



RIETI Discussion Paper Series 06-J-035

株主主権と従業員主権 —日本の上場企業にみるジレンマ—

田中 一弘
経済産業研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<http://www.rieti.go.jp/jp/>

株主主権と従業員主権*

—日本の上場企業にみるジレンマ—

2006年4月

田中一弘

RIETI ファカルティフェロー

一橋大学大学院商学研究科

要旨

本稿は、「企業は誰のものか」という企業統治の根本問題に係る考え方（これを企業の「主権観」と呼ぶ）についての、我が国上場企業の現状を浮き彫りにしようとするものである。我々が2005年に国内企業に対して行った質問票調査の結果を元にした、仮説発見型の論考となる。

近時の日本企業の主権観について、以下のような特徴が抽出される。①日本企業が抱く主権観において、株主主権的な見方が近年強くなってきたことが認められるが、②それは斉一的な変化では必ずしもなく、もっぱら現在の株主派企業において顕著に見られる現象であり、③しかもそれは主として株主や株価の重視という側面で進展している。他方で、④従業員の役割に係る側面では従業員派企業のみならず、株主派もある程度は、その役割を重視する姿勢を保持している。⑤株主派には明確な影響力を自社に及ぼす（と自らが判断する）株主がいるケースが相対的に多く、まさにそうした事情が株主派的立場をとらせているのであって、必ずしも内発的に株主主権の規範を信奉しているわけではないように見受けられる。⑥建前としての株主主権と本音としての従業員主権の間の乖離が、上記④、⑤からとりわけ株主派に顕著に見られるが、これは程度の差こそあれ従業員派にも妥当し、それゆえ日本の上場企業全般にも関わる主権権上の本質的なジレンマとなっている。

RIETI ディスカッション・ペーパーは、専門論文の形式でまとめられた研究成果を公開し、活発な議論を喚起することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、（独）経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

* 本稿は、RIETIの研究プロジェクト「日本企業のガバナンス：そのブラックボックスを開く」において作成された質問票調査をベースにしている。このプロジェクトのメンバーは、伊丹敬之（一橋大学）（主査）、広田真一（早稲田大学）、江川雅子（ハーバード・ビジネス・スクール 日本リサーチセンター）、久武昌人（経済産業研究所）、小幡績（慶應義塾大学）の諸氏及び筆者である。本稿の作成に当たってその一部の方々から有益なコメントをいただいたことと併せて、プロジェクトのメンバー諸氏に感謝したい。あり得べき誤りが筆者の責任であることは言うまでもない。

第1節 はじめに

本稿は、「企業は誰のものか」という企業統治の根本問題に係る考え方についての、我が国上場企業の現状を浮き彫りにしようとするものである。我々が2005年に国内企業に対して行った質問票調査の結果を元にした、仮説発見型の論考となる。

「企業は誰のものか」についての考え方のことを、ここでは「主権観」と呼ぶ。戦後日本企業の主権観は、長らく「従業員主権」（企業は従業員のもの）が支配的であったが、1990年代中盤以降、株式持ち合いの「解消」、海外機関投資家の台頭等々の環境変化の後、現在では株主主権的な色をより濃くしているというのが一般的な理解であろう¹。本稿の中心的な課題は、こうした一般的な理解を掘り下げて、日本の上場企業の主権観の現状を、多面的かつ詳細に浮き彫りにすることである。

分析に先立ち、本稿の素材となった質問票調査について概観しておく。

我々は2005年2月から5月にかけて当該質問票調査を実施した。東証1部・2部上場企業すべて（2,154社）と売上高400億円以上の非上場企業1,081社に調査票を郵送し、上場企業232社（回収率10.8%）、非上場企業53社（同4.9%）から回答を得た。このうち、本稿では上場企業232社からの回答データのみを取り上げる。回答企業の属性については、議論の流れのうえから、第3節で言及する。

基本的には社長または社長に準じる役職者（経営トップ）1人に回答してもらうようにしたが、実際には取締役会事務局や経営企画部等、経営トップのガバナンスの実態に深く関わっている部門の役職者（非役員）による回答も少なくなかった²。

調査に使用した質問票は、「企業は誰のものか」に関わる第Ⅰ部・第Ⅱ部（問1～問17）、「経営者の交代や選任」に関わる第Ⅲ部（問18～問27）、「経営者が重要な意思決定をするときの権限や配慮」に関する第Ⅳ部（問28～問32）、それに回答企業の基本情報等を尋ねる部分（〈F1〉～〈F3〉）から成る。本稿では主に第Ⅰ部と第Ⅱ部に焦点を当て、必要に応じて他の部分をも参照する。

第2節 主権観の「変化」

企業の主権観、すなわち「企業は誰のものか」という問に対する答えとしては「株主のもの」「従業員のもの」という2つの対極的な見方が措定されることが普通である。

もちろん法律上は株主のものである。ここで問題にしているのは、そうした建前ではなく、本音ベースの実態である。他方、実態は理念型とは違う。理念型としてなら企業は株主のものか従業員のものかの二者択一になるけれども、現実にはその両極の間のどこかに、それぞれの主権観が位置するはずである。

そこで我々は今回の調査の冒頭で、この点を明らかにするための問いを設けた。「株主のもの」と「従業員のもの」を両極とする7点尺度によって、どちらによりウエイトを置いた主権観を持っているかを尋ねたのである（問1の詳細については、「表1・付属資料」を参照いただきたい）。株主主権的意識が極めて強ければ1、逆に従業員主権的意識が極めて強ければ7、中立的であれば4、と回答される。中立的よりもわずかに株主主権的であれば3、わずかに従業員主権的であれば5、といったぐあいである。

この問1では、9つの枝問を用意した。(9)ですばり「企業は誰のものか」を問うているが、それに先立つ

¹ ただし、ごく最近では、いわゆる日本的経営の見直し機運が高まっているのは周知の通りである。

² 上場企業232社の内、社長名の回答は68社、役員名が41社、残りがその他であった。

8つの枝間において、主権観に係るいくつかの具体的側面についても尋ねている。(9)のみに依らず、これら9つを総合して、回答者の主権観を多面的に把握しようというわけである。

【表1】の①欄を見られたい。1列目が主権観についての9つの質問事項、2列目は、それぞれの枝間に対する回答企業232社の平均値である。最後の行は、9つの枝間の平均値をさらに平均したものである。これを「総合主権観」の指数と見なす。

回答企業232社の現時点における「総合主権観」指数は3.9という値を示している。前述のようにこれら一連の間は7点尺度で尋ねているため4が中立である。従って3.9という数値は、ほぼ中立的な主権観（株主主権と従業員主権の間）を持っているというのが回答企業の平均的な姿であることを意味している。

これらの問では、現在のみならず、「10年前」がどうであったかについても、9つの枝間すべてで回答してもらった。【表1】の②欄がその結果である。あくまで現在から過去を振り返ったものであるから、厳密な意味での「10年前」との比較とは言えない。ここで「10年前」と「現在」とを我々が比べてみる意味は、「回答者が、現時点において、過去10年に自社がどれほど企業の主権についての意識を変化させたと思っているか」が明らかになることである。

「10年前」の「総合主権観」指数の回答企業平均は4.7である。「現在」の3.9に比べて、(7点尺度で)0.8だけ従業員主権寄りだった(と回答者は思っている)。逆に言えば、この10年間で株主主権の側に若干シフトしたということである。

