

## 特別寄稿

Special Contribution

〈研究チーム〉

アライアンス・フォーラム財団  
代表理事兼  
公益資本主義研究部門長  
東京財団理事

原文人

George Hara

ハーバードビジネス・スクール研究員  
アライアンス・フォーラム財団研究員  
東京財団研究員

デビッド・ジェームズ・ブルナー

David James Brunner

ハーバードビジネス・スクール博士課程  
アライアンス・フォーラム財団研究員  
東京財団研究員  
カウフマン財団研究員

イーサン・S・バーンステン

Ethan S. Bernstein

アライアンス・フォーラム財団研究員  
東京財団研究員兼政策プロデューサー

野宮あす美

Asumi Nonomiya

〈アドバイザー〉

東京財団会長

加藤秀樹

Hideki Kato

# 公益資本主義の確立に向けて(上)

# 株主至上主義・市場万能主義の限界

金融危機は沈静化したかに見えるが、真の問題解決には至っていない。根本原因は株主至上主義や市場万能主義という社会のあり方にあるからだ。その構造を問題視し、長期にわたり分析してきた日米の事業家と研究者が、解決策としての「公益資本主義」確立への道を、二週連載で提示する。

企業の活動は、直接・間接に社会に多大な影響を与えている。また、世界同時不況、地球温暖化、格差問題など世界規模の課題が深刻化するなか、その解決のためには企業活動を社会においてうまく生かしていくことが必要である。

しかし一九七〇年代以降、米国に現れた極端な株主至上主義・市場万能主義は、企業活動を逆の方向に推し進めている。会社は株主のもので、経営者には株主価値を高める以外の責任はないという偏った思想体系が普及し、会社と社会を歪めている。将来の成長や株

主以外の関係者を犠牲にしてまで短期に収益を上げようとする経営の蔓延、格差の拡大、人びとの絆の希薄化などがその実例である。

**本稿**では、こうした株主至上主義・市場万能主義のもと

ら弊害を分析し、資本主義の再設計の方向性、すなわち以下で詳述する公益を重視する「公益資本主義」を明らかにしていく。

公益資本主義の下では、企業は市場で競争しつつ、その存続目的として社会への貢献を自発的に掲げる。公益とは何かについては、市民が議論し自ら定義するしかない

いが、本稿では「持続可能性」「公平性」「改良改善性」の三要素を、公益が実現できる社会での必要最低限の要件として提案する（詳細は一六六頁のコラム参照）。

現在の米国企業の経営実態は二つの信念と密接に絡んでいる。第一に、企業は株主のために存在し、経営者の役割は株価を最大限に高めることという「株主至上主義」である。そこで求められる経営は、端的にいうと、短期的な株価上昇のために持続可能性、公平性、改良改善性を犠牲にする。

第二に、ミルトン・フリードマ

ンに代表される経済学のシカゴ学派が提唱してきた「市場万能主義」である。この説は、市場を極限にまで自由にすることが個人の自由と社会の繁栄につながるとする<sup>(\*)</sup>。しかし実際は、市場原理には限界があり、自由市場のみでは持続可能性、公平性、改良改善性が確保できない。

企業本来の姿は、株主の利益を最大化することではなく、事業で利益を上げながら社会に貢献することである<sup>(\*\*)</sup>。ビジネス・ラウンド・テーブルという米国の経営者団体は、九七年に株主至上主義に転じたが、それまでは株主を含むすべてのステークホルダー（利害関係者）でバランスを取りながら運営するのが経営者の責任であると

\*注の参考文献については<http://davidjamesbrunner.org/研究/公益資本主義/脚注>をご参照ください。

# 公益資本主義に向けた処方箋

原 丈人

アライアンスフォーラム財団  
代表理事兼公益資本主義  
研究部門長、東京財団理事

昨今の株価の上昇や、企業業績発表を見ると世界的な経済危機も少しずつ収まっているかのような気分になります。これは錯覚です。私が住んでいるカリフォルニア州でも、実質的に仕事のない人は年末までに四人に一人となりそう。政府の発表する失業率よりは、はるかに厳しい状況です。一方、金融機関は過去最高益を出すところもあり、二極分化が進んでいます。ウォールストリート<sup>1</sup>の金融機関を救済しても彼らの行動原理を改めないことには世界は元の木阿弥です。

透明性を確保しても、規制を加えても時間を稼ぐだけで歯車の向きは変わりません。あらゆるものが金融商品と化し、再び大きなバブルをつくりおカネをふくらませていきます。背景にあるのは、株主至上主義と市場万能主義が合体して行き着いた資本主義です。冷静に見て、残念ながら米国から世界を変える流れが出てくるとは思えません。公益資本主義の明確な理論を示し、やる気さえあれば、日本が世界の流れを変えることができます。



