

# 株主重視のコーポレート・ガバナンスを 日本の従業員はどのように考えているのか

専修大学経済学部教授 宮本光晴

## 1. はじめに

日本のコーポレート・ガバナンスの変化を象徴するような出来事が続いている。ホリエモンのライブドアや村上ファンドによる敵対的企業買収の騒動だけではなく、伝統的日本企業の代表と目される企業によっても公然と敵対的企業買収が仕掛けられている。このとき仕掛けられた買収に対しては、経営者だけではなく従業員もこぞって反対する、というのが常なる光景のようである。これは敵対的な企業買収をめぐってのことだけではない。一般に日本企業の従業員は、外部の株主による

経営の支配や影響力の行使に反対すると考えられてきた。なぜなら従業員重視の経営を日本企業の本質と考える限り、外部の株主の介入に労使が共同で対抗するのは当然とみなされてきたからである。

果たしてこれは本当か。株主重視を掲げるコーポレート・ガバナンスに対して、日本の従業員は実際にどのようなことを考えているのだろうか。このことを労働政策研究・研修機構の調査に基づいて検討しよう。結果は予想外のものであった。日本の従業員は驚くべき高さと株主重視のコーポレート・ガバナンスに肯定の回答を示すのである。

## 2. 株主重視に対する 予想外の支持

まず、以下で使用するデータについて説明しよう。労働政策・研修機構が「企業の経営戦略と人事処遇制度等に関する総合的分析」として二〇〇四～二〇〇六年に行った企業および従業員アンケート調査に基づいている。企業アンケートは人事部に送付し、さらに回答企業に従業員アンケートを送付した。回答企業数は二二八〇社、回答従業員数は二八二三人であり、二二九九社において企業側回答と従業員側回答

の対応を得ることができた。調査目的の一つは、近年のコーポレート・ガバナンスの変化の下で日本企業の経営戦略と人材マネジメントはどのように変化しているのかに置かれ、それに即した設問が設けられた。ガバナンスに関する質問項目を簡単に指摘すると、経営に対して最大の発言を有しているのは誰か、経営の目標となるのはどのような指標か、そして過去五年間、「執行役員制の導入などのガバナンス改革」および「株主価値上昇」を重視してきたか、等々である。ただし回答企業のうち、公開企業は一九六社（一五・三％）、非公開企業が二〇六四社（八三・一％）というように、コーポレート・ガバナンスの問題を考察するには、サンプル企業が非公開企業に偏っているという制約がある。とはいえ、この種の調査が公開企業中心であったことを考えると、非公開企業を含めた貴重なデータであり、かつ二二九九社においてマッチングデータが得られた点は貴重であるといえる。

そこで、株主重視のコーポレート・ガバナンスを最も端的に表す項目として、過去五年間「株主価値上昇」と「執行役員制の導入などのガバナンス改革」をどの程度重視してきたのかを取り出

すと、表1の結果が得られる。回答は企業側のものであり、非常に顕著な特徴として、公開企業の約半数は、過去五年間、株主価値重視を経営の課題としてきたことを回答している。非公開企業に関しては約一割であるが、定義上、経営と分離した株主の存在を意識することは無いという意味で、回答自

表1 株主重視のガバナンス(企業側回答、%)

		重視してきた	どちらでもない	重視してこなかった
株主価値上昇	全企業	17.0	50.2	26.3
	公開	54.6	39.3	5.1
	非公開	10.7	55.4	33.9
ガバナンス改革	全企業	22.3	27.2	44.9
	公開	44.9	24.0	28.1
	非公開	19.2	29.0	51.8



体は不思議ではない。もう一つの、執行役員制の導入などのガバナンス改革に関して、ほぼ同じ回答がえられる。ただこの場合には、非公開企業でも約二割の企業は重視してきたとの回答を与えている。日本の場合、執行役員制の導入は、取締役と執行役を分離することにより、取締役会の意思決定力を強化することが目的とされているといえる。すると、経営の意思決定力の強化を目的とする以上、非公開会社においてもその比率は増大すると解釈できる。反対に、その必要をそれほど感じない企業は(約半数であるが)「重視してこなかった」との回答を示すのであろう。

