

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 丈人
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・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(下)

公式・非公式の「制度」を再設計する

株主至上主義・市場万能主義の限界を明らかにした前週を受けて、今週はその原因を分析し、解決策としての「公益資本主義」確立の優位性をゲーム理論で示す。そのうえで、企業の利益と公益をバランスさせ、プラスサム^①状態への移行を促す方法は、「制度」の再設計にあることを提示する。

今日の米国のコーポレートガバナンスでは、上場企業が公益を果たすことは難しい。理論上では、企業の支配権市場（すなわち株式市場）は社会の経営資源を効率よく分配するが、実際には深刻な問題を引き起こしている。

たとえば、企業の買収において株主が儲ける方法は二つある。一つは、実際に新しい価値を創出し、企業価値を高める方法。もう一つは、既存の企業価値における株主の取り分を拡張するという再分配の方法である。事業上の長期シナジーが明確な、同業他社との戦略

的な合併などでは、前者の価値創出型の買収が多い。後者には、従業員の給与削減やリストラ、製品品質の引き下げや値段の引き上げ、資産の切り売り、金融工学の活用などがある。

不幸なことに、後者の価値再分配は、前者の価値創出より簡単に実行できるため、数年で企業を売り抜ける目的を持つ金融的買収の多くは再分配型となる^②。

企業の支配権市場の意味は、企業の成熟度で変わっていく。資産の少ない成長企業では、株主の取り分をふくらませてもあ

まり儲からないため、投資家は長期的な価値創出を選ぶだろう。一方、成熟企業では、蓄積した価値の再分配で素早く儲けられる可能性が出てくる。

再分配こそが儲かるようになる
と、自由な支配権市場は、長期的で公平な経営を壊すように働く。再分配を目的とする買収者が現れ、より高い買収価格を提示し、価値創出型経営から再分配型経営に切り替える。買収者は積極的に株主に価値を再分配するほど儲かる。結果、最も強欲な経営を志向する投資家が企業の買収者となる。

敵対的買収という仕組みは特に危険なツールとなりうる。これは、現経営者が買収に同意していない対象企業の買収だ。買収防衛策も多く存在するが、最終的には株主が、敵対的買収を受け入れるかどうかを決める。防衛策に必要な費用と経営資源は、社会から見てもダダである。この道具は、放漫経営を牽制する場合もあるが、企業の長期的繁栄を犠牲にしてまで儲けようとする投資家の手に、企業が渡ってしまうこともある。

長期的で公平な経営をしてきた企業が買収者に狙われる。投資を削減し、従業員や顧客、取引先、債権者、地域社会、国家などの関係者から株主へと価値を再分配する余地が大きいからだ。

*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。

会社を完全に買収しなくても、投資家は株主になれば、味方の人物を取締役にしたり株主提案権を行使したりすることにより、経営に影響を与えられる。株価を上げるように経営者に働きかける一部のアクティビスト投資家は、敵対的買収者と同様の目的で、会社の価値を吸い取ろうとする。

敵

敵対的買収者やアクティビスト投資家は、株価上昇による株式譲渡益を得ようとするため、株価の向上を求める。一方、経営陣は標的になるのを回避するために、株価向上を重視した経営を行なうことになる。

結果、経営者は長期的に高い収益を上げられ、成長につながる投資よりも、より短期的に収益が得られるような投資を行なう。

このように、株主に圧倒的に強い権限を持たせる米国のコーポレートガバナンスは経営者に圧力をかけ、短期利益の追求に拍車をかけ、企業の成長に負の効果をもたらし側面がある。

また、経営の意思決定を短期に偏らせる「経営手法」も浸透している。具体的には、正味現在価値(NPV)法での投資評価や会計制度は、利用の仕方によっては知識や組織力等の無形資産などを軽視した経営につながり、長期的な

J-POWER株を買い進め、株主重視の経営を求めたTCI。公秩序を理由に政府から追加取得の中止勧告を受けた

発展を損ないかねない。

NPVは、将来得られる正味キャッシュフローの現在価値と初期投資額の差額である。これがプラスの場合は投資を実行し、マイナスなら実行しない。

定量化しやすい費用と利益ではNPV法が参考になるが、定量化しにくい無形資産に対してはNPV法では適切な判断がしがたい。

たとえば、従業員のリストラを行なうか否かという意思決定をするときに、NPV法で分析するとリストラによる人件費の削減が利益増に反映するが、やり甲斐の希薄化や会社へのコミットメントの