George Hara

公益資本主義の下での金融は、複雑な証券化商品、金融派生商品などの「顔の見えない」投機色の強い商品より、中期の産業におカネが回る「顔が見える金融」の仕組みをつくり出していきます。企業も従業員も共にプラスになるような新しいおカネの流れをつくり出すのです。現在の市場原理に基づく資本市場ではこれは無理です。なぜなら株主至上主義というバイアスが働くからです。

**今**こそ、長期的な成長のために企業が行動できるような税制・会社法、金融制度、証券市場、会計基準の変革が急務です。世界中が手本にするような金融危機の根源的打開策をわが国の新政権にぜひとも提言してもらいたいのので、第一歩の処方箋を次に示します。

\*上場企業は公器であり経営者、取締役会は、従業員、顧客、取引先、株主、地域社会、地球環境などすべて

てのステークホルダーに対して責任がある旨を法律に反映させる

\*上場企業においてストックオプションを禁止する

\*上場企業において議決権行使を長期保有株主に限る制度をつくる

\*上場企業において敵対的買収は株主の意向だけで決定できない仕組みをつくる

\*有害な投機を抑制するために、証券投機取引税を導入しファンドの報告義務を強化する

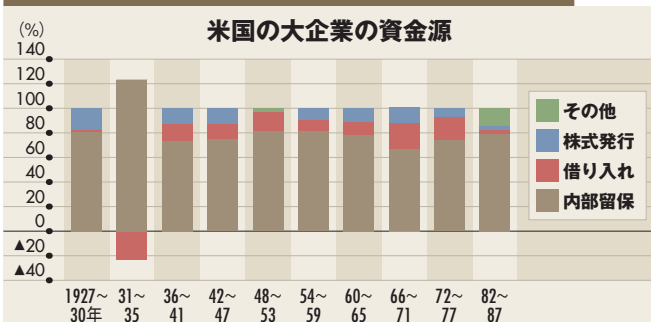
\*株式の長期保有者に対して配当金の金額を増やすことができるようにし、しかも配当課税を軽減し、長期保有株式売却益に対する課税も少なくする

\*米国型のコンプライアンス、日本版SOX法を廃止する

わが国が世界に先駆けて、これらのイニシアティブを始めるのなら欧米諸国はこれに倣うでしょう。人間はそもそも金銭的な動機のみで行動するものではなく、企業活動においても、人と人との信頼関係、私的利益と社会的利益を両立することで「生きる」ことができます。

企業が事業を通じて社会に貢献し、その貢献により利益を得、さらに儲けることで社会に貢献する。公益資本主義の考え方により、人びとが豊かで幸せになる社会が実現できます。

図1 成熟企業の資金は内部留保で



出所: Mary A.O'Sullivan, Contests for Corporate Control: Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany, Oxford: Oxford UP, 2000, p. 79

していた。<sup>(\*)</sup>

しかしここ数十年のあいだに、株主至上主義が普及し、強力な支持を得るようになった。<sup>(\*\*)</sup> その結果、企業関係者における貢献と報酬の不一致、経営における短期志向、信頼関係の崩壊という問題を引き起こしている。

たとえば、すぐに株価の上昇につながらない長期的な投資は削減の対象となる。金銭的に評価できない企業の無形資産(知識や目的意識、学習能力、信頼関係など)や社会貢献は軽視されてしまう。

そして、従業員や顧客、取引先、債権者、地域社会など事業を支え

# 公益とは何か

公益とは、私たちおよび私たちの子孫の物理的および精神的な豊かさをいう。複雑で、なおかつ常に進化している人間社会において、公益を満たす経営を詳細に法律や規制で定義するのは不可能である。また、国や地域によって人間の精神的な豊かさの定義も異なる。しかし、公益の実現に必要な不可欠な企業経営の最低要件は示すことができる。その要件は、下記に述べる理由により、「持続可能性」「公平性」「改良改善性」の三つを含むと思われる。

企業は「ゴーイングコンサーン」が前提である。したがって、持続可能性はそれを担保する最低条件で、経営が将来も成り立つ状態をいう。経営者は今期の損益のみならず、数年後の事業基盤も重視するということだ。資金に余裕のある時期には、不況に備えて資金を蓄えたり、次世代製品を生む基礎研究に投資したりすることである。当然のことと思われるかもしれないが、本文で示したとおり、ここ数年の経済活動はそれが自明の理というわけではなかった。また、長期で考えると、社会の繁栄が会社の利益につながるの、利益と公益とが一致しやすくなる。したがって、持続可能性を経営目標に