では、同じく株主重視のガバナンスに従業員はどのように回答するのか。そこで企業調査と類似した質問として、「株式会社である以上、株主利益を高めることは認めるべきである」という従業員調査の項目を取り出し、これに対する回答を示すと表2のようになる。回答は五段階の形式で、「そう思う」と「どちらかといえばそう思う」を肯定の回答、「どちらかというそう思う」を否定の回答、「そう思わない」を否定の回答とした。また回答従業員の所属企業は企業調査の構成とほぼ同じであり、公開企業が約一五%、非公開企業が約八五%となる。

表2 株主重視のガバナンス(従業員側回答、%)

		肯定	どちらでもない	否定	わからない
株主利益増大	全企業	61.7	17.5	5.7	15.1
	公開	87.1	6.5	3.4	3.1
	非公開	57.0	19.6	6.1	17.3

表3 ガバナンスに対する従業員の考え(肯定の回答の比率、%)

	役員	部長	課長	係長	一般
株主利益を高めることは認めるべき	78.9	74.4	68.4	60.2	55.0
株主は従業員の利益を脅かす存在	5.4	11.6	10.5	11.2	9.0
株主は経営に介入すべきではない	21.6	32.9	19.8	17.8	14.7
株主は経営者をもっと強く監督すべき	24.3	29.7	33.4	36.8	34.2
従業員は経営をもっと強く監視すべき	21.6	48.3	51.5	54.7	48.9
	N=45	N=263	N=683	N=486	N=1288

員のうち六割以上は「株主利益を高めること」に肯定の回答を示している。公開企業の従業員に関しては、肯定の回答は八割以上に達する。非公開企業の従業員においても約半数が肯定の回答を示し、これは企業調査における公開企業の回答とほぼ同じとなる。いずれにせよ、株主重視のコーポレート・ガバナンスに対する従業員の支持は驚くほど高い。

ただし、企業側の回答は人事担当者であるのに対して、従業員側の回答は役員、部長、課長、係長、そして非管理職を含む。そこで、上記の質問以外に、関連した質問項目を取り出し、職位ごとに肯定の回答の比率を示すと、表3のようになる。予想されることであるが、「株主利益を高めることは認めるべき」に対する肯定の回答は、職位の上昇とともに強まる。役員や部長クラスでは肯定的回答は四人に三人の割合を示している。ただし、一般従業員においても半数以上は肯定の回答を示している。この裏返しとして、「株主は従業員の利益を脅かす存在」という設問に対する肯定の回答は極度に少ない。職位にかかわらず約一割を占めるに過ぎない。同じく「株主は経営に介入すべきではない」という設問に対して、肯定の回答は予想外に少ない。部課長クラスで二〜三割を占めるにすぎない。反対に、「株主は経営者をもっと強く監視すべき」に対する肯定の回答は予想外に高い。課長以下の従業員の約三分の一は肯定の回答を示している。さらに「従業員は経営をもっと強く監視すべき」に対しては、肯定の回答はより一層強まる。役員を除いた部長以下の従業員の約半数が肯定の回答を示している。

このように「株主利益を高めるべき」という意味での株主重視のコーポレート・ガバナンスに対しては、従業員は押しなべて肯定的な回答を示し、さらに「株主による経営の監視を強めるべき」という意味での株主重視のガバナンスに対しても、課長以下の従業員の約三分の一は肯定の回答を示している。ただし、ここから株主支配のコーポレート・ガバナンスが従業員によって支持されている、と簡単に結論付けることには留保が必要である。役員を除いた従業員は、株主による経営の監視よりもさらに強く、従業員による経営の監視を支持している。ここでは詳細を省くが、以上の傾向は、その半数が株主重視のガバナンスを標榜する公開企業において、より強く当てはまる。要するに従業員は、株主利益を高めることを認めたい一方で、経営を強く監視することを求めている。その役割を株主が担うことを支持すると同時に、それ以上に従業員が監視に加わることを求めている。果たしてこの背後にはどのような要因があるのだろうか。

