

# 21世紀にふさわしい 資本主義の再設計

～健全な企業経営と公益～

2010年2月

東京財団政策研究部

## 東京財団政策研究部とは

日本は、バブルの崩壊からようやく立ち直ったかと思うと、今また、グローバルな経済危機に直面しています。さらに年金・医療などの社会保障に始まり、教育や農業・環境などの問題は山積したままであり、国内問題はますますグローバルな問題と直結するようになり、外交・安全保障問題は米欧だけではなく、アジアや新興国などのプレーヤーも加わって、複雑化し、国益の再整理が必要になっています。

このような重大な時期に政治は機能不全をきたし、これらの問題についての、政策論議では対症療法が中心となっており、冷静な分析と検討が十分ではありません。

こういうときこそ、立ち止まって物事の本質をしっかりと見極め、的確な政策を打ち出すことのできる政策シンクタンクの機能が強く求められています。幸いなことに、東京財団は公益法人として、中立・独立の立場で政策研究、提言を行うインフラが整っており、国会と霞が関の間という恵まれた立地にもあります。これらを活かしながら、日本の文化や文明にまで立ち返って問題の本質を突きとめ、抽象論にとどまらず現場感覚を大切にしながら、具体的な案として世の中に提案し、実現をはたらきかけていくのが、当財団の政策研究部の使命と考えます。

1997年に東京財団が設立されてからこれまでの間、民間から内閣に入ったり、霞が関の官僚が政界やアカデミズムに飛び出したり、政策をめぐる人材の流動化は急速に進みました。東京財団の政策研究事業は、こうした流動化した人材の知性や能力を集めながら、世の中を動かす発火点となることを目指します。

## 公益資本主義研究

「企業」の存在は、直接・間接に我々の生活や社会に影響を与えています。社会がより複雑化する中、企業行動のひとつひとつが個人生活に与える影響もますます大きくなっています。同時に、サブプライムローン問題、地球温暖化、社会の格差問題などの世界規模の課題は、ますます深刻化しています。激変する現代社会において、こうした問題を解決し「公益」を実現していくには、政府や国際社会のみならず、企業と社会の関係をも理解して、それをうまく活用していくことが必要不可欠です。

企業は株主だけではなく、従業員、顧客、取引先、地域社会、関係する人たちすべてのものであり、事業を通じて社会に貢献するのが本来の姿です。しかし、米国に端を発する極端な自由市場・株主偏重型の資本主義がもたらす様々な影響が、近年深刻な社会問題として表面化してきました。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思考、格差の拡大、社会的なきずなの欠如、などがその一例です。

こうした状況下で、企業が市場で競争をしながら社会への貢献を企業存続の大きな目的とする「公益資本主義」を考え、その実現のための理論構築・市場経済の丁寧な制度設計が必要になってきています。東京財団は、2008年より公益資本主義の研究にアライアンス・フォーラム財団（'99年研究開始）と共同で取組んできました。今後、「株主至上主義」が持つ問題の原因と性質を解明し、その上で持続可能な繁栄につながるような「公益資本主義」の構築を目指します。さらに、世界の国々が新しいルールに基づく企業経営が出来る世の中を実現したいと考えています。

### <本報告書に関するお問い合わせ>

東京財団政策研究部 野宮あす美 電話：03-6229-5502 email：nonomiya@tkfd.or.jp

## 目次

公益資本主義研究について .....	3
概要 .....	4
第1章 経営のあるべき姿 .....	5
株主至上主義・市場万能主義に陥ったアメリカ.....	5
アメリカと同じ道を進む日本 .....	7
公益とは .....	11
賢い制度へ .....	13
第2章 アメリカの不健全な経営 .....	15
不公平な所得分配 .....	15
短期志向と過小投資 .....	21
信頼関係とコミットメントの崩壊 .....	24
第3章 不健全な経営を促す要因 .....	27
株主至上主義を促進するコーポレート・ガバナンス.....	27
意思決定を短期に偏らせる経営手法 .....	29
株主価値に重点をおく経営者教育 .....	31
基礎となる株主志向企業論 .....	31
第4章 日本企業の事例 .....	33
勇心酒造株式会社 .....	33
TOWA株式会社 .....	37
おわりに .....	42
謝辞 .....	43
公益資本主義の発展に寄せて .....	44

## 執筆者一覧

デビッド・ジェームズ・ブルナー  
ハーバード・ビジネス・スクール研究員  
東京財団研究員、アライアンス・フォーラム財団研究員

野宮あす美  
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

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

デビッド・シン・グレイウォール  
ハーバード大学 ソサイエティ・オブ・フェローズ ジュニア・フェロー  
東京財団研究員、アライアンス・フォーラム財団研究員

ブラドリー・R・スタッツ  
ノースカロライナ大学チャペルヒル校 ケナン・フラグラータ経営大学院 助教授  
東京財団研究員、アライアンス・フォーラム財団研究員

### 【アドバイザー】

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

## 公益資本主義研究について

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。その構造を見直し、人間の幸福と社会の発展につながる新しい資本主義が求められている。そのためにはまず、最近までほぼ全世界の羨望の的であった英米型資本主義の問題点を分析する必要性があると感じ、研究を始めた。東京財団は、2008年より公益資本主義の研究にアライアンス・フォーラム財団（'99年研究開始）と共同で取組んできた。「株主至上主義」が持つ問題の原因と性質を解明し、その上で持続可能な繁栄につながるような「公益資本主義」の構築を目指す。

これまで、株主至上資本主義がもたらす問題について様々な考察がされてきたが、既存研究では問題が部分的に証明されているものの、全体像が描かれていないが故に、株主至上資本主義・市場万能主義に抵抗できるほどの論理になっておらず、様々な問題が広がっている。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、社会における人々の絆の希薄化などがその例である。本研究では、経済、経営、法律、政治、組織、イノベーションなどの専門知識を持った多様な研究メンバーで株主至上主義の背景にある問題と原因を類型化した上で、どう様な問題意識を持った有識者との議論を通じて株主至上資本主義・市場万能主義の問題の全体像を明確にした。

また、資本主義の研究において、経済学では制度面、経営学では組織の観点から分析されることが多いが、真の問題解決のためにはマクロの制度と組織のルールの間レベルからの変革が必要であり、両観点からの考察が重要である。本研究の特徴は、制度・組織両方の観点を研究の軸としていることである。さらに、公益資本主義研究では、英米型資本主義の全面的な否定、戦後の「日本的な経営」の美化をするのではなく、現在の資本主義の再設計を目的としている。アメリカの会社は全て不健全な経営に陥っている訳ではなく、有害な経営をしている日本企業も少なくはない。我々は、アメリカおよびアメリカ企業を批判することではなく、英米型資本主義と言われている1970年代から普及した市場万能主義・株主至上主義のもたらす弊害を分析し、日本の経営とアメリカの経営から学ぶことにより、資本主義の再設計の方向性を明らかにすることを目指した。

政府の規制を主役とする経済学者が多いが、我々の考えている「公益資本主義」の下では、企業は市場で競争をしつつ、自身の存続に対する大きな目的として社会への貢献を自発的に掲げる。資本主義が減びないためには規制が必要であるけれども、経営者の志と道徳も非常に重要であると確信している。経営は株主利益を超える責任を持たないといけない。公益資本主義の実現のために、新しい経営論の構築および市場経済の丁寧な制度設計が必要になってきている。当研究プロジェクトでは、公益資本主義の構築を通じて、世界の国々が新しいルールに基づいて企業経営をしていく世の中を実現していきたいと願っている。

## 概要

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であるという「株主至上主義」は現在多くの問題を生みだしている。企業が社会に貢献をするか弊害をもたらすかは企業の経営方法にかかっており、現在主流の経営思想では国民が求めている公益が果たされない。公益は、ここでは「持続可能性」「公平性」「改良改善性」として定義する。持続可能性とは短期的な利益のために将来を犠牲にしない状態、公平性とは企業のステークホルダーへの貢献、また個人の報酬が社会貢献に見合っている状態、改良改善性とは資源を物理的および精神的な意味でより有効に使っていく状態を指す。また、企業が事業を通じて持続可能性・公平性・改良改善性をバランスよく追求するために最も重要なことは長期的な視野を持つことだと考える。

長期的な視野を持ち、公益経営を実践することで企業は社会に貢献をし、社会は公益を果たすことができる。一方、現在主流の株主至上主義の考え方においては、会社が株主のものでしかないとされるため、株主以外の関係者が軽視されてしまう。その結果、株主の利益のみを最優先することにより、貢献と報酬の不一致、経営における短期志向、信頼関係の崩壊が引き起こされる。このため、従業員や顧客・取引先・債権者・地域社会など事業を支えている関係者の長期的な支援および熱心な協力が得られなくなり、持続可能でなくなる。このような不健全な経営を促しているのは、株主に偏ったコーポレート・ガバナンスの仕組み、短期利益を強調する経営手法、株主志向の経営者教育、そしてその根本をなす株主至上主義の企業論である。だからこそ、公益を果たす資本主義を設計し実現するためには、新しい思想体系が必要とされる。この新しい思想体系の柱として、長期的な協力を維持しながら公益と利益のバランスを目指す「公益経営」を提案する。

本報告書の構成は以下の通りである。第1章「経営のあるべき姿」では、アメリカが株主至上主義に陥った経緯を見ていく。また、株主至上主義を再設計するための鍵となる「公益」の要素について考える。次に第2章「アメリカの不健全な経営」では、アメリカの短期志向の経営がもたらしている問題を不公平な所得の分配、短期志向と過小投資、そして信頼関係の崩壊に分類し、考察していく。続いて、第3章「不健全な経営を促す要因」では、2章で分析をした問題点の背景にある原因を見ていく。第4章では、公益経営を支える長期的な視野を持ち、ステークホルダーとの関係性を大事にし、社会に貢献をしている2つの企業の事例を見ていく。

第1章の前半、第2章、第3章は現在の資本主義が抱える問題を中心に考察している。現在の米国の現状に詳しい読者、またお時間のない読者は、第1章か第4章のうち、第1章の後半と第4章を読まれることをお勧めする。

## 第1章 経営のあるべき姿

産業革命以降、先進国においては企業による高効率の大量生産により、以前では想像もつかなかったような莫大な富を生み出せるようになった<sup>1</sup>。衣食住や医療・交通・通信など様々な分野において私たちの生活は変化をし、大規模生産による規模のメリットと企業の優れた計画能力なしには為し得ない進展が起きた。企業は現在も私たちの日常を支える様々な製品やサービスを開発し、提供している。スーパーやデパートでは生活必需品がずらりとそろい、高速の電車や飛行機によって国内・国外の移動も容易にできる。また、高度な技術を生かした医療や家電製品や電子機器は、私たちの生活を快適で便利なものとしてくれている。

このような豊かな社会の実現においては、企業が主役を演じる。企業は、自ら保有する資源の配分によって社会に提供される商品やサービスを左右し、経営戦略で製品の質と価格を調整する。また、企業拠点の開設と閉鎖は地域の栄枯盛衰につながり、企業の声は政治の意思決定にまで影響する。日常生活の観点からも、私たちの多くは一日の大半を企業で従業員として過ごす。企業の活動は直接的、または間接的に私たちの日常のあらゆる側面に大きな影響を与えている。そして社会と技術が発展するにつれて、企業の影響もますます複雑で深いものになってきている。企業が私たちの生活に密接しているからこそ、企業は私たちの毎日を幸せにすることも、不幸にすることもできる。人間社会が環境破壊や資源枯渇・少子高齢化・貧困などの様々な深刻な問題を抱える今、企業の建設的な社会参画がますます重要になってきている。