することが公益資本主義の最も重要な柱である。

しかし、持続可能性があっても、少数の人間が富の大部分を吸い取り、多くの人が貧困で苦勞し続けるのは不幸な社会だろう。歴史を振り返ると、こうした不公平な格差社会は、ある臨界点に達するまでは、長く続くことがある。そこに至るまで問題が解消されないのは、不幸である。したがって、公益の二本目の柱は公平性であると考ええる。

改良改善性はイノベーション、つまり新しい可能性を開くことを指す。新製品開発や品質向上、生産工程の改善、資源のムダづかいの縮小などだ。改良改善性なしでは企業は環境の変化に対応する能力を失い、結局持続可能性もなくなる。特に、短期的な企業経営では目先の利益のみ重視するあまり、成長と学習ができない状況に陥り改良改善の可能性を見捨ててしまうことがある。

持続可能性、公平性、改良改善性を企業の経営目標にすると、経営の意思決定は複雑になる。三要件は具体的定義も、測定も難しい。企業や人により三要件の解釈と目指すパラメータも異なるであろう。だが、それは企業と社会の多様性に通じる。

ている関係者の長期的な支援と熱心な協力が得られなくなる。

また、株主至上主義はさまざまな仕組みと理論によって支えられているが、根本的な論理性が弱い。まず、会社は株式を発行することにより長期的な投資に使う資金を調達すると通常は思われているが、最近のコレプレートファイナンスの研究によるとこれは誤った説となる。

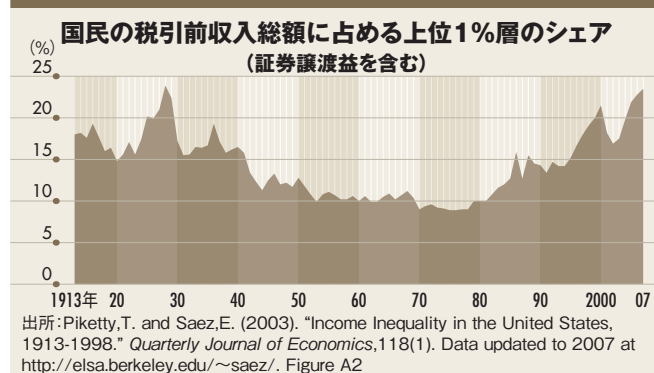
二〇年代まで遡って分析しても、米国企業の資金源は内部留保と借入れが全体の八割以上を占める(図1参照)。株式市場の主な役割は、起業家とベンチャー投資家が株式を他人に譲渡し現金を得ることである。株式市場はベンチャービジネスにおいては重要だが、成熟企業ではもはや不可欠な存在ではない。

## 経済学の前提条件は現実的でない

株主と会社の関係は、株主が会社の証券を有しているということにすぎず、しかも株主はいつでもその証券を売却できる。従業員、顧客、取引先と比較し、株主と企業とを結び絆は弱い。

設立時においては株主の努力および資金が不可欠であるため、会

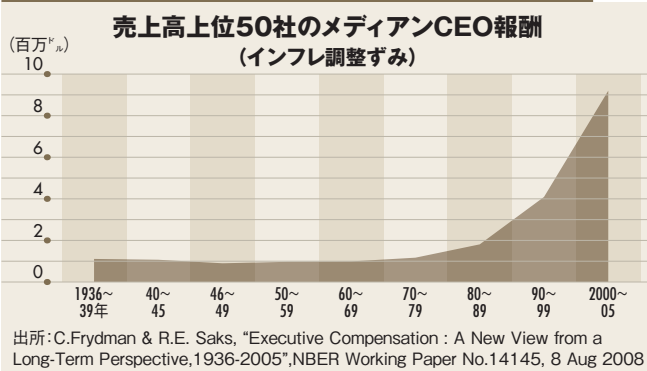
図2 収入格差は大恐慌直前以来の高水準



社は株主に対して一定の義務を負うだろうが、だからといって株主の利益だけを最大化する必要はあのか。三二年のバリーとミンズの名著『近代株式会社と私有財産』から現在まで、株主の権限のあり方についてはさまざまな方面から疑問の声が上がっている。

バリーとミンズは、株主が企業の直接的な運営には参加しない「消極的な所有者」である以上、株主の利益より社会の利害関係を優先すべきであろうと論じた。株主至上主義を正当化する経済学の理論を以下で評価するが、結論からいうと、会社を株主だけのもの