### 3. コーポレート・ガバナンスと信頼

これまでに見た従業員の回答が予想外の結果であることは間違いない。バブル崩壊後、日本企業はコーポレート・ガバナンスと人材マネジメントの改革を進めてきた。前者は株主重視の経営への転換を図り、後者は雇用の流動化と成果主義の導入を図ってきた。前者の帰結が後者である、と断言はできな



いとしても（二つの関係を考察することが今回のJILPT調査の目的である）、後者の現実がかつてない雇用リストラであり、非正規雇用の拡大であり、そして個人々々に対する業績達成の圧力であるなら、従業員は前者の株主重視のガバナンスにも疑問の目を向けず、と考えることもできるだろう。しかしこのような予想はいとも簡単に裏切られた。

では回答従業員の半数以上が株主利益の追求を肯定する理由は何であるのか。予想外に多くの従業員が株主による経営の監視を求め、さらにそれよりも強く従業員による経営の監視を求めるとして、回答者は社会の支配的見解に

表4 経営に対する最大の発言者(構成比、%)

		株主	経営者	取締役会	メインバンク	親会社
全企業	現在	1.6	67.4	5.8	1.1	21.6
	今後	4.8	55.1	11.0	1.6	23.0
公開企業	現在	0.5	79.1	6.1	3.1	7.1
	今後	11.7	54.1	18.4	2.6	7.1
非公開企業	現在	1.7	65.6	5.6	0.9	26.0
	今後	3.7	55.3	9.7	1.6	27.8

無意識的に影響されるということがあろう。この点で、「株式会社である以上、株主利益を高めることは認めるべき」という言明は、この一〇年来の構造改革の中で繰り返し述べられてきた。ゆえに非管理職の従業員においてもその半数は、これを支配的見解として支持するのかもしれない。ただし、これによつては企業側回答と従業員側回答のギャップは説明できない。そして何よりも、従業員による経営の監視を支持する理由が説明できない。

これに対して、一つの手がかりとしては、ガバナンスの主体は依然として経営者であるということがある。表4

表5 ガバナンスと信頼（順位ロジット分析）

	株主利益	株主脅威	介入反対	株主監視	従業員監視
経営への信頼	0.162*	-0.267**	0.050	-1.074***	-1.054***
	(0.079)	(0.079)	(0.079)	(0.081)	(0.081)
Pseudo R2	0.001	0.002	0.000	0.029	0.029
	***P<0.001, **P<0.01, *P<0.05				

あるが、「現在」において圧倒的多数の回答は経営者である。「今後」に関しては、株主と取締役会の回答の比率が増大するとしても、半数以上は経営者であることに変わりはない。そしてまた、取締役会をガバナンスの主体と回答することは、先に見た執行役員制の導入などのガバナンス改革に基づいてのことかもしれない。つまり、取締役と執行役を分離することにより、取締役会における意思決定力の強化が図られているのであれば、この意味で取締役会がガバナンスの主体となる。ただしこのことは取締役会の中心はあくまでも現行の経営者であることを意味している。つまりガバナンスの主体としての経営者の地位は一層強くなる。

その上で、少なくとも公開企業の約半数は株主価値重視の経営を回答する。要するに現行の経営者によつて株主重視のガバナンスが進められているという点であり、するとガバナンスに対する従業員の態度は、現行の経営に対する態度に基づいてのこととなる。

では、従業員は現行の経営をどのように考えているのか。その手がかりとして、「会社への信頼」を取り出そう。質問項目は、「会社は誠意を尽くす」「従業員の意向を反映した経営が行われている」「経営者は信頼されている」「従業員は大切にされている」「従業員は自由に発言できる雰囲気がある」であり、回答の形式は、「当てはまる度合いが高まった」「特に変化はない」「2」「当てはまる度合いが低くなった」「1」の三段階とした。さらにこれらの質問は相互に関連するために、それぞれの回答の平均値を求めて「経

