

—研究会委員からの報告—

I. 長期的な企業価値を重視するステークホルダーによる関与

(胥鵬委員)

<概要>

近年日本では、外国人投資家や投資ファンドのプレゼンスが高まる中で、短期的な企業価値を追求する株主行動が、従業員価値などの企業の長期的な価値を損なう可能性がある」と懸念されている。しかし、資本市場において長期と短期という区別は必ずしも明確ではなく、むしろ両者は矛盾しないものと理解する方が自然である。英米では、企業の業績向上に大きな影響力を与える存在として、投資ファンドによる株主行動の役割が注目されている。優良な投資ファンドが関与したケースでは、企業価値が短期的にも長期的にも向上するケースが多い。

株式投資によって経営を転換させる方法としては、MBOと敵対的買収が考えられる。MBOについては、日本でもキトーのように投資ファンド（カーライル）の協力を得て成功しているケースがある。一方、敵対的買収については成功例が乏しく、ブルドッグとスティール・パートナーズのように、敵対的買収防衛策を巡る激しい攻防が見られる。

企業が投資ファンドと協力して企業価値を高めることができるような環境作りという意味では、ストック・オプションの導入や種類株式の利用などが考えられる。ストック・オプションの付与によって人的資本に帰属すべき利益が明示的となり、経営者や従業員にインセンティブを提供することができる。また、多様な種類株式の利用は、コーポレート・ガバナンスに影響を及ぼし得る。もっとも、種類株式を導入すればすべてが上手くいく訳ではなく、国内の複数の証券取引所の間で、種類株式の上場の可否のような制度間競争が行われ、それを通じて長期的な株主による関与が企業価値を長期的に高めていくような方向が望ましいと考えられる。

I. 長期的な企業価値を重視するステークホルダーによる関与

胥鵬 法政大学経済学部教授

1. 長期的な企業価値と株主による関与のあり方

(1) 長期と短期

長期と短期という言葉の定義を明確にすることは難しいが、コーポレート・ガバナンスにおいては、両者は必ずしも矛盾しない。長期は短期の積み重ねなので、たとえば10年間の長期だとすると、長期的に企業価値が高いということは、10年間のうち8年以上短期的にも企業価値が高いということである。つまり、長期的な企業価値は、短期的な企業価値と矛盾しないのである。

よく懸念されていることは、投資ファンドが、金の卵が欲しいあまりに金の卵を産む鶏を殺してしまつて卵を取るということが、全くあり得ない話ではないとしても、どこまで普遍的なのかを見極める必要があるのではないかと思う。

(2) 長期的な企業価値と株主構成

長期的企業価値を重視する株主は誰であるか。たとえば1980年代終わりごろの論文では、日本特有の株式持合いにより、金融機関、事業法人、従業員持株会などの持ち株比率が高く、それによって日本企業は長期的な投資戦略にコミットすることができたとされている。しかし、1990年代後半になつてもこのような持合いが本当に長期的な企業パフォーマンスに寄与しているのかどうかは疑問視される場所である。

(3) 優良企業とジリ貧企業の株主構成

株主構成に応じて企業を分類してみると、超優良企業であるオリックスは、外国人持ち株比率が3分の2を超えている。つまり、仮に彼らが一緒に行動するとすれば、あらゆる会社の方針を拒否することができる水準である。しかし、オリックスはその持株比率を意に介さない。オリックスだけではなく、トヨタ、ソニーなどの長期的にも短期的にもパフォーマンスが良い企業ほど、外国人持ち株比率は非常に高い。これらの企業においては、株主も幸せで従業員も幸せである。つまり、株主の利益と従業員の利益が一致しているのである。今後の日本経済の成長には、このような超優良企業群の拡大が不可欠である。長期的な企業価値と株主構成との因果関係を綿密にチェックしていくことが重要であるが、併せて、どうすれば株主利益と従業員などのステークホルダーの利益を一致させ、会社全体を成長させていくことができるのかということも、非常に重要な課題になると思う。

一方、問題なのはジリ貧企業であり、現在、日本企業の中で6～8割程度を占めていると考えられるが、彼らは株主構成に特に神経を使っている。ジリ貧企業に対して外部の株主がどのように関与しようとしているのかということ、大きく2通りある。1つはMBOであり、もう1つは敵対的買収である。

(4) MBOのケース

MBOは、究極的にいうと、それまでのコーポレート・ガバナンスの構造を全部破壊し

てから、新しいコーポレート・ガバナンスの構造に変えて再スタートするというプロセスである。そのためには、大株主に関与させることが必須となるため、個人株主あるいは不特定多数の株主によって構成された株主構成では難しい。それを打開するために、MBOではファンドの出資を仰ぎ、ファンドに口を出させて同時に金も出させる。MBOによって非上場化した後、再上場までは4～5年かかるため、ファンドのような長期的なパフォーマンスを重視する株主に関与させるということが、1つの形態になると思う。

MBOの成功例として、クレーン製造のキトーがあげられる。2003年に米国投資ファンドのカーライルと組んでMBOを実施し上場廃止した。ファンドから3人の取締役を受け入れリストラを行った結果、MBOの前に比べると売上高は5割増、営業利益は4倍増となり、2007年8月に東証一部に再上場した。中国景気が追い風となったこともあるが、非常に成功したケースといえる。

(5) 敵対的買収のケース

敵対的買収では、ギリ貧企業で、特にキャッシュを多く保有している企業に対して、外部の株主が無理やり関与しようとする。しかし、まさにスティール・パートナーズや村上ファンドが短期的な利益しか見ていないといわれているように、何らかの要因によって、企業側は関与して欲しくないとする、いくつかの例では、代わりに他の株主を探し出すよりも、大金をかけて無理やりに敵対的買収防衛策を導入しており、株価もどんどん下がっているというのが現状である。

(6) 淘汰のプロセス

その他のケースとして、長期的に経営不振である企業が淘汰され、最終的に民事再生、会社更生、破産というプロセスを辿る際にも、ファンドなどの長期的な企業価値を重視する株主による関与が考えられる。

2. コーポレート・ガバナンスの変遷と資本市場との関わり

(1) 日本と米国におけるコーポレート・ガバナンスの変遷

MBOと敵対的買収は長期的企業価値にとってプラスなのかマイナスなのか。これは実はアメリカの経験から見るができると思う。一つの見方として、日本では2000年に民事再生法が導入され、米国では1978年に破産法が改正されており、日本はまさに1980年代の米国と同じ状況であると私は考えている。すなわち、選択と集中、企業倒産、株式持合いの低下、外国人投資家による持ち株比率の急増、敵対的買収、モノ言う株主の増加であり、米国とほぼ同じ道を歩もうとしている。

米国では、1978年以降に初めてウォール街に敵対的買収が現れた。当初は、敵対的買収やLBOに対する恐怖、不安、罵りから、「悪徳資本は無実の企業を食物に」というように評された。しかし、本当に短期的な投資家の欲望によるものかという、必ずしもそうではない。2001年にHolmstrom and Kaplan が、80年代の敵対的買収、LBO、MBOを検証した結果、それらが投資先企業の長期的な企業価値を高めることに寄与したことが実証され、米国の復活に貢献したということがわかった。

1990年代には、敵対的買収をかわすために、コーポレート・ガバナンスの分野で多くの

改革が行われてきた。1つは独立社外取締役であり、米国ではGEなどの大会社でも必ず独立社外取締役が過半数を占めている。もう1つはストック・オプションであり、株主の利益と経営者の利益を一致させるという方法である。

米国では、どのような株主が関与することによって業績が良くなるかという点、最近ヘッジ・ファンドが1つの重要な存在になっている。長期的か短期的かは別として、大株主による関与である。

(2) 機関投資家による関与

機関投資家による関与については、実証分析によると、CalPERSの例でさえ、株価などに対するはっきりとした効果は見られない。その理由の1つは、分散投資である。分散投資では、不特定多数の株式に投資する結果、インセンティブの欠如もあり、投資先企業への関与が薄れる。また、利益相反の問題もある。金融機関、特に生損保がなぜモノ言う株主になれないのかという点、生損保の投資先は、彼らにとって企業年金などの大事な顧客であるため、よほどの事情がない限り口は出さないからである。それ以外にも諸々の規制があるため、機関投資家による関与は有効に働かない。

(3) ヘッジ・ファンドによる関与

ヘッジ・ファンドは、上記の機関投資家と比べて規制を受けない機関であるが、最近ヘッジ・ファンド・アクティビズムに対する研究が非常に盛んになっており、ヘッジ・ファンド・アクティビズムが株価に対する強い効果を持つことも明らかになっている。投資先企業に口を出し、圧力をかけることで利益を生み出すケースが多いため、アクティビストとして捉えられている。

アクティビスト・ヘッジ・ファンドは、株価に対する強い効果があり、短期的に見ると大体10日間で5%程度上昇する。その理由の1つは、集中投資によるインセンティブであり、上述した機関投資家とは異なる。彼らは特定の会社に集中的に5%もしくは10%、場合によっては20%投資することもある。また、インセンティブも異なる。ファンド・マネージャーには、ベンチマークを上回った収益の10%~15%が報酬となる。規制も最も緩く、大量保有報告書程度であり、規制を強化すべきという議論があるが、そうするとファンドが日本市場から撤退し、東証の地位がますます低下する可能性もある。