図3 1970年代からCEO報酬が急増



にする確固たる論拠はない。  
経済学では、公益は個人の自由な行動により自然に達成されるとされており、個人が公益を考えなくても市場原理に任せておけば最も効率の高い資源分配になるとされている。  
また、会社は利己心のみで動く個人の集まりにすぎないという前提から現在の企業論が生まれた。この経済学的企業論によると、経営者が株主価値の最大化を目指すことで社会全体として最も効率の高い資源分配がもたらされる。  
しかしそれは、確固たる根拠に基づいているとはいえない。な

ぜならこれらの結論は、市場が完全に機能し、情報が完全に対称で、完全競争が成り立ち、取引費用がなく、個人が利己心でしか動かない、という非現実的な前提条件の上に成り立っているからだ。  
この諸条件が満たされない場合、きわめて非効率な結果になることもあるが、経済が複雑化する現在の経済の外部性や情報の非対称はあらゆる市場に存在する。  
仮に資源分配の効率が高かったとしても、結果としてきわめて不公平な所得分配になることも多い。米国では株式の大部分が富裕層に保有されているため、企業を株主のために経営すると富裕層に流れる利益が大きくなり、格差拡大につながる。経済学では所得分配の問題は税制による再分配で修正すればよいとされるが、実現できていない。

### 会社

社が利己心のみで動く個人の集まりであるという前提も現実性がない。実際には、他人との信頼関係や目的意識、価値観、コミットメント、意思決定プロセスなどの要素なくして企業の行動は説明できない。

経済学の企業論は、組織の観点から欠けており、どのような企業経営で公益が果たされるかについての示唆がほとんどない。公益と資

本主義とを調和させるために、組織の観点を考慮した新しい経営論が必要だ。

### 米国の不健全な経営がもたらす経済格差

たとえ市場がいくら自由になつたとしても、市場に参加している主体には常に制限が存在する。この制限は法律によるものだけではない。組合や協会などの民間機関の規制、慣習、文化に根づく価値観などが、経済活動を制限する。市場の自由は絶対的なものではなく、多数の制限で形成される行動の選択範囲に依存する。市場の制限のあり方により、資本主義の質が変わり、経済発展の成り行きが大きく影響される。

経済活動の制限を変えれば、企業は影響を受ける。制限を上手に設計すれば、政府が直接に経済を運営する必要はない。当然ながら、厳しく制限すれば自由と活力が消えていく。必要なのは、個人の自由を守り経済の活力を高めると同時に、公益と資本主義とを合わせる「賢い制限の設計」である。

制度の内容については次週で述べるが、短期的で強欲な行動を抑えることが鍵となる。こうした提案を考えるために、まず株主至上

主義の問題を分析しよう。

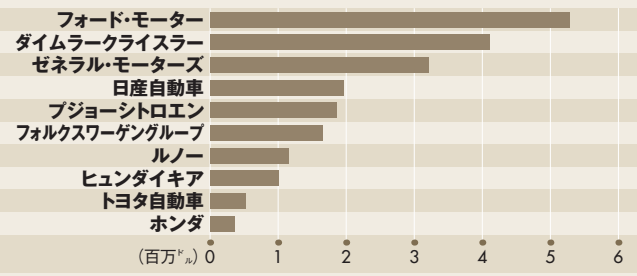
米国の企業経営において、定量的に測定できる症状から分析を始めた。その症状は不公平な所得分配、短期志向と過小投資、そして信頼関係の崩壊に分類できる。  
七〇年代以降、米国は格差社会の度合いを強めた。国民の総所得に占める超高所得者のシェアは右肩上がり、大恐慌直前の二九年の高水準に達した(図2参照)。

経済全体は大きく成長した一方、一般市民の暮らしは苦しくなった。インフレを考慮した実質ベースで見ると、三代男性のメディアン給料(給料の中央値)が七四〇〇〇四年の三〇年間で一二%も低下した。経済成長の恩恵がすべて富裕層に流れていったのだ。

格差を生み出した重要な一因が米国における企業経営のあり方にある。米国では七〇年代から経営者報酬が急速に上昇した(図3参照)。経営者と一般従業員の賃金の格差が広がり、近年は最高経営責任者(CEO)の平均給与は一般従業員の約四〇〇倍を超える。経営者の給与を大きく上げているのは、ストックオプション(自社株購入権)および自社株式交付という株価連動型の報酬である。ストックオプション報酬制度は五〇年から経営者の節税手法とし

図4 自動車業界トップの報酬は業績に反比例

自動車業界上位10社の上級経営者の平均報酬(2005年)



出所: E. Osono, N. Shimizu & H. Takeuchi, *Extreme Toyota*, John Wiley & Sons, 2008. Reprinted with permission of John Wiley & Sons, Inc.