【図1】に、「総合主権観」指数別の社数分布を示す。「10年前」に比べて分布全体が左(すなわち株主主権寄り)にシフトしていることが見て取れる。ピークは、「10年前」の「4.5超5.0以下」から、現在は「3.5超4.0以下」へと変化している。

1990年代中盤以降日本でも株主主権的な考えが強まったというのは、巷間言われていることでもあり、以上の結果はそれを跡づけるものといえる。ここでさらに考えてみたいのは、こうした株主主権寄りへの主権観の変化が齊一的に起きたのか否かである。つまり日本の企業全体がこぞって平行移動的に株主主権寄りへとシフトをしたのだろうか。

結論を先に述べれば、株主主権シフトは齊一的に起きたのではない。現時点での総合主権観において株主主権的である企業が全体のシフトを引っ張ったのである。この問いの「10年前」が現在から過去への振り返りであることを踏まえてより正確に言えば、「10年前に比べて株主主権寄りにシフトした」と認識しているのは、現時点において株主主権的である企業なのである。かたや、現時点において従業員主権的な企業は「10年前に比べて株主主権寄りにシフトした」とはほとんど思っていないのである。この点を以下、詳しくみていこう。

回答企業232社を、現在の総合主権観指数によって、「株主派」「中間派」「従業員派」の3つのグループに分ける(便宜上これらを3つの「党派」と呼ぶことにする)。中立を意味する同指数4を分水嶺として3.5超4.5未満を「中間派」と位置づけ、その両脇、3.5以下が「株主派」、4.5以上が「従業員派」とする。ここで3.5及び4.5という境界線は、単に恣意的に定めた境界線ではない。総合主権観指数3.5とは、問1の枝間9問のうち、4(中立)という回答を与えたのが仮に4問あれば、残りの5問には3(やや株主主権的)と答えた場合の値である。この場合、当該回答者において[中立的な回答数] < [株主主権的な回答数]となっているので、明示的に「株主主権的」とみなして差し支えないであろう。総合指数4.5についても同様で、指数がこれ以上であれば「従業員主権的」とみなしうる。

以上のような基準で232社を分けると、株主派65社、中間派110社、従業員派57社となる。これら3グループごとの属性の違いは興味あるところであるが、それは次節で扱う。ここではさしあたり、これら各派

の総合主権観についてさらにもう一步踏み込んで見ておきたい。

【表1】①欄には、全体の内訳として各派ごとの主権観の値も示してある。最終行の総合主権観のところを見ると、株主派 3.0、中間派 4.0、従業員派 4.9 と、互いにほとんど等間隔できれいに並んでいる。

これら各派の「10年前」に対する回答はこの表の②欄をみればよい³。繰り返しになるが、この中段における「株主派」(例えば)は、「10年前に株主派だった」回答者ではなく、「現時点において株主派である」回答者だ、ということには注意しなければならない。現時点での彼らによる「10年前への振り返り」なのである。

①欄と②欄を見比べると、現時点での「株主派」「中間派」「従業員派」それぞれの主権観変化の認識の違いが浮き彫りになが、それを見やすくするために、【表1】の③欄がある。これを参照しながら、この間の主権観変化の認識の違いについて見てみよう。

総合主権観の現在と「10年前」との差は、株主派が▲1.3、中間派が▲0.7、従業員派が 0.0 である。このことから、株主主権シフトはもっぱら現時点における株主派に顕著に見られる現象であることがわかる。他方、従業員派の平均的な姿は「10年前も現在と同じ主権観を持っていた」というものである点も注目に値する。前出の【図1】からは、世の中全体が左へシフトしたような印象を受けかねないが、その中に分け入ってみれば、実際に「動いた」のは株主派だけなのであり、従業員派は碇のように動いていない。弓を引き絞る情景で喩えるならば、従業員派が弓幹(ゆがら)、株主派が弦である。

質問事項別に分解すると、この現象が最も顕著に表れているのは「(2)株主に対する意識」についてである。

「株主は企業の最終権力者として、最優先されるべき存在である」(1点)と「株主は企業に対する外部資金提供者として、一応尊重する必要がある」(7点)を両極とするこの問いで、株主派は▲1.9も前者に寄りになった(「10年前には1.9ポイントも後者よりであった」と認識している)のである。7点尺度でほぼ2点分ということであり、かなり大きな変化といえる。それに対して、従業員の変化は+0.1であり、株主重視度はほとんど変わっていない(むしろごくわずかながら重視度が落ちる傾向)。

ほぼ同様の動きは「(6)株価に対する考え方」でも見ることができる。この枝間における両極は「株価は株主価値の指標であり、それを最大化するのが経営の目的である」(1点)と「株価は企業の総合評価指標であるから、それに目配りはするが、経営目的とはしない」(7点)。株主派の変化は▲1.8、従業員は変化無しの0.0である。

なお、9つの枝間の中で「(1)従業員に対する意識」だけが、他の8つとは些か様相を異にしているのは面白い。ここでは「従業員は企業の利益をあげるためのインプットである」(1点)と「従業員は企業という場で仕事を一緒にしながら共に育つ仲間である」(7点)が両極をなす。総合主権観のレベルで株主主権シフトが見られる中で、この側面についてはシフトの程度がかなり小さい。231社全体の変化はわずか▲0.1であり、9項目中最小である。株主派(64社)においてもそれは同じである。従業員派(57社)に至っては、+0.5と唯一明らかな「従業員主権シフト」を見せている。

以上のことから、一般に言われているように日本企業の主権観における株主主権的な考え方が色濃くなったことは確かであるが、それは専ら現時点における株主派が、主として株主や株価に対する考え方そのものをシフトさせた結果であり、必ずしも斉一的な現象とは限らないことが示唆される。

これを受けて、以下、本稿では、第4節で(現時点における)株主や株価に対するスタンス、第5節で株主と従業員のバランスのあり方について、それぞれ調査結果を分析し、検討していく。いずれも株主派と従業員派の対比を軸にしつつ、回答企業全体の動向にも注意する、というスタイルになる。

³ 「10年前」の回答が得られなかった企業(株主派)が1社ある。

それに先立ち、次の第3節で回答企業の属性について概観しておこう。

第3節 回答企業の属性とその党派別特徴

【表2】は回答企業の基本属性（データは2004年度単体）をまとめた表である。

まずは、232社全体の特徴を概観しておこう。規模についてみると、売上高は9億2500万円から8兆2000億円まで大きな幅がある。平均は2,300億円である。従業員数で見ると、17人から13万人とこれまた幅がある。回答企業が特株会社である場合、（単体の）人数が少なくなるのはやむを得ない。3,600人が平均である。

収益性については、ROE（税引後当期利益÷自己資本）で平均8.2%。直接の回答項目ではないので表には載せていないが、ROS（営業利益÷売上高）の単純平均は7.0%となっている。

国際性という点で見ると、海外売上高比率は平均13.8%である。この比率が0である企業が60社（25.9%）ある⁴。外国人持株比率の平均は9.4%。最も高い企業で65%である。

以上のような全体像を踏まえた上で、次に株主派と従業員派に属する企業の特徴をみてみることにしよう。

【表2】のデータを元に、各項目の中位数について中間派のそれを1としたときの株主派・従業員派の値が、【図2】に示されている。

この図をみると、株主派も従業員派も、中間派に比べれば規模の面では小さめである（1.00を下回っている）ことがわかる。収益性の面ではROEが中間派比どちらも1.2弱であり、若干高めになっている。ROSの中位数でも、中間派3.4%に対して株主派4.6%、従業員派4.8%と相対的に高い水準であり、スマイルカーブを描いている。主権観の旗幟を鮮明にしている企業は、比較的規模は小さめで高収益というイメージである。