企業が社会に貢献をするか弊害をもたらすかは、経営方法にかかっている。公益を考慮する経営は事業を通じて国民の望みを果たす一方、公益を目的としない企業経営は様々なところで社会に破綻を来す。この研究の最終目標は、建設的な「公益経営」の発展と普及に貢献することである。しかしながら、現在主流のアメリカ型の資本主義の下では、企業経営が公益を考慮しないことがしばしばあり、その影響が深刻な社会問題として表面化してきている。世界経済の根底を揺らしている金融危機は正しくその氷山の一角であろう。だからこそ、公益経営のあるべき姿を描くため、まずは現在のアメリカにおける経営実態の解明が重要である。

### 株主至上主義・市場万能主義に陥ったアメリカ

現在のアメリカの経営実態は二つの信念と密接に絡んでいる。まず、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であるという株主至上主義がある。株主至上主義に求められる経営は、端的に言うと、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。次に、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ここ数十年の間提唱してきた、いわゆる「市場万能主義」がある。この説では、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>2</sup>。しかし実際は、市場原理の力には限界があり、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。

会社法人の本来の姿は、株主の利益だけを最大化することではなく、社会に貢献すること

である<sup>3</sup>。ビジネス・ラウンド・テーブルというアメリカの大企業の経営者団体は、1997年に株主至上主義に転じたが、それまでは株主を含む会社の全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会社を運営するのが経営者の責任であるとしていた<sup>4</sup>。松下幸之助は次のように述べている。「人、金、土地、物、つまり企業の活動に必要なもろもろの要素はすべて本来は天下のもの、公のものであり、そういう社会のものを社会から預かって仕事をしている企業自体、やはりこれは社会のもの、公器であると言えます」<sup>5</sup>。

しかしここ数十年の間に、株主価値の最大化が経営者の唯一の正当な目的であるという信念が普及し、強力な支持を得るようになった<sup>6</sup>。こうした株主至上主義においては会社が株主のものでしかないとされるため、株主以外のステークホルダーが軽視されがちになる。株主の利益のみを追求することは、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す。例えば、直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。金銭的には評価できない企業の無形資産や社会貢献の度合い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。株主至上主義を徹底的に追及すると、社会が崩壊する可能性さえあるということは、後述する分析からも明確である。

また、株主至上主義は様々な仕組みと理論に支えられているが、基礎の論理が弱い。株主資本主義においては会社は株主のものでしかないとされるが、その論拠は脆弱である。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には思われているが、最近のコーポレートファイナンスの研究によるとこれは誤った説である。実際は1920年代まで遡って分析しても、アメリカ企業の資金源は内部留保と借入れが全体の8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<sup>7</sup>。ベンチャービジネスにおいては重要な役割であるが、成熟企業においてはもはや株主は重要な存在ではない。

## アメリカ大企業の資金源

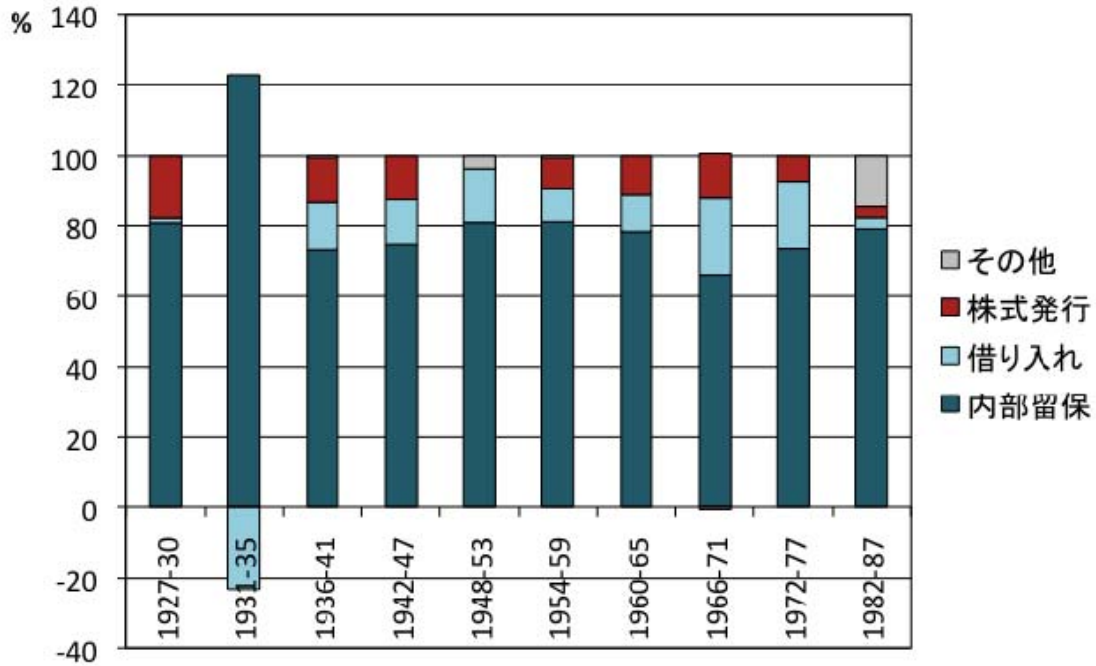


図1 成熟企業の資金源は主に内部留保である

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.

株主と会社との関係は、株主が会社の証券を有しているということに過ぎなく、さらに株主はいつでもその証券が売却できる。従業員・顧客・取引先と比較し、株主と企業とを結ぶ絆は希薄なものである。確かに設立時においては株主の努力および資金が会社の立ち上げに不可欠であるため、会社は株主に対して一定の義務を負うとは言えようが、それでも株主の利益だけを最大化する必要はあるのであろうか。1932年のバリーとミーゼスの名著書「近代株式会社と私有財産」から始まり現在まで、株主の権限の在り方については様々な方面から疑問の声が挙がっている。バリーとミーゼスは、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<sup>8</sup>。株主至上主義を正当化する経済学の理論を下記で評価するが、結論から言うと、会社を株主だけのものにする確固たる論拠はない。

## アメリカと同じ道を辿る日本

過去20年間の日本企業の動向を考察すると、1990年以降、特に直近5年間、アメリカと同様な現象が見られる。1990年以降、上場企業の利益水準は上がり、それに伴い増配や自社株買いで株主への利益還元も増えている(図2参照)。一方で実は、従業員の報酬はこの20年間、ほとんど変わっていない(図3参照)。企業があげた利益が株主のみに還元され、従業員は恩恵を受けていない構造が浮き彫りになる。もちろん企業により事情は千差万別であるが、日本企業全体として、不公平な利益配分、経営者の短期志向が進んできている。

## 大企業の経常利益と配当金の総額の推移

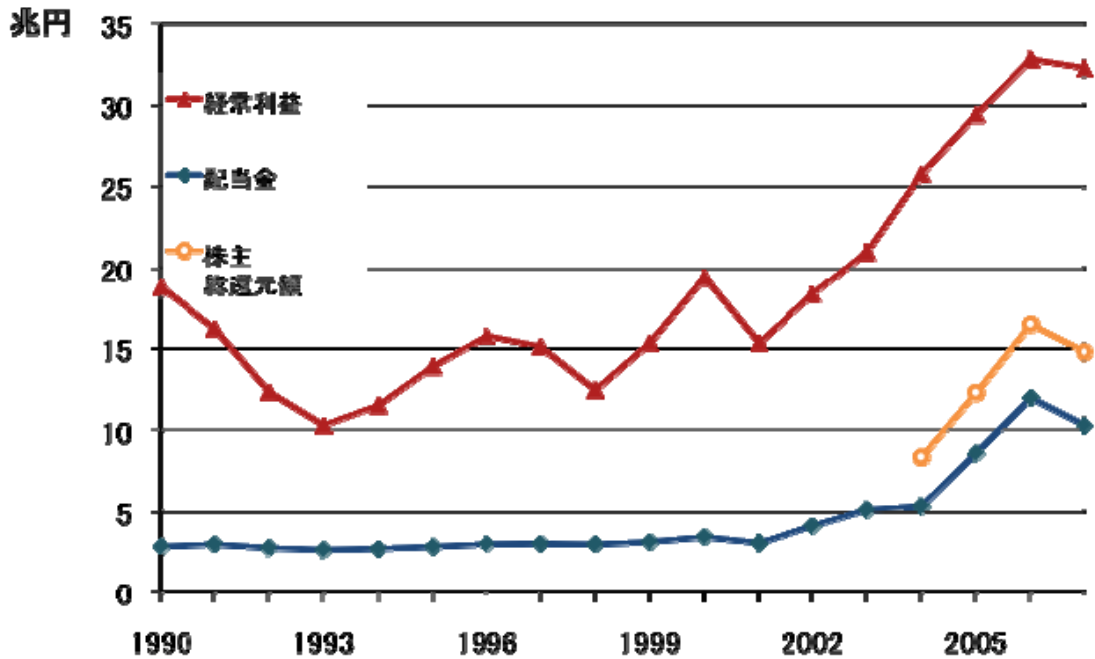


図2 日本企業においても株主偏重型の経営が顕著になっている

注: 配当性向は税引き後利益に対する比率を示す。株主総還元額=株主への配当金+自社株買い。

出所: 生命保険協会調査報告書 2008年4月(対象企業はTOPIX構成企業)。

## 大企業の人件費の総額の推移

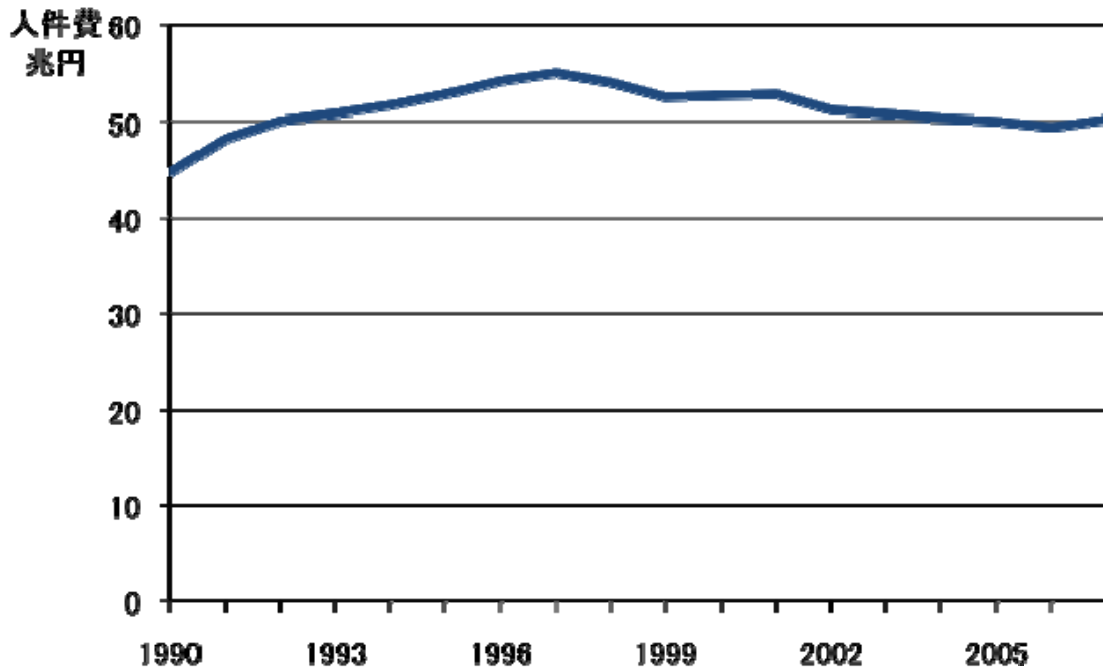


図3 日本企業は利益も株主還元も高まっているものの、人件費は横ばい

出所: 国税庁民間給与実態統計調査結果 2008年(対象企業はTOPIX構成企業)。

配当などが増加していることの背景には、景気拡大を背景に 2002 年以降大手企業が増収増益を続けてきたこともあるが、最大の要因はアクティビスト投資家からの株主還元要求の高まりであろう。近年株主総会での株主提案権行使や増配要求の件数が増加してきている（図 4 参照）。2007 年に株主から増配要求を受けた企業の数は過去最高の 19 社となっている<sup>9</sup>。これまで株主提案が可決された事例はほとんどないが、アクティビストの標的にされる企業の経営者はアクティビストを追い払うために配当を上げることが少なくなく、全体として株主への利益還元傾向が強まっている<sup>10</sup>。例えば、2003 年にスティール・パートナーズというアクティビスト投資家が株式会社ソトーとユシロ化学工業に対して株式公開買い付けを仕掛けた時に、ソトーは 30 倍の増配を、ユシロは 14 倍の増配を実施した<sup>11</sup>。その巨大の増配によって両社の株価が急上昇し、結果的に株式公開買い付けが失敗したが、スティール・パートナーズは株価の上昇で大きく儲かった。全ての上場企業で見るとこの 5 年間で株主への利益還元額は約 15 兆円に達し、大和総研によると、配当金の支払いと自社株買いによる上場企業の株主への利益還元総額は 2003 年から 2007 年度の間に倍増した。