ため、効率的かつ公平であるときされることがある。しかし経営者の労働市場は、情報の非対称や参入障壁でひどく歪んでいる。企業の報酬体制は市場原理のみで公平な結果になるはずがない。

公平性はきわめて主観的なものではあるが、CEOが一般従業員4000人分の貢献をしているとは考えにくい。金融危機において主要な役割を演じた投資銀行のCEOは危機が起きるまで莫大な報酬を受け取っていた。米投資銀行上位5社のCEO報酬は五年間で三〇億ドル(約三〇〇〇億円)に上った。CEOは一億ドル(約一〇〇億円)を超える退職金を享受することも珍しくない。米国の経営者報酬は決して公平とはいえない。

莫大な報酬が経営者に動機づけをして経営の効率を高めるといふ説もあるが、根拠は希薄だ。投資銀行や自動車会社の事例のとおり、巨額の経営者報酬が企業の長期的な繁栄につながるとは限らない。

### 自動車業界における上級経営者の報酬を分析すると、つ

ぶれかけている米三大自動車会社の平均報酬はトヨタ自動車とホンダの五倍を上回り、報酬と業績が逆相関する(図4参照)。また、株価連動型報酬は株価を目標にした経営を促すため、短期志向など

の問題を生む。実績に直結する金銭的な報酬は、逆に仕事の出来を悪くするという統計もある。

現場においても格差が問題を引き起こす。一般従業員と経営者との報酬格差が大きいと、従業員の士気の低下につながる傾向がある。一般従業員が自分の貢献と報酬を経営者の貢献と報酬に比較して明らかに不公平な乖離を感じると、経営者に対する不満と不信感が生まれ、仕事へのやる気がなくなる。

社会学の研究によると、経営者と一般従業員の賃金格差が大きいほど労働の質が下がることが示されている。人間も組織も、おカネのみで動くわけではなく、公平性は重要な要素なのだ。

不公平は、所得格差にとどまらない。経済全体における利益の流れを分析すると、貢献と報酬が合わないことが多い。

たとえば、企業は熱心に節税し、国に流れるはずだった利益を株主に回す。〇二〜〇五年の政府統計によると、米国企業法人の三分の二は法人税を払っていない。法人税を避けるために、米国の大企業は名目だけ本社をバミューダ島などに置くことがある。だが、企業は治安や法律、交通、教育などが提供するインフラに依存するのだから、この実態は公平性を欠く。

利益は、実際に製品とサービスを生産している企業から金融業へと流れるようになった。米国の法人利益に占める金融業の割合は五〇年から一〇年に一〇%弱から四〇%へと上昇した(図5参照)。

金融業のうち、ヘッジファンドの存在が特に目立つ。金融市場の効率を高める付加価値を持つという説もあるが、現在の金融危機から考えると非生産的な投機の要素が圧倒的に大きいと思われる。

ヘッジファンド・マネジャーの報酬は高く、マネジャーの年間の個人報酬が一〇億ドル(約一〇〇〇億円)を超えるケースすらある。ヘッジファンド・マネジャー上位一〇人の〇七年の個人所得の合計一・七四兆円は、トヨタ自動車の〇八年度の当期純利益の一・七一兆円を上回る。この報酬は証券譲渡利益と分類されるので、一般の高所得者の税率の半分以下でしか課税されない。

### ファンド保有で加速する短期志向

企業は長期的に価値を創出し社会に貢献するために資金を調達し、投資すべきである。企業が短期利益にとらわれ長期投資を削ってしまつと改良改善が止まり、経済が

成長しなくなる。

**米** 国の経営者の八割は「短期的な利益が目的である」と答えるが、日本でこう答える経営者は三割もない。<sup>※27</sup>米国の経営者はなぜ短期志向になりがちなのか。

長期投資の資金源を考えよう。ベンチャー企業の場合、まず少数のベンチャー投資家に株式を発行して資金調達し、軌道に乗ってから上場し多くの投資家から資金を調達することが多い。高度成長の見込みがあれば株式による資金調達は比較的容易にできるが、成熟企業の場合は株式を新規発行すると株価が下落するので、株式による資金調達は避けられる。結果的に成熟企業は借金と内部留保を中心に投資資金を調達する。<sup>※28</sup>

成熟企業では、株式市場の働きが長期投資をかえって難しくすることがある。短期志向の株主の影響が強くなると、配当や自社株買いで企業の資金を吸い取り、長期投資の資金源を奪ってしまうからだ。極端な場合は借金で資金を調達し、その資金を株主に分配することもある。株式市場が企業の資金力を低下させ、発展を妨げるといふ逆の作用をもたらしている。

