行することができるようになりました。1つの大きな会社が純粋持株会社といくつかの事業会社という形態になった企業が多くあります。純粋持株会社に移行することの一つの効果は、賃金に差をつけやすくなったということが言えるかと思います。今まではもうかっている部署ももうかっていない部署も、同じ会社で同じ職能資格制度の下で雇っている以上、給料の格差はなかなかつけられない。ところが、全部違う会社にしてしまうと、給料を大きく変えることができる。片方で給料を上げる一方で、片方で希望退職を募集するようなことがやりやすくなったということかと思います。

制度改革の効果としてもう一つ指摘できるのはコーポレートガバナンスの変化かと思えます。いろいろな会社が執行役員制を導入して、取締役会の人数を減らし、社外取締役を導入しています。そして、外国人持株比率が増加しています。こういったコーポレートガバナンスの変化は、基本的には雇用調整にも大きな影響を与えていると考えられます。過去の実証研究を見ても、外国人持株比率が高いと雇用調整のスピードが速いとか、社外取締役がいると雇用調整を行う傾向が強いか、そういった話があります。また例えば外国の企業に買収された企業は長期雇用に対する意識は弱くなったけれども、中途採用が増えたとか、女性管理職が増えたというような話もあります。

コーポレートガバナンスと労働に関する議論の中で特に注目を浴びているのが、ファンドの活動の活発化かと思えます。日本でもいわゆるファンド、特にアクティビスト・ヘッジファンドおよびプライベート・エクイティファンドの活動の検証はいくつかあるわけですが、どちらかというところのようなファンドはプラスのリターンを得ているという結果を示しているものが多いということかと思えます。

ここで問題になるのが、ファンドのリターンの源泉は何なのだろうかということですが、特に気になるのが、買収後、効率性を向上させることによって富を生み出しているのか、

それとも従業員から富を移転しているのかということです。リターンの源泉がなにかというのは、いろいろな要素があるのですが、いままでの海外の実証研究をみると、ファンドは従業員から富を移転して利益を得ているというよりは、効率性を向上させることにより利益を得ているという考え方を支持する結果のほうが多いかと思います。ただし、日本についてはまだよく分からないことが多い。この問題が重要なのは、企業組織の再編において従業員保護は十分なのかという議論と密接な関係があるからです。

まさに中村先生南雲先生の論文は、このことを取り扱っているかと思います。短期的な株主価値最大化を目的とする投資ファンドによる買収が労使関係に与える影響を分析した論文です。電鉄会社を親会社として創立され、その後2回にわたり投資ファンドに売却されたZ社に注目して、そのZ社に対し、公表資料やインタビュー、非公表の資料などを収集して分析しています。

ファンドの買収により、従業員も大きな影響を受けている。それについて、具体的に何が起きているかということを知るために非常に重要な論文かと思います。ここにもあるように、結論から言うと、労働条件が悪化したということが詳細に記されています。ただし、中身を見ると、ひどい目に遭ったのはファンドのせいだけなのかということに関しては、よく分からないところがある。

ファンドに買収された後で何が起きたかという、いろいろあったことが示されています。役員、取締役は9人中5人がファンドから来ている。このことが問題になるのは、従業員から見ると人事に関する実態的な権限は現在の社長ではなく、株主であるファンドが持っているように見えるということです。団体交渉はもちろん経営者とすることはできるのですが、従業員は株主と団体交渉する権利はないわけです。そこで実質的に団体交渉ができていないのではないかとということが一つの問題になっています。

論文では新しい経営陣は、労働組合を敵視していろいろなことを行ったということ示されています。約束した一時金を払わないとか、労働組合の他に、社員会をつくり、社員会に入っている人には一時金を払うけれども、労働組合に入っている人には一時金を払わないというようなことをやっていたようです。その後、この会社はひとつめの投資ファンドからふたつめの投資ファンドに売却されます。このような経緯を通じて賃金が減り、人員削減もおこなわれていることが示されています。

ただ、ここで少し注意しなければいけないことがあります。投資ファンドがどのくらいもうかっているかどうかは、この論文の資料からはよく分からない。普通、例えばプライベート・エクイティが企業を買収する場合には売却益に加えて配当などを受け取ります。しかし、論文にある情報からは、最終的にファンドがいくら利益を得たかは、よく分からないところがあります。