低下などから生まれる定量化しにくいコストは過小評価されがちである。長期投資も定量化しにくい要素があるので、NPV法では過小評価される。長期投資を行なうと、後から

新しい選択肢が見えてくる。たとえば新製品の研究開発を行なう時間がたつた後に、初期段階では予想できなかったビジネスチャンスが手に入ることがある。この選択肢には「オプションバリュー」という価値がある。

つまり、長期投資は、オプションバリューを含んでいる。これを意思決定に導入するリアルオプション法というツールも存在するが、実業におけるオプションバリューは測定が不可能に近く、その結果NPV法に組み入れることは実務上難しい。

この問題が解決できればNPV

法は参考になりうるが、落とし穴がある。現在価値は、将来の利益を投資家が求める利益率で割り引いて計算されるが(割引率と呼ぶ)、この妥当な率が不明なのだ。高い割引率を設定すると、分析上では長期利益より短期利益が魅力的に見えてくる。したがって、経営者が高い割引率を設定すれば、短期投資が優先される。英米では通常、経営者が高過ぎる割引率を使用しており、過小投資になっている。こうした経営は株主資本利益率(ROE)を高くするが、投資、資産、研究開発を縮小させ、企業の成長と持続可能性を犠牲にする。

株主価値に重点を置く 経営者教育

会計制度も、経営者の視点を短期化させる可能性がある。無形資産は企業の存続と成長にとって非常に重要だが、定量評価が難しく、貸借対照表に計上しにくい。

基礎研究、人材育成、取引先との協力関係の構築など、無形資産をつくる長期投資の多くは、時間がたつほどその効果が出てくるが、四半期という短期間で利益が上がることはあまりない。

また、時価会計主義では、資産

の時価が下がると損失として計上される。これを回避し、四半期ごとの利益を安定させるために企業は大きな資産を持つことを避け、投資を抑える。

四半期評価のみを経営目標にすると、長期的な価値を犠牲にする、偏った意思決定にならざるをえない。現状の会計制度は、経営者を短期志向の経営に追い込んでいる。

ビジネススクールもまた変容し、短期志向経営の一因となっている。米国のビジネススクールは一九〇〇年頃に実務家の道徳的なりーダーシップと倫理観の育成を目的とした職業教育として始まったが、今日では、株主価値を向上させるための経営手法を教え込む場となっている。

六〇年代から、金融経済学の観点を重視するシカゴ大学ビジネススクールが影響力を増し、企業を経済学的にとらえる思想体系を広げた。金融経済学や金融工学の研究者は、株主価値を高める経営手法を開発するようになった。授業では株主価値向上のテクニクが提示され、たとえば借金をして節税することが株主価値を上げるためによりなどと教えられる。

米国における経営学修士取得者は一九九一年には一一〇人であったが、五八年には五二〇〇人に上昇し、

八一年には五万五〇〇〇人に増え、医学修士や法学修士取得者数を上回り、二〇〇六年に一二万人に達した。今では世界一〇〇カ国で経営学修士が授与されており、影響力が大きくなっている。

カネだけのための仕事をするのではない

不健全な経営を促す経営者教育の背景にあるのは、経済学的企業論である。

この企業論では、株主は会社の所有者（プリンシパル）であり、経営者は株主の代理人（エージェ

ント）として会社を経営する（*9）。プリンシパル・エージェント論といわれる。株主利益最優先の企業経営を正当化するこの株主志向企業論は、米国の制度設計を指導する概念的枠組みになった。

株主志向企業論の原点は、個人の利己心にある。組織は、個人では実現できない仕事を、企画と調整で多くの力を合わせ実現するためのものである。ただし、個人には利己心があり、組織と個人の利益が対立することがある。こうした場合、経済学では個人が自分の利益を優先的に追求し、組織の目的を犠牲にすると仮定される。

教育の質、卒業生の数ともに変容したビジネススクール。代表格のハーバード大学の卒業式風景

これを防ぐためには個人に動機づけ（インセンティブ）を与え、個人の行動を監視（モニタリング）しないといけない。動機づけと監視が不十分な場合、個人が組織の目的を損なう意思決定をしてしまう。具体的には仕事を怠けたり接待などムダな出費をしたりする。