(4) ヘッジ・ファンド・アクティビズムの先行研究

【Brav, Jiang, Partnoy and Thomas (2006)】

米国では、敵対的なケースは26%しかなく、74%の企業の経営者はある程度彼らの話を聞き入れている。その結果、41%は成功、26%は部分妥協で合計67%は上手くいっている。ターゲット企業の特徴は、日本と同じで長期的に業績が低迷していた企業である。株価上昇率は5%~7%だが、最近新規参入も増え、利益率が毎年低下し3%程度になっている。関与の後に経営パフォーマンスが改善していることも明確になっている。また、経営者の過大報酬の是正や経営者の交代がしばしば見られるが、ステークホルダーの利益を害するようなものは見当たらない。

【Becht, Franks, Mayer and Rossi (2006)】

英国には、The Hermes U.K. に代表されるフォーカス・ファンド（プライベート・ファンドとヘッジ・ファンドの中間的な性格のもの）があり、彼らは経営に対する関与を非常に多く行っている。投資先企業と頻繁に意見を交換し、同時に80%以上の機関投資家とコンタクトをとり、フォーカス・ファンド側に同調するように説得している。41のケースのうち、敵対的買収は8件しかなく、他の場合は全部友好的であり、根回しを中心となっている。結果としては、経営パフォーマンスが改善し、長期的に株価上昇に寄与している（2～3%）ことがわかっている。

3. 日本における投資ファンドの動向

（1）スティー爾・パートナーズと村上ファンドの比較分析

日本が1978年以降の米国と同じ道を歩むとした場合、敵対的買収あるいはモノ言う株主、投資ファンドがどのような役割を果たすのかについて検討する。

図表1-3は、米国のヘッジ・ファンドであるスティー爾・パートナーズの長期パフォーマンスである。1995年から2004年までの間に一定の収益を上げている。ファンドは長期的に収益が上がらないと生き延びられないため、設立3年も経たないうちに多くのファンドが消えていくが、スティー爾・パートナーズは1995年に立ち上げており12年も続いていることから、非常に才能あるファンドと考えられる。日本の村上ファンドもヘッジ・ファンドに近いと思われるが、スティー爾・パートナーズ、村上ファンドがどのような企業を狙っているのかについて見ていく。

図表1-4は、スティー爾・パートナーズのターゲット企業と比較企業（データ入手可能な同業他社）を比べているが、1番の違いはExcess Cash（ $Q < 1$ の企業が持っているキャッシュ）である。Adj. Excess Cashとは、現金保有比率からその産業の中央値を引いたもので、かつ $Q < 1$ の企業が持っているキャッシュである。スティー爾・パートナーズはExcess Cashに気を払っており、 Q が低い成熟衰退企業で、かつキャッシュを豊富に所有している企業を狙っているということである。

図表1-5は、村上ファンドのターゲット企業と比較企業を比べているが、村上ファンドとスティー爾・パートナーズの違いは、CashとExcess Cash、Adj. Excess CashとAdj. Normal Cashの区別を関係なく、多くのキャッシュを持っていれば狙うというところである。

図表1-6は、スティー爾・パートナーズのターゲット企業決定方法を示している。ロジット回帰分析であるが、 $\text{Excess Cash} \times (1 - Q)$ はさや取りの機会がどれくらい大きいのかを示している。企業価値が改善して Q が1になればその企業が持っているキャッシュの評価も高くなるため、ここまで来たらさや取りの機会はこれくらい大きいだろうというように考えている。Excess Cashは有意になっているが、Normal Cashは有意ではないので、Normal Cashは狙っていないことがわかる。Adj. Excess CashとAdj. Normal Cashを見ると、これもAdj. Excess Cashの方が有意で、Adj. Normal Cashは有意ではない。また、 $Q < 1$ であれば狙うがLeverageが高いところはあまり狙わない。Leverageの高いところはフリー・キャッシュがあまり生じないためである。さらに、持合いなどのインサイダーの持ち株比率が非常に高いところもあまり狙わない。どちらかといえば、個人持ち株比率と外国人持ち株比率が高いところを狙っていることがわかる。また、小さい企業を狙うということも

ない。時価総額から見ると、ランダムに抽出した同業他社と比べて必ずしも小さいとはいえないためである。

図表1-7は、村上ファンドのターゲット企業決定方法を示している。こちらはNormal Cashが非常に有意になっている。村上ファンドは、知名度の上昇に沿って多くの資金が集まり、特に2003年以降はターゲットがどんどん減っているのに対して資金は増えているため、無理して色々なところに投資した結果、このような結果が出たのではないかと考えている。

実際に株価はどれぐらい上がるのか、いつ上がるのかということであるが、大量保有報告書が提出された翌日から、それを挟んで5日間（マイナス2日とプラス2日）を観察すると、約5%上がっている。これは世界的にも大体同じようになる。5日間と短期的でも市場は非常に素直に反応する。フリー・キャッシュ、Excess Cashを持っているところは株価が上がるが、Normal Cashを持っているところを狙っても株価はむしろ下がる。狙っているところが間違っているよと市場は素直に反応しているということがわかる。したがって、市場は近視眼的あるいは短期的なことしか考えないといわれているが、必ずしもそうではない。

次に、1年間ではどうか。図表1-8、図表1-9は、長期の株価の動向を見たものである。村上ファンドとスティール・パートナーズが買った後にその株を買い1年間保有するとして、短期的に株価がオーバーリアクションする場合は、長期的になると株価は必ず反落することが検出されるので、反落する場合はalphaのところを見る。これはジェンセン・アルファというが、もしalphaが有意にマイナスになっていれば、市場は一時的に上がって長期的に下がるということになる。図表1-8からわかるように、村上ファンドはスティール・パートナーズほど上手にターゲットを選んでいるが、ジェンセン・アルファはマイナスにはなっていない。図表1-9のスティール・パートナーズの方を見ても、ジェンセン・アルファは有意にプラスになっている。スティール・パートナーズが買った後にその株を買い1年間保有するとしても株価は下がらないことを表している。図表のRMR Fは相場全体のトピックス上昇率、SMBは小型株と大型株の比率である。日本ではこのファクターがきかないことはよく知られている。HMLは成長株と割安株といわれているが、これは村上ファンドの場合は非常にきいているが、スティール・パートナーズの場合はいずれのファクターもきかない。Momentumは、ウィナーを買ってルーザーを売る、あるいはウィナーを売ってルーザーを買うという戦略のなかで、日本の場合はマイナスに出てくる。コントラリアン戦略の有効性が、早稲田大学竹原教授や香港科学技術大学の実証分析によって解明されている。

結論としては、スティール・パートナーズと村上ファンドは、いずれもキャッシュ・リッチの企業をターゲットとしており、特にスティール・パートナーズはフリー・キャッシュ・リッチの企業を狙っている。市場反応は概ね好意であり、特にスティール・パートナーズは、リピテーションがあるだけにより好意に反応している。また、株価は長期的に上昇し、少なくとも下落していないことがわかるため、売り抜け説は必ずしも支持されない。むしろジェンセンのフリー・キャッシュ仮説が支持されるということになっている。

(2) 米国、英国のアクティビスト・ヘッジ・ファンドとの比較

米国、英国のヘッジ・ファンドと比較した場合、日本におけるスティール・パートナーズ、村上ファンドの特徴として、敵対的なイメージが非常に強い。そのため、根回しによって成功したケースは表に出てこないの、データの制約があるため把握できない。結果として、皆がブルドッグソースのケースに注目する。村上ファンド、スティール・パートナーズの意見を聞き入れて業績が改善したというケースもあるのだが、なかなか表に出てこない。

さらに、上述したように、日本の環境は1980年代の米国において敵対的買収が最盛期になった時期とバックグラウンドが非常に似ている。経営者のインセンティブがポイントであり、MBOを行う企業と行わない企業の差はインセンティブの違いだと思う。スティール・パートナーズは、クロスボーダーなヘッジ・ファンド・アクティビズムなので、とりあえず敵対的なイメージをつくり上げてしまい、最終的にはあまり成功していないことがわかる。

4. まとめ ～敵対を協力へ、戸惑いを閃きへ～

(1) 企業とファンドの共存

MBOと敵対的買収はどちらの方が良いのかというと、MBOはキトーのケースのように上手くいっている。敵対的買収の例であるブルドッグソースの場合は、株主総会で8割がスティール・パートナーズに株を売らないと決議し、さらに大金をかけて買収防衛策を導入しており、一方スティール・パートナーズは、地裁、高裁、最高裁まで訴えるなど、このような敵対的な戦略が本当に正しいのかどうか疑問に感じる。

私の一つの提案は、ファンドと企業の協力、特に経営者のインセンティブを通じて、できるだけキトーのMBOのようなケースをつくり出していくことが、非常に重要なことではないかと思う。敵対を協力へ、戸惑いをひらめきへ変えていくプロセスは、長期的な企業価値を重視するステークホルダーによる関与のあり方ではないかと思う。

また、従業員の利益と株主の利益はゼロサムゲームではない。株主が得をするから従業員が必ず損をするというゼロサムゲームをウィンウィンゲームに変えていかなければならない。キトーとカーライルによるMBOは、その代表例になると思う。

(2) 従業員利益の明確化

従業員の人的資本に帰属すべき利益は、暗黙的なものから明示的なものへしていかなければならない。外国からやってきたファンドは暗黙的なことを理解しておらず、帳簿に計上されているものは全部株主のものなので、これを配当しろと要求する権利がある。その暗黙的なことをもっと明確的にすべきである。この明確的にするという一つのあり方として、従業員に対するストック・オプションがある。仮に買収を仕掛けられた場合に、企業価値が高まれば従業員もその中の一部の利益を得ることができるという仕組みを持つのが一つのあり方である。

