

従業員持株会の効用

東京大学社会科学研究所・教授 大湾秀雄

従業員持株会の生産性押し上げ効果

日本における従業員持株会制度は、上場企業の95%程度が導入していると見られるが、株式市場におけるプレゼンスはそれほど高くない。従業員持株会の保有分が発行済株式数に占める保有比率は現在、平均で2%程度であり、フランスの従業員持株制度を通じた平均保有比率(約4%)の半分である。また、推定対象従業員に対する参加比率も5割を大きく下回る企業が大部分である。従業員の積み立てに加算する形で企業が供与する奨励金も積立額の5%という企業が最も多く、20%を超える奨励金を提示する企業は1%にも満たない。

日本における従業員持株会制度の位置づけは、表向きは従業員の福利厚生という側面が強調されつつも、実際には安定株主層形成という目的が重要視されてきた。インセンティブ制度として捉えられる傾向が強い欧米の従業員持株制度と違い、研究の蓄積も少ない。従業員持株会制度は、生産性や企業業績にどのような影響を与えているのだろうか。

こうした問題意識に基づき、米国コルゲート大学の加藤隆夫氏、早稲田大学の宮島英昭氏らと共に、東京証券取引所(東証)が収集してきた25年間にわたる従業員持株会状況調査の結果を用いて、東証上場会社を対象に、生産性、賃金、企業収益、企業価値への影響を検証した。従来の研究は、従業員持株会やESOP(Employee Stock Ownership Plans)の制度の有無と生産性の関係を調べたものが多かったが、日本では80年代末以降上場企業の9割超が導入済みであり、制度導入との関係の分析では意味がない。幸い従業員持株会状況調査は、参加状況に関する詳細な情報を含むため、参加率、(従業員または参加者)一人あたり保有金額、従業員持株会の保有比率の変化がもたらす効果について分析を行うことが出来た。

こうした研究で因果関係を特定することはそれほど容易ではない。従業員の自社株保有が増えたから生産性が上昇したのか、(インサイダーとして)生産性の長期的上昇が予見できたから従業員持株会積み立てを増やしたのか、区別が難しいからである。そこで、奨励金を含む25年分の豊富なデータと二段階最小二乗法という手法を用いることによって、ある程度因果関係の特定に成功した。

結果は、驚くほど大きな影響を持つことを示唆していた。まず、従業員一人あたりの保有金額が10%上昇すると、生産性は1%、賃金は0.2%、ROAは0.1%ポイント、トービンのQで測った企業価値は1.7%程度上昇する。もちろんこれは平均的な限界効果であり、保有金額を100%増やして2倍にすると生産性が10%増えることを意味する訳ではない。また、従業員持株会の効果は、企業によって異なり、所有構造において機関投資家や海外投資家の保有比率が高いほど、そして規模が小さいほど、生産性や企業業績に与える効果は高かった。また、参加率上昇がもたらす効果よりも、一人あたり保有金額を通じた効果が大きかったため、従業員全員ではなく、コア人材が自社株を多く持つことの有用性が示された。

生産性改善をもたらすメカニズム

それでは、どのようにして生産性を押し上げたのだろうか。また、株主の圧力が働きやすい所有構造において効果が大きく出たのはなぜだろうか。結果の解釈を論じるために、従業員持株会制度の持つ正負両方の影響を整理しよう。生産性押し上げ効果としては、三つの主要なメカニズムが挙げられる。まず、従業員が株主になることで、より全体最適を考える行動を促す効果が考えられる。例えば、「改善」活動に参加したり、他部署を助けたり協力する誘因が生まれる。特に、日本企業は雇用を保障する傾向

が強いので、従業員と株主の利害対立を弱める従業員持株会の役割は大きいと期待できる。

二つ目のメカニズムとして、従業員持株会の存在は、企業と従業員の関係的契約、つまり信頼関係に基づく暗黙の合意を補強する役割を持つことが指摘できる。従業員持株会への参加によって従業員側が経営側に協力する誘因を高めているため、関係的契約を破棄することが株主利益につながるケースが生じにくくなっている。また、関係的契約は、従業員間の相互監視（ピアモニタリング）を強め、勤務努力を引き上げる効果も持つ。