営に対する信頼」に一本化した。その上で、経営に対する信頼を説明変数とし、上記のガバナンス変数をそれぞれ被説明変数（五段階の回答形式、「そう思う」「5」「どちらかといえばそう思う」「4」「どちらともいえない」「3」「どちらかといえばそう思わない」「2」「そうは思わない」「1」とした順位ロジット分析を行った。この結果が表5に示されている。

非常に明確な結果として、経営への信頼が高まることに応じて、従業員は「株主利益を高めること」を支持し、反対に経営への信頼が低下することに「株主による経営の監視」を強めることを支持することが示されている。つまり、現行の経営者によつて株主重視のガバナンスが推進されようとしているのであれば、これに対する従業員の態度は、経営に対する信頼に大きく左右されるといことになる。

ただし、経営への信頼が低下することに応じて「株主価値を高める」ことへの支持を低め、そして「株主は従業員の利益を脅かす存在」であるとの考えを強め、しかしこれよりもはるかに強く「株主による経営の監視」を求め、さらに「従業員による経営の監視」を求めることは、矛盾した行動であるかもしれない。株主重視のガバナンスを進める経営に対して信頼が低下することにより、株主利益を支持する考えは弱まり、株主を脅威とする考えは強まるとしても、それよりもはるかに強く株主による経営の監視を求め、そして従業員による経営の監視を求めるのはどのような理由によるのか。

非常に明確な結果として、経営への信頼が高まることに応じて、従業員は「株主利益を高めること」を支持し、反対に経営への信頼が低下することに「株主による経営の監視」を強めることを支持することが示されている。つまり、現行の経営者によつて株主重視のガバナンスが推進されようとしているのであれば、これに対する従業員の態度は、経営に対する信頼に大きく左右されるといことになる。

ただし、経営への信頼が低下することに応じて「株主価値を高める」ことへの支持を低め、そして「株主は従業員の利益を脅かす存在」であるとの考えを強め、しかしこれよりもはるかに強く「株主による経営の監視」を求め、さらに「従業員による経営の監視」を求め、そして「株主による経営の監視」を求め、そして従業員による経営の監視を求めるのはどのような理由によるのか。

そこで、関連する質問項目から、従業員の経営に対する信頼に影響を与える要因を求めると、「長期雇用が維持されるのかどうか」「経営者報酬が高すぎるのかどうか」がある。そこでこの二つを説明変数とし、上記の経営に対する信頼の度合いを被説明変数とした順位ロジット分析を行うと、表6の結果が得られる。長期雇用に関しては、従業員においてその維持が困難であると考える度合い（「長期雇用が維持される」Ⅱ1「長期雇用は対象者を限定して維持される」Ⅱ2「長期雇用は経営の課題ではない」Ⅱ3）とし、経営者報酬に関しては、高すぎると考える度合い（「高すぎる」Ⅱ3「妥当」Ⅱ2「低すぎる」Ⅱ1）とした。

表6 信頼に対する要因（順位ロジット分析）

経営への信頼		
長期雇用困難	-0.738***	(0.062)
経営者報酬高い	-0.753***	(0.069)

Pseudo R2=0.051  
\*\*\*P<0.001

先と同様、非常に明確な結果として、長期雇用の維持が困難と考えることに応じて、そして経営者の報酬が高すぎると考えることに応じて、経営に対する信頼は有意にかつ非常に強く低下することが示される。このとき、従業員において長期雇用の維持が困難であると考えられる理由は、株主重視のガバナンスのためであるというよりも、企業業績の悪化や現実の雇用リストラに直面していることであろう。事実、企業調査の結果からは、企業側の行動として、長期雇用の放棄に有意に作用する要因として、過去五年間の正社員数の減少幅の拡大があることが指摘できる。つまり、現実に正社員の減少を余儀なくされることにより、企業は長期雇用の放棄の行動をとることになる。そしてこのことを経営の失敗の結果と考える限りに対して、従業員において経営に対する信頼は低下し、経営の監視を強めることを求めるのであろう。同じく経営者の報酬が高すぎると考えることに応じて、経営に対する信頼は低下し、経営の監視を強めることの要求が高まるのであろう。その役割として、課長以下の従業員の約三分の一は株主による経営の監視を支持し、そしてそれ以上に部長以下の従業員の半数以上は、従業員による経営の監視を求めている。