(3) 証券取引所の棲み分け

種類株や黄金株の導入は決して否定するつもりはないが、むしろ制度間の競争が必要で

ある。ベースとなるコーポレート・ガバナンスは時代とともに変わる、あるいは会社によっても違うので、どちらかといえば制度間の競争が大事ではないかと思う。保有期間に応じる議決権を決める制度や、種類株、黄金株など、制度の違いで東証がだめなら大証へ行けばいい、大証がだめなら名証へ行けばいい、あるいは札幌など他にも幾つかある。米国でも、ニューヨーク証券取引所のほかにはナスダックもある。認めるところがあれば認めないところもそれぞれある。棲み分けしていけばよいわけで、どちらがよいのかは最終的に見ればよい。取引所間の競争は一つの活用の仕方ではないかと思う。

無議決株を発行するときは、議決権株を持っている人にコストを払わせることが非常に大事である。優先株で、明らかに受益権が高いにもかかわらず、議決権のある株式より値段が低い。それはコントロール・ライツの値段を市場で値付けしているからである。証券会社の人によっては流動性が違うことを理由にすることもがあるが、私はどちらかといえば、コントロール・ライツを持つ人間にそのコストを払わせればよいと考える。そのような意味で、日本の場合、種類株は大事かもしれない。そうでなければ結局うやむやなところで株式が持合いになる。株式持合いは典型的な日本のやり方で、本音と建前を無限に変えることができる。そうした場合、外国の投資家が入ってくると、どちらが本音か建前かわからなくなってしまう。それをはっきりさせることによって、海外の投資家にどんどん東証市場に来てもらうということは非常に大事だと思う。種類株を導入すればすべてうまくいくわけではないが、必ず経営者の保身につながるという一面が出てくるので、それは制度設計上どのように防げばよいのか。例えばヨーロッパのようなブレイク・スルー制度を導入するのかどうかだが、副作用を防ぐような仕組みを組み入れればよいと思う。

(4) 道州制と複数の会社法

今、日本の会社法は1つしかないが、1つの中で監査役会制度と委員会設置会社と2つの制度的な競争はあるが、私は将来、北海道、東北など幾つかのブロックごとに会社法があればよいので、日本でも米国と同じように、デラウェア州法をと考えている。その会社法に基づいて会社を設置すればいいので、そこがだめならそこに行っている会社はどんどん沈没していくので、自然的にそこへ行かなくなる。そのような制度間の競争も大事ではないかと考えている。

(5) 結び

長期的な株主による関与のあり方としては、従来ならば持合い、最近はMBOである。また、関与させない方法としては、ライツプランなどの敵対的買収防衛策、あるいは持合いである。結局これらの中でどの手段が長期的に企業の業績向上につながるのかを見極めた上で、制度設計することが重要ではないかと考えている。

○ 質疑応答

<スティー爾・パートナーズと村上ファンドの比較について>

・ 宍戸委員

図表1-4、図表1-5のスティー爾・パートナーズと村上ファンドの比較で、まず統計でCash、Excess Cash、Normal Cashはどのように計算したのか、どこを見ると各企業の数値

がわかるのか。この表から、スティール・パートナーズはExcess Cashに着目して、村上ファンドは単にCashに着目したというのは、どこを見るとわかるのか。

・ 胥鵬委員

Cashは企業の保有している現預金を資産総額で割った比率（キャッシュ比率）。Excess CashとNormal Cashは、企業の評価で区分する。企業の評価Qが1より高ければ、所持しているキャッシュは全部Normal Cashで、この企業はいい企業だと判断される。逆にQが1より小さい場合は、所持しているキャッシュをExcess Cashとして定義する。さらに、産業による違いを調整した場合はAdj. Excess CashとAdj. Normal Cashになる。

スティール・パートナーズはExcess Cashに着目して、村上ファンドは単にCashに着目したというのは、コントロール企業とターゲットとのp-valueは根本的に0.01より小さければ有意になることからわかる（図表1-4、図表1-5のt-testのところ）。スティール・パートナーズはNormal Cashが0.01を超えているので有意ではないし、Adj. Normal Cashも0.26で、26%のレベルで両者の差は有意ではないが、Excess Cashが0.0005、Adj. Excess Cashが0.0001と0.01より小さく有意になっている。村上ファンドの場合は、Adj. Excess Cash0.0141と0.01より大きく有意ではないが、Adj. Normal Cashは、0.0035で有意になっている。

・ 首藤委員

キャッシュ・フローのExcess とNormalをQ値で分類して過大評価されているのか、過小評価されているのかで見ていく。株式市場で過小評価されているものはExcessと捉え、そこでM&Aなどをかけると後でリターンが大きく得られるということだと思うが、ストレートにQ値でとらえたら良いのではないか。

・ 胥鵬委員

ヘッジ・ファンドのアクティビズムはどこでアクティビズムを果たすかというところ、一番手っ取り早い方法は、キャッシュが豊富で、しかもQが1より小さいところ、そういうところを狙えば確実に利益は上がる。利益を簡単に上げることができる。日本ではピークの際に恐らく200社近く存在した。これはまさに1980年代の米国のジェンセンのA E Rの論文の状況と全く同じ。だから、このようなものがバックグラウンドにあるゆえに、彼らはこういう行動をとる。

<MBOと経営者のインセンティブについて>

・ 宋戸委員

MBOを行う企業と行わない企業は、経営者のインセンティブの違いであるとのことだが、どのような違いなのか。

・ 胥鵬委員

キトー、すかいらーくなど幾つかの例を見ると、どちらかというと同族経営で、経営者は10%程度の株を持っている。彼らはMBOすることによって最終的な利益を得ることができる。

逆にスティール・パートナーズの投資先を見ると、ブルドッグソースの場合、役員持ち株比率はそれほど高くないので、理想は役員と従業員にストック・オプションを多く与えて、従業員も役員もシェアするような形になるのがベストではないかと思う。

- ・ 宍戸委員

海外の場合は、MBOを行うのは必ずしもオーナー企業ばかりではなく、雇われ経営者であっても、レバレッジド・ファイナンスを受けるなどして、相当数の持ち分をとれるような形で、エクイティのインセンティブを与える形で行うので、日本でも雇われ社長がMBOのインセンティブを持たないことにはならないのではないかと。

- ・ 胥鵬委員

日本の場合はストック・オプションに対して抵抗があるのか、何らかの理由で、ステイール・パートナーズが提案を持ちかけてもなかなか実現しない。ワールドなどの例に見るように、既に同族が相当株を握っているところで積極的にMBOを行っている。

- ・ 宍戸委員

私は「会社共同体」と言っているが、雇われ社長は下から上がってきて、エクイティは持っていないが、会社共同体、すなわち従業員のコミュニティのトップに立った人であり、そのような人に対しては、MBOによるエクイティのインセンティブが日本ではきかないということではないかと。

- ・ 胥鵬委員

少なくとも一部の既にMBOを行ったところではインセンティブはきいている。もともと持ち株比率が高いことによる。

- ・ 宍戸委員

オーナーは、この会社は自分のものだと思っているから、初めから株主的な行動をするが、雇われ社長は、むしろ従業員に対するロイヤリティが強いので、あなたはお金持ちになるよ、大株主になるよという方向の動機づけが、きいていないという感じではないかと。

- ・ 胥鵬委員

きいているところもある。例えば、融資は全部銀行から受けて役員従業員に株を持たせてMBOをしているところはあるが、どちらかというところ抵抗が非常に強い。抵抗が強いため、いずれも不幸な結果になると思う。共同体全体が沈没するということもある。

<無議決権株式の市場評価について>

- ・ 宍戸委員

無議決権株が市場で低く評価されているのは、議決権の価値であるとのことだが、市場関係者は流動性がないことが理由だと考えているようだ。どちらが正しいのか、統計的に確認する手段はあるのか。

- ・ 胥鵬委員

流動性によるものではないのは、図表1-8、図表1-9の話で、株式の収益率は幾つかのファクターに貢献する。我々はフォー・ファクターモデルと呼ぶ。一つは市場、マーケットの収益。その他は小型株と大型株のファクター。HMLは、割安株と成長株の話。またはモメンタムあるいはコントラリアンで、最近ファイブ・ファクターモデルもある。ファイブ・ファクターには流動性を入れる。竹原教授の研究によると、日本の場合は流動性のプレミアムは存在しないということは実証済みである。

- ・ 宍戸委員

日本で流動性のプレミアムがきかないということは、マザーズであろうが東証一部であ

ろうが、全部キャッシュ・フロー還元価値で決まっているからか。

・ 胥鵬委員

そのような意味ではなく、株式の収益率は、長期的な収益率を幾つかのファクターに分けることができる。流動性プレミアムは、そのファクターの1つとして考えられるが、日本の場合は、流動性というファクターにはプレミアムはないという実証分析があり、流動性による可能性は低いと考えられる。むしろコントロール・ライツが付与されていないから、その分のプレミアムはコントロール・ライツ・プレミアムだと理解している。