### 株主提案権の行使と増配要求の数

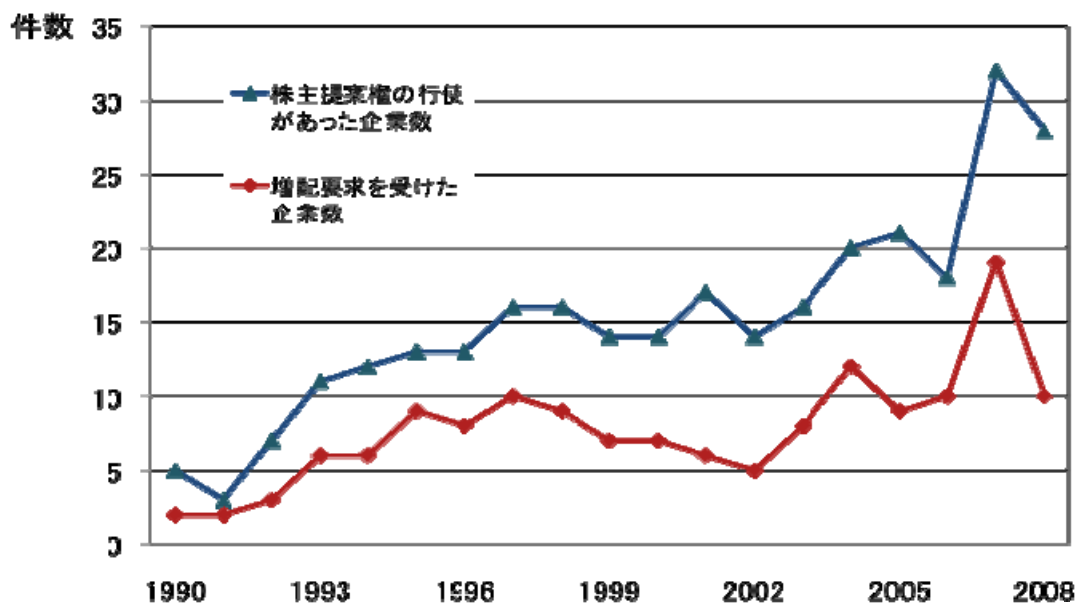


図 4 日本企業への株主提案が増えている

出所:「株主総会における増配要求の数」国立国会図書館調査及び立法考査局経済産業調査室

このようなアクティビスト投資家は、資産はたくさんあるが収益力がよくない企業に目をつけ、それを有効活用して企業を活性化すべきと主張する。しかし、実際は多くのアクティビスト投資家の狙いは、資産の売却によって現金を得、それを増配といった形で株主に分配すること、また資産の売却によって ROE（株主資本利益率）を増加させ、ROE と連動する株価の値上がりによって短期に売り抜けキャピタル・ゲインを得ることである<sup>12</sup>。自社株買いを

すると計算上の発行済み株式数が減って1株当たり利益が増え、株価を引き上げる効果があるが、事業に必要な資金が株主に分配されると企業の安定した発展が損なわれる恐れがある<sup>13</sup>。

経営者に株価を短期的に引き上げるように圧力をかける敵対的買収案件も2000年代に入ってから増えている。その多くは上述したソトーとユシロの案件のように結果として失敗している<sup>14</sup>。しかし、企業へのプレッシャーは小さくなく、敵対的買収が失敗したとしても、交渉においてなされる様々な要求が企業の経営をゆがめる。J-POWER（電源開発株式会社）とTCI（ザ・チルドレンズ・インベストメント・ファンド）との敵対的買収攻防は、その一つの具体例として挙げられる。TCIがJ-POWERの株式を買い進めたことから始まり、大株主として配当を倍増し、自社株買いを実施し、社外取締役を選任し、持ち合いを減らすように提案したため、J-POWERとの対立構造が出来上がった<sup>15</sup>。しかし、公益事業者の株式を外資が10%以上取得する場合には外国為替法に基づく届け出が必要であり、最終的には日本政府がTCIからの届け出を認めなかったことで決着がついた。TCIの要求が公の秩序の維持を妨げる恐れがあると政府が認定したのである。それに対し、小林慶一郎経済産業研究所上席研究員は「ときとして株主の私的利益を犠牲にすることもあるのが公益だ。外資も含め、収益を求める一般投資家が電力事業に投資するときに、公益をどうやって守るのかという問題は、外為法では解決できない。株式を公開している公益企業が守るべき公益とは何か、投資家は公益企業の経営にどこまで介入できるか、一般の投資家にわかる明確なルールを作ることが求められている。」と述べている<sup>16</sup>。

国内外において、日本企業の経営を研究している学者は近年の動向を厳しく評価する。経営学の権威である一橋大学の野中郁次郎名誉教授は次のように分析している。「日本で普及してきた、会社は株主に利益をもたらす装置だというアングロサクソンの考え方の限界が、今回の経済危機によって明らかになった」と指摘している<sup>17</sup>。野中氏らの研究によると、短期の利益を目標にする企業より、会社の存在意義や社会貢献の理念を重んじる企業のほうが、長期的に成長する傾向があるという。野中氏は、「会社は社会への共通の善を生み出すように変わるべきだ」という。また、一橋大学客員教授の船橋晴雄氏は株主至上主義が日本の中でも浸透した結果、長期的な視野に立った経営を目指そうという企業が減り、倫理感が薄くなり、他社とともに生きるという概念がなくなってきてしまっていると指摘している。日本企業が強さを取り戻すには、人間信頼に立ち、企業を支えているすべてのステークホルダーに対する長期的な利益を重視する必要があると分析している<sup>18</sup>。

長年に渡り日本の経営を研究してきたロナルド・ドーア氏は、「日本企業が生きていかなければならない環境が決定的に変わった。」という<sup>19</sup>。その重要な変化とは、金融市場グローバル化の顕著な加速と、商法や証券取引法の改正による株主と企業の関係意義の変化の2点である。言い換えれば、経営者を長老として、従業員集団が資本所有者・資本管理者のサービスを適切に使う「日本的経営」から、資本所有者が、経営者という代理人を通じて、従業員を使う「株主所有物企業」への移行ともいえる。あるいは、「従業員主権」から「株主主権」への移行であり、株主の声を発するメカニズムと売り逃げの脅しというメカニズムが発展することにより、株主利益が大義になってしまった。

皮肉なことに日本企業が英米型の経営を導入し始めてから、金融危機が起こり、英米型資本主義の問題点が注目されるようになった。外国の学者はむしろ日本的な経営を評価することもある。例えば、バーミンガム大学ビジネス・スクール学長のデービッド・ベイリー教授は、「株主の短期的利益を最大化することが効率的だという意見は終わり、独仏型の安定雇用や日本型の終身雇用が再評価されている」という<sup>20</sup>。また、スタンフォード大学経営大学院のジェフリー・フェッファラー教授は、アメリカの企業経営が1970年代から株主に偏るようになったが、企業を支える全ての関係者のために価値を創出する重要性が改めて意識されるようになり、振り子が戻ろうとしているという<sup>21</sup>。

## 公益とは

企業は人間社会のあらゆる側面において重大な影響力を持つが故に、企業経営のあり方は社会の公益実現に大きな影響を与える。公益とは、現在生きている人間およびこれから生まれる人間の物理的および精神的な豊かさをいう。複雑で常に進化していく人間社会においては、公益を果たす経営を詳細にまで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であろう。しかし、主観的な側面も存在するが、社会における公益を実現させる企業経営の最低要件を示すことはできると考えている。そしてこの要件は、「持続可能性」、「公平性」、「改良改善性」、そしてこれらを支える「長期的な思考」と思われる。

持続可能性

短期的な利益のために将来を犠牲にしない状態

公平性

ステークホルダーへの貢献、  
個人の報酬が社会貢献に見合っている状態

改良改善性

資源を物理的・精神的な意味でより有効に使っていく状態

3要素を支える長期的な視野

持続可能性とは経営が半永久的に成り立つ状態のことをいう。つまり将来を今日の暮らしのために犠牲にしてはならない。赤字を出す会社は長く生き残るまいが、経営者は今期の損益のみならず、1年後、10年後、50年後の事業基盤も重視するべきである。例えば、資金的に余裕のある時期に、不況に備えて資金を貯え、次世代製品を生む基礎研究に投資を行う。逆に不況に落ちた時は、敢えて研究開発の投資を維持し、余った労働力を改善活動に振り向

ける。長期で考えると、社会の繁栄が会社の利益にもつながるので、利益と公益とが一致しやすくなる。従って、持続可能性を経営目標にすることが公益資本主義のもっとも重要な柱であろう。

持続可能性を経営目標にすることは、非効率な企業を無理に市場原理から守ることを意味しない。当然企業にも寿命があり、その企業が属する業界の根本的な変動に対応できないなどの理由で消滅してしまうことがある。こうした企業の自然な生死は社会の進化を支える重要なメカニズムであり<sup>22</sup>、故に、不要になった産業を無理に支えることは望ましくない。非効率である上、新しい産業の創出を妨げることになるからである<sup>23</sup>。しかし、そういった自然な理由ではなく、短期的な経営により会社の存在意義とは関係なく企業が無駄に崩壊してしまうこともある。持続可能性を重視する経営では、短期的な利益にとらわれることなく、会社の長期的な発展を目指していく。

しかし、持続可能性があっても幸福な社会になるとは限らない。多くの社会では、一部のエリートだけが富の大部分を吸い取り、一般の人々は貧困で苦勞し続ける。歴史を振り返るとこうした不公平な格差社会でも持続することが珍しくない。そこで、公益の二本目の柱は公平性であると考え。公平性は皆の所得を平等にすることではなく、報酬が貢献に見合う状態をいう。アメリカの株主至上主義では公平性に違反する現象が多い。例えば、会社を買収し投資に必要な内部留保を吸い取り短期的に儲かる買収者や、非生産的なマネー・ゲームで億円単位で儲けるトレーダーなどがある。寄生虫のように社会の資源を無駄にし経済活力の低下につながる<sup>24</sup>。会社の場合には、従業員をリストラしながら上位経営者が億円単位でボーナスを受け取ることがある。ステークホルダーそれぞれの貢献と見合わない形で利益が配分されることで、企業の中で不公平感や嫉妬などの不満が広がり、従業員は企業の長期的な成長のために力を注ぐことをやめてしまう。報酬を完璧に貢献に合わせることはもちろん不可能であるが、著しく不公平な報酬構造は抑えなければならない。