株主は近年ますます短期志向になってきた。数十年間で株式の平均保有期間が短期化し、現在は一

年を下回っている(図6参照)。

これは投資ファンドの活動による影響が大きい。ファンドは株式の平均保有期間が約一〇カ月と短いうえ、マネジャーは報酬制度が短期業績に連動するため短期的な視点を持つ要因となる。<sup>※29</sup>ファンドに資金を預ける個人が長期志向であっても、短期志向のファンドマネジャーがあいだに入ると資金が短期志向で運用される。<sup>※30</sup>

第二次世界大戦以来、そのようなファンドが急速に拡張した。四五年には個人投資家は株式の九三%を直接保有しており、保険基金、年金基金、投資信託といったファンドによる保有は五%未満であったのに対し、九七年には個人投資家の保有は四三%を下回り、四五%のファンド保有がこれを超えた。<sup>※31</sup>上場企業に限定するとファンドの保有が九〇%を超える。<sup>※32</sup>

短期保有の株主は、早期に株価に反映される投資しか評価しない。四半期ごとの業績動向で株式を売し、市場価格を上下させる。経営者が株価を見ながら経営すると、業績推移に最も敏感な短期志向の株主の利害関係を優先することになる。<sup>※33</sup>株主至上主義が短期志向につながる一つの理由がここにある。投資は将来の利益を生むがゆえに、投資家が投資の価値を正確に

把握できるなら、それが株価に完全に反映されるはずである。したがって、市場価格が企業の実態を正しく反映する効率的市場を前提とする経済学の主流によると、短期的に株価を上げようとする経営は問題とならない。<sup>※34</sup>

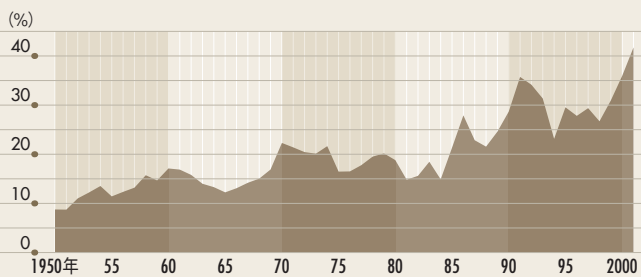
### 評価されない無形資産 企業は過小投資に

しかし、昨今の金融危機でも明確になっておるとおり、株式市場の効率には限界がある。

不確実性の高い研究開発の価値は、正確に予想することが不可能

図5 ゼロサムのマネーゲームが経済の中心に

米国の法人利益に占める金融業の割合



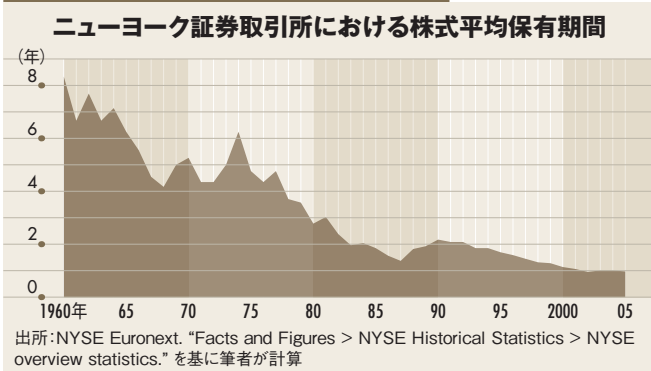
出所: Krippner, G. R. (2005). "The financialization of the American economy." *Socio-Economic Review* 3 (2) 173-208

である。無形資産の価値においても同様の問題がある。企業の長期的な成長は、計測しにくい無形資産に依存する。だが、一般の株主は、こういう無形資産を構築し維持するための投資を正確に評価することができない。長期視点の賢い株主が少数いたとしても、株価の短期的な動向は大多数の短期志向の株主に左右されるので、株価の上昇を目標とする経営は決して真つ当なものにはなりえない。<sup>※35</sup>

短期的に株価を上げようとするなら、株主に見えないところで投資を削り、アナリストに簡単に理解される短期利益や増配に変えればよい。手っ取り早いのは自社株買いである。自社株買いを行えば資金が株主に流れ、アナリストの重視する一株当たり利益(EPS)が増加し、かつ株式の需要が増える。借金をして、その資金を株主に回すというのも効果的である。しかし、会社の財務基盤が弱くなるうえ、利子を支払わなければならないがゆえに、長期投資をする余裕がなくなる。