このイメージは、従業員主権派の方がより強く呈している。株主派と従業員派を比較すると、規模では同等か株主派が従業員派を若干上回る（中位数では従業員派が上回る項目もあるが、平均値をも勘案するとこのように言えよう）。それに対して、収益性では従業員派が株主派を若干上回っている。

この両者を国際性の点で比較すると海外売上高比率では従業員派が、外国人持株比率では株主派が、それぞれ相手よりも高い水準にある。株主派企業の外国人持株比率が高いというのは、直感的にも納得がいく。ただ、株主派を株主派たらしめているのは、一般に株主の権利を強く主張する外国人株主の存在だけではないようである。これらの企業の中には、親会社あるいは筆頭株主（もちろんそれが外国の企業・投資家である場合もあるが）の比較的強い影響下にある企業も少なくない。

【表3】は筆頭株主に関する回答の結果をまとめた表である。「①筆頭株主の属性」に見られるように、「親会社（日本企業）」が筆頭株主である割合は、従業員派に比べて株主派の方が4ポイントほど高くなっている。

「②筆頭株主の持株比率」でも、株主派は相対的に高い。しかも③にあるように、筆頭株主が自社の取締役になっている企業の割合は、54.8%に達する。中間派、従業員派とも過半数を明らかに割り込んでいるのとは対照的である。筆頭株主には親会社以外にも創業者一族などの場合も含まれるが、いずれにしても支配力の明確な大株主が存在するケースが、株主派には多いと言える。

その一つの証左は、社長選任のプロセスにも現れている。株主派では、明確なオーナーが相対的に大きな

⁴ ただしここでは単独ベースでみているので、実際には子会社等によって海外展開している企業も散見される。

役割を果たしていることが見て取るからである。現経営トップが社長に選任される時、a) その人選に誰が最も強い影響力をもったと思われるか、b) 社長就任の打診を最初にしてきたのは誰かという2つの問いに対する答えの分布が、【表 4】に示されている。a)、b)共に最も多いのは「当時の社長」である。回答企業全体でみれば、これに「当時の会長」が続く。ところが株主派をみると、「当時の社長」に次ぐのはa) も b)も「親会社」なのである⁵。

もう一つ興味深いことがある。1990年代以降直近までの株式持ち合いの程度の変化を尋ねた設問に対する答えである（【表 5】）。大きなトレンドはもとより株式持ち合いを弱める方向である。ただ、そうした中であって、株主派には持ち合いをむしろ強めたという企業が12.7%（=7.9%+4.8%）存在する。これは中間派・従業員派と比べると明らかに高い水準である。持ち合いを強化したから株主主権シフトしたのか、株主主権シフトしたから持ち合いを強化したのか。素直に考えれば前者であろう。株主派は、（株主主権が本来のあるべき姿であるという内発的動機に基づくというよりは）「存在感ある株主」を持っているケースが多く、それゆえにこそ株主派になっている、と見るのがよさそうである。

第4節 株主・株価へのスタンス

第2節の末尾で指摘したように、株主主権シフトは専ら現時点の株主派において顕著に見られる現象である。それは主として彼らが抱く株主や株価に対する意識の高まりによるものであった。他方で、株主重視と引き替えに従業員軽視へと舵を切ったわけでは必ずしもないことも窺えた。

この節では、このうち株主・株価について、具体的にどのような見方を回答企業がとっているのかを、検討していく。前半で株主に対する見方、後半では株価に対する見方を取り上げる。

株主に対する見方を【表 6】に一括してある。①欄をみてみよう。「自社の株主には短期的な売買を目的にしている投資家が多い」というステートメントに対する評点（7点尺度：「1」が「全くその通り」）の回答者全体の平均は4.7であり、中立よりはわずかに否定的である。注目したいのは、党派別にみたときに株主派は他の2派よりも、「自社株主は短期投資家」という見方が若干強いことである。これに否定的な立場をとった（＝「6」か「7」を選択した）人の割合は、株主派の29.2%に対して、中間派で37.0%、従業員派は42.9%にのぼる。株主派にあっては、「4：どちらとも言えない」の割合が目立って高い。「自社における短期株主の優勢」を明らかに否定できる人が、相対的に少ないのが株主派の一つの特徴と言えよう。

その一方で、株主派は、株主の声をよく聴くべきだという思いをことのほか強く持っている。「自社の経営に対する株主からの声には真摯に耳を傾けるべきだと考えている」というステートメントに対する評点（同）は、株主派平均が1.8であり、これを肯定すること極めて強い。

従って、株主派は自社の株主には短期志向の投資家が少なくないのかもしれないと感じながら、同時に株主の声には耳を傾けるべきだと強く思っているということになる。

株主重視の姿勢は、もちろん株主派以外にもみられる。そうした姿勢は、この表の①欄のみならず、前出【表 1】の②や⑨からも見て取れる。

では、株主重視の姿勢を具体化するためにはどんなことが重要だと考えられているのだろうか。これに関する問への回答結果が【表 6】の②欄にまとめてある。「業績向上」（それゆえの株価上昇もここに含意される）

⁵ このほかに「その他」との回答がa)9票、b)13票あったが、そのうちa)6票、b)8票は（本来なら「創業者一族」とされるべき）「創業者」と答えている。

が最多(43.6%)を占めるのは取り立てて驚くにあたるまい。目を引くのは「情報開示」が2番目に多い(27.5%)ことである。3位の「増配」をわずかながらも上回っている。多くの機関投資家が増配や(ここでは選択肢に入れなかったが)自社株取得・償却による「株主還元」を求めている状況下⁶、企業の側では株主重視といってもそこまでは踏み込まず、むしろ情報開示によってその姿勢をアピールしたい、ということなのであろう。この点、株主派・中間派・従業員派とも大差ないことは(他の設問ではたいてい温度差があるのに、ここではそうではないから)面白い。

ところで、その機関投資家の台頭が近年著しく、それがコーポレート・ガバナンス議論に刺激を与え、株主重視の流れを生んできたことは周知の通りである。日本では1990年代後半以降、とりわけ海外の機関投資家の進出が大きなインパクトを与えた。そこでこの調査では、こうした機関投資家が実際どのような手段で経営に影響を与えうるかを尋ねてみた。【表6】の③欄を見ていただきたい。

最も多いのは「彼ら(外国人株主等の機関投資家)の売買行動が株価を変化させることを通じて経営に影響を与える」であった。特に従業員派では、過半数の51.8%がこれを選択している。それに比べると株主派でこれを選んだのは38.2%とかなり少ない。その代わり「株主総会での議決権の行使を通じて、経営に影響を与える」を、従業員派より目立って多い28.4%が選んでいる。

「売買を通じ株価に影響」というのは、間接的な影響経路である。ところが「議決権行使」、それに「取締役会の選出を通じて経営に影響を与える」というのは、機関投資家から経営に対して直接的な影響が及ぶことを意味している。「議決権行使」と「取締役選出」の合計比率は、株主派:32.3%、中間派:29.3%、従業員派:22.9%であり、株主派が従業員派を10ポイント上回っている。株主派は機関投資家からの直接的脅威をより強く感じているのである。

一方、「売買を通じ株価に影響」という経路は間接的とはいえ、最も多くの企業が念頭においている機関投資家の影響経路であった。ではそうした株価というものについて、彼らはどのように考えているのだろうか。