#### 4. ガバナンスへの従業員参加

経営に対する信頼が高まることに応じて、株主重視のコーポレート・ガバナンスに対する支持が高まることは重要である。つまり株主重視の経営は、経営に対する信頼があつてこそ成立する。とりわけここで提示した項目は、「会社は誠意を尽くす」や「従業員の意向を反映した経営が行われている」というように、従業員重視の経営を含意している。すると問題は、株主重視の経営と従業員重視の経営が両立するのかどうかということではなく、従業員重視に対する信頼がなくなれば、株主重視に対する支持もなくなるということにある。

さらに重要な発見は、経営に対する信頼が低下することに応じて、株主重視に対する従業員の支持が低下するだけではなく、それよりもはるかに強く、従業員は株主による経営の監視、そして従業員による経営の監視を支持する点にある。ここでは経営に対する信頼の低下を、長期雇用が維持されないという点と、経営者報酬が高すぎるという点に求めたのであるが、もちろんこれだけではないとしても、経営に対する従業員の信頼に影響を与える要因として、雇用の安定だけではなく、経営者報酬があることの発見は重要である。そして経営に対する信頼が低下することに依りて、このような経営を正すものとして、株主による経営の監視と同時に、従業員による経営の監視を強めることが意識されることになる。

ここにあるのは、強いて言えば、ドイツ型のコーポレート・ガバナンスに近い状況であるかもしれない。つまり、Jackson、Mopner、Kurdelbusch（二〇〇四）によれば、日本と比較してドイツの従業員は株主重視のコーポレート・ガバナンスの考えにそれほど反対することはなく、その理由として、監査役会を通じて従業員はガバナンスに参加するから、ということが指摘される。つまり、監査役会を通じて経営に対する監視の観点からは、株主と従業員は立場を同じにすることができ、この意味で従業員は、株主による経営の監視に反対する理由はないということになる。

すると、これと同様、日本企業においてもコーポレート・ガバナンスへの従業員の参加が求められている、と考えることはできるだろうか。上記の論文の想定（それはわれわれの想定でもあるが）とは違って実際には、日本企業の従業員は株主重視のコーポレート・ガバナンスを承認した上で、株主による経営の監視だけではなく、それ以上に従業員による経営の監視を支持している。もちろん日本においてはドイツ型の監査役会の制度は存在しない。というよりも、監査役会が意味する従業員の経営参加や労使協議制に関しては、それと同等の機能が日本企業にも埋め込まれていることが指摘されてきた。ただし日本企業における経営参加は、主として現場での従業員の参加や協議に力点が置かれてきた。これに対してガバナンスのレベルにおいて、経営に





表7 組合関与とガバナンス(肯定的回答の比率、%)

	株主利益	株主脅威	介入反対	株主監視	従業員監視
組合関与	67.9	10.9	18.5	42.4	61.2
N組合関与	57.6	9.4	18.3	28.8	43.7
(t-test)	10.3***	1.5	0.2	13.6***	17.5***
	***P<0.001				

かかわる労使の協議や意思疎通が求められているといえるのではない。

ちなみに、従業員の代表としての組合に焦点を合わせ、「組合は制度改定に積極的にかわるべき」という質問を取り出すなら、表7のような結果が得られる。表の数値は、組合の積極的関与を肯定する従業員（「組合関与」とそれ以外の従業員（「N組合関与」）の間でガバナンス変数の回答の違いがあるのかどうか表している。表から明らかかなように、組合の関与を支持する従業員は、株主利益を認め、株主による経営の監視を支持すると同時に、そ

れ以上に従業員による経営の監視を支持している。いずれにせよ、株主重視のガバナンスを前提とした上で、ガバナンスに対する従業員の参加は十分に根拠のある要求であり、少なくともこのことに根拠があることを今回の従業員調査は示している。