公益の定義は持続可能性と公平性で足りる可能性もあるが、我々は改良改善性というもうひとつの要件も強調したい。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。生産工程の安全性を高め、資源の無駄づかいを減らし、品質向上や、社会のニーズに応える商品を開発することなどを含む。従業員の立場からは、改良改善が想像力と好奇心を生かす機会にもなり、労働に伴う危険性も減らす。顧客からすれば、より良い製品がより安く手に入る。こういった理由でも改良改善性は重要であるが、それだけではない。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<sup>25</sup>。企業がこのような不自然な衰退と消滅をすることで、企業の中で培われてきたコミュニティが消滅し、企業の中で働いている人たちは仕事を失い、一時的に行き場を失う。生活に密接している企業であればあるほど、なくなってしまうことの影響が大きく、混乱や価値の喪失などを引き起こす。しかしながら、改良改善性と持続可能性とのこの関係性は日々の慌ただしい業務で忘れやすいため、改良改善性を公益経営の明確な要件にしたい。

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が複雑になる。

株主価値で意思決定する場合は、ファイナンスの教科書に従えばよく、比較的簡単である。これに対し、公益経営に関しては現時点では明確な指標がなく、実現方法も多岐にわたるが一般化はされていない。しかし、トヨタ自動車を研究してきた一橋大学の教授等が示すように、実現困難な目標こそが組織の成長と発展を促す<sup>26</sup>。公益経営の実現の第一歩として、実際に短期志向に陥らず、長期的な視点を持って事業に取り組んでいる企業の考察が重要だと考えている。長期的な視野を持って事業を展開し社会に新しい価値を提供している企業や短期の利益には直接つながらない事業への投資を社会のために取る企業等が何故存続することが出来るのだろうか。株主至上主義における経営がもたらす問題を明かにした上で、実際に短期の利益追求以外の目標を持ち、その目標の実現を目指すことにより繁栄をしている日本企業を考察し、公益経営の実現において参考となる経営方法を模索していきたい。

## 賢い制度へ

株主至上主義・市場万能主義と公益との乖離が進む中、どのようにこのズレを解消できるかを考える必要がある。経済学の理論上では、公益は個人の自由な行動により自然に果たされるものであるとされており、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。この発想からアメリカの市場万能主義が生まれた。また、会社は利己心で動く個人の集まりに過ぎないという経済学に根強い前提から現在の企業論ができた<sup>27</sup>。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こそが社会全体として最も効率の高い資源分配をもたらすとされる<sup>28</sup>。

しかしながら、自由市場と株主価値の最大化が最も高効率な資源分配をもたらすという結論は、確固たる根拠に基づいているとは言い難い。まず、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、取引費用が無く、また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。この諸条件が満たされない場合、極めて非効率な結果になることもあり得る。経済が複雑化する現在、経済の外部性と情報の非対称はあらゆる市場に存在する。更に、仮に資源分配の効率が高かったとしても、結果として不公平な所得分配になることも多い。アメリカ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、格差の拡大につながる<sup>29</sup>。経済学では所得分配の問題を税制による再分配で直せばよいとされるが、これは実際には難しい。徹底した株主至上主義・市場万能主義で公益が果たされる可能性は少ない<sup>30</sup>。

会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あまり現実性がない。利己心だけでなく、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。なお、経済学およびファイナンスから生まれている企業論は、組織の観点が欠けており、どのような企業経営で公益が果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であろう。

但し、注意したい点として、組織の観点を理論に盛り込む必要はあるが、市場原理を放棄する必要はない。通常、経済構造について論じる際、政府が直接に運営するスタイルである

共産主義と、自由市場によって形成される資本主義という二軸で議論されることが多い。共産主義は経済の柔軟性と活力を低下させるため、決して望ましくない<sup>31</sup>。更に、政府直営の経済が個人の自由と両立しない<sup>32</sup>。従って自由市場に基づいた資本主義が経済構造の正解に違いない。但し、資本主義にも多数の種類が存在することが、最近の研究によって明確になっている<sup>33</sup>。

たとえ市場がいくら自由になったとしても、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、伝統で定められている習慣、文化に根付く価値観などが、市場における経済活動を制限する。即ち、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。市場の制限の在り方により、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<sup>34</sup>。従って、経済活動の制限を変えることによって、市場に参加している企業の行動が影響される。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、厳しく制限するほど自由と活力が消えていく。21世紀に求められているのは、個人の自由を守り経済の活力を高めると同時に、資本主義と公益とを合わせる賢い制限の設計である。

この研究では、公益資本主義の前提に基づいた、経営の立場から見た経営論を作っていく。この理論は制度を設計するための概念的な枠組になり得るが、実際には制度を設計する役割は政府が背負わなければならない。政府の介入なしに見えざる手の力だけで栄える経済は空想である。自由市場に頼りすぎると、不均衡や弊害が生じ、遅かれ早かれ政府が市場に介入せざるを得なくなる<sup>35</sup>。この現象は1930年代の大恐慌でも現在のサブプライム危機でも見られている。例えば、悪質不動産ローンや危険な金融商品を制度で抑えれば危機の弊害がより少なかったに違いない。後から政府が問題を解決するよりは、企業が事業を営みながら公益を果たす仕組みを構築した方が良からう。しかも、制度に焦点をおくことは小さな政府への動きや規制緩和への動きに違反しない。賢い制度は中央集権的な経済計画とは異なり、明確で分かりやすい制限を定義し、その制限の範囲内においては行動を自由にする。

制度はいくら賢いにしても行動を制限するものに過ぎないから、うまく機能させるために民間の自主的な協力が不可欠である。経営者は公益と利益を両立させる経営手法を自ら創造・実践し、且つ同様な経営手法を取引先や提携先に求めることを通して、公益資本主義の実現に大きく貢献できる。こうした経営を実践している企業は既に世の中に存在している。

「日本的経営」という戦後の日本の民間企業で発展した経営方式も示唆に富んでいると言えよう<sup>36</sup>。また、経営者の教育も変わらなければならない。弁護士や医師のようなプロフェッショナルと同様に、経営者も自ら倫理的な基準を導入し、ビジネス・スクールで教え込むという提案もある<sup>37</sup>。こうした提案を考えるために、まずは現在の株主至上主義の問題を診断する必要がある。

## 第2章 アメリカの不健全な経営

アメリカの企業経営で実際に現れており、定量的に測定できる症状から分析を始めたい。その症状は不公平な所得の分配、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。企業内で極端な報酬格差が生じ、従業員の企業に対する貢献量と、その見返りにもらえる報酬が見合わなくなっている。敵対的買収や株価連動型報酬の仕組みの浸透により株価が第一の経営目標となり、経営者の短期志向につながっている。そして短期的に利益を上げるために従業員のリストラ、投資の削減などが必要以上に行われる。その結果、従業員は経営者に対し信頼感が抱けなくなり、従業員のモチベーションが低下する。従業員などステークホルダーの協力、長期的成長に必要な投資が十分得られないまま運営される企業の成長は、次第に鈍化していく。

### 不公平な所得分配

1970年代以降、アメリカはますます格差社会に変わっていった。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1929年の高水準に達した（図5参照）。経済全体は大きく成長した一方、一般の市民の暮らしが苦しくなった。インフレを考慮した実質ベースでみると、30代男性のメディアン給料（給料の中央値）が1974年から2004年までの30年間で12%も低下した<sup>38</sup>。要するに、経済成長の恩恵が全て富裕層に流れていったことを示している。

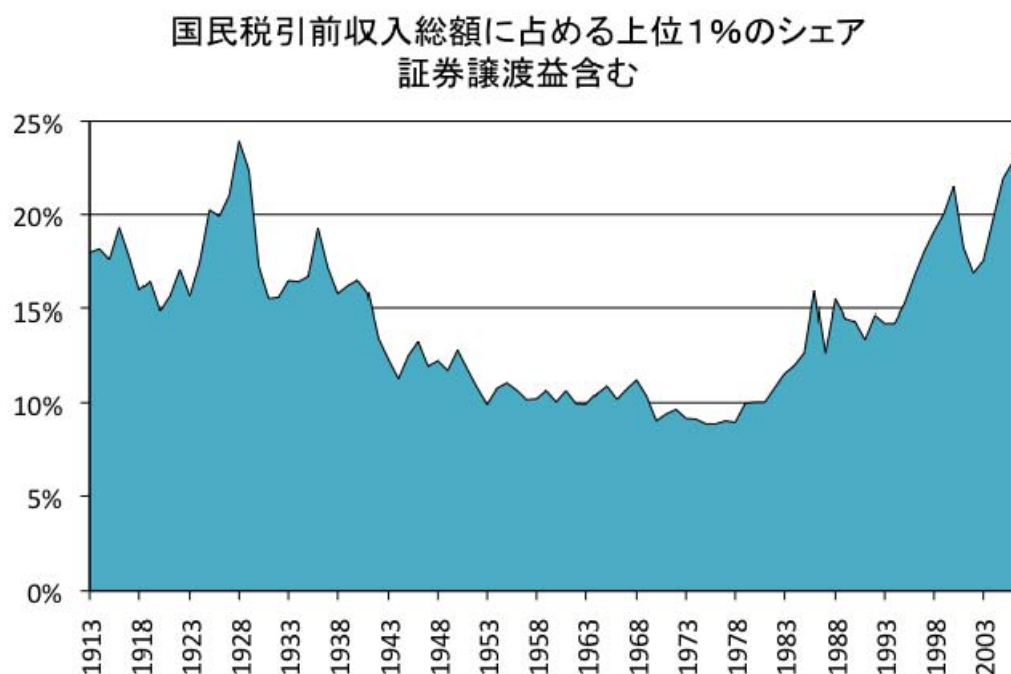


図5 収入格差は大恐慌以来の高水準

出所： T. Piketty & E. Saez, “Income Inequality in the United States, 1913–1998”, *Quarterly Journal of Economics*, 118 (1), 2003 (data updated to 2007 at <<http://elsa.berkeley.edu/~saez/>>, figure A2).

アメリカにおける企業経営の在り方は、格差を生み出した重要な一因である。アメリカでは1970年代から経営者報酬が急速に上昇し始めた(図6参照)。経営者と一般従業員の賃金の格差も広がり、近年は最高経営責任者(CEO)の平均給与は一般従業員の約400倍を超えている<sup>39</sup>(図7参照)。経営者の給料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1950年から経営者の節税手法として広く導入された<sup>40</sup>。1980年から1994年にかけて、CEOの株価連動型報酬は実質680%上昇し、CEO報酬の4~5割を占めるようになった<sup>41</sup>。当然ながら株価が上がるとCEOは更に儲かる。CEOの個人財産の推移を分析してみると、自社株式およびストック・オプションの含み益が報酬の数倍に上ることも多い<sup>42</sup>。企業における上位三人の経営層のそれぞれの報酬をみても格差が広がっている。1960年代から2000年代までの間に、CEOと次の二人の経営層との報酬の格差が1.3倍から2.6倍にまで倍増した<sup>43</sup>。こうした格差は経営者の労働市場で自由に決まる市場価格であるため、効率でかつ公平であると正当化されることがある。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<sup>44</sup>。企業の給料体制は市場原理のみで公平な結果になるはずがない<sup>45</sup>。