【表7】に株価に対する見方のデータがまとめてある。

自社の株価水準をどの程度気にしているかが、①欄に示されている。「株価水準が気になる」というステイメントに対する評点(7点尺度:「1」が「全くその通り」)は、回答者全体の平均で2.3であり、当然とは言え、企業は相当程度株価を気遣っていることがわかる。党派別の内訳を見ると、「1」か「2」(それぞれ「極めて気になる」、「かなり気になる」に相当する)を選んだ合計割合は、株主派では75.4%に達している。中間派のそれは61.1%、従業員派に至っては48.2%であり、ひととき株主派が株価を注視していることがよくわかる。

なぜ株価が気になるのか。それを「もし株価が下がったときに何か懸念されるのか」という聞き方で尋ねた(【表7】②欄)。経営不振疑惑、すなわち「経営状態がよくないのではないかと外部から思われてしまう」というのが最多(回答企業全体の平均で45.7%)であった。株価下落が教科書的に意味するのは敵対的買収の脅威が増すということであろう。確かに「TOBをかけられる可能性が高くなる」(同27.2%)は2番目に多く選ばれている。しかし経営不振疑惑の懸念には大きく水をあけられている。本調査票を配布したのは先述の通り2005年2月下旬である。ライブドアとフジサンケイグループとの攻防が勃発(ライブドアによるニッポン放送株35%取得の報道は2月8日)し、「日本でもいよいよ敵対的買収が一般化するか」と騒がれ出した時期である。それでもなおTOBへの懸念はこの程度であった⁷。

⁶ 例えば「平成17年度生命保険協会アンケート調査 株式価値向上に向けた取り組みについて」(社団法人生命保険協会)

⁷ もちろんTOBのかけられやすさは株価(や時価総額)のみならず、安定株主比率などの株主構造にも依存するのではあるが。

ここから読み取れるのは、株価というものがいわば経営のスコアカードの意味をもっており、実務家もこの点を強く認識しているということである。かつての日本ではそもそも株価に対する経営者の意識はそれほど高くはなかったものの、同業他社との株価比較にだけは経営者も極めて敏感であったとはよく言われることである。株価への意識が高まった現在もなお、そうしたスコアカードとしての意味は健在なのであろう。

②欄を党派別に見てみると、スコアカード的意識の強さは従業員派においてより顕著なことがわかる。株主派でこれを選んだ回答者の割合は10ポイントも低い。その分TOB懸念の割合が高いのは、彼らが株主側から現実的な圧力を感じているという、これまで何度か指摘したことと整合的である⁸。先の株主に対する見方における話も考え合わせると、株主派の中には、株主主権をあるべき姿として内発的に自社の理念に据えているというよりは、現実の要請によってやむなく株主派になっているというところがじつは少なくないのではないかと、ということになる。

第5節 株主と従業員のバランス

前節ではもっぱら株主（およびそれに関連する株価）に焦点を当てた。この節では、企業の本源的インプットのもう一方の提供者たる従業員をも視野に入れ、株主と従業員という2つの焦点をもって現在の日本企業の主権観のありようをより立体的に究明していきたい。現実においても、単に株主の利害にどう対処するかではなく、株主の利害と従業員の利害のバランスをどうとるかが経営上の本質的な問題である。

これについて、“事後の観点から” 実際どのように両者をバランスさせているかを直接聞き出すのは、様々な困難があると思われる。そこで我々は“事前の観点から”、経営者の意思決定に際して、経営者はどの利害関係者の眼が気になるか、というタイプの質問をいくつか投げかけた。そうした“事前の” 配慮のバランスが、意思決定の結果にそのまま反映されるとは限らないが、経営者による株主・従業員間のウエイト付けを知る一つの重要な手だてになると考えた。

【表8】を見てみよう。①欄は、経営者の意思決定に株主の眼と従業員の眼のどちらがより影響を与えるかを尋ねた問いの結果である。回答企業全体で見ると、ほぼ4分の3が「株主の眼」と答えている。ただ、党派別の内訳をみると明らかな差があり、株主派では90%を超えているのに対して、従業員派では半数を割り込んでいる⁹。

これよりも少し具体的かつ詳細にこのあたりの意識を尋ねたのが【表8】②欄である。経営者が、既存事業分野において、自分の在任中最大規模になろうと思われるほどの大規模な設備投資を意思決定する場面を想定し、その場面で意向が気になる利害関係者を3者選んでもらう、というものである。

最も回答が多かったのは、「当該案件に直接関わる社内取締役・経営幹部」であった。しかもこれはどの派でも大差ない。

次に、いま<株主>と<従業員>のバランスを問題にしているので、それに関係する選択肢に着目しよう。この問いで、「機関投資家」と「その他大株主」、「一般投資家」を合わせたのが<株主>、「従業員」と「労

⁸ とはいえ、本問の回答方法は択一ではなく2つまで選べるようになっている。それにもかかわらず経営不振疑惑への懸念の割合がこの程度の水準であるということには留意しておきたい。

⁹ この回答結果には、株主派、従業員派、それぞれの特徴が素直に反映されていると言える。ただ、従業員派でも「株主の眼」をより重要とする回答が過半数に迫っているのは、意外の感がないでもない。この点については、本節の終わりで触れる。

働組合」を合わせたのが〈従業員〉と考えてよい¹⁰。従業員派については、〈株主〉を気になる利害関係者として挙げたのが24.6% (=8.8%+14.0%+1.8%)、〈従業員〉を挙げたのが28.1% (=24.6%+3.5%)であり、〈従業員〉の割合がやや上回っている。株主と従業員のバランスは、この表の①欄におけるそれ(株主:従業員=48.1:51.9)とほぼ相似である。他方、株主派については、〈株主〉が38.5%、〈従業員〉が16.9%となっており、①欄における株主派の株主・従業員バランス(93.5:6.5)とはかけ離れている。株主派は、経営陣の意思決定に9割の人が(従業員の眼よりも)重要だといっている「株主の眼」が、大規模設備投資という重要な意思決定の場面を想定したときに気になると答えている人はせいぜい3分の1強に過ぎないのである。②欄の設問は、二者択一である①欄のそれとは異なり三択である上に、選択肢の数も多いのだから、前者でも〈株主〉が9割選ばれなければおかしい、などとはもちろん言えない。しかしそうではあるにせよ、彼らにしては〈株主〉の比率が過小である感は否めない。

ここから読み取るべきは、建前と本音の乖離に揺れる株主派の心情ではないかと我々は考えている。株主の眼か、従業員の眼か、というようなそのものズバリを問う教科書的な質問に対しては、表向き「株主の眼が気になる」と答えながらも、重要な意思決定局面での関係者の意向という、現実の経営プロセスに立ち入った実際的な質問に対しては自ずと本音が出ている、ということである。

株主派もまた一方で十分に従業員を重視していることは、【表9】に示した諸々のデータからもわかるであろう。いずれにおいても、株主派と従業員派の間に(表8におけるような)大きな差異はみられず、従業員の重要さが認識されている。

建前としての株主主権、本音としての従業員主権。この間の乖離は、かように株主派において顕著である。これまで述べたように、彼らが内発的に株主主権の規範性を認めているからというよりも、現に何らかの意味で影響力のある大株主に直面しているからこそ、この立場をとっているらしいことが、その背景にあると思われる。

もっとも、「乖離」は株主派だけにみられるものではない。従業員派にしても、「株主の眼」が「従業員の眼」よりも重要との回答が半数に迫っているという前出の結果には、建前がかなり前面に出てきているとの印象を受ける。