<株式市場による企業価値の評価とストック・オプション制度について>

・ 首藤委員

短期においても長期においても企業価値は矛盾しないということは、株価は常に十分情報を反映していること、株価はあまり誤らないということが前提である。どこまでが長期でどこまでが短期かということは別として、現実の株価と企業価値は必ずしも常に一致するとは限らない。長期的にはベクトルは同じ方向に行くだろうと思うが、常に一致することが果たしているのだろうか。例えば、インセンティブとしてストック・オプションは確かに、株主の利益と経営者や従業員等の利益を一致させるという点で有効な手段であると思うが、米国のケースでも、ストック・オプションの功罪が非常に問われている。ストック・オプションが経営者に莫大な利益をもたらしたが、経営者の利益が確定した後で株価が下がってしまったことで、結局そのコストを株主が負ってしまったという典型的な例があげられている。その他にも色々な問題点が指摘されているので、株式市場の企業価値の評価機能に対して少し楽観的に過ぎるのではないだろうか。

・ 胥鵬委員

長期と短期の話は、結局、最終的に答えが出ないという話になるので、株式市場をどこまで見通せるかという話になる。バブル崩壊の時は株式市場のことなので、その時はどの企業も、日本の株価がここまで下がるとはとても思わなかった。もし思っていれば株はそれほど上がらなかった。なぜ株価を常に正しいと言っているかだが、市場は意外と自分の間違いに気づくのが早いからだ。ぱっと来て、一度間違いに気づくとさーっと去っていく。これに代わるほかのインスティチューションは恐らく存在しないと考えている。株価は常に正確だと言っているのは、株価の代わりに誰が企業価値を保証するかというと、それは存在しないからだ。

ストック・オプションの問題点に関しては、相当世の批判が出ている。問題は、ストック・オプションをどのように上手に使うか。例えば、色々な制限、制約を加えることによって全然話は違ってくると思う。米国の経済が、1980年代にどん底から脱したプロセスを見ると、米国では経営者の力が一番強いので、ストック・オプションに色々な問題点があるにしても、それなりに重要な役割を果たしたと考えている。少なくとも米国の1990年代のコーポレート・ガバナンスの最も大きな変化の一つに、ストック・オプションによる株主利益と経営者利益の一致があり、それが非常に重要である。あとはシリコンバレーの発展を見ると、ストック・オプションが人材を引き止めるなど、色々な意味で非常に重要な役割を果たしてきた。ただ、問題点があることは事実であると思う。

<機関投資家による関与について>

・ 首藤委員

最近、米国、英国を初めとしてヘッジ・ファンドがアクティブな行動をとり、マーケットにおける売買すなわちウォール・ストリート・ルールだけでなく、株主として経営に口も出すというような方向になっている。だが、ご報告ではあらゆるファンドがヘッジ・ファンドに含まれて議論されているような気がする。

例えば、アクティブな投資家としてCalPERSを挙げて、年金基金であるCalPERSの行動はあまり効果がないと言われたが、年金基金のアクティブな行動に効果があるという実証分析もある。それに対峙するものとしてヘッジ・ファンドの有効性を挙げて、英国のハーミーズを取り上げられているが、このハーミーズはヘッジ・ファンドではなくて、ブリティッシュ・テレコムの子会社である年金基金である。ハーミーズはフォーカス・ファンドという手法をとり、長期的な観点から非常にパフォーマンスの悪い企業を選んでアドバイスをしたり経営者とコミュニケーションをとったりして企業価値を上げていくという行動をとっている。決して売買をしてさやを取る行動が目的ではなく、典型的な機関投資家としてのアクティビズムのケースだと思う。

したがって、最近のアクティビズムを考える上で、ヘッジ・ファンドと長期投資家としての年金基金の役割は、両方ともに影響力を持っているのではないか。特に年金基金の役割は、長いタイムスパンで企業の経営に影響を与えてきていると思っているが、この点についてはどうか。

・ 胥鵬委員

機関投資家に関する研究は色々あるが、最近では、機関投資家は声は大きいですが、声は大きい割に効果はそれほど大きくない、というのが米国ではコンセンサスになっていると理解している。もちろん論文によっては、機関投資家に効果がある、アクティビズムが進むときがある、そのような論文もあるが、全体の評価として、機関投資家であるCalPERSなどは、株価とパフォーマンスに対してそれほどインパクトはないというのが1つのコンセンサスになっていると思う。

年金基金であるハーミーズは、確かにフォーカス・ファンドとされている。フィナンシャル・タイムズで彼らに対する評価もある。プライベート・エクイティ・ファンドとヘッジ・ファンドの中間に存在するようなものだと評価されている。なぜ、ヘッジ・ファンドに近いかというと、報酬体系がヘッジ・ファンドに非常に似ているため。ベクト、フランク、メイヤ、ロジューという4人が、ハーミーズのポートフォリオ・データに基づいた研究を行った。長期的な関与ということでは、スティーブル・パートナーズは決して短期的ではないが、実はこのフォーカス・ファンドの平均株式保有期間を見ると、大体500何日間。500何日間は2年未満であり、村上ファンドも恐らく2～3年ぐらいだが、日本の場合より特に長いというわけではなく、特に短いというわけでもないという感じ。

今後どうなるかということでは、特に日本の機関投資家については、年金基金連合がどのような役割を果たすのか、それもまた実証分析で、海外ではそのような評価だが日本ではどうなるのかはきちんと評価した上で、全く役に立たないと言い切れるものではないし、今後は評価しなければならないと思う。

(図表1-3) スティール・パートナーズの運用パフォーマンス

1995 +21.5%	1998 +17.9%	2001: +6.4%	2004 +30.2%
1996 +12.8%	1999 +38.7%	2002 +9.9%	
1997 +48.0%	2000 +15.3%	2003 +17.7%	

(図表1-4) どの企業がターゲットになるのか① (スティール・パートナーズ)

	SPJ's targets		Control firms		p-value	
	mean	median	mean	median	t-test	Wilcoxon test
Q	0.9416635	0.9530009	1.107395	0.9910291	0.0433	0.106
Cash	0.169783	0.1409847	0.1079571	0.0758291	0.0015	0.0083
Excess Cash	0.1226384	0.0908272	0.0571836	0.0107381	0.0005	0.0244
Normal Cash	0.0471446	0	0.0507735	0	0.578	0.4012
Adj. Cash	0.0859305	0.054847	0.0205073	-0.0116207	0.0008	0.002
Adj. Excess Cash	0.0736627	0.0103971	0.0218933	0	0.0001	0.0025
Adj. Normal Cash	0.0961203	0.080978	0.0860638	0.0758291	0.2615	0.2616
Excess Cash (1-Q)	0.0316967	0.0074659	0.0111746	0.000494	0.0002	0.0775
Adj. Excess Cash (1-Q)	0.0205055	0.0002218	0.0042098	0	0.0001	0.0039
Leverage	0.3277754	0.2906683	0.4947489	0.4946738	0	0.0001
Ownership						
Financial Institution	0.2894556	0.2745339	0.249362	0.2265392	0.0937	0.0474
Corporate	0.1828417	0.1797417	0.2716328	0.222227	0.0066	0.0518
Individual	0.389284	0.3541782	0.4042202	0.3904448	0.3495	0.9214
Foreign	0.1205951	0.1048611	0.058317	0.0173934	0.0002	0
Executive	0.0254374	0.008502	0.0529866	0.0099335	0.0462	0.8143
Log(market value of equity)	10.43577	10.33376	9.830743	9.53261	0.0471	0.0256

(注) ①Cashは(現金+有価証券+投資有価証券)/資産合計、②Qは(株式時価総額+負債合計)/資産合計、③Cash*Q>1ダミー: Normal Cash、④Cash*Q<1ダミー: Excess Cash、⑤Adj. Excess Cash (現金保有比率-産業中央値) × (Q-1) if 現金保有比率>産業中央値 and Q<1; otherwise 0、⑥所有構造: 金融機関、その他法人、外国人投資家、経営者、個人株主などの持株比率、⑦Leverageは負債合計/資産合計、⑧Log(market value of equity)は株式時価総額其自然対数

(図表1-5) どの企業がターゲットになるのか② (村上ファンド)

	Murakami's targets		Control firms		p-value	
	mean	median	mean	median	t-test	Wilcoxon test
Q	1.052801	0.8553465	1.434484	1.014013	0.2802	0.0967
Cash	0.1845429	0.1271216	0.1088669	0.0844676	0.0003	0.0074
Excess Cash	0.101039	0.0873027	0.0492054	0	0.0019	0.0166
Normal Cash	0.083504	0	0.0596615	0.00528	0.1235	0.3465
Adj. Cash	0.0639126	0.0275706	0.021417	-0.0029822	0.016	0.0926
Adj. Excess Cash	0.0446805	0	0.0172239	0	0.0141	0.0452
Adj. Normal Cash	0.1398624	0.1007292	0.0916429	0.0844676	0.0035	0.0121
Excess Cash (1-Q)	0.0326488	0.0099602	0.0109942	0	0.0063	0.0153
Adj. Excess Cash (1-Q)	0.0180352	0	0.0042919	0	0.0193	0.0381
leverage	0.3885068	0.3958339	0.5318357	0.5433976	0.0003	0.0008
Ownership						
Financial Institution	0.2178845	0.2148091	0.2247321	0.1929798	0.3984	0.8989
Corporate	0.2229501	0.2020329	0.2770352	0.2588481	0.0469	0.0946
Individual	0.4382426	0.42897	0.408398	0.3968878	0.2151	0.3946
Foreign	0.1047625	0.0693449	0.0736767	0.0313257	0.0458	0.0002
Executive	0.0821926	0.0116925	0.0718219	0.0153472	0.6257	0.9945
Log(market value of equity)	10.07187	10.05706	9.717422	9.242714	0.1295	0.0458