売り上げ上位50社のメディアンCEO報酬  
インフレ調整済み

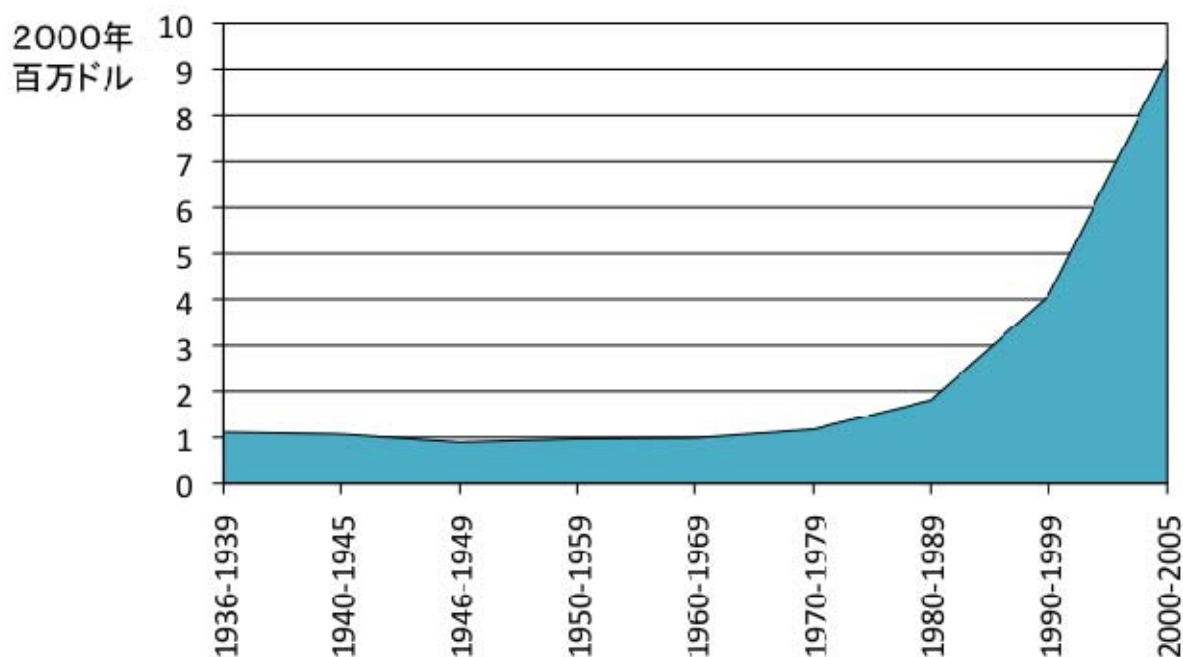


図6 1970年代からCEO報酬が急速に上昇した

出所: C. Frydman & R. E. Saks, "Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective, 1936-2005", NBER Working Paper No. 14145, 8 Aug 2008.

## アメリカのCEO報酬の社員平均給与に対する倍率

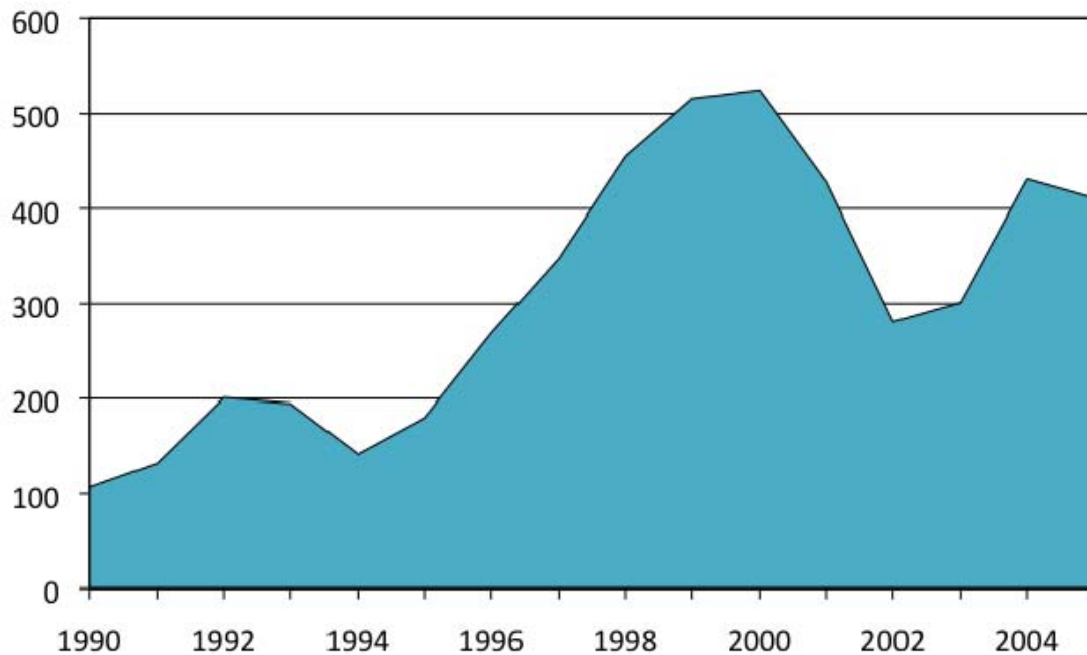


図7 トップ経営者と一般従業員の報酬ギャップの拡大

出所: Demos.

公平性は主観的なものではあるが、CEOが一般従業員400人分の貢献をしているとは考えにくい。自動車産業の事例が特に明確である。アメリカの自動車会社は市場において苦戦苦闘しているにもかかわらず、上級経営者の報酬はトヨタとホンダの5倍を上回る<sup>46</sup>。2006年に120億ドル（約1.2兆円）を超える巨大な損失を発表するフォード社は、同時に新しいCEOに4ヶ月の期間で3900万ドル（約39億円）の報酬を与えた<sup>47</sup>。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の報酬を受け取った。米投資銀行上位5社のCEO報酬は5年間で30億ドル（約3000億円）に昇った<sup>48</sup>。CEOは1億ドル（約100億円）を超える退職金を享受することも珍しくない（図8参照）。アメリカの経営者報酬は決して公平とは言えない。

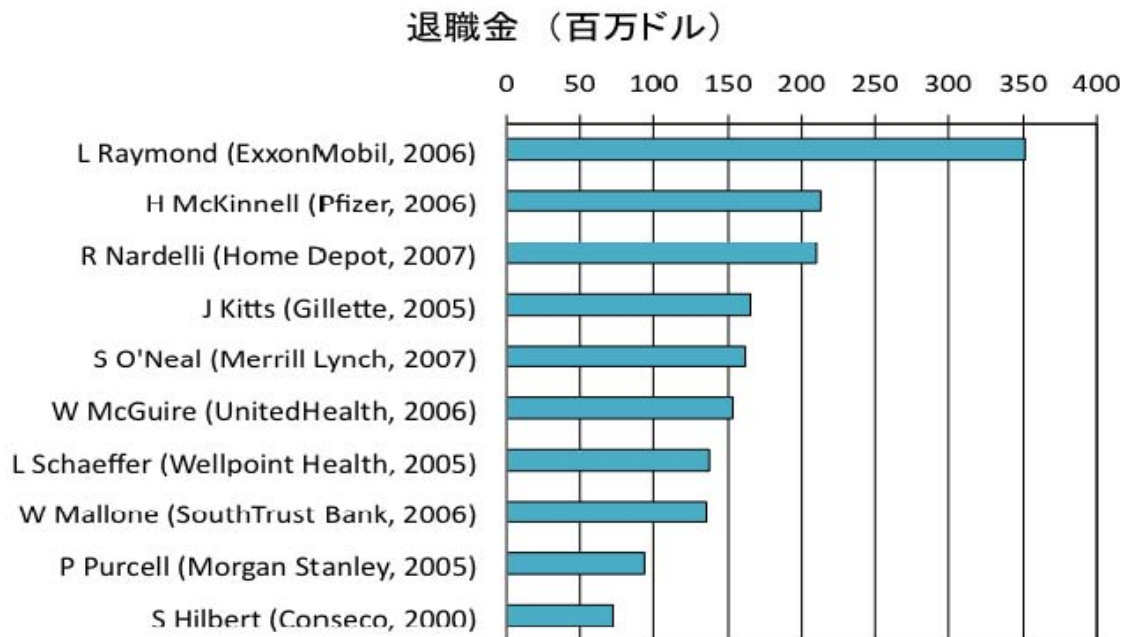


図8 アメリカ企業の CEO に巨額の退職金

出所: Hodgson, P. (2007.) "Analyst Commentary: Too little, too late." The Corporate Library 31 Oct 2007.

莫大な報酬が経営者に動機付けを与え経営の効率を高めるという説もあるが、これについての根拠が希薄である。まず、投資銀行や自動車会社の事例の通り、巨額な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陣の報酬を分析すると、潰れかけている米三大自動車メーカーの平均報酬はトヨタと本田の5倍を上回り、報酬と業績が顕著に逆相関する（図9参照）。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、後述するように短期志向などの問題を生む。更なる検証が必要であるが、実績に直結する金銭的な報酬は逆に仕事の出来具合を悪くするという統計もある<sup>49</sup>。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繋がる傾向にある。一般従業員が自分の貢献と報酬を経営者の貢献と報酬を比較した際に明らかに不公平な乖離を感じると、経営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<sup>50</sup>。人間も組織も、お金のみで動くわけではなく、公平性も考慮する必要がある。

## 自動車業界上位10社の上級経営者の平均報酬 2005年

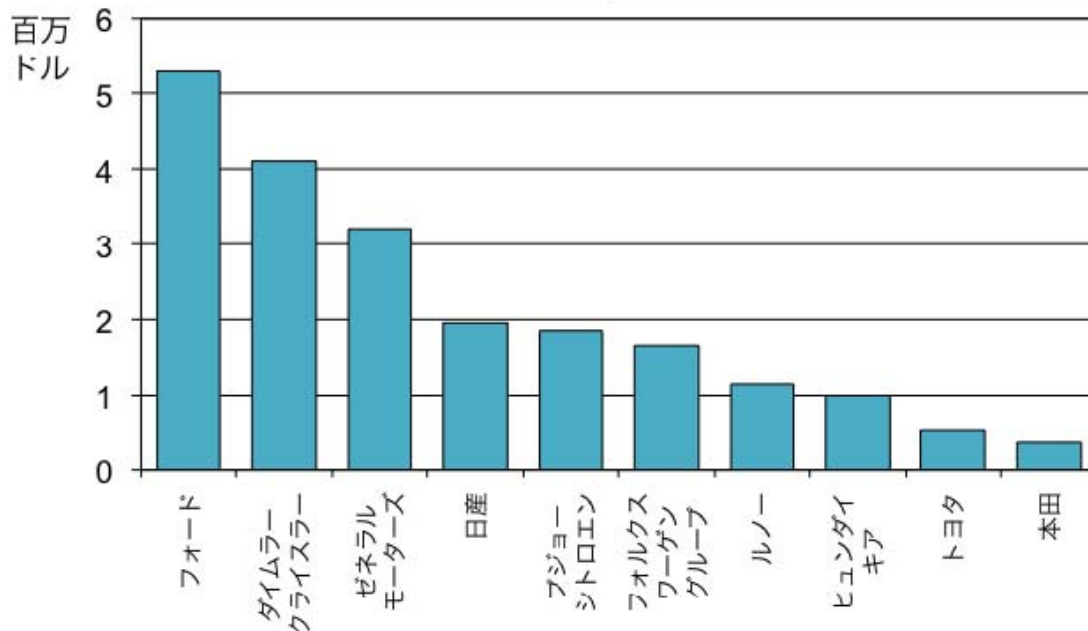


図9 米三大自動車メーカーの上級経営者の報酬はトヨタと本田の報酬を遥かに上回る

注: 日産、トヨタ、本田は2006年度。ルノーは2004年の推測値。

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

不公平さは所得の格差だけにとどまらない。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。例えば、企業は熱心に節税をし、国に流れるはずだった利益を株主に回す。2002年から2005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全く払っていない<sup>51</sup>。法人税を避けるために、アメリカの大企業は名目だけ本社をバミューダ島やスイスなどにおくことがある<sup>52</sup>。当然ながら企業は治安や法律・交通・教育など国が提供するインフラに依存するので、実質アメリカにおいて運営されている企業である場合、これは利益の分配として公平性に欠く。