そうした観察を踏まえて、改めて回答企業全体のデータに目を転じると、建前(株主主権)と本音(従業員主権)の乖離は、今回の調査結果の至る所に現れている。既に見た【表8】①欄と【表9】①欄などの他、第2節で取り上げた【表1】の中にも散見される。その一部をグラフにした【図3】(併せて【表1・付属資料】)を見られたい。問1(2)は正面から教科書的に株主の重要さの程度を尋ねた問いである。それに対して、問1(3)と問1(4)は業績悪化時の対応、経営者不適格のケースといった、ある種生々しい選択を迫る問いである。前者は建前、後者は本音に近いところを質すとみなせよう。株主寄りの回答(7点尺度の1、2、3の合計)は、問1(2)では70%であるのに対して、問1(3)で22%、問1(5)で28%である。後二者で目立つのは、7点尺度の4(どちらとも言えない)の多さである。建前ほどには明確な態度が出せない悩ましさが窺われる。

¹⁰ 「取引銀行」や「取引先」が〈株主〉であることは頻繁にあるが、ここでは両者を区別する。また、「社内取締役」の類は日本では〈従業員〉の一部とみなされるが、これもここでは区別する。

第6節 おわりに

以上のことをごくシンプルに捉えれば、次のようにまとめられる。①日本企業が抱く主権観において、株主主権的な見方が近年強くなってきたことが認められるが、②それは斉一的な変化では必ずしもなく、もっぱら現在の株主派企業において顕著に見られる現象であり、③しかもそれは主として株主や株価の重視という側面で進展している。他方で、④従業員の役割に係る側面では従業員派企業のみならず、株主派もある程度は、その役割を重視する姿勢を保持している。⑤株主派には明確な影響力を自社に及ぼす（と自らが判断する）株主がいるケースが相対的に多く、まさにそうした事情が株主派的立場をとらせているのであって、必ずしも内発的に株主主権の規範を信奉しているわけではないように見受けられる。⑥建前としての株主主権と本音としての従業員主権の間の乖離が、上記④、⑤からとりわけ株主派に顕著に見られるが、これは程度の差こそあれ従業員派にも妥当し、それゆえ日本の上場企業全般にも関わる主権権上の本質的なジレンマとなっている。

今後は、以上のような仮説的発見事実を詳細に検証することが一つの課題となる。併せて、こうした日本の実態をより立体的に把握するためにも、国際比較調査が極めて有用であろう。我々はすでに米国とドイツの主要企業に対する同様の調査を実施し、これから分析を始めようとしているところである。

そこからのさらに発展な研究課題をもあげるとすれば次の諸点があげられる。第一に、このような本音と建て前の間のジレンマが、過去数年の日本企業の統治と経営にいかなる影響を与えてきたのか、第二に、今後の株式所有構造の変化が日本企業の主権観とジレンマにどのように作用するのか、である。

【表1】企業主権観の現状と過去10年間の「変化」

①欄	現在	全 体	株主派	中間派	従業員派
(1) 従業員に対する意識		5.3	4.2	5.6	6.1
(2) 株主に対する意識		3.1	2.3	2.9	4.5
(3) 業績悪化時の対応		4.2	3.2	4.4	5.0
(4) 通常時の対応（配当対人件費）		3.7	2.8	3.7	4.9
(5) 通常時の対応（経営者退陣）		4.3	3.2	4.6	5.1
(6) 株価に対する考え方		3.4	2.3	3.3	4.8
(7) 利益の機能		4.1	3.1	4.0	5.3
(8) 米国型Gv. へのスタンス		3.9	3.4	3.8	4.8
(9) 企業は誰のものか		3.1	2.3	3.2	4.0
総合主権観（上記9問への回答の平均）		3.938	3.0	4.0	4.9

②欄	10年前	全 体	株主派	中間派	従業員派
(1) 従業員に対する意識		5.5	4.9	5.7	5.5
(2) 株主に対する意識		4.2	4.2	4.2	4.4
(3) 業績悪化時の対応		4.7	4.2	4.8	5.0
(4) 通常時の対応（配当対人件費）		4.4	4.2	4.4	4.9
(5) 通常時の対応（経営者退陣）		5.0	4.6	5.1	5.2
(6) 株価に対する考え方		4.5	4.1	4.5	4.7
(7) 利益の機能		4.8	4.5	4.6	5.3
(8) 米国型Gv. へのスタンス		4.9	4.7	4.9	5.2
(9) 企業は誰のものか		4.0	3.9	3.8	4.3
総合主権観（上記9問への回答の平均）		4.7	4.3	4.7	4.9

③欄	現在と10年前の差（=現在-10年前）	全 体	株主派	中間派	従業員派
(1) 従業員に対する意識		-0.1	-0.7	-0.2	0.5
(2) 株主に対する意識		-1.1	-1.9	-1.2	0.1
(3) 業績悪化時の対応		-0.5	-1.1	-0.4	0.0
(4) 通常時の対応（配当対人件費）		-0.7	-1.4	-0.7	0.0
(5) 通常時の対応（経営者退陣）		-0.6	-1.4	-0.5	-0.1
(6) 株価に対する考え方		-1.1	-1.8	-1.2	0.0
(7) 利益の機能		-0.7	-1.5	-0.6	0.0
(8) 米国型Gv. へのスタンス		-1.0	-1.3	-1.1	-0.4
(9) 企業は誰のものか		-0.8	-1.6	-0.6	-0.3
総合主権観（上記9問への回答の平均）		-0.7	-1.3	-0.7	0.0