会

社を利己心でしか動かない、個人の集まりと仮定すると、株式による資金調達、難しい課題になる。経営者が自分の資金を投資してはいない限り、株主のために利益を出そうと思わないと考えられるからだ。そうした不安があれば、投資家は資金を提供しなくなり、企業の資金調達が困難になり経済の効率が悪くなる。

この課題に対する株主志向企業論の解決策は、株主連動報酬や企業支配権市場または莫大な借金だ。株主連動型の報酬は、経営者に株主価値を上げるように動機づける。一方、自由な企業支配権市場が存在すれば、無責任な経営で株主の低い企業は敵対的買収の対象となり、経営者が解雇される。経営者は解雇を恐れ、懸命に仕事する。アメとムチの解決策だ。

そして、会社に巨額の借金を抱えさせれば、利子を支払わないと破綻するため、経営者は資金のム

ダづかいができなくなる。^{※15} こうした仕組みにより、無責任な経営が止められ、公益が果たされるとされる。^{※16}

この理論は前述のような厳しい副作用を伴う。

経済学的企業論は、主に三点の重大な欠点を持つ。第一に、利益になる事業のすべてが実際に行なわれることが望ましいという前提を置く点だ。なぜなら、株主にとって利益になる事業がすべて公益を果たすわけではないからだ。社会に弊害をもたらす可能性もある。

あらゆる資源の所有権が明確で、取引費用がゼロに近い場合、市場原理は理論どおりに機能し、企業の利益と社会の公益は合致する。

しかし、米国では取引費用は経済活動の約四五%を占めており、決して低くはない。^{※17} 危険な不動産ローンや市場を歪める投機ファンDなど、公益を犠牲にして儲ける事業も多く見られる。したがって、現実の不完全市場では、投資における意思決定を利益のみで行なうと公益が果たされない。従来の企業論では、公益につながる結果は望めない。

二番目の欠点は、経営者を含む社員の動機づけの前提にある。経済学では、動機を効用という概念で説明する。効用は個人の主観的

な幸福感に基づく。個人は、自分の効用を最大化するように行動するとされる。ここまでは問題ないが、従来の株主志向企業論は社員の効用において非現実的な前提を設定している。

その前提とは、各社員の効用は自身の物質的な利益だけに関係し、企業の志および実績や自分の仕事の出来具合、また、他の関係者の幸福などと関係しないことである。

つまり、自分の無責任な行動で会社がつぶれ、顧客が被害を受け、同僚がづらい思いをしても、自分さえ楽に儲ければ幸せだということだ。この前提は明確に提示されないが、隠れたところで理論の結果に重要な影響を及ぼしている。

自分の物質的な利益にしか関心のない社員ももちろん存在するが、社員のすべてではない。特に組織力の強い組織には、当てはまらない前提である。そうした企業では、社員が企業の目的に賛同し、その目的を達成することにやり甲斐を

感じ、自らよい仕事をしたがる。また、仕事上の実績が自分の存在意義につながる。さらに、同僚や取引先、顧客と喜びを共有し、関係者を裏切りたがらない。

企業に対する社員のコミットメントから、企業の目的と一致する動機づけが自然に生まれる。そして、企業に長く勤めている経営者こそ、そのコミットメントと動機づけが強いはずだ。^{※18} 多くの日本人には当然なことに聞こえるであろうが、従来の株主志向企業論では、これらはまったく考慮されない。

社員の企業に対するコミットメントを理論に盛り込むと、結論が大きく変わる。簡潔に言えば、コミットメントが強いほどプリンシパル・エージェント問題が解消される。経営者をはじめとする社員が会社の目的に賛同し、自分の仕事にやり甲斐を感じ、関係者の幸せを満足とするなら、投資家から調達した資金についても無責任なムダづかいはいはしない。

コミットメントの概念は社員以外の関係者に広げられる。取引先や顧客、債権者、地域社会などからのコミットメントがあると、協力して投資することが容易になる。

ところが、従来の企業論は自己達成的な性質を持つている。株主価値の最大化が会社の目的になると、社員はやり甲斐を失い、株主志向企業論の前提とする自己中心な人間になってしまいうであろう。株価連動報酬を与えると、個人の価値判断による意思決定の金銭的なコストを高め、結果的に自己中心な社員をつくってしまう。^{※19}