また、利益は実際に製品とサービスを生産している企業から実際には何も作らない金融業へと流れるようになった。米国法人利益に占める金融業の割合は1950年から2001年まで10%弱から40%まで上昇した<sup>53</sup> (図10参照)。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。場合によっては詐欺に近いファイナンシャル・エンジニアリングで他の投資家から利益を盗み取ることもある<sup>54</sup>。これにも関わらず、ヘッジ・ファンド・マネージャーの報酬は極めて高く、マネージャーの年間の個人報酬が10億ドル(1000億円)を超えるケースすらある<sup>55</sup> (図11参照)。ヘッジ・ファンド・マネージャー上位10人の2007年の個人所得の合計1.74兆円は、トヨタ自動車の2008年度の当期純利益の1.71兆円を上回る<sup>56</sup>。この報酬が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。

### 米国経済の法人利益に閉める金融業の割合 1950～2001年

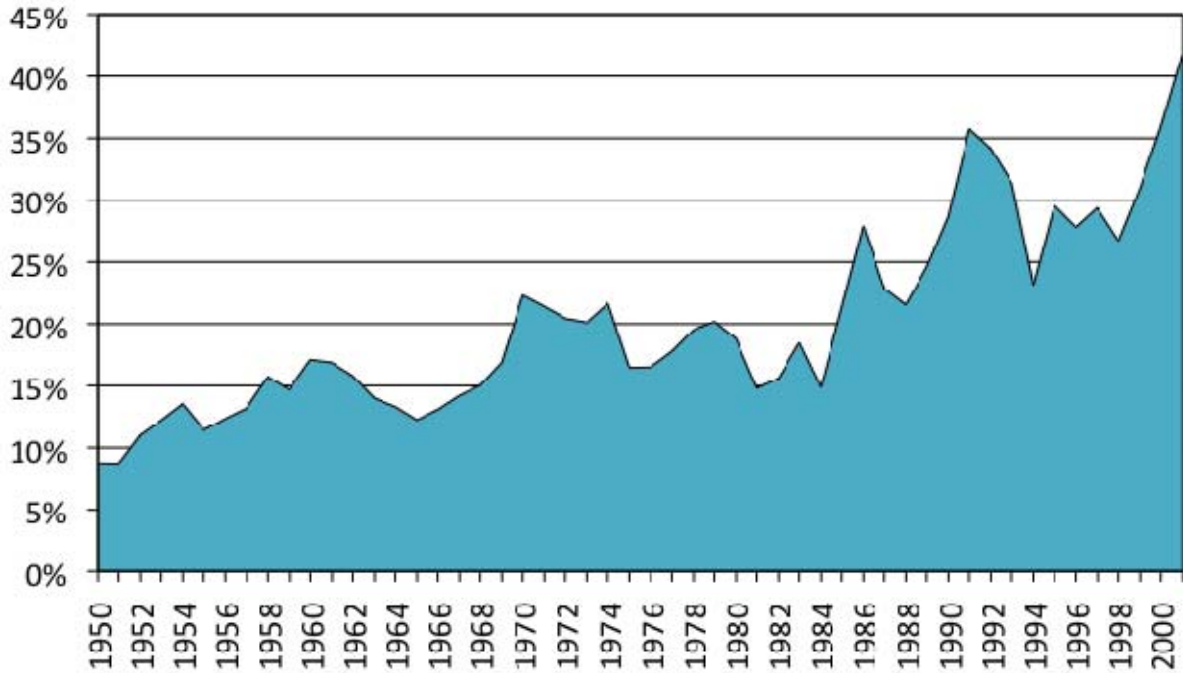


図 10 アメリカ経済の金融化

出所: Krippner, G. R. (2005.) "The financialization of the American economy." *Socio-Economic Review* 3 (2) 173-208.<sup>57</sup>

### ヘッジ・ファンド・マネジャー上位10人の個人報酬 2007年

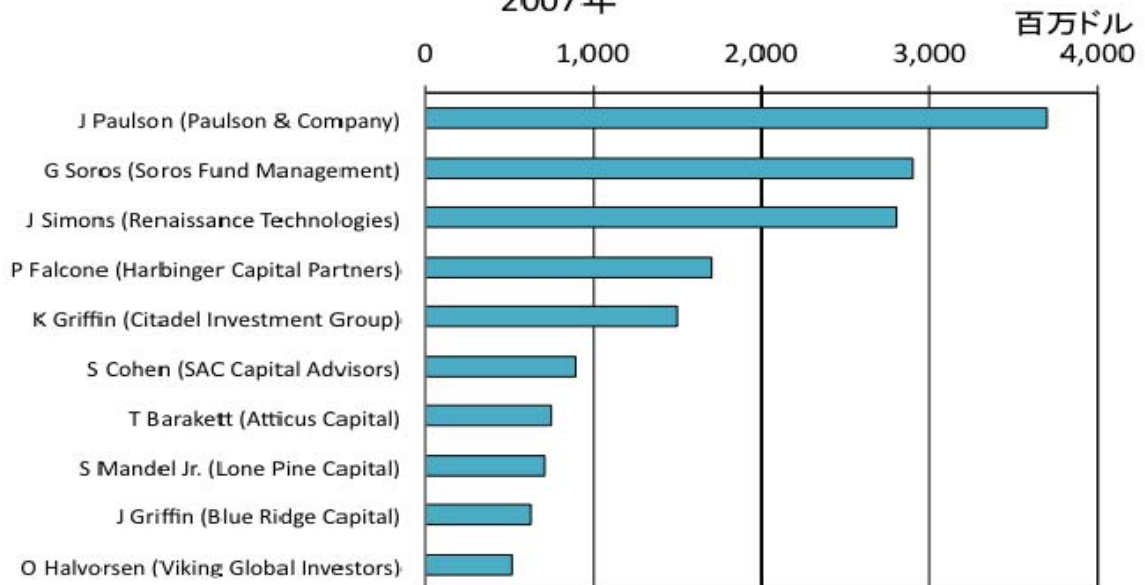


図 11 ヘッジ・ファンド・マネージャーは非生産的なマネー・ゲームで巨額の富を得る

出所: Anderson, J. (2008.) "Wall Street Winners Get Billion-Dollar Paydays." *New York Times* 16 Apr 2008.

## 短期志向と過小投資

企業は長期的に価値を創出し社会に貢献するため、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的な投資を削ってしまうと改良改善が止まり、経済が成長しなくなる。尚、アメリカの経営者の8割は自社において「短期的な利益が目標である」と答える。日本ではこう答える経営者は3割もない<sup>58</sup>。アメリカ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資金を調達し、軌道に乗ってから上場し数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が比較的容易にできるが、成熟した企業の場合は株式を新規に発行すると株価が下落するので株式による資金調達が避けられる。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>59</sup>。ところが、こうした成熟企業においては株式市場の働きが長期投資を反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なくす。極端な場合は借金で資金を調達させ、調達した資金をそのまま株主に分配することもある。資金調達を円滑にするために存在すると思われる株式市場が、逆に企業の資金力を低下させ、企業のさらなる発展を妨げるという逆説的な結果になっている。

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1年を下回っている（図12参照）。保有期間の短期化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10ヶ月と短い上、マネージャーの報酬制度が短期的な業績に連動するため短期的な視点を持たせる要因となっている<sup>60</sup>。ファンドに資金を預けている個人が長期志向であったとしても、短期志向のファンド・マネージャーが間に入ると資金が短期志向で運用される<sup>61</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。1945年には個人投資家は株式の93%を直接に保有しており、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5%未満であったのに対し、1997年には個人投資家の保有は43%を下回り、ファンドの保有が45%を上回った<sup>62</sup>。上場企業に限定するとファンドの保有が90%を超える<sup>63</sup>。こうした短期保有の株主は、早期に株価に反映される投資しか評価しない。そして四半期ごとの業績動向で株式を売買し、市場価格を上下させる。経営者が株価を見ながら経営していると、業績の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>64</sup>。株主至上主義が短期志向につながるもうひとつの理由はここにある。

## ニューヨーク証券取引所における株式平均保有期間

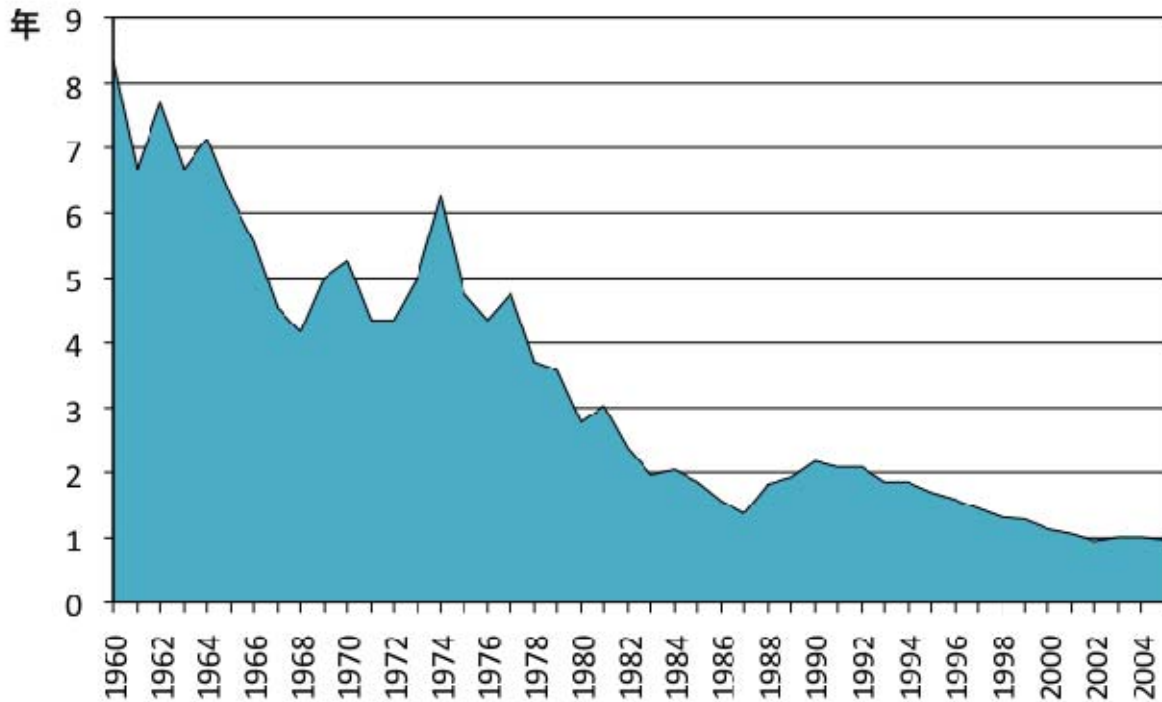


図 12 株式保有期間の短縮化

出所： NYSE Euronext, “Facts and Figures > NYSE Historical Statistics > NYSE overview statistics”. Author calculations<sup>65</sup>.