この論文のストーリーとしては、短期的な利潤を考えているファンドが買収した結果、従業員の雇用が減って賃金が下がったということかと思えます。まさにケースとしてはもちろんそのとおりなので、それはそれで分かりやすい。ただし、このようなケースがどのくらい一般化できるかは、まだそこまでよく分からないということがあります。労働組合を敵視するのは確かにかなり大きな問題ですが、それ以外の賃金を下げて雇用を減らすのは、多くの企業でやっていることです。賃金が減っている企業はたくさんあります。多くの企業で従業員数もどんどん減っています。ファンドによって買収された企業で特に労働条件の悪化が深刻なのかどうかということは、今後の研究が明らかにすべきことかと思えます。

この論文では、次の問題として、株主価値最大化が社会全体から見ていいことなのか、どうなのかということ、問いかけているのかと思えます。この論文は、株主価値最大化のデメリットを示していると言えるかと思えます。一方、資本市場改革により、効率性が向上しているのではないかという側面がありますので、それぞれのメリットとデメリットをどのように評価するかが、今後の課題になるかと思えます。

資本市場改革が労働市場に大きな影響を与えたというときに、では、その資本市場改革の目的は何であったのか、どうあるべきなのかが次の問題になります。例えば資本市場の改革をするときに、労働条件に大きな影響を与えることがある程度想定される。そのときに資本市場を設計する人は労働市場のことまで考えて設計しなければいけないのかどうか、問題になります。そのことは田中先生の論文に直結すると、私は理解しています。

田中先生の論文は、会社法の存在意義は何か、なぜ会社法があるのかという非常に大きな問題です。当たり前のことですが企業ごとに状況は違うわけですが、ある企業にとっていいことは、他の企業でいいとは限らない。そういうことを考えて、なぜ、すべての企業に適用される一律のルールをつくる必要があるのか、ということがこの論文の大きな問題意識かと理解しています。

それで、いくつか会社法の想定するような考え方が紹介されています。まず1つは、会社内の利害対立の解決は会社内でやればいいのだけでも、会社と会社の外の第三者とのやりとりに関しては誰かが規定しなければいけないということで、第三者とのルールは法律が決める必要があるだろうということです。

2番目としては、標準的なフォーマットを1つ決めておけば、社会全体としての取引費用は削減されるだろう。これは非常に分かりやすい話かと思えますが、では、なぜ強行規定があるのかが次の問題になると指摘されています。

3番目は、もちろん企業は定款の中でいろいろなことを決めていい。勝手に決めていいのだけでも、では企業がちゃんと環境変化に対応できるかということ、そんなこともない。

そのところで、かなりいろいろ興味深いことが書いてあり、株主による多数決は限界がある。そこで、大株主による少数株主からの富の移転の話に加え、株主以外の会社関係者からの富の移転の話が指摘されています。

この論文に対していくつか感じたことがあります。ここでは会社法を改正する際には、社会のメリットになるような制度変更をすると書かれています。そのさいに、社会のメリットとはいったい何だろうかということが私が感じたことです。社会のメリットとは効率性の話をしているのか、公平性の話をしているのかということです。

ここで社外取締役について考えてみたいと思います。例えば社外取締役を義務化するというのを考えると、それはどのような根拠で行われるべきことなのでしょう。企業の効率がよくなるからだとすると、それは理由として分かりやすい。しかし、もしそれ以外の理由があるのだとすると、それを何なのだろうかということに疑問に感じました。このことは、別の言い方をすると会社法の意義に加え、会社法の目的は何かというような言い方ができるかと思います。

次に感じた疑問は、利害対立がなく社会にとってメリットがある、単純にパレート改善になるような新たな制度はすべて全部導入したほうがいいのかということです。例えば社外取締役が仮に企業の効率性や不祥事の防止に貢献しているとします。このときに社外取締役を義務化すべきかどうかということに関して考えてみたいと思います。いくつか考え方がるかと思うのですが、1つの考え方は別に導入する必要はないだろうということかと思います。証券市場が機能しているのであれば、投資家は社外取締役がいる企業に投資するでしょう。また、生産物市場が機能しているのであれば、長期的に社外取締役がない企業は市場から退出するかもしれません。そうだとすると、どうしてわざわざ規制して、社外取締役を導入しなければいけないのか。また、少し前までは社外取締役を導入したこと自体がシグナルとして機能したわけです。株主のことをちゃんと考えているとか、少なくとも証券市場の話を聞く用意があるとか。ところが、全企業が導入してしまうと、シグナルとしては機能しなくなるというような話があるのではないかと思います。