(注) ①Cashは(現金+有価証券+投資有価証券)/資産合計、②Qは(株式時価総額+負債合計)/資産合計、③Cash*Q>1ダミー: Normal Cash、④Cash*Q<1ダミー: Excess Cash、⑤Adj. Excess Cash (現金保有比率-産業中央値) × (Q-1) if 現金保有比率>産業中央値 and Q<1; otherwise 0、⑥所有構造: 金融機関、その他法人、外国人投資家、経営者、個人株主などの持株比率、⑦Leverageは負債合計/資産合計、⑧Log(market value of equity)は株式時価総額其自然対数

(図表1-6) Determinants of targets for Steel Partners Japan

Excess Cash (1-Q)	19.00694 **	20.68186 **				
	8.719811	8.742561				
Normal Cash	3.239314	2.897123				
	3.119091	3.21676				
Adj. Excess Cash (1-Q)				28.68296 **	30.86798 ***	
				12.0306	11.70043	
Adj. Normal Cash				3.017254	2.619386	
				3.056066	3.132907	
Q	-1.47731 *	-1.50807 *		-1.56116 *	-1.61004 *	
	0.836384	0.857259		0.870805	0.891963	
Leverage	-3.24453 **	-2.50129		-3.21877 **	-2.50479 *	
	1.58791	1.525935		1.55982	1.481324	
Ownership						
Financial institution	-3.80451			-3.90961		
	2.86696			2.871778		
Corporate	-6.02108 ***			-6.06926 ***		
	1.827869			1.838496		
Foreign investor		8.246033 *			8.346734 *	
		4.777905			4.978659	
Individual		4.604067 **			4.692259 **	
		2.008434			2.011281	
Executive	-13.288 ***	-12.7241 ***		-13.7293 ***	-13.249 ***	
	4.680673	4.857874		4.908453	5.101728	
log(market value of equity)	0.418051	0.366676		0.386103	0.32906	
	0.277293	0.301879		0.271632	0.305236	
Constant	-0.4855	-5.18981		0.080664	-4.60146	
	2.285034	3.253104		2.213888	3.20385	
Observations	150	150		150	150	
Pesudo R2	0.282	0.2788		0.2882	0.2882	
Prob > chi2(8)	0.0005	0.0027		0.0004	0.0004	

(図表1-7) Determinants of targets for Murakami Fund

Excess Cash (1-Q)	12.01926	12.08978				
	9.195711	9.224776				
Normal Cash	5.490647 **	5.554812 **				
	2.800678	2.838693				
Adj. Excess Cash (1-Q)				7.061498	7.080518	
				4.362459	4.466213	
Adj. Normal Cash				5.132063 *	5.188309 *	
				2.864741	2.89422	
Market-to-book	-1.3542	-1.37275		-1.47922	-1.49545	
	1.05902	1.091347		1.079277	1.122021	
Leverage	-1.57641	-1.56826		-1.95466 *	-1.95299 *	
	1.096032	1.162601		1.021582	1.078002	
Ownership						
Financial institution	-2.57396			-2.48438		
	1.725179			1.708767		
Corporate	-2.59146 *			-2.46634 *		
	1.466698			1.434435		
Foreign investor		2.526713			2.37493	
		2.337014			2.305231	
Individual		2.611864 *			2.502585 *	
		1.346286			1.337209	
Executive	-1.48317	-1.59992		-1.38736	-1.50009	
	1.985399	2.027248		1.996543	2.048168	
log(market value of equity)	0.370528 **	0.378042 **		0.328842 *	0.336102 *	
	0.182942	0.175464		0.185151	0.177153	
Constant	-2.09963	-4.70208		-1.26958	-3.75742	
	1.671075	2.074185		1.497523	1.866969	
Observations	185	185		185	185	
Pesudo R2	0.1388	0.1392		0.1306	0.1309	
Prob > chi2(8)	0.0031	0.0038		0.0013	0.0017	

(图表1-8) Long-term Abnormal return: Murakami Fund

July 2001 -M ay 2006				
alpha	0.4402511	0.3892318	1.480148	1.33759
	0.699	0.737	0.189	0.218
R M R F	1.055124	1.057133	0.9351015	0.9654576
	0	4.5	0	0
S M B	0.2372311	0.1931505		
	0.535	0.61		
H M L	0.7733261	0.9355545		
	0.035	0.01		
M o m e n t u m	-0.631819			-0.82882
	0.087			0.023
A d j R - s q u a r e d	0.289	0.2626	0.1966	0.255
N o . o b s e r v a t i o n s	59	59	59	59

Dependent variable is the value-weighted monthly rebalanced calendar time portfolio returns in excess of the risk-free rate, as proxied by the secured call money rate. The value-weighted monthly rebalanced calendar time portfolio returns are calculated each month from all firms targeted by Murakami Fund in the previous 12 months. RMRF, SMB, HML and MOMENTUMM are calculated by Tekehara (2007). The table reports the intercept alpha and the coefficients (factor loadings) on the explanatory variables RMRF, SMB, HML and Momentum.

(图表1-9) Long-term Abnormal return: Steel Partners

September 2002 -M ay 2006				
alpha	2.956748	2.934777	3.216054	3.226033
	0.004	0.004	0.001	0.001
R M R F	0.4070045	0.4056309	0.3712317	0.3786385
	0.055	0.053	0.069	0.066
S M B	-0.084337	-0.103249		
	0.785	0.732		
H M L	0.2335494	0.2507461		
	0.428	0.384		
M o m e n t u m	-0.111342			-0.182528
	0.708			0.518
A d j R - s q u a r e d	0.00152	0.0358	0.0532	0.0404
N o . o b s e r v a t i o n s	45	45	45	45

Dependent variable is the value-weighted monthly rebalanced calendar time portfolio returns in excess of the risk-free rate, as proxied by the secured call money rate. The value-weighted monthly rebalanced calendar time portfolio returns are calculated each month from all firms targeted by Murakami Fund in the previous 12 months. RMRF, SMB, HML and MOMENTUMM are calculated by Tekehara (2007). The table reports the intercept alpha and the coefficients (factor loadings) on the explanatory variables RMRF, SMB, HML and Momentum.

Ⅱ. 雇用システムおよびコーポレート・ガバナンスの変化と従業員利益の確保

(荒木尚志委員)

〈概要〉

近年の会社法を中心とするコーポレート・ガバナンス改革に対応して、労働関係の法整備も進んでいる。日本では、従来から従業員を重視した経営が行われてきたといわれているが、それは全て慣行に依存したものであり、長期雇用システム、いわゆる終身雇用制も明文化されていない判例法理であった。このような中で、2003年の労基法改正によって解雇権濫用法理が明文化され、また2007年の労働契約法では、労働条件の柔軟な調整を可能とする就業規則の合理的変更法理が定められた。これらをもって、安定性と柔軟性を兼ね備えた日本型雇用システムが明文上の規定となった。このことは、コーポレート・ガバナンスにおいて、従業員の位置付けを明確にする意義があると考えられる。

近年、従業員代表制度を巡る議論が活発化している。これには、①労働契約法制（集团的労働条件設定システム）の延長線上、②労基法の過半数代表制度の改善策、③企業内紛争処理システム、④コーポレート・ガバナンスにおける従業員の経営参加、といった法制面がある。労働条件を設定するためのチャンネルの構築（①～③）は重要である一方で、ドイツの共同決定制度についても多くの議論があるように、経営方針の決定あるいは経営の監視のためのハードローによるアプローチ（④）は、上手く機能する保証はないという指摘がある。

これまでは慣行に依存しながら従業員価値が守られてきたが、会社法におけるシェアホルダー・モデルの制度化の進行に対応して、労働法が従業員価値を守るために、ハードロー・アプローチ、ソフトロー・アプローチによる対処の是非についての検討が必要である。

実態規制は労働者が多様化していくと上手く機能しなくなるので、なるべく手続規制に移行すべきであり、ソフトロー・アプローチとして努力義務規定を多用する方が、社会的なロスが少なく効果があるのではないかと考えられる。従業員経営参加についても同様に考えられる。

II. 雇用システムおよびコーポレート・ガバナンスの変化と従業員利益の確保

荒木尚志 東京大学法学政治学研究科教授

1. 雇用システムを取り巻く環境変化と課題

(1) 労働市場、労働者、使用者の変化

初めに、近年の雇用システムを取り巻く環境の変化について概観したい。まず、労働市場では、人口減少・少子高齢化という構造変化が起こっている。そのため、今後国力を維持するためには、これまで労働市場に十分に参入していない女性や、早く退出しがちな高齢者を市場に引き止めることが必要であり、壮年男性だけではなく、労働市場の多様化を意味している。

次に、労働者については、個々の価値観の個別化に加え、上述のように労働者構造が多様化している。従来は労働者階級という一色にまとめて考えていたが、今日では労働者の利害が一樣ではなくなり、伝統的な団体交渉が上手く機能しないという問題が出てきている。

使用者については、産業構造の中で第3次産業の比重が高くなる傾向があり、また創造性、付加価値の追求という競争の質の変化が見られる。さらに経済のグローバル化によって、先進国とアジアからの挟撃を受けるようになった。