投資は将来の利益を生むが故に、株主が将来の利益を正確に把握できるならその価値が現在の株価に完全に反映されるはずである。また、過小投資から計上される短期利益が株価を上げることはない。従って、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>66</sup>。但し、昨今の金融危機でも明確になっている通り、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である。無形資産の価値においても同様な問題がある。企業の長期的な成長は、社員の教育と目的意識、また社員・取引先・顧客・債権者・地域との良好な信頼関係などの目に見えない、非常に計りにくい無形資産に依存する。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出来ない。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健全ではない<sup>67</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。もっとも手っ取り早いのは自社株買いである。自社株買いをすることにより内部留保もしくは借入れによる資金が株主に流れ、アナリストの重視する一株当たり利益 (EPS) が増加し<sup>68</sup>、且つ株式の需要が増える。借金をして、借りた資金を株主に渡すというのも非常に効果的である。しかし、会社の財務基盤が弱くなる上、利子を支払わなければならないが故に、長期的な投資をする余裕がなくなる。会社の資産を担保に借金をし、会社を買収するというレバレッジド・バイアウト (LBO) もこうい

う仕組みのひとつである。LBO では買収者が対象企業の信用力を使用して借金をし、対象企業で借り入れたこの資金を既存の株主に支払うので、結果的に企業の借が増え資金が株主に流れる。非上場証券に投資するプライベート・エクイティー投資家についても、借金を株主配当に流すことが多い。2003 年から 2006 年まで、プライベート・エクイティー投資家への配当に使われた借入れが総額 700 億ドル（約 7 兆円）に上り、リストラや破産を引き起こした事例もある<sup>69</sup>。

従業員を始めとする企業に依存しているステークホルダーと比較し、株主は事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である。そして増配・自社株買い・LBO などこれらの仕組みは、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。アメリカでは 1980 年代に入ってから利益に対する配当金の割合であるというペイアウト比率が顕著に上昇した<sup>70</sup>。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 13 参照）。1997 年から 2008 年にかけて、アメリカの上場企業による自社株買いは合計で 2.4 兆ドル（約 240 兆円）に昇った<sup>71</sup>。

### 株式発行の総額 (新規発行－自社株買)

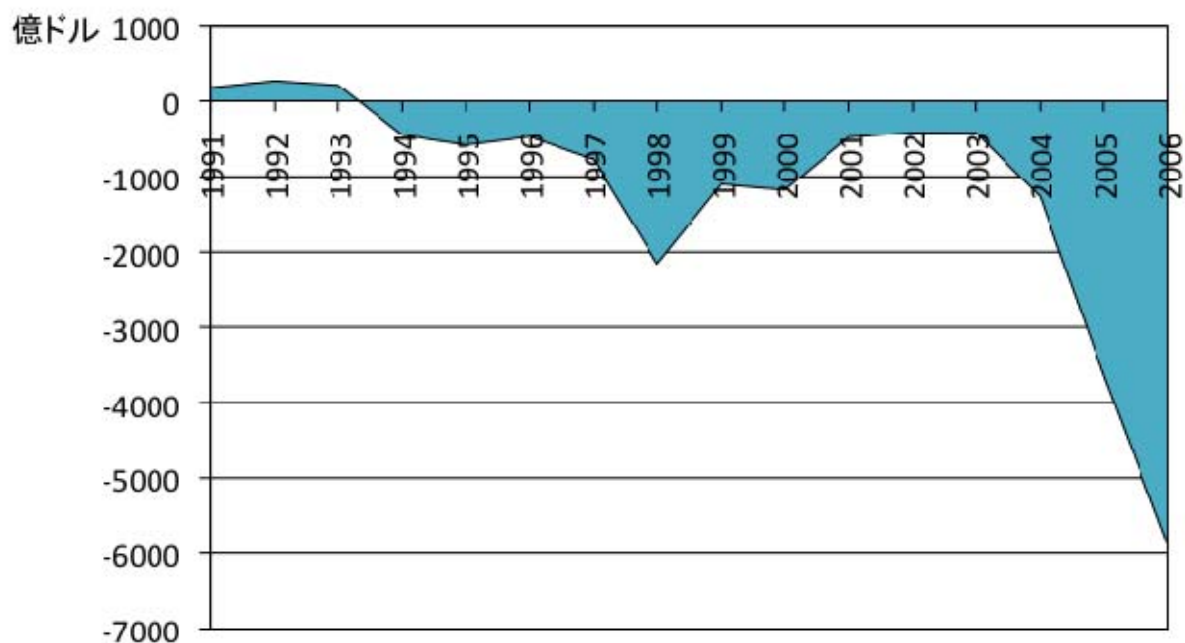


図 13 自社株買いで企業の資金が株主に分配されていく

出所：米国連邦準備銀行

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。例えば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、2008 年 12 月に破綻し数百人規模のリストラを発表した<sup>72</sup>。近年に 18 億ドル（約 1800 億円）を超える自社株買いを実施したニュー・ヨーク・タイムズ社は投資適格格付けを失い、資金繰りに困った<sup>73</sup>。今年破綻したゼネラル・モーターズは、1986 年から 2002 年にかけて、自社株買いに 204 億ドル（約 2 兆円）の資金を費やした<sup>74</sup>。金融危機で公的資金の注入で救われた大手銀行は、2000 年から 2007 年にか

て合計 1820 億ドル（約 18 兆円）の自社株買いで財務基盤が弱っていた<sup>75</sup>。株主の責任は有限であるから、資金が余っている時期に資金を極限にまで吸い取った方が有利である。そして不景気が訪れたら企業が沈み、従業員を始めとする関係者が被害を被る。

金融危機は経営者の短期志向の危険性を明確にしている。悪質な不動産ローンは数年経ってから利回りが急増するように設計され、収入が明らかに不足している低所得者に勧められた。不動産価格が上昇しなければ崩壊せざるを得ない短期的な経営であったが、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急速に増やしていった<sup>76</sup>。借り手の所得の水増し、ローンの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、不祥事も多かった<sup>77</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っていた。不動産クラッシュの火に油をかけたクレジット・デフォルト・スワップ<sup>78</sup>もリスクを将来に先送りにし、短期的な利益を上げる側面も持っていた<sup>79</sup>。当然ながら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、数多くの個人が家を失い、投資家が巨額な損失を抱え、銀行や不動産ローン業者が破綻し、格付け会社への信頼性が崩壊した。信頼関係に基づく金融市場が機能しなくなったことは当然な結果であった。この仕組みが持続可能でなく、かつ不公平な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な利益を上げた<sup>80</sup>。この事件は国民を大きく苦しませ、世界経済にまで弊害をもたらした、市場万能主義に促された不健全な経営の代表的な事例といえよう。

## 信頼関係とコミットメントの崩壊

アメリカ型経営が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が株主の利害関係だけを優先し、他の関係者を犠牲にする。これは株主以外の関係者の立場からは裏切りとしか見られない。株主以外の関係者は自分たちが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。新しい知識は人間の頭の中で作られるため、従業員のコミットメントがなくなると知の創出も出来なくなる<sup>81</sup>。会社が知識と学習能力で勝負する 21 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る。また、関係者間の相互依存度が高まっている現在においては、お互いの協力関係が重要であるが、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、社員や取引先・社会・顧客を軽視し、企業の長期的な改良改善性と持続可能性を低める。

企業は社員からなる組織であるにも関わらず、株主至上主義・市場万能主義が社員の軽視につながる。アメリカのビジネス・スクールで、経営者の役割は株主の利益を最大化させることであると教え込む<sup>82</sup>。株価連動型報酬により、このような役割を果たす経営者が高額報酬を受け取る。こうした株主至上主義の存在が、実際に経営者の行動に大きく影響を与える。例えば、アメリカの経営者の多くは配当を守るためには従業員を解雇すると答える<sup>83</sup>。好景気でも不景気でもリストラを繰り返す<sup>84</sup>。結果的にアメリカは日本とヨーロッパと比較して平均雇用期間が著しく短い（図 14 参照）。前述した通り、一般労働者の給料が押し下げられ、上級経営陣の給料が急増する。

## 労働者の平均勤務期間

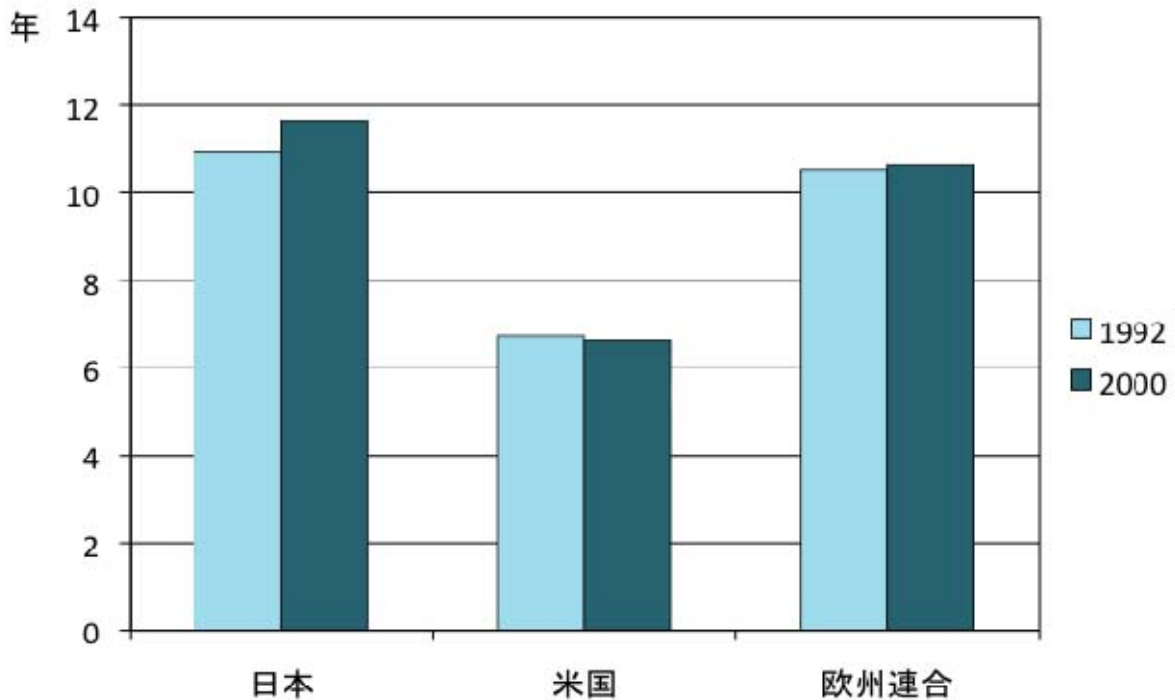


図 14 アメリカの平均勤務期間は著しく短い

出所: *Employment Stability in an Age of Flexibility*, P. Auer & S. Gazes, eds, Geneva: International Labour Office, 2003: 25.

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 3.4 億ドル（約 340 億円）の報酬削減に賛同した途端、経営陣が 2 億ドル（約 200 億円）を超える株式ボーナスを受け取った。経営者の行動を批判した客室乗務員労働組合代表に対し、会社はこう述べた。「わが社の経営報酬は航空会社を含む他のアメリカ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」<sup>85</sup>。他の大手航空会社でも同様な現象が起きており、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<sup>86</sup>。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。コミットメントのない企業であっても、金銭的な動機付けだけで運営することも可能であるにせよ、改良改善の能力が低下せざるを得ない。寿命が長い会社は、従業員を軽視しない<sup>87</sup>。

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、いつでも都合よく仕入先が選定できる。しかし常に短期的な利益を優先する経営では改良改善やイノベーションを生む協力的な関係が築けない<sup>88</sup>。日本企業は癒着やなれ合いの危険性はあるものの、仕入先との長期的な関係をつくる能力が高く、例えば自動車業界での競合優位性につながっている<sup>89</sup>。自動車のような複雑な製品の場合、仕入先の協力が改良改善の能力に大きく影響する<sup>90</sup>。当然ながら、仕入先との相互的なコミットメントがなければ改良改善を妨げる。広い意味では、社会自体も企業の重要な仕入先であるが、株主至上主義では社会の

利害関係が尊重されない。前述した通り、アメリカでは企業の三分の二が法人税を納めておらず、節税を求め本社を海外に移すことも珍しくない。

顧客まで裏切ることもある。金融危機について前述したが、顧客に背いた企業も多かった。一つの例を挙げると、ゴールドマン・サックスはカリフォルニアの債権を売りながら、その債権の価値の低下で儲かるクレジット・デフォルト・スワップを違う顧客に勧めていたことが分かった<sup>91</sup>。また保険業界では顧客と株主の短期利益が直接に対立する。短期的な利益を優先すると、顧客への支払いを抑えることになる。保険会社は支払いを介護保険の加入者が実際に死んでしまうまで遅延したり、妊娠や病気になった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<sup>92</sup>。また、プライベート・エクイティのファンドが介護施設を購入し、介護の質を下げることにより短期的な利益を出した事例も存在する<sup>93</sup>。