最後に次のことを指摘しよう。コーポレート・ガバナンスをめぐる議論においては、株主価値の追求や株主重視の経営はあたかも自明であるかのように語られる。しかしコーポレート・ガバナンスの最も重大な問題として、株主価値と企業価値をめぐる対立がある。つまり、長期の競争力に基づく企業価値の実現が株主価値の実現につながるとしても、逆は必ずしも成立しない。株主に現れる株主価値が市場の評価に基づくものであるなら、株主重視の経営は、市場の評価を高めるために、財務上の指標の改善に傾きがちとなるかもしれない。そのために研究開発投資や教育訓練投資を抑制する、あるいは配当維持のために大規模かつ急速な雇用調整を行うとすると、そのことがアナリストの評価を高め、株価値を高め、株主価値を高めるかもしれない。そして株主価値の上昇をもって、経営者報酬もまた引き上げられるかもしれない。しかしこの結果、従業員の意欲と技術の両面で競争力の低下となり、ゆえに企業価値は低下し、結局は株主価値の低下となることを予想するのは困難ではない。そして何よりも、これまでに見た経営者報酬と雇用の安定の両面から、このような経営に対する信頼は失われ、株主重視のガバナンス自体に対する支持が失われることになる。

すると従業員による経営の監視は、企業価値のため、ということになる。企業価値の破壊となるかもしれない株主価値重視の経営に対して、そのような経営を監視することが必要とされる。これは株主価値そのものを否定するわけではない。企業価値の実現があつてこそ、株主価値の実現があるのであり、この意味で必要とされるのは、企業価値のためガバナンスである。その中心となるのが長期の株主であるとする、それを日本企業は安定株主や相互持合いを通じて組織化した。しかしこのような基盤は急速に崩れつつある。するとこの意味でもまた、企業価値を守るためのガバナンスに従業員代表、長期雇用の従業員の代表が関与することが必要とされる。

しかし、紙幅の制約から、結果を示すだけとなるのであるが、長期雇用が維持されると考える従業員は必ずしも多くはない。今回の調査では回答従業員の四〇%を占めるにすぎない。これに対して企業側の回答としては、約七〇%の企業が長期雇用を維持するという回答を示している。要するに、ガバナンスの面だけではなく、企業と従業員の間には大きな認識ギャップが存在する。さらに、経営に対する信頼もまた、それが高まったと回答する従業員は決して多くはない。その各項目に対する回答において、高まったと答える従業員は、一割程度を占めるにすぎない。過半数は変わらないと応えるとしても、約三割の従業員は信頼は低下したと答えている。

されない。なぜなら経営に対する信頼の低下は、株主重視の経営に対する支持を低め、株主による経営の監視を求め、それよりも強く従業員による経営の監視を求めるとしても、しかしそのためのメカニズムは未形成のままであるからである。それをドイツ型の監査役会の制度に求めることが妥当かどうかは別途検討する必要があるとしても、ガバナンスへの従業員参加の制度が求められていることは間違いない。これまでコーポレート・ガバナンスをめぐる議論の多くは株主価値を掲げたファイナンスの観点からであった。しかし企業を構成するのはヒトとカネ、レーバート・ファイナンスである。コーポレート・ガバナンスの改革に向けて、レーバートの観点からの議論が必要とされている。

【参考資料】

Jackson, G. Moerner, M. Kurlandusch, A. (2004), "Corporate Governance and Employees in Germany: Changing Linkages, Complementarities, and Tensions", RLETI Discussion Paper Series, 04-E-008

みやもと・みつはる／専修大学経済学部教授。一九七三年、横浜国立大学経済学部卒業。七九年、一橋大学大学院経済学研究科終了。博士(経済学)。主な著書に、「企業システムの経済学」(新世社、二〇〇四年・韓国語版、二〇〇五年)、「変貌する日本資本主義」(ちくま新書、二〇〇〇年)、「日本の雇用をどう守るか」(PHP新書、一九九九年)など多数。専門分野は企業経済学、労働経済学。