それで、義務化すべきという話を考える際に、効率性に貢献する政策はすべて導入すべきということですが、そうだとすると、例えば報酬委員会とか環境委員会とか、業績連動報酬とか女性役員であるとか、単純に考えて悪いわけではない。企業の役員を半分以上女性にしましょうとか、企業の社会的責任に関する話も同じかと思いました。

ということで、いくつかコメントさせていただきました。どうもありがとうございます。

※ 以下に報告で使用したパワーポイント（→所長室）を章末に掲載する。

# 「ガバナンスを問い直す」コメント

2016年11月8日  
早稲田大学  
久保克行

## 本日の報告

- 1. 日本のコーポレートガバナンス
- 2. 南雲・中村論文へのコメント
- 3. 田中論文へのコメント

## 1. 企業は誰のものか

- 日本の大企業は株主だけではなく利害関係者の利害を重視して経営されてきたと考えられている (Yoshimori, 1995, 広田, 2012)
  - 英・米では企業の目的は株主価値を最大化するためであるとする管理職が多いのに対して、日本では、すべての利害関係者のためとする管理職が多い(Yoshimori, 1995)
  - 日本企業は配当増額よりも雇用維持を重要視する傾向にある
  - 「株価、配当を高めるために解雇もすべきだという話には乗らない」(長期雇用を理由としたムーディーズによる社債格下げに対して) トヨタ自動車奥田社長(日経新聞、1998)
  - 「株主に選ばれているのだから、とりあえずは株主の利益を考えるべきである。しかし、何でも株主というのは賛成できない。会社は社会の公器であるということを考える必要がある。」製造業企業会長(広田、2012)

## 1.1 企業組織再編と従業員

- 一般に従業員は企業組織再編に消極的
  - 自分の会社が他社に買収されることは抵抗がある33.0%、どちらかという抵抗がある47.1%(日経新聞2006/08/07)
- 従業員が反対する組織再編は行われにくい
  - 従業員の反対による合併がキャンセルされるケースも
  - 従業員が賛同しない合併には賛同しない（北越製紙）
  - 買収提案に対して反対する労働組合も多い
  - ステークホルダーの利害を考慮した買収防衛策？
- よい労使関係を持つ企業では企業組織再編について労使協議
  - 従業員500人以上では企業組織再編等が実施される場合、95.5%で労働組合が関与。関与は労使協議(83.8%), 団体交渉(10.2%), その他（2013年労働組合活動等に関する実態調査）

### 1.1 企業組織再編と従業員：従業員の反対による合併破談

- 北日本銀行、徳陽シティ銀行、殖産銀行の合併
- 1994年の4月20日に、北日本銀行、徳陽シティ銀行、殖産銀行の3行が翌95年1月1日の合併を発表
- 4月23日、殖産銀行の従業員組合が代表者会議で合併反対を表明
- 5月8日には北日本銀行の従業員組合が臨時組合大会で「合併反対」を全会一致で決議
- 23日には、北日本銀行の従業員組合が合併反対署名を提出している。
- 6月11日従業員組合の委員長が「合併は行員の生活にマイナス」として反対集会
- 6月18日、北日本銀行は合併取りやめを発表し、19日には徳陽シティ銀行、20日に殖産銀行も了承。

### 1.1 企業組織再編と従業員：王子製紙による北越製紙の買収の試み

- 2006年7月3日 統合の提案
- 7月9日買収防衛策の導入、21日三菱商事への第三者割当増資
- 7月23日TOBの実施の発表: 北越製紙三輪社長「カネと力を振り回して同業者を押しつぶすやり方は、許されるのか」
- 7月30日 労働組合による反対表明（雇用、賃金の削減を懸念）
- 8月2日 北越製紙の取締役会で反対決議
- 「当社労働組合は、...反対の表明をしており、当社労働組合の賛同を得ない本公開買い付けによる経営統合がなされた場合には、当社の従業員の離職・労働意欲の低下が懸念され、その場合には、著しい生産効率の低下は免れないものと言えます」（王子製紙株式会社による公開買い付けの反対に関するお知らせ）
- 日本製紙「従業員の生活、地域社会、さらには産業全体に対して多大なマイナスインパクトを与える」と批判
- 9月4日 TOB不成立（応募は5.3%）