対象企業の資産を担保に借金し、企業を買収するというレバレッジド・バイアウト(LBO)もこういう仕組みの一つだ。LBOでは買収者が対象企業の信用力を使用して借金し、対象企業で借り入れ

## 図6 株式の保有期間が短縮



たこの資金を既存の株主に支払うので、結果的に企業の借金が増え資金が株主に流れる。

従業員などのステークホルダーと比較し、株主は企業のリスクを軽視する傾向にある。企業が破綻しても、株主の損失は株式の購入価格に限られるからだ。そして増配、自社株買い、LBOなどの仕組みは、企業の資金を株主に分配し、企業の持続可能性を低下させる。米国では八〇年代に入ってから利益に対する配当金の割合であるペイアウト比率が顕著に上昇した。自社株買いも急増し、株式発行による資金調達をはるかに上回

るようになった(図7参照)。

九七〇八年、米国の上場企業による自社株買いは合計で二・四兆<sup>(注38)</sup>ドル(約二四〇兆円)に上った。

不況になるとこうした短期的な経営が企業に跳ね返ってくる。新聞大手のトリビューン社はLBOで過剰に借金を抱えさせられた結果、〇八年一二月に破綻し数百人規模のリストラを発表した。今年破綻したゼネラル・モーターズは八六〇二年に自社株買いに二〇四億<sup>(注39)</sup>ドル(約二兆円)の資金を費やした。株主の責任は有限だから、資金が余っている時期に資金を極限まで吸い取ったほうが有利である。だが、不景気になると企業は衰退し、従業員をはじめとする関係者が損害を被る。

### 短期の利益を求め 顧客や取引先を裏切る

金融危機は経営者の短期志向の危険性を明らかにした。悪質な不動産ローンは数年たつてから利払い負担が重くなるように設計され、収入不足の低所得者にも勧められた。不動産価格が上昇しなければ崩壊せざるをえないのに、銀行や不動産ローンの仲介業者が目先の利益にとらわれ貸し出しを増やしていた<sup>(注41)</sup>。借り手の所得の水増し、



短期志向経営のすえ、破綻したゼネラル・モーターズの元従業員は年金が払われなくなることに猛抗議

ローン条件についての偏った情報開示、不動産価値の意図的な過剰評価、賄賂なども多かった<sup>(注42)</sup>。

悪質ローンを組み合わせて証券化し投資家に売り込んだ投資銀行も短期的に利益を上げた。格付け会社も自らの利益のため証券の審査基準を甘くするインセンティブを持つていた。不動産クラッシュの火に油を注いだクレジット・デフォルト・スワップはリスクを将来に先送りし、短期的な利益を上げる側面も持つていた<sup>(注43)</sup>。

**不** 不動産価格が下落し始めたとき、この制度が機能しなく

なり、多くの個人が家を失い、投資家が巨額の損失を抱え、銀行や不動産ローンを業者が破綻し、格付け会社の信頼が崩壊した。信頼関

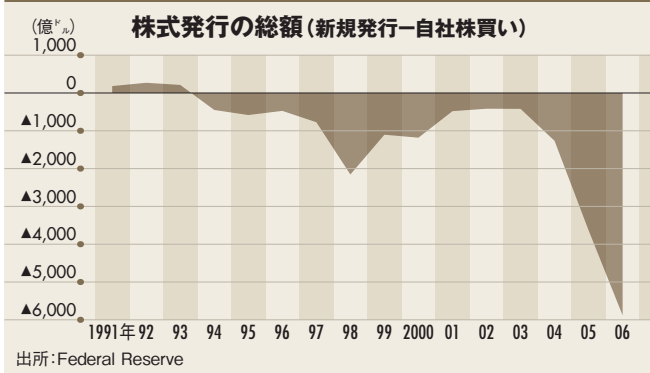
係に基づく金融市場が機能しなくなったのは当然だった。この仕組みが持続可能でないことに目をつけた一部のヘッジファンドは、この崩壊により巨額の利益を上げた<sup>(注45)</sup>。この事件は国民を苦しませ、世界経済に深刻な弊害をもたらした。市場万能主義に促された不健全な経営の代表事例といえよう。

短期志向の経営は、関係者間の信頼関係を崩壊させることが多い。株主至上主義の経営は株主の利益だけを優先し、従業員など他の関係者を犠牲にする。彼らは裏切られたととらえ、公平に扱われていないと感じるため、企業へのコミットメントや改良改善に協力するモチベーションがなくなる。