公式・非公式の「制度」を活用する

三番目の欠点は、会社を株主の所有物と位置づけることにある。会社を株主の所有物にすると、株主は経営者に株主利益を最優先させることと、経営者の同意なしに敵対的買収で企業を売買することが認められる。株主利益を企業の目標にする危険性や敵対的買収の脅威が、経営者に短期的な株価上昇を追求させる理由は前述の分析のとおりである。

上記の三つの欠点を合わせて考えると、従来の株主志向企業論の乏しさが明確になる。

公益を犠牲にしてまで短期的な株主利益を追求する経営を行ない、かつ社員の精神的な動機づけを無視する企業は、社員のコミットメントとやり甲斐を壊し、ステークホルダー間の信頼関係を失い、プリンシパル・エージェント問題を深刻化させる。結果的には企業も社会も衰退せざるをえない。こうした事態を避けるために、新しい思想体系が必要なのである。

新

しい経営論を考えるときは企業の原点に戻ればよい。

企業は人間からなる社会体であり、誰かの所有物ではない。また、社会に貢献すると期待されるから、資金調達の方法など法律上さまざまな権限が与えられている。それらの権限の代償として、企業の経営者に公益を考慮する責任を負わせることは理不尽ではない。

経営者に求められるのは、利益と公益をバランスさせることである。これには、社会制度が有効だ。社会制度には、法律や規制など公的式なもの、個人の常識や価値観

などの非公式なものも含まれる。制度のあり方によって経済発展の方向性が影響され、社会の成り行きが左右される。

制度の影響を数百年という長い時間軸で分析するノーベル経済学賞受賞者のダグラス・ノース教授は、生産的な経済活動と再分配型の経済活動に焦点を置く。前者はものづくり、研究開発、建築など新しい価値を創出する事業を指し、後者は投機、金融、訴訟など既存の価値を取り合う行為を指す。

ある程度の再分配型活動は経済の円滑な機能に必要なが、ノース教授の研究によると、生産的活動より再分配型活動が大きくなると経済の活力が低下し、社会は衰退する。不幸なことに、社会が豊かになり成熟するほど、再分配型活動が魅力を増す。生産的活動は長期にわたる投資と協力がいるが、再分配を目指す投機や金融工学は少ない資金で早く儲かる。

再分配型活動が増えると、生産的な活動に使えなくなる資源が非生産的な用途に流れる。金融業界の莫大な利益について前述したが、その利益が優秀な人材を引き付け、米国のエリートを教育するハーバード・ビジネス・スクールの卒業生が金融業界に就職する割合は六五年から年々上がり、〇八年に

四五%に達した。

ゲーム理論で プラスサムになる場合

一連の問題をゲーム理論では、次のように考えられる。下図は、従業員と投資家という二人のプレイヤーが実施する投資ゲームだ。両者は、「協力する」か「裏切る」か、どちらかの戦略を選べる。

従業員と投資家の各プレイヤーはそれぞれ二万円の価値（たとえば従業員は労働、投資家は資金）を事業に投入する。そして、協力するか裏切るか、どちらかの戦略を選び、その選択で報酬が決まる。四つのケースについて、従業員の報酬が赤い円で、投資家の報酬が青い円の中に示されている。

両者が共に、協力する戦略を選ぶ場合は、新しい価値を創出し、両者が得る価値の合計が増加する。他の合計はどれも四万円なのに、ここだけ六万円。どちらかのプレイヤーが裏切る戦略を選ぶと、新しい価値は生まれず、他方のプレイヤーが協力する戦略を選択すると、相手の報酬も奪うことができず、四万円、相手も裏切ると、初期投資額と同じ二万円が戻ってくる。つまり、自分が裏切る戦略を採用すれば、少なくとも損することはな

なにもしなければゼロサムに陥る

従業員1人と投資家1人のゲーム

		投資家	
		協力する	裏切る
従業員	協力する	プラスサム 従業員: 3万円 投資家: 3万円 合計: 6万円	ゼロサム 従業員: 0円 投資家: 4万円 合計: 4万円
	裏切る	ゼロサム 従業員: 4万円 投資家: 0円 合計: 4万円	ゼロサム 従業員: 2万円 投資家: 2万円 合計: 4万円