(2) コーポレート・ガバナンスの変化

① 慣行に依存した日本型ステークホルダー・モデル

コーポレート・ガバナンスの変化を見ると、資本の自由化によって資本市場原理の圧力が強まっており、従来のステークホルダー・モデルからシェアホルダー・モデルを目指した制度改革が進んでいる。

日本の企業経営の特徴として、安定株主による株式持合いという株主構造、経営者内部昇進慣行、長期雇用システムによる雇用保障、企業別組合と労使協議制による労使コミュニケーションなどを挙げることができる。これらは法によって制度化されたものではなく、慣行によって従業員の価値を十分配慮したステークホルダー・モデルのガバナンスが行われてきたと考えることができる。このように慣行に依存した日本型のステークホルダー・モデルは、共同決定法などにより制度化されているドイツ型のステークホルダー・モデルとは大きな違いがある。

② 企業組織再編促進のための法制度改正

1990年代後半以降の長期不況の中で、何とか企業を再生しようと企業組織再編を促進するための様々な法制度の改正があった。

1997年	企業グループ単位の効率的経営を可能とするための独占禁止法改正による純粹持ち株会社の解禁
1997年	市場に敏感な経営を誘導するストック・オプション制度の導入
1997年	合併手続簡素化・合理化のための商法改正
1999年	事業の再構築を支援する産業活力再生特別措置法の制定
1999年	完全親子会社関係・持株会社の円滑な創設を目的とする株式交換・株式移転制度
1999年	破産予防と企業再建を目的とする産業再生法制定
2000年	迅速な企業組織再編を可能とする会社分割制度の導入

③ コーポレート・ガバナンス改革

2002年5月の商法等改正法により、いわゆる委員会設置会社が導入され、3委員会のメンバーの過半数は社外取締役でなければならないという新しいガバナンスモデルが導入された。従来の日本モデルである監査役設置会社とアメリカモデルである委員会設置会社が並存することとなり、制度間競争の時代に入ったといえる。さらに、2006年5月施行の新会社法により、これまで大会社に限られていた委員会設置会社制度がすべての会社で採択可能となった。

このような流れを労働関係の観点から見ると、委員会設置会社の委員会は社外取締役が過半数であるから、従来の従業員重視の経営を支えてきた経営陣（内部昇進慣行）が変質する可能性を秘めている。社外取締役制度には、より株主価値を重視した経営を行うべきという含意があるのであり、アメリカが経験したように、余剰人員を抱えているならばリストラを行うことで株価が上がり、その結果経営者がストック・オプションによって潤うというような事態になりはしないかという労働関係者の懸念もある。

2. 労働法システムの再編

(1) 規制緩和 deregulation (時代遅れの規制撤廃と外部市場活性化：労働市場規制に顕著)

日本の現在の労働法は、規制緩和、再規制（規制の現代化）、新規制の3つの動きが同時進行していると考えている。

新聞などでは労働関係が規制緩和されているという報道が多いが、それは一面的な見方だろう。規制緩和が進んでいるのはあくまで労働市場に関する規制であり、有料職業紹介事業や派遣事業の自由化などがその例である。

1999年	職安法改正（有料職業紹介の事業制限撤廃）
1999年	派遣法改正（派遣事業の原則自由化）
2003年	労働者派遣法（99年改正で解禁された業務の派遣期間最長3年に。製造業への派遣解禁（1年上限））
2003年	労基法改正（有期上限1年→3年、ただし137条で実質1年）

(2) 再規制 reregulation (規制の現代化：労働時間規制が典型)

1985年以降の20年間は、規制緩和が進むと同時に、従来の規制を組み直して雇用システムの変化に対応させるという再規制が起こってきている。労働時間規制に関するものが典型的である。現在の労働力の過半数はホワイトカラーであり、従来の工場労働を前提と

した規制は妥当ではないということで、フレックスタイムや裁量労働のような柔軟な労働時間制度が導入されてきており、その他の部分でも労基法の現代化が進んでいる。

1998年	労基法改正：労基法全体にわたる規制の現代化（有期上限緩和、労働条件明示強化、退職時の証明（解雇理由）、変形労働時間制（1ヶ月、1年）のさらなる柔軟化、企画業務型裁量労働制導入、年次有給休暇の保護強化、紛争解決援助）
2003年	労基法改正（企画業務型裁量労働制の緩和）
2007年	最賃法改正：生活保護との逆転解消
2007年	労働契約法

（3）新規制 new regulation

① 新たな価値への対応：雇用平等法制、ワーク・ライフ・バランス法制

従来は、雇用関係の最大の価値は雇用保障であり、雇用保障さえ確保されていれば多少は労働者に不満があっても甘受すべしという考え方が強かった。しかし、現代においては価値観が多様化しており、自分で自分のキャリアを選びたいという労働者が増えている。したがって、雇用保障以外の価値、すなわち雇用平等、ワーク・ライフ・バランスの保障、自己決定の尊重などの新しい価値へ対応するため、育児介護休業法の導入、高年齢者雇用安定法の改正、均等法の強化などの新しい規制の導入が進んでいる。

1991年	育児休業法制定：育児休業制度の義務づけ
1993年	短時間労働者雇用管理法（パート労働法）制定：パートタイム労働者の雇用管理改善
1994年	高年齢者雇用安定法改正：60歳未満の定年制を禁止、65歳までの雇用継続努力義務、60歳以上の労働者派遣に業務制限撤廃
1995年	育児介護休業法制定：育児休業法を改正し、介護休業制度の義務づけ
1997年	雇用機会均等法改正・労働基準法改正：募集・採用・配置・昇進における平等取り扱いの「努力義務」を禁止規定に、労基法上の女性保護規定の撤廃
2001年	育児介護休業法改正：看護休暇の努力義務
2006年	雇用機会均等法改正：男女双方を対象とする性差別禁止法、間接差別概念の導入
2007年	パート労働法改正：労働条件明示文書交付義務、通常労働者と同視すべきパートへの差別的取扱禁止

② 紛争処理システムの整備

リストラの増加や長期雇用システムの揺らぎに伴い労使紛争が多発しており、紛争処理システムの整備が大きな課題となっている。その結果、2000年代に様々な紛争処理システムが導入されている。紛争処理システムの整備が進むということは、今まで泣き寝入りしていた人たちが紛争を顕在化させる方向に動くため、今後新たな紛争が増えていく可能性もある。

2001年	個別労働関係紛争解決促進法：都道府県労働局長の助言・指導制度、紛争調整委員会のあっせん制度の創設等により総合的な個別労働関係紛争処理システムの整備
2004年	労働審判法
2004年	労働組合法改正

③ 企業組織再編 コーポレート・ガバナンスの変化への対応

コーポレート・ガバナンスの変化に対応して、労働関係の法整備も進んでいる。1999年の民事再生法では、労働者の過半数代表の意見聴取という手続きが入れられた。

2000年の会社分割法制の導入に対応して、労働者保護のあり方が検討され、労働契約承継法が制定された。その内容は、アメリカとEUの中間をいく規制である。アメリカでは、会社分割などの際に何の労働保護規制もない。一方、EUには営業譲渡指令があり、営業譲渡、合併、会社分割の場合はすべて雇用関係をそのまま承継し、労働条件も維持するという労働者保護に手厚い制度となっている。その両者をにらみながら、日本ではその中間をいく、すなわち営業譲渡については従来どおり規制はせずに判例法に委ねるが、会社分割の場合には一定の雇用承継のルールを作るようになった。

2003年の会社更生法の改正にあたり、民事再生法と同様の過半数代表者の意見聴取を入れており、同年の労働基準法改正では、それまで判例法理であった解雇権濫用法理、つまり解雇には正当な理由が必要であるというルールを明文化した。そして2007年には、新しく労働契約法ができた。

1999年	民事再生法：民事再生手続における労働者の過半数代表の関与
2000年	会社分割法制の導入に対応して、「会社分割に伴う労働契約の承継等に関する法（労働契約承継法）」制定＝アメリカ（無規制）とEU（営業譲渡指令）の中間を行く規制
2003年	会社更生法改正：民事再生法と同様の更生手続における過半数代表の関与
2003年	労働基準法改正（解雇規制）
2007年	労働契約法

3. 労働契約法と雇用システム

(1) 雇用システムにおける柔軟性と安定性

日本には長期雇用慣行があり、企業経営にとっては柔軟性に乏しいという批判が寄せられることが少なくない。しかし、労働関係を比較法的に検討すると、それは一面的な見方だろう。

フレキシビリティとセキュリティという観点から雇用システムを観察する。まず、アメリカモデルでは解雇がいまだに自由である。employment at willといわれるが、意のままに雇い、解雇することができる。解雇が自由であるため、労働条件の変更も自由（変更に同意しない労働者は適法に解雇できる）ということになる。したがって、使用者は雇用量も労働条件も柔軟に調整ができる極めてフレキシブルな雇用システムであるといえる。

他方、ヨーロッパモデルでは、各国ともに解雇には正当事由が必要という法制をとっている。また、労働条件は個別契約で合意したものと解釈されており、労働条件変更には個別合意がない限り、使用者が一方的に変更することはできない。したがって、日本のように使用者の人事権の発動で配転命令を行使することもできず、労働者の同意が必要であるため、労働者保護に手厚い一方で非常にフレキシビリティに欠けた制度であり、これがヨーロッパの高失業の原因であるともいわれている。