三つ目に、制度上は、従業員持株会理事長は経営から独立して株主総会で議決権を行使することが保障されている。そのため、通常は経営陣の推薦案に反対票を投じることは考えにくいとしても、従業員と経営陣との信頼関係が崩れるような事態になれば反対票を投ずる可能性があり、企業内部のモニターとして経営陣を律する効果は幾分期待できる。

これらのメカニズムの中で議論された、全体最適を考えて行動することや同僚や経営陣のモニターとして行動することの従業員個人にとっての便益は、企業規模が小さいほど大きい。逆に大企業では、いわゆる「ただ乗り問題」が深刻になって、個人の行動を変える効果は弱まる。したがって、従業員持株会の生産性効果は企業規模が小さいほど大きいというのは上記理論と整合的である。

では逆に負の効果はないだろうか。一般に従業員持株会は安定株主と見られているので、安定株主が増えることによって、経営陣への規律が弱まるという塹壕（エントレンチメント）効果が懸念される。物言う株主が一定数存在することは、経営の質を向上させる。ハン・キム ミシガン大学教授とページ・ウイメット ノースカロライナ大学教授等による米国データを用いた分析では、ESOPの生産性に対する正の効果は、保有比率が5%を超えるグループでは、その負の効果によって完全に相殺されてしまうことが示されている。

この最後の塹壕効果で生じる負の効果を考えて、なぜ機関投資家・海外投資家の保有比率が高いと従業員持株会の生産性効果が大きくなるか説明できる。従業員持株会が正負両面の効果を持つとすると、株主の力が働く所有構造では塹壕効果は生じにくいので、正の効果だけが

現れる。一方、もともと安定株主が多く株主の圧力が効きにくいのであれば、従業員持株会のわずかな保有比率の上昇が塹壕効果を高めて正の効果の相殺してしまうのかもしれない。

実際、従業員持株会の生産性への効果を測るため、従業員一人あたり保有金額と、従業員持株会の保有比率の両方の変数を説明変数として回帰分析に加えると、前者は有意に正の係数、後者は有意に負の係数となって現れる。保有比率は安定株主比率にそのまま加算される数値であるため、塹壕効果を反映していると考えると合点がいく。

企業が奨励金を引き上げない背景

では、実際に、この分析が正しいとすると、なぜ企業は奨励金を増やすなどして、もっと積極的に従業員持株会の保有株数を高める施策をとらないのだろうか。一つの解釈は、経営陣がそれに気づいていない可能性である。一つの企業の中で、従業員持株会への参加行動が従業員の生産性改善につながっていることを示す証拠を求めることはほぼ不可能であろう。そうであるならば、この結果を広く喧伝して奨励金の引上げを奨励すべきと言える。

しかし、こうした解釈は経済学者の間では、あまり賛同を得られない。この研究結果に対してよく聞かれる批判は、もしこの分析結果が正しいのであれば、経営陣が気づいていなくても、生産性の高い企業が市場で生き残り、生産性の低い企業は市場で淘汰されるため、結果的に従業員持株会への参加の度合いが高い企業が残る、その企業の施策が広まるだろうという議論である。

ただし、日本の上場企業の退出率は比較的低く、数十年という短い期間で淘汰が進むと考えるのはナイーブ過ぎるのではないだろうか。加えて、低成長期に入り、人々の所得リスクに対する回避傾向が強まっていることから、奨励金引上げに対する従業員の反応は鈍く、また会社も、コストは明確でリターンの不確実性の高い施策は導入しにくいのではないだろうか。

今後の研究課題としては、従業員持株会への参加が実際に従業員の行動を変えているかを見極める必要がある。そのため、人事データを用いて、従業員持株会への参加や積立額の変更が個人レベルの行動やその人の評価に何らかの影響を与えているのかどうかを検証することを計画している。