## 1.1 利害関係者を考慮した防衛策?

- ある企業の例
- 買収提案者には、買い付け者の概要、経営方針・事業計画、ステークホルダーへの対応、独禁法に対する考え方などを質問
- 独立委員会は社外取締役2、社外監査役1
- 濫用的買収者としては、「4類型、二段階買収、買い付け条件が企業価値に対して著しく不十分または不適切な場合、ステークホルダーとの関係や企業価値、株主共同の利益を毀損する恐れのある買い付け」

## 1.2 従業員からみたコーポレートガバナンス：2つの変化

- 資本市場活性化のための制度変化
  - 合弁法制の合理化、純粋持株会社の自由化、連結財務諸表の使用、コーポレートガバナンスコードの導入など
- コーポレートガバナンスの変化および、それに伴う雇用調整などの企業行動の変化
  - 役員会改革（委員会設置会社の導入、取締役会規模の縮小および社外取締役導入）（Saito, 2010, 内田, 2012, 宮島・小川, 2012,）
    - 社外取締役がいると雇用調整を行う傾向が強い（Abe and Shimizuntani, 2007）
  - 所有構造の変化（外国人持株比率の増加、株式持合の減少）
    - 外国人持株比率は雇用調整を早く（Ahmadjian and Robbins, 2005, 野田・平野, 2010, 業績は高い（Fukao et al. 2005; Kimura and Kiyota 2007）
    - 長期雇用の重要性は強調されなくなったが、中途採用が増え女性管理職も増えた（Olcotto, 2009）

## 1.2 ファンドと従業員

- ファンドの活動が特に2007, 8年にかけて活発化した（杉浦, 2010, Kubo, 2014）
- アクティビスト・ヘッジ・ファンドやPEファンドによる買収はプラスのリターンをもたらすことが多い（井上・加藤, 2007, Uchida and Xu, 2008, Nose and Ito, 2009, Hamao et al., 2010, Buchanan, et al., 2012）
- PEファンドのカーライルグループに買収されたキトーは改革を経て2008年に東証に上場
- 企業組織の再編は雇用の削減に結びつくことが多い（藤本, 2006, Kubo and Saito, 2007, Nose and Ito, 2011）一方、合併後、賃金は上昇（Kubo and Saito, 2007）
- ファンドのリターンの源泉は効率化(富の創出) によるものか従業員からの富の移転なのか（Sheleifer and Summers, 1998）
  - 日本では静かなアクティビズムが機能するのではないかと（Buchanan et al., 2012, Becht et al., 2016）



## 1.2 企業組織再編と従業員保護

- 資本市場活性化のための制度変化が労働市場に大きな影響を与えている (Kubo, 2016)
  - 労働は十分対応できていないのではないか
- 組織再編について会社法は株主保護および会社債権者保護の見地から規定、金融商品取引法は投資者保護の観点から規定
- 会社分割以外の組織再編行為については労働者、労働組合に対する事前の情報開示、事前協議の制度は存在しない (受川, 2010)
- 産業活力再生特別措置法、民事再生法成立の附帯決議で「企業の組織変更」ないし「企業組織の再編」全般にわたっての労働者保護の検討が示されていたものの、実際には会社分割に限定された。
- 労働省「企業組織変更に係る労働関係法制等研究会」報告 (2000) 厚生労働省「企業組織再編に伴う労働関係上の諸問題に関する研究会」報告 (2002) では合併、営業譲渡について立法の必要性を重視せず (本久, 2009)
- 企業組織再編に関して従業員保護は十分なのか(南雲・中村論文)

## 2. 南雲・中村論文「株主価値最大化がもたらすもの 労使関係論から」

- 短期的な株主価値最大化を目的とする投資ファンドによる買収が労使関係に与える影響
- 電鉄会社を親会社として創立され、その後2回にわたり投資ファンドに売却されたZ社に注目し、インタビュー等で分析
- 会社法の導入などの資本市場に関する制度変更によるファンド活動の活発化が従業員にどのような影響をあたえるかは重要なトピック
- ファンドに買収された企業で何が起きているかを内部者の証言や財務、人事に関するさまざまなデータから詳細に記述した貴重な論文
- 企業組織再編が従業員に負の影響を与えた典型的なケース