*数字は株主主権的立場と従業員主権的立場を両極とした場合の、回答者自身の立場の程度を示す。

7点尺度で尋ねており、数字が1に近いほど株主的、7に近いほど従業員主権的、中間の4であれば中立的。

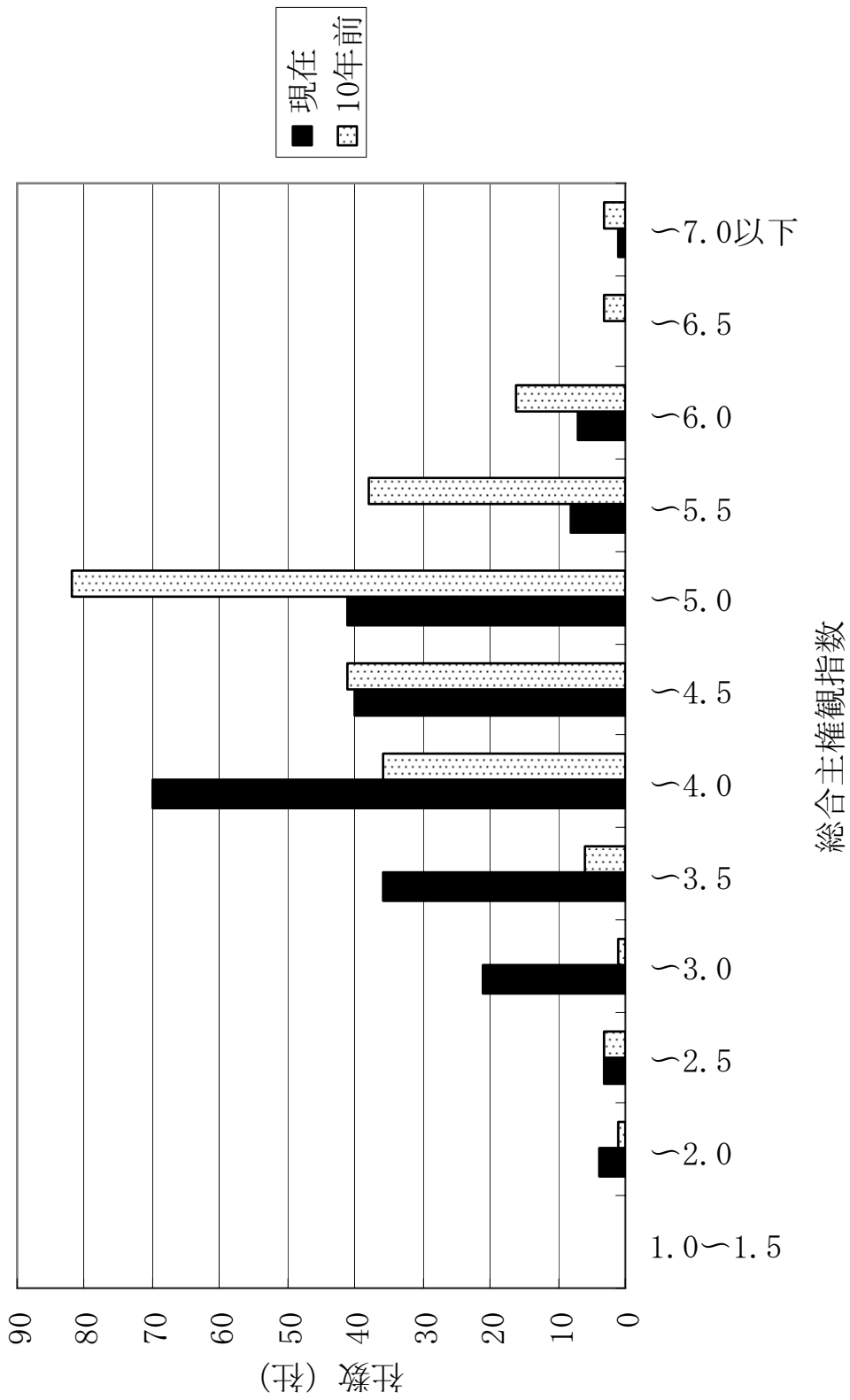
**「株主派」「中間派」「従業員派」の定義は本文参照。

【表1・付属資料】（本調査の問1全文）

問1：以下の（1）～（9）では、それぞれガバナンスについての2つの対極的な見方を提示し、一方を1、他方を7としています。あなたご自身は、この両極のどちらにどの程度近い考えをお持ちですか？最も近いもの1つに○印をおつけください。（※印刷時には、1.の文を7点尺度の左側に、7.の文を右側各問とも、回答欄は(a)、(b)、2つあります。(a)は10年前、(b)は現在の、あなたの考えをお答えください。10年前については、おおよそのところを思い出してご回答いただければ結構です。

- (1) 従業員に対する意識
1. 従業員は企業の利益をあげるためのインプットである
 7. 従業員は企業という場で仕事を一緒にしながら共に育つ仲間である
- | | | | | | | | |
|----------|---|---|---|---|---|---|---|
| (a) 現在 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| (b) 10年前 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
- (2) 株主に対する意識
1. 株主は企業の最終権力保持者として、最優先されるべき存在である
 7. 株主は企業に対する外部の資金提供者として、一応尊重する必要がある
- | | | | | | | | |
|----------|---|---|---|---|---|---|---|
| (a) 現在 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| (b) 10年前 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
- (3) 業績悪化時の対応（株主と従業員とどちらを優先するか・その1）
1. 業績が悪化した場合、まずは従業員のリストラを行い、株主への配当は維持する
 7. 業績が悪化した場合、まずは配当をカットして、従業員の雇用は維持する
- | | | | | | | | |
|----------|---|---|---|---|---|---|---|
| (a) 現在 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| (b) 10年前 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
- (4) 通常時の対応（株主と従業員とどちらを優先するか・その2）
1. 人件費は他の経費と同様、極力削減するようにして、利益を大きくし、株主に報いることを優先する
 7. 配当はせいぜい資金調達に支障をきたさない程度におしとどめて、従業員への分配や彼らの将来の仕事の場の確保のための投資を優先する
- | | | | | | | | |
|----------|---|---|---|---|---|---|---|
| (a) 現在 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| (b) 10年前 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
- (5) 誰が経営者の首をきるのか：経営者として不適格である場合
1. 株式市場や株主の圧力で経営者に辞任を余儀なくさせるのがよい
 7. 社内の役員や従業員の声といった内部圧力をじんわりとかけるが、経営者の進退は自らに決めさせ
- | | | | | | | | |
|----------|---|---|---|---|---|---|---|
| (a) 現在 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| (b) 10年前 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
- (6) 株価に対する一般的な考え方
1. 株価は株主価値の指標であり、それを最大化するのが経営の目的である
 7. 株価は企業の総合評価指標であるからそれに目配りはするが、経営目的とはしない
- | | | | | | | | |
|----------|---|---|---|---|---|---|---|
| (a) 現在 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| (b) 10年前 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
- (7) 利益の機能
1. 利益は株主還元の原因である
 7. 利益は経営能力のスコアカードである
- | | | | | | | | |
|----------|---|---|---|---|---|---|---|
| (a) 現在 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| (b) 10年前 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
- (8) アメリカ型ガバナンスへのスタンス
1. グローバル資本主義時代の必然として、株主重視のアメリカ型コーポレート・ガバナンスを受け入れ
 7. グローバル資本主義時代だとしても、株主重視のアメリカ型コーポレート・ガバナンスは受け入れ
- | | | | | | | | |
|----------|---|---|---|---|---|---|---|
| (a) 現在 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| (b) 10年前 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
- (9) 会社は誰のものか
1. 株主が誰であれ、会社は株主のものである
 7. 会社はそこにコミットしている従業員のものである
- | | | | | | | | |
|----------|---|---|---|---|---|---|---|
| (a) 現在 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| (b) 10年前 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |