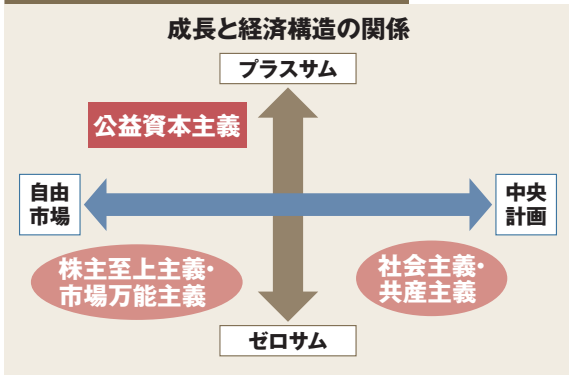
く、もし相手が協力する戦略の場合にはリターンは二倍になる。となれば結局、両プレイヤーが合理的になれば、共に裏切る戦略で、右下のゼロサムになる。

単純なゲームだが、現実の経営に当てはまるだろう。たとえば、米国の自動車業界では経営者と労働組合は（自分たちだけが損するのはいやだから）、共に裏切り戦略を採用し、事業の存続と成長を犠牲にするゼロサムに陥っている。

しかし、社会全体で考えれば、すなわち公益を考えれば、協力し合って、それぞれ三万円、合計六万円を得るプラスサムがよい選択

1993年にノーベル経済学賞受賞のダグラス・ノース教授。主著に『制度・制度変化・経済成果』

公益資本主義とは何か？



だ。どうすれば、両者をそこに持っていくのだろうか。

ース教授は、強欲なプレーヤーを抑制する「公式な制度」と、協力や信頼関係を支える価値観やモラルからなる「非公式な制度」の両方が必要と言う。

現実的にはどのような制度が求められるのか。公益は主観的で定量化しにくい部分もあるので、公益を企業の意思決定の基準に加えるのは確かに難しい。短期的な株主利益のほうが、明確かつ客観的で意思決定に生かしやすい。

定量化しやすい部分では、政府が指標を設け、企業に報告を義務づける公式の制度が役立つであろうが、新しいプラスサムゲームが

つくれるのは結局、現場に近い企業の経営者にほかならない。

企業の置かれている状況はそれぞれ異なるため、経営者は企業の特徴を考慮し、適切な戦略と制度をつくることによってプラスサムゲームを実現しなければならない。

そのためには、各関係者が自分の利益確保だけに固執することなく、関係者全体としての価値創造にコミットできる相互信頼関係の構築が必要となる。

そして、すべての関係者に対して価値を創造する経営戦略、従業員のニーズを尊重する雇用制度、利益を公平に分け合う報酬制度などの経営方式が重要である。関係者間で利害関係の対立は当然起こるが、すべての関係者が満足できるプラスサムゲームを目指すことが経営者の責任である。経営者が自ら公益を重視しなければ、公益資本主義は成り立たない。

いかに経営者に公益と利益をバランスさせる責任を持たせるか。従来の経済学に基づけば、定量化できない目標に対して責任を持たせることは不可能に思われるが、こうしたあいまいな責任を負う職種は、医師や弁護士など実在する。判断力と信頼関係を柱とする職種においては、プロフェッショナルとしての行動基準が徹底的に教

え込まれ、その基準に従う責任が持たされる。

知識社会こそ長期的な協力が重要

現在のビジネススクールでは経営者の株主に対する責任が強調されるが、むしろ公益と利益をバランスさせる責任を教える必要がある。このような非公式の制度に合わせて公式の制度を再設計しないと行かない。たとえば、上場企業においては株価連動型の報酬や敵対的買収など、経営者の公益に対する責任に矛盾する仕組みは厳しく規制する必要がある。

ゲーム理論の分析や、現役経営者や経営学者の話から見ても、公益資本主義に求められる企業経営には長期的な優位性がある。

短期的な株主利益を追求する経営は遅かれ早かれ機能しなくなり、公益を考慮した、プラスサムゲームに基づく長期的な経営こそが優れた製品やサービスを提供し、新しいビジネスチャンスをつかみ開拓し、利益を上げる。

特に、知識社会になればなるほど、社員のやり甲斐とコミットメントが組織学習を可能にし、長期的な協力による価値創出がますます重要になる。

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・バインステン／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。

*次号では、今日の資本主義の課題と公益資本主義論をテーマにした、セブン&アイ・ホールディングス名誉会長の伊藤雅俊氏、一橋大学名誉教授の野中郁次郎氏、東京大学大学院教授の吉川洋氏と原丈人氏による討論会を掲載します。