## 2. 南雲・中村論文

- 電鉄子会社時代
  - 経常利益がマイナスの年が多い。経常利益がマイナスの年に多額の配当も。
  - 売却に際して労使協議がほとんどなし
- 第1の投資ファンド(2004-2007)
  - 役員 (取締役9人中5人) を派遣
  - 営業費の削減等により、業績が改善。経常利益は一貫して黒字
  - 労働組合の否認、第2組合の結成
  - 一時金支払いの拒否、第2組合員にのみ一時金支払いなどを経て和解
  - 配当はある程度支払われているが、電鉄時代より多いわけではない
- 第2の投資ファンド(2007-2013)
  - 資金が絶対額でも同業他社比較でも減少
  - 希望退職募集による人員削減
  - 十分な労使交渉が行われていない
  - 経常利益は一貫して黒字
  - 配当は支払われていない

## 2. 今後、考えるべき点

- ファンドの行動は他の投資家や買収企業と異なるのか
  - 新たな規制が必要だとすると、規制すべきなのはファンドか資本市場か
  - 業績が悪化している企業において雇用削減や賃金減少が行われるのはそれほど珍しい話ではない (Kester, 1991, 藤本2006、2009、2010, Kato, 2001)
  - 日本企業は頻繁に雇用削減を行っている
- 今後どのような制度変化が求められるのか
- 株主価値最大化は望ましいのか：メリットとデメリット
  - 従業員力を強化することは企業特長的熟練の蓄積などを通じて効率性向上にどの程度結びつくのか
- 制度変更の目的はなにか；富の増大、分配の公平性？ (田中論文)

## 3. 田中論文「企業統治と法制度の役割」

- 「本章の主題は、会社法の存在意義について考えることである。すなわち、会社の「設立、組織、運営及び管理」(1条)に関するルールを、国が法令として設けることにどういう意義(社会にとってのメリット)があるのか、ということである。」
- 「会社の組織や管理・運営についての詳細は、業務執行の決定権限を有する取締役会が定めれば足りる、と考えているのである。実際、会社にどのような組織、部門あるいは職位を置き、その職務や権限をどのようなものとすべきであるかは各社の実情によりさまざまに異なるはずである。」
- 「なぜ、国は、人事部や財務部といった内部組織のあり方や、部長や課長の職務権限といったことについては、各社の決定に委ねておきながら、株主や取締役の権利義務、あるいは株主総会や取締役会の職務権限といったことについては、わざわざ法律をつくって規定しているのだろうか。」

## 会社法の存在意義

- 会社外の第三者(株主、債権者、不法行為の被害者)との関係を規律するルールは法律によって定める必要がある。
- 標準書式としての会社法を準備することによる取引費用の削減：なぜ強行規定があるのか
- 定款は長期的な環境変化に適応できない可能性がある：株主による多数決の限界(大株主による少数株主からの富の移転、株主から取締役への富の移転、株主以外の会社関係者からの富の移転)

## 質問1：社会にとってのメリット

- 社会にとってのメリットとはなにか
  - 効率性と公平性
- 会社法はステークホルダーの利益についてどこまで明示的に考えるか
  - 企業の社会的責任に関して
  - 取締役会における女性比率
- 利害対立がなく社会にとってメリットがある規制はすべて導入すべきか

## 質問2：企業に対する規制と市場

- 例 ある施策（例えば社外取締役）が企業の効率性や不祥事防止に平均的に貢献している場合、導入を義務化すべきかどうか
- 考え方1 義務化の必要なし
- 証券市場が機能しているのであれば、投資家は社外取締役がいる企業に投資するはずである。また生産物市場が機能しているならば長期的に社外取締役がない企業は市場から退出するはずである。このため、社外取締役を義務化する必要はない。
  - 社外取締役の必要性は企業によって異なること、シグナルという観点、義務化に伴う取引費用の増大を考えると義務化する必要はないかもしれない。

## 質問：企業に対する規制と市場

- 例 ある施策（例えば社外取締役）が企業の効率性や不祥事防止に平均的に貢献している場合、導入を義務化すべきかどうか
- 考え方2 義務化すべき
- 2-1 企業の効率性や不祥事防止に貢献する施策は導入すべき
  - この場合、同様の施策（例えば報酬委員会や環境委員会の義務化、業績連動報酬の義務化）はすべて導入すべきか。
- 2-2 投資家が投資する際には、その企業だけではなく市場自体を信頼して投資している。きちんとしていない企業が一つあると、その企業だけではなく市場全体に対する信頼が失われるので、すべての企業を規制する必要がある。
  - この場合、上場企業と非上場企業の議論を区別する必要があるか。