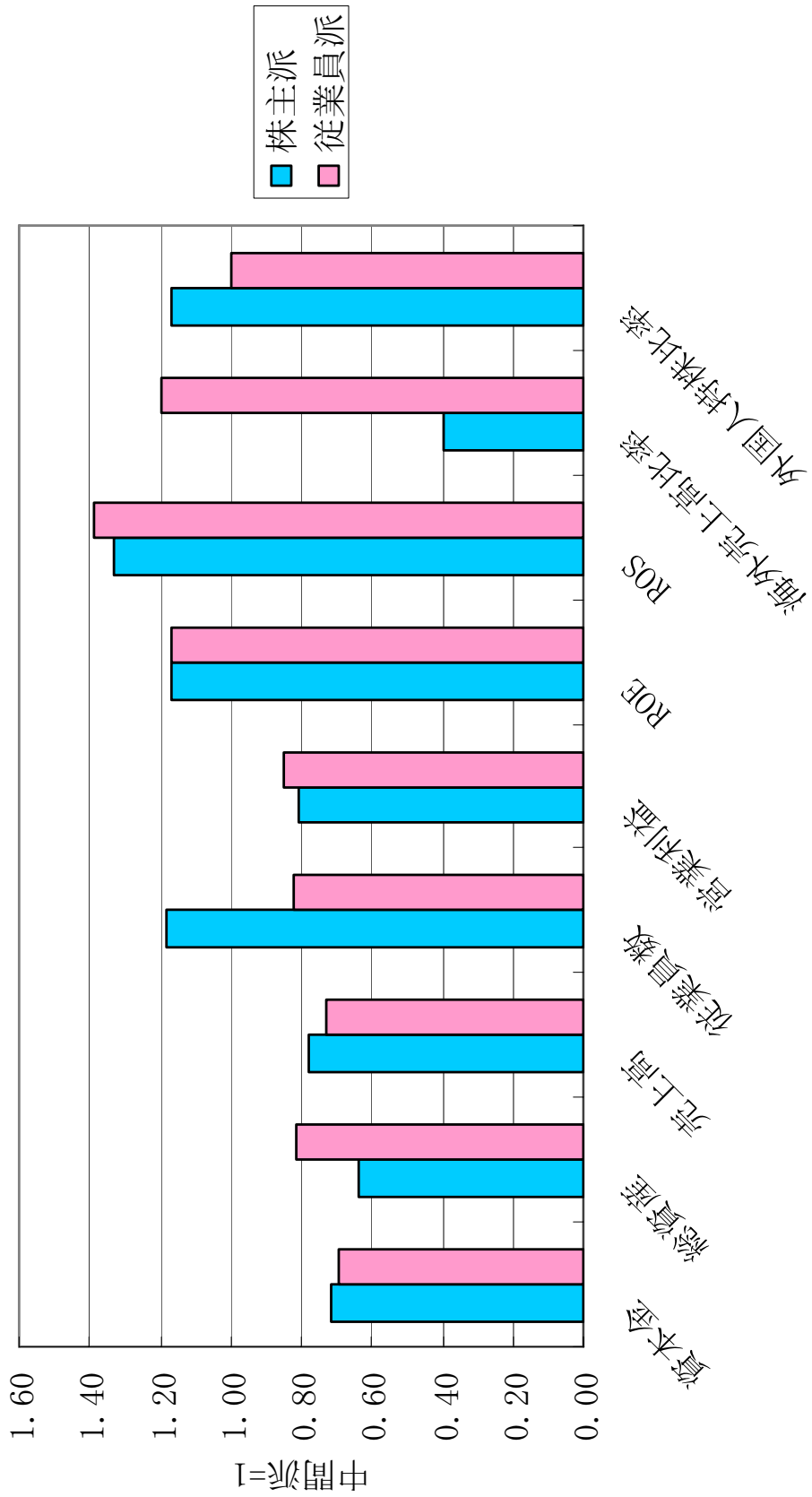
【図1】 総合主権観の社数分布



【表2】回答企業の属性

		全 体	株主派	中間派	従業員派
資本金 (百万円)	平均	22,979	17,681	30,343	14,508
	標準偏差	54,281	38,844	70,606	20,786
	最大値	489,320	274,926	489,320	86,700
	中位数	7,623	6,882	9,627	6,665
	最小値	427	427	500	500
総資産 (百万円)	平均	362,481	256,504	506,718	201,737
	標準偏差	1,091,287	946,061	1,371,733	367,299
	最大値	8,328,768	6,990,771	8,328,768	2,114,426
	中位数	76,157	60,105	94,515	76,999
	最小値	19	409	77	19
売上高 (百万円)	平均	226,619	163,837	295,943	161,457
	標準偏差	643,886	405,612	856,712	249,298
	最大値	8,162,600	3,013,164	8,162,600	1,039,551
	中位数	67,494	65,164	83,548	60,935
	最小値	925	925	1,333	1,411
営業利益 (百万円)	平均	13,420	6,950	19,852	8,730
	標準偏差	49,206	14,176	69,443	18,943
	最大値	600,144	94,507	600,144	119,700
	中位数	3,406	3,165	3,913	3,338
	最小値	31	31	94	121
ROE (%)	平均	8.2	9.2	6.9	10.0
	標準偏差	6.84	7.36	5.63	8.01
	最大値	34.0	32.0	34.0	32.0
	中位数	6.0	7.0	6.0	7.0
	最小値	1.0	1.0	1.0	1.0
海外売上高比率 (%)	平均	13.8	11.4	15.4	13.3
	標準偏差	19.33	18.84	20.76	17.16
	最大値	85.0	65.0	85.0	61.0
	中位数	5.0	2.0	5.0	6.0
	最小値	0.0	0.0	0.0	0.0
外国人持株比率 (%)	平均	9.4	9.9	9.8	8.2
	標準偏差	10.03	9.95	10.74	8.66
	最大値	65.0	47.0	65.0	39.0
	中位数	6.0	7.0	6.0	6.0
	最小値	0.0	0.0	0.0	0.0
従業員数 (人)	平均	3,561	2,678	4,489	2,738
	標準偏差	10,124	4,986	13,783	4,197
	最大値	131,600	32,412	131,600	24,861
	中位数	1,100	1,303	1,103	907
	最小値	17	17	27	30

【図2】株主派・従業員派の中間派=1の中位数比較



【表3】筆頭株主について

①筆頭株主の属性

	全 体	株主派	中間派	従業員派
主要取引銀行	6.6%	4.8%	6.5%	8.8%
機関投資家（国内）	17.2%	14.5%	20.4%	14.0%
機関投資家（海外）	3.5%	4.8%	2.8%	3.5%
親会社（日本企業）	19.4%	21.0%	19.4%	17.5%
親会社（外国企業）	0.4%	0.0%	0.9%	0.0%
（親会社以外の）主要取引先	13.2%	12.9%	13.9%	12.3%
創業者一族	20.3%	21.0%	15.7%	28.1%
政府	0.4%	0.0%	0.9%	0.0%
自社従業員持株会	0.9%	0.0%	0.0%	3.5%
自社（自己株式）	1.8%	3.2%	0.0%	3.5%
その他	16.3%	17.7%	19.4%	8.8%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

②筆頭株主の持株比率（単位：％）

	全 体	株主派	中間派	従業員派
平均	19.9	21.7	18.9	20.0
標準偏差	16.29	17.12	14.78	18.11
最大値	72.4	72.2	64.3	72.4
中位数	13.7	16.4	12.2	13.6
最小値	0.7	4.9	0.7	3.5

③自社取締役筆頭株主出身者がいるか。

	全 体	株主派	中間派	従業員派
はい	46.0%	54.8%	43.5%	40.7%
いいえ	54.0%	45.2%	56.5%	59.3%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

【表4】社長選任プロセスでの影響力

	a) 社長選任に最も影響力の強かったと思われる人				b) 社長就任を実際に打診してきた人			
	全 体	株主派	中間派	従業員派	全 体	株主派	中間派	従業員派
当時の社長	58.5%	55.6%	58.7%	61.2%	66.3%	62.3%	66.7%	70.0%
当時の会長	15.9%	11.1%	16.3%	20.4%	13.3%	7.5%	12.9%	20.0%
経営者OB	2.1%	1.9%	1.1%	4.1%	1.0%	1.9%	1.1%	0.0%
指名委・諮問委等	1.0%	0.0%	1.1%	2.0%	1.5%	0.0%	2.2%	2.0%
取締役会・常務会	5.1%	3.7%	6.5%	4.1%	1.0%	1.9%	1.1%	0.0%
主要取引銀行	0.5%	0.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
主要取引先	0.5%	0.0%	1.1%	0.0%	0.5%	0.0%	1.1%	0.0%
親会社	10.8%	14.8%	12.0%	4.1%	9.2%	13.2%	8.6%	6.0%
創業者一族	1.0%	1.9%	0.0%	2.0%	0.5%	0.0%	1.1%	0.0%
機関投資家	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
監督官庁	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
その他	4.6%	11.1%	2.2%	2.0%	6.6%	13.2%	5.4%	2.0%
n/a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