アメリカモデル、ヨーロッパモデルと比較すると、日本の雇用システムの一つの特徴は、「解雇権濫用法理」という判例法理によって雇用保障を手厚く保護している点にある。しかしこれは、同時に雇用システムに硬直性をもたらすものである。そこで、日本の裁判所

は、量的・外的柔軟性の欠如を補償するために質的・内的柔軟性を導入すべく労働条件の柔軟な変更を認める法理を発展させた。すなわち、集团的統一的労働条件を規定する就業規則については使用者が一方的に変更できるが、これが合理的なものであると裁判所が判断する場合には、その変更に反対する労働者も拘束されるという「就業規則の合理的変更法理」という判例法理が形成・確立された。これによって、企業は雇用量の調整は難しいが労働条件の調整はできるため、フレキシビリティとセキュリティのバランスをとってきたというのが日本の雇用システムの特徴である。

【量的（外的）柔軟性と質的（内的）柔軟性】

	柔軟性 (Flexibility)	安定性 (Security)
アメリカモデル	雇用量の柔軟な調整	雇用保障(安定)
	労働条件の柔軟な調整 (随意雇用による合意調達)	労働条件の保障
日本モデル	雇用量の柔軟な調整	雇用保障(安定)
	労働条件の柔軟な調整 (就業規則法理)	労働条件の保障
ヨーロッパモデル	雇用量の柔軟な調整	雇用保障(安定)
	労働条件の柔軟な調整	労働条件の保障

(2) 雇用保障と労働条件の柔軟な調整のルールと立法化

この雇用保障と労働条件の柔軟な調整を認めるルールは、判例法によって形成された点に特色があった。しかし、まず雇用保障を法的に支えてきた解雇権濫用法理という判例法理が2003年の労基法改正において労基法18条の2として明文化された。そして、この条文は2007年制定の労働契約法で16条としてそのまま移行された。また労働条件の柔軟な変更を認める「就業規則の合理的変更法理」についても、2007年の労働契約法10条で明文化された。これによって、雇用保障と労働条件の柔軟な調整を認める日本型雇用システムが制度化されたといってもよいと考える。

このような雇用システムを前提とした制度は、ガバナンスとの関係では、従業員がコーポレート・ガバナンスにおいて重要なステークホルダーであるという位置づけを定める意義があると思う。アメリカでは、従業員はコーポレート・ガバナンスの議論の埒外であり、日本とは大きな違いがある。

4. コーポレート・ガバナンスと従業員代表制度

従業員代表制をめぐる様々な議論があるが、その議論には次の4つ異なる流れがあるように思われる。

(1) 労働契約法制（集团的労働条件設定システム）の延長線上の議論

第1は、就業規則の内容等、集团的労働条件設定の担い手としての従業員代表制度を念頭に置いた議論である。

就業規則の不利益変更が合理的であれば労働者を拘束するというルールには、根強い批判がある。なぜ労働条件を労働者が合意していないにもかかわらず、使用者が一方的に作成できる就業規則によって変更することができるのか、当事者が合意したところのみ拘

束されるという契約法の基本原理に背馳しているのではないかというものである。確かに現在の就業規則の法制は、使用者が変更するに当たって労働者の過半数代表から意見を聞かなければならないこととなっているが、意見の聴取のみが要件であり、過半数代表が反対といった場合でも、反対という意見を聴取したということで労働基準監督署に届け出れば、手続的には適法に変更ができる（労基法90条）。

そこで、就業規則法理の立法化に当たっては、労働者の多数がどのような態度をとっているのかを合理性の重要な指標にしようという学説もあり、過半数の労働者がその変更合意している場合には合理性を推定することで、合理性判断の安定性、予測可能性を高めようという議論をしていた。

その際、過半数組合がある企業は過半数組合の同意があればよいが、組織率が下がってきているため、組合のない企業もたくさんある。そのような無組合企業では、メンバーの過半数が労働者の代表である労働基準法上の労使委員会を活用し、労使委員会の5分の4以上の決議があれば合理性を推定することにしてはどうだろうという労働契約法研究会（厚労省に設けられた研究者からなる研究会）の報告があった。

しかし、労働契約法研究会報告を巡っては大変な賛否両論が起こり、特に労働側からは、労使委員会の決議で合理性を推定することに対する厳しい批判があった。そのような中で、労働条件を統一的に就業規則で変える際の話し合いの相手方として、本格的な従業員代表制を整備すべきではないかという議論がある。

（2）労基法の過半数代表制度の改善策としての従業員代表制

第2の流れは、現行法上、多用されている労基法上の過半数代表を改善する方策としての従業員代表制の議論である。

現在、労基法では、過半数代表に色々な役割を担わせている。例えば時間外労働をさせる場合には、過半数代表と残業協定（労基法36条の定めるいわゆる「サブロク協定」）を結ぶ必要がある。しかし、労基法上の過半数代表には2種類あり、過半数組合が存在する場合にはその過半数組合だが、組合のない企業やある場合でも過半数に満たない企業では、労働者の過半数を代表する個人（過半数代表者）となっている。この運用実態の問題点が指摘されており、例えば使用者が親睦会の代表を過半数代表者に指名して残業協定を結んでいるという事例があった。最高裁でそのような協定は無効だということになったが、多くの企業で似たようなことが行われているのではないかとわれている。また、過半数代表者として選ばれた場合でも、その個人は従業員の声を集める術は何もない。連合は、このような状況を改善するために、過半数代表を自主的・民主的運営を確保する制度に組み替える必要があるとして、労働者代表法案を提案している。

また、労基法などの労働保護法のあり方を見直していく上では、実体規制から手続規制へ移行すべきであるという研究者の主張がある。労働者が多様化してくると、国が事細かに実体規制を行っても上手くいかない場合がある。そこで、国は当事者が手続に沿って決めたことであれば介入しないが、その手続が法の要求する手続に従っていない場合は手続審査をするという規制に組み替えていこうということである。そうした場合、手続規制の担い手が重要であり、その担い手として従業員代表が必要ではないかという議論が行われている。

(3) 企業内紛争処理システムとしての従業員代表制

第3の流れとして、個別紛争処理の担い手としての従業員代表制の議論がある。個別労働紛争の増加などに伴い紛争処理が増えてくると、企業内における紛争処理システムの需要が考えられる。諸外国の例では、イギリスの2002年雇用法（Employment Act 2002）第3部は、雇用審判所の申立前に企業内部手続きを尽くすことを提訴要件としている。日本でも将来的には同じことが課題となった場合、企業内において紛争処理を担う機関として従業員代表が活用される可能性もある。

(4) コーポレート・ガバナンスにおける従業員の経営参加を志向した議論

第4の流れとして、コーポレート・ガバナンスにおける従業員のボイスを経営に反映させるための担い手としての従業員代表をめぐる議論がある。従来は慣行に依存した労使協議を行ってきたが、労働組合組織率が低下してきており、また組合のある企業においてもその労使協議が形式化し機能不全に陥っているとの指摘もある（労使協議の量的・質的機能不全）。そこでステークホルダーモデルの制度化として、従業員代表を制度化して必ず従業員の声を聞くという立法をすべきか否かという議論がある。かつて議論された極端な例では、ドイツの共同決定制度のような構想もこの系譜に属する議論である。

日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム「新コーポレート・ガバナンス原則」（2006年12月15日公表）では、従業員の位置づけに相当な配慮を払っている。会社内における会社役員と従業員間の意思疎通が円滑に行われることを可能にする環境整備ということをやうたっており、これが進展すると従業員の経営参加の制度化に行き着く可能性もありうる。

日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム（共同理事長：落合誠一・鈴木忠雄）

「新コーポレート・ガバナンス原則」（2006年12月15日公表）

2. 6 コーポレート・ガバナンスと従業員の役割

「第2 に、コーポレート・ガバナンスの向上についての従業員の貢献、協働の必要性、重要性からすれば、従業員自身がそのような役割の担い手であるとの明確な認識を有することが必要であり、積極的に会社経営の改善に向けた問題提起や意見提示を行うことが求められる。そのためにも、会社役員、特に業務執行者は、会社内における会社役員と従業員間の意思疎通が円滑に行われることを可能にする環境および体制を、責任をもって整備する。」

5. コーポレート・ガバナンスの変容と従業員利益確保の手段としてのハードローとソフトローの役割

これまでは慣行に依存しながら従業員価値が守られてきたが、会社法におけるシェアホルダー・モデルの制度化の進行に対応して、労働法が従業員価値を守るために何らかの措置を採るべきか、その場合、ハードロー・アプローチ、ソフトロー・アプローチいずれによるべきかについての検討が必要である。

(1) 労働関係規制におけるハードローとソフトロー

労働関係一般については常にハードローを積極的に活用したほうがよいということにはならない。実体規制は労働者が多様化していくと上手くいかなくなるので、手続規制に比重を移行すべきであり、ソフトロー・アプローチとして、例えば男女雇用機会均等法や障害者雇用政策では努力義務規定を多用された。その効果については議論があるが、社会的なロスが少なく目的を達しうる場合もありうる。

CSRやSRIは、ソフトロー・アプローチの一つと捉えることができる。

(2) CSR/SRIの意義と労働法

CSRやSRIは、しかし、ハードローとしての労働法を代替するような機能を持つことはできないと考えている。CSRやSRIの本領が発揮されるのは、ハードローを超えた、ハードローの及び得ない、及ぶのが適切でない場面、例えば、ワーク・ライフ・バランスの達成、労働者の多様性、女性の活用などである。また、このようなソフトローが実際に機能すべき環境を整えるために、企業に情報公開や説明責任の義務を課す等して国家が積極的にサポートすることは十分あり得ると考える。