企業が知識と学習能力で競争する二一世紀では、従業員のコミットメントが最も貴重な無形資産であり、それがなくなると知の創出がなくなり、競争力は失われる<sup>(注46)</sup>。関係者間の相互依存度が高まっている今日、協力関係はきわめて重要だが、自分の短期利益しか考えていないと、他の関係者との健全な関係を築くことができない。短期利益を重要視するあまり、従業員や顧客、取引先、社会を軽視し、企業の長期的な改良改善性と持続可能性を低める。

たとえば、米国の経営者の多く

図7 自社株買いが資金調達をはるかに上回る



は配当を守るためには従業員を解雇すると答える。好景気でも不景気でもリストラを繰り返す。結果的に米国は日本や欧州と比較して平均雇用期間が著しく短い。前述したとおり、一般従業員の給料が押し下げられ、上級経営者の給料が急増する。

株主至上主義は従業員を裏切る経営行動を正当化する。特に明確な例を挙げると、アメリカン航空では破綻を防ぐために客室乗務員が三・四億ドル(約三四〇億円)の報酬削減に賛同した途端、経営陣が二億ドル(約二〇〇億円)を超える株式ボーナスを受け取った。経

営陣の行動を批判した客室乗務員労働組合代表に対し、経営陣はこう述べた。「わが社の経営報酬は航空会社を含む他の米国企業と同様に市場に基づいている……株主と経営者の長期的な利害関係を合わせるように設計されている」。

他の大手航空会社でも同様の現象が起きており、従業員の不満が顧客満足度の低下にまでつながっている模様である。

## 信頼関係の崩壊 コミットメントの欠如

コミットメントはお互いのコミットメントを前提に成立するので、従業員を軽視する経営は従業員の企業へのコミットメントを壊す。寿命が長い会社は、従業員を軽視しない。

企業の経営が取引先との協力関係を崩す場合もある。市場万能主義の論理に従えば、いつでも都合よく取引先が選定できる経営となる。しかし、常に短期的な利益を優先する経営では改善やイノベーションを生む協力関係が築けない。日本企業は癒着やなれ合いの危険性はあるものの取引先との長期的な関係をつくる能力が高い。たとえば自動車業界での競争優位につながっている。自動車のよう

複雑な製品の場合、取引先の協力が改良改善の能力に大きく影響する。広い意味では、社会自体も企業のきわめて重要な取引先であるが、株主至上主義では社会の利害関係が尊重されない。

顧客さえをも裏切ることがある。一例を挙げると、保険会社は支払いを介護保険の加入者が死亡するまで遅延したり、妊娠や病気になる加入者の申込書を再点検し些細な誤りを理由に保険を遡及的に取り消したりするなど、顧客からの正当な請求に対してでも支払いをしないように意図的に経営している事例もある。

## 株

株主至上主義と市場万能主義の崩壊は、米国社会全体の人間関係の希薄化につながっているとも指摘される。社会学者の研究から、ソーシャルキャピタル、すなわち社会における信頼に基づいた良好な人間関係は米国で戦後急速に低下していることが明確である。

社交的な交流が実際に減っていることも、他人が信頼できないという不信感が広がっていることも、時系列データで分析されている。不健全な経営だけがこの問題を起こしているわけではなからうが、重要な一因だと思われる。

このように株主至上主義・市場

万能主義は米国社会を蝕んだ。次週は、なぜ、そうなったのか。そこから抜け出すには、どうすればいいのか、そして公益資本主義への道筋を示したい。

### 本研究について

アライアンス・フォーラム財団は一九九九年に公益資本主義に関する議論と研究を開始。二〇〇一〜〇五年は構想日本を、〇八年からは東京財団をパートナーとし、公益資本主義の研究と理論構築を行ってきた。共同研究員は、本稿の執筆者のほか、デビッド・シン・グレイウォールとブラッドリー・R・スタッツである。本稿は研究報告書の圧縮版で、全文は一〇月末までに東京財団とアライアンス・フォーラム財団の白書として発表される予定。

- はら・じょうじ／デフタ・パートナーズ・グループ会長。著書に『二世紀の国富論(平凡社)』『新しい資本主義』(PHP新書)など。
- デビッド・ジェームズ・ブルナー／スタンフォード大学卒業。ハーバード大学博士課程修了。ボストン・コンサルティング・グループを経て現職。
- イーサン・S・バーンステン／ハーバード大学法学修士・経営学修士。ボストン・コンサルティング・グループを経て現職。
- のみや・あすみ／慶應義塾大学卒業。ゴールドマン・サックス証券を経て現職。
- かとう・ひでき／東京財団会長。旧大蔵省を経て、一九九七年政策調査機関「構想日本」設立、同代表も務める。