【表 5】 1990年代以降の株式持ち合いの変化

	全 体	株主派	中間派	従業員派
かなり弱めた	40.6%	39.7%	39.6%	43.6%
若干弱めた	32.1%	28.6%	35.8%	29.1%
あまり変わらない	21.9%	19.0%	21.7%	25.5%
若干強めた	3.6%	7.9%	2.8%	0.0%
かなり強めた	1.8%	4.8%	0.0%	1.8%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

【表6】株主に対する見方

①欄	「当社株主は短期売買投資家が多い」	全体	株主派	中間派	従業員派
		平均	4.7	4.5	4.8
標準偏差	1.30	1.29	1.28	1.33	
最大値	7	7	7	7	
中位数	5	4	5	5	
最小値	1	2	1	2	
選択肢毎の回答分布					
全くその通り	1	0.4%	0.0%	0.9%	0.0%
	2	5.2%	9.2%	2.8%	5.4%
	3	11.8%	9.2%	13.0%	12.5%
どちらともいえない	4	27.1%	36.9%	25.9%	17.9%
	5	19.2%	15.4%	20.4%	21.4%
	6	32.3%	27.7%	32.4%	37.5%
全く違う	7	3.9%	1.5%	4.6%	5.4%
合計		100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
①欄	「経営への株主の声を傾聴すべき」	全体	株主派	中間派	従業員派
		平均	2.1	1.8	2.0
標準偏差	1.11	0.89	1.07	1.33	
最大値	7	5	7	7	
中位数	2	2	2	2	
最小値	1	1	1	1	
選択肢毎の回答分布					
全くその通り	1	33.6%	40.0%	34.3%	25.0%
	2	40.6%	41.5%	41.7%	37.5%
	3	18.3%	13.8%	17.6%	25.0%
どちらともいえない	4	3.9%	3.1%	3.7%	5.4%
	5	1.3%	1.5%	0.9%	1.8%
	6	1.3%	0.0%	0.9%	3.6%
全く違う	7	0.9%	0.0%	0.9%	1.8%
合計		100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
②欄	「株主重視の経営」で最重要なこと（2つまで選択可）	全体	株主派	中間派	従業員派
		業績向上	43.6%	45.5%	42.1%
増配	26.0%	26.8%	26.6%	23.6%	
情報開示	27.5%	26.8%	28.5%	26.4%	
社外取締役選任	0.4%	0.0%	0.5%	0.9%	
株価連動報酬	1.3%	0.8%	0.5%	3.6%	
その他	0.4%	0.0%	0.9%	0.0%	
n/a	0.7%	0.0%	0.9%	0.9%	
③欄	外国人株主等の機関投資家はどんな手段で経営に影響を与えるか（2つまで選択可）	全体	株主派	中間派	従業員派
		取締役選出	2.5%	3.9%	1.2%
議決権行使	26.1%	28.4%	28.1%	19.3%	
売買を通じ株価に影響	43.0%	38.2%	41.5%	51.8%	
IR会合	24.2%	24.5%	25.1%	21.7%	
その他	1.7%	2.9%	1.2%	1.2%	
n/a	2.5%	2.0%	2.9%	2.4%	

数字（%表記の数字を除く）は妥当性スコア（1：全くその通り、4：どちらとも言えない、7：全く違う）

【表7】 株価に対する見方

①欄 「株価水準が気になる」				
	全 体	株主派	中間派	従業員派
平均	2.3	2.0	2.3	2.7
標準偏差	1.15	1.03	1.09	1.31
最大値	7	6	7	7
中位数	2	2	2	3
最小値	1	1	1	1
選択肢毎の回答分布				
全くその通り	1 24.0%	35.4%	22.2%	14.3%
	2 38.0%	40.0%	38.9%	33.9%
	3 28.4%	18.5%	29.6%	37.5%
どちらともいえない	4 4.4%	3.1%	5.6%	3.6%
	5 2.6%	1.5%	1.9%	5.4%
	6 1.7%	1.5%	0.9%	3.6%
全く違う	7 0.9%	0.0%	0.9%	1.8%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

②欄 自社株価低下で懸念されること (2つまで選択可)				
	全 体	株主派	中間派	従業員派
TOBを受ける	27.2%	29.9%	28.0%	22.2%
株式交換M&A困難に	6.7%	9.3%	5.1%	6.7%
資金調達コスト	18.5%	19.6%	17.7%	18.9%
経営不振疑惑	45.7%	41.1%	46.3%	50.0%
その他	0.8%	0.0%	1.1%	1.1%
n/a	1.1%	0.0%	1.7%	1.1%

数字 (%表記の数字を除く) は妥当性スコア (1: 全くその通り、4: どちらとも言えない、7: 全く違う)

【表8】 株主の視線・従業員の視線

①欄 経営陣の意思決定に影響を与える眼 (二者択一)				
	全 体	株主派	中間派	従業員派
株主の眼	74.7%	93.5%	77.1%	48.1%
従業員の眼	25.3%	6.5%	22.9%	51.9%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

②欄 自分の任期中最大規模と思われる設備投資の意思決定時に、 誰の意向が気になるか (3つまで選択可)				
	全 体	株主派	中間派	従業員派
会長	25.9%	29.2%	21.8%	29.8%
副社長などのNo.2	36.6%	35.4%	36.4%	38.6%
本件に係る社内取締役等	46.6%	47.7%	47.3%	43.9%
上記以外の社内取締役等	8.6%	7.7%	8.2%	10.5%
社外取締役	5.2%	4.6%	6.4%	3.5%
従業員	19.4%	16.9%	18.2%	24.6%
労組	1.3%	0.0%	0.9%	3.5%
機関投資家	11.6%	10.8%	13.6%	8.8%
その他大株主	19.0%	21.5%	20.0%	14.0%
一般株主	3.9%	6.2%	3.6%	1.8%
取引銀行	11.6%	6.2%	14.5%	12.3%
取引先	6.5%	9.2%	5.5%	5.3%
監督官庁	0.4%	0.0%	0.9%	0.0%
マスコミ・世間	1.3%	0.0%	2.7%	0.0%
その他	2.2%	4.6%	0.0%	3.5%
誰も気にならない	8.6%	6.2%	10.9%	7.0%
無回答	12.9%	12.3%	14.5%	10.5%

②欄の比率は回答数/社数

【表9】従業員をどう見るか

①欄	競争力の源泉	全体	株主派	中間派	従業員派
		資本設備等の有形資産	8.3%	10.9%	9.2%
	従業員の能力ややる気	91.7%	89.1%	90.8%	96.5%
	合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

②欄	経営陣の誤った意思決定が従業員の行動に与える影響	全体	株主派	中間派	従業員派
		組合通じた不満の声	9.3%	6.3%	10.4%
	やる気・忠誠心の低下	82.2%	89.1%	78.3%	81.8%
	離職増	5.3%	3.1%	5.7%	7.3%
	その他	1.3%	1.6%	1.9%	0.0%
	影響なし	1.8%	0.0%	3.8%	0.0%
	合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

③欄	「株主に対する透明性」と「従業員に対する透明性」のいずれが重要か	全体	株主派	中間派	従業員派
		対株主	12.1%	20.0%	10.9%
	対従業員	7.8%	3.1%	5.5%	17.9%
	両方重要だ	80.1%	76.9%	83.6%	76.8%
	両方重要でない	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

【図3】 主権観の捻れ？