(3) 従業員の経営参加

従業員の経営参加をハードローで定めるべきか否かということについては、私はまだ迷っている。労働条件を設定するためのチャンネルの構築は重要だと思うが、経営マターについて参加させるための、あるいは経営をチェックさせるためのハードローによるアプローチは、上手く機能するという保証はないのではないか。

例えばヨーロッパでも、使用者が労働者に十分情報を提供しないということから、ハードローでワークス・カウンシルを設置する義務を定め、あるいは情報提供義務を定めている。しかし従業員側への情報提供義務をハードローで決めると、経営者はハードローで定められた最低限の情報しか渡さないということが起こる。これに対して日本の労使協議制は、ハードローが何ら要求していないにも関わらず、労使が自主的に労使協議慣行を作り上げ、経営者は重要な経営情報を労働側に与えて従業員の同意を取りつけ、大胆な経営改革を行ってきた。

したがって、ハードローの功罪をよく考えながら、従業員代表制について検討する必要があるのではないかと考えている。

○ 質疑応答

<会社法におけるコーポレート・ガバナンス改革について>

・ 宍戸委員

会社法のコーポレート・ガバナンス改革に関する理解について、私は若干違った見方をしている。監査役設置会社が日本モデル、委員会設置会社がアメリカモデルで、委員会設置会社をとると経営者が変質するというご理解のようだが、そうではないように思う。実態に与えているインパクトも違うと思う。

委員会設置会社では、各委員会の過半数を社外取締役にするが、監査役設置会社でも過半数の監査役を社外監査役にするという改正をほぼ同時に入れている。この2002年の改正

に対しては色々な評価があるが、「会社共同体」に会社法が切り込んだと私は理解している。

ただ、それは株主利益のためというよりは、日本の会社共同体においては内部昇進で上がってきた経営者と従業員との間で一貫した経営体制がずっと採られており、それが良かった時代もあるが、社外の人間によるモニタリングを受け入れさせる必要もあるという判断がされるようになったということではないかと思う。社外取締役は経営者ではない。社外取締役はあくまでモニターである。それゆえ、委員会設置会社をとったからといって経営者が変質するという事にはならないと思う。

また、委員会設置会社はたしかに、今のところ人気がないが、では、会社法改正の意味がなかったのかというと、多くの会社は委員会設置会社そのものを採ると委員会に対して大きな権限を与えざるを得ないというのを嫌って、指名委員会、報酬委員会については、別途自社の実情に合う形のものを入れている。ただ、委員会設置会社にしなければ監査役は強行法規なので入れざるを得ず、監査役会は残すというケースが増えていて、私はハイブリッドと呼んでいるが、それ自体は悪くない方向性ではないかと思う。

・ 荒木委員

近年のコーポレート・ガバナンス改革が、雇用・労使関係に影響を及ぼす可能性があるというのは、そのような見方が出てくる可能性があるということの、いわゆる思考実験である。また、アメリカモデルと呼ぶのは不正確だというのもその通りであり、委員会設置会社になれば株主の方を向いて従業員のことを考えなくなると、私が考えているわけでは全くない。

<コーポレート・ガバナンスの変化と労働契約法の位置づけについて>

・ 宍戸委員

労働契約法第10条によって、我が国の成文法上ステークホルダー・モデルが導入されたというのはどのような趣旨なのか。

・ 荒木委員

労働契約法でステークホルダー・モデルが成文化されたとまでは考えていない。従業員の価値を十分考えた経営をやってきたというのは、商法の研究者もよく言われているように、全部慣行でやってきたことであり、長期雇用システム、いわゆる終身雇用制もずっと明文化されない判例法理であった。

このような中で、解雇に客観的で合理的な理由を欠く場合には権利の濫用として無効となるという判例法理が2003年に明文化された。成文化される2003年までは、民法の世界そのまま解雇は自由で、ただ労働基準法がその予告期間を30日にしているだけというように考える中小企業も少なくなかった。外資系企業も同様で、日本の制定法を見ると解雇は自由となっているが、裁判になると解雇権濫用法理という判例法理で無効になる。このようにルールが透明性がなかった状況を、はっきりと明文化することによってクリアにしたのである。

私の述べた趣旨は、雇用を保障するというルールを明文化したと同時に、がちがちにすることではなくて、セキュリティとフレキシビリティをセットで支えてきた日本型雇用システムが、つまり解雇権濫用法理とともに就業規則の合理的変更法理がそれぞれ労働契約

法16条と労働契約法10条で明文化され制定法上の制度になったということである。これをガバナンスモデルとしてのステークホルダー・モデルと呼ぶことがいいのかどうかはまた別の問題だろうと思う。

<従業員代表制度について>

・ 宍戸委員

従業員代表制度と聞くと何か大変なことが進んでいるような印象を受けるが、その内容を確認させていただきたい。例えば、就業規則の変更について労使で交渉するということだろうと思うのだが、そこで対象となっている就業規則の変更とは何が含まれているのか。つまり、給料を変えるという話なのか、何時まで働けという話なのか、要するに、どの辺のところまでを就業規則でかけて、その変更というのはどの辺までを考えているのか。

・ 荒木委員

従業員代表制は、立法提案は出されているものの、実現可能性はまだ遠い先の話である。これらの中では就業規則の変更の手续などが恐らくは喫緊の課題であると思う。

では就業規則で何が決められるのかというと、あらゆる労働条件について定めることができる。必ず就業規則で書かなければならない事項はあるが、その他のあらゆる労働条件についても就業規則で定めることができる。そして、それが合理的なものであれば契約内容となり、合理的な変更であれば労働者を拘束するという最高裁の判例法理があり、それを今回立法化しているのである。

したがって、全体としては、会社法の動きに合わせて労働法の規制の強化をすべきかという点については、必ずしもそのように直結はしないと私は考えており、そこでハードローでアプローチすべきか、ソフトローでアプローチすべきか、両方の功罪をよく考えなければならない。特に従業員参加については、ドイツにおいても共同決定モデルについてさまざまな議論があり、むしろ我々労働法学者としては、労働条件をきちんと決めるにはどうするか、そこから議論を起こして行って、結果として従業員の声を経営に伝えるチャンネルに使われることはあるだろうと考えている。

<従業員の経営参加の手段としてのハードローとソフトローについて>

・ 宍戸委員

ハードローでやらない方がいいとのことなので、若干安心している。私は、従来の日本の企業システムは、必ずしもステークホルダー・モデルであったとは思っておらず、かつそれを維持すべきであるとも思っていない。いわゆる終身雇用や労使間の交渉なども、法律で法制化する方向には危惧を持っている。

・ 野田委員

以前に、労働法におけるソフトローというテーマで努力義務などを取り上げた報告をシンポジウムで伺ったことがある。その際、労働法のソフトローは、遵守の高さがある程度行政の関わり、すなわち行政上の措置の基準になることで支えられていると聞いた。ハードローの功罪を考えながらソフトローを考えていこうというのは理解できる。だが、もし従業員参加などに関してあまり強い拘束力はかからないほうがよいのならば、努力義務の例では、それが行政の関わりという裏付けによりがよく遵守されて一般的になり、ハードローに変わっていくというプロセスであったが、それとは違う配慮が必要になりそうであ

るとすると、行政の関わりという裏付けについても問題にしなければならない。もしその裏付けがなくなれば、遵守拘束力が弱くなることもあり得るのか。

・ 荒木委員

従業員参加についてのハードローとソフトローの議論が、他の場面の努力義務などの議論と平行にできるのかどうか自体、よくわからないところはある。例えば、残業させる場合には過半数代表と合意しなさいとなれば、これはまさにハードローである。その担い手をどのように適切なものにするかということもやはり、ハードローでなければならぬと思う。つまり、最低基準をどのように担保するかという話だから。

ところが、そのような場面ではなく、よく経営参加ということで労働組合の活用といわれる場合は、いわゆる不祥事を組合がチェックできなかったことがよくないなど、まさにガバナンスそのものについて従業員のチャネルを活用しようという議論があるが、これは、労働法からすれば本当は正道ではなく、労働者にとっては自分たちの労働条件をどのように決めるか、決めてどのように守らせるかというのが重要である。ハードローで対処すべきはまさに労働条件の設定をどうするかが中心になるだろう。今までは慣行で労使協議が行われているが、そのようなものとしては発展していこうし、経営者にとってもその方がパフォーマンスが高まると思えばやるだろうと思っている。

<新コーポレート・ガバナンス原則について>

・ 落合座長

コーポレート・ガバナンス・フォーラムの引用があったが、「コーポレート・ガバナンスと従業員の役割」というテーマを、新しいコーポレート・ガバナンス原則に入れるに当たって、フォーラムの中でも大議論があり、入れるべきではないという意見も強かった。

したがって、まさに従業員の役割をどのように位置づけるかということについて、はっきりした統一的な方法は必ずしもないという状態であり、今日のテーマはその意義を認めたとしても、さらにハードローでいくのかソフトローでいくのかという位置づけそのもの問題もあり、かつもし位置づけるという立場をとった場合でも、どの程度の強さで確保していくのかということについても意見が分かれている感じである。私も新コーポレート・ガバナンス原則をつくる過程の中で、反対している人はフォーラムをやめなければならないとまでいうほどの強硬な意見もあった。しかし、何とかそのようなことで入ったということである。