株主至上主義と市場万能主義から生まれるこの信頼関係の崩壊は、アメリカ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、即ち社会における信頼に基づいた良好な人間関係はアメリカで戦後急速に低下していることが明確である<sup>94</sup>。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ろうが、重要な一因だと思われる。日常生活の中では、個人は常に企業と関わって生活している。したがって上記のように企業に裏切られると、個人の間には不信感が生まれても不思議ではない。

### 第3章 不健全な経営を促す要因

1970年代以降のアメリカにおいては、前章で述べた不健全な企業経営を促す複数の要因が作用しあっている。重大な要因として、株主に偏ったコーポレート・ガバナンスの仕組み、短期利益を強調する経営手法、株主志向の経営者教育、およびそれらのベースとなっている経済学的な企業論が挙げられる。アメリカのコーポレート・ガバナンスは中長期的な戦略や投資よりも、株主の短期的な利益を過剰に重視する側面がある。株価を経営目標にすると、常に短期間で結果を出そうとすることになる。株主価値を高めるために企業は成長に必要な投資までを削り、組織の無理な縮小を行い、資金を配当や自社株買いに回す。アメリカのビジネス・スクールが大量の経営者に教え込む経営手法は、定量的に評価しにくい長期投資を軽視し、短期的な株価上昇を目指す経営を後押しする。そして、現在の企業論はこれらの現象を正当化する。

#### 株主至上主義を促進するコーポレート・ガバナンス

株主至上主義・市場万能主義が理想とするコーポレート・ガバナンスは、企業の支配権市場と株価連動型報酬を通じて株主利益を最大化することである。各企業がそれぞれの株主価値を最大化させることに専念すれば、市場は万能であるため社会全体において最適な結果がもたらされると論じる。しかし、こうしたコーポレート・ガバナンスは株主や経営者の短期的な利益追求を促進し、第2章であげた諸問題を引き起こす重要な原因となっている。アメリカの現状のコーポレート・ガバナンス制度のもと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す。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である。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株主への再分配である。再分配のやりかたとして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。事業上の長期的なシナジーが明確な、同業他社との戦略的な合併などの場合、前者の価値創出型の買収が多かろう。しかし不幸なことに価値の再分配は価値の創出より遥かに簡単で手っ取り早く行えるため、数年間で企業をより高く売却する目的を持つ金融的買収者の多くは実質再分配型の買収を行うこととなる<sup>95</sup>。ハーバード大学のサマーズ元学長は研究論文で航空会社の事例を分析し、従業員から株主への再分配で買収者が巨額な儲けを得たことを示した<sup>96</sup>。

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においては、株主の取り分を膨らませてもあまり儲からないため、投資家は再分配より長期的な価値創出を選ぶ。しかし、企業が成熟すると、年々蓄積してきた価値を再分配することで素早く儲けられる可能性が出てくる。再分配の魅力は企業が成熟すればするほど、長期的な価値創出と比べ大きくなる。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、支配権市場で企業に対してより高い

値段を提示し、そして価値創出型の経営から再分配型の経営に切り替える。買収者は積極的に株主に価値を再分配するほど儲かる。結果的に、自由な企業支配権市場では最も強欲な経営を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である。敵対的買収とは、現経営者が買収に同意していない対象企業の買収を指す。買収を防衛する対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。当然ながら、防衛策に必要な費用と経営資源は社会からみて無駄である。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。敵対的買収が許されると、長期的で公平な経営をしてきた企業こそが買収者に狙われる。長期的で公平に経営されている企業ほど、従業員・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したり、投資を削ったりして株主が儲ける余地が大きい。敵対的買収は株主に圧倒的な力を与え、公益を重視する経営を壊す。

会社を完全に買収しなくても、投資家は大手株主になれば味方の取締役を当選させたり株主提案権を行使したりすることにより、企業の経営に影響することができる。株価を持ち上げるように経営者に働きかけるいわゆるアクティビスト投資家は、敵対的買収者と同様な目的で、会社の価値を吸い取ろうとする。例えばアクティビスト投資家の代表的な例であるカール・アイカーンは、2007年にモトローラ社の株式の1.4%を買い、そしてモトローラ社に取締役になるように求めた上、約120億ドル（約12兆円）の自社株買いを提案した<sup>97</sup>。

敵対的買収とアクティビスト投資家の攻勢は実際に起こらなくても、起こり得るという脅威だけで経営者を短期志向にさせる。株価を短期的に高めないで敵対的買収者が入ってきてしまうことになり、その脅威から短期的な利益を追求するようになってしまうからである。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、株主価値の向上を求める。一方、経営陣は買収者やアクティビスト投資家の標的になること自体を回避するために、日ごろから株価向上を重視した経営を行うことになる。経営者が株価を懸命に上げなければ、株価の低迷によって会社が敵対的買収者やアクティビスト投資家の対象となってしまう。経営者は株主から解任されることを恐れ、株価を短期的につりあげることに最も注力する経営をする。その結果、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う。このように、株主に圧倒的に強い権限を持たせるアメリカのコーポレート・ガバナンス制度は経営者に圧力を与え、企業が短期の利益追求に走ることに拍車をかけてしまうことがあり、企業の成長にとっては負の効果をもたらす。

敵対的な買収は信頼関係の崩壊と成長の鈍化にもつながる。企業は前述した通り、中で働く従業員、商品を買ってくれる顧客、部品を提供してくれる下請け企業をはじめ、様々なステークホルダーに支えられている。敵対的買収により経営者が突然変わり、短期的な利益を追求するようになるとリストラや投資の削減が行われ、従業員と経営者との間の信頼関係が崩壊する。従業員の持つ技術力の伝承や従業員同士の協力により企業は前進していくが、こういったことは信頼関係が崩れると実現できなくなる。顧客や下請け企業との関係においても同様である。企業が長年にわたって信頼関係を築いてきた取引先を裏切るとは、短期的

に見れば利益を増やすことにつながるかも知れない。しかし、信頼を維持できている取引先は企業が困難な状況に立ち向かっている時に企業を助けるが、そうでない場合は企業を裏切り、結果的に成長を鈍化させてしまう<sup>98</sup>。

株主至上主義のコーポレート・ガバナンスのもう一本の柱は株価連動型の報酬制度である。敵対的買収やアクティビスト投資家の脅威が企業の経営者に圧力をかける一方、株価連動型報酬は株主と経営者の利害関係を結ぶ。こうした報酬は短期志向を促進させる上、社内に所得の格差を生む。1980年代以降、株価と業績を連動させる報酬制度がますます大きくなってきている<sup>99</sup>。ストック・オプションの経営者への付与は、株価を引き上げることができれば、経営者の報酬が増大することを意味する。このことは、経営者の経営努力への動機を喚起することには役に立つが、同時に、株価の短期的な引上げを目的とした経営戦略を経営者が選択することを促すという逆効果が生じる。高い報酬を得るために、長期的に利益が生まれる戦略をとるよりも、短期的に業績向上が見込めるリスクの高い戦略が優先され、安定した発展が妨げられてしまう。また、高株価の場合には株価に応じて経営者の報酬は増加していくが、株価が低いときにはストック・オプションを行使しないだけなので、経営者の報酬には影響がない。つまり、この制度のもとでは長期的な安定性を犠牲にし短期的に利益を生む経営戦略をとった方が、株主にとっても経営者にとっても有利になる。

株価連動報酬制度は社内の報酬の格差、信頼の崩壊につながることもある。株主以外の関係者から株主への価値を再分配すれば株価が上がるが故に、逆に再分配のできる価値を蓄積してきた企業は株価が低水準にとどまることがある。短期的に株価をあげることを優先する経営者は一般的にリストラや資産圧縮などによる利益率改善や投資の削減などを行う<sup>100</sup>。その結果、短期的には株価は上昇するが、不公平なリストラにより従業員は裏切られ、投資を減らすことで成長と持続可能性が阻害されてしまう。短期的な利益の実現により、経営者だけが短期的にストック・オプションを行使し、巨額な報酬を手にする。ストック・オプションは経営者に付与されることが多く、社内で極端な報酬格差が生じ、従業員の士気が下がる<sup>101</sup>。また、長期的な成長につながる経営戦略を犠牲にしてまで短期的な業績を上げる経営方法を目の当たりにしている従業員は疑問を抱き、やる気を失ってしまう。つまり、ストック・オプションの付与は企業の長期的な成長を犠牲にし、信頼関係の崩壊につながる。

## 意思決定を短期に偏らせる経営手法

上述したようなコーポレート・ガバナンスの制度の他に、会社の日々の運営面において経営の意思決定を短期に偏らせる経営手法が浸透している。具体的には、正味現在価値（NPV）法での投資評価および会計制度が、無形資産および選択可能価値（オプション・バリュー）を軽視した経営につながり、企業の長期的な発展を損なう。また、英米企業では長期投資を悪く見せるNPV法の誤った使い方をしてることが多い。NPV法と現在の会計制度は一見合理的に見えるが、実際は偏った意思決定をもたらす。会社の価値が主に固定資産であった時代にはこれらの経営手法が比較的が無害であったと思われるが、環境の変化も競争も激化し、企業が知識・学習能力・組織力などの無形資産で勝負する現代においてはNPV法に基づいた単純な経営方式は逆に改良改善を妨げ、持続可能性を低める。

NPV法で投資案件を評価すると定量化がしにくい費用と利益が軽視されるが故に、不健全な経営につながる。NPVとは、将来にわたる正味キャッシュ・フローの現在価値と、初期投資額の合計である。NPVが正となる場合はかかる投資案件の投資を実施し、負の場合は投資の実施をしない。定量化しやすい費用と利益においてはNPV法が参考になるが、知識・目的意識・学習能力・信頼関係などにおける投資の影響が定量化しにくいいため、それらはNPVに考慮されることがないまま意思決定がなされてしまう。例えば、従業員をリストラするかしない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として反映されるが、やり甲斐の希薄化、会社へのコミットメントの低下、知識の損失などから生まれる定量化しにくいコストは反映されない。

長期投資に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。長期的な投資を行うと、後から新しい選択肢が見えてくる。例えば、新製品の研究開発を行いながら、予想できなかった展開で以前気付かなかったビジネスチャンスが見えてくる。その時点で新しいビジネスチャンスを開拓する選択肢が手に入る。この選択肢には「オプション・バリュー」という価値がある。長期的な投資は予想できないチャンスを生み出すので、オプション・バリューを含んでいる。尚、金融業とは違い、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ができない。長期投資をNPVのみで評価すると意思決定が短期に偏らざるを得ない。

上記の問題が訂正されればNPV法は参考になる分析手法となるが、大きな落とし穴が存在する。現在価値は、将来の利益を投資家の求めるとされる利益率で割り引くことにより計算される。しかし、妥当な割引率は不明である<sup>102</sup>。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。従って、短期に利益を上げようと思い、経営者が高い割引率を設定すれば、短期的な投資が優先される。英米では通常、企業の経営者が高すぎる割引率を使用しており、結果的に過小投資になっている<sup>103</sup>。こうした経営は確かに株主資本利益率を高くするが、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<sup>104</sup>。NPVの分析は客観的にみえるが、短期志向を企業内に体系的に普及させる有効な方法でもある。経営者がNPV法に盲目的に頼りすぎると、企業の持続可能性・改良改善性を高めることを軽視し、短期的な利益の実現を偏重してしまう。

会計制度も経営者の視点を短期化させる可能性がある。まず、定量化しにくい無形資産を過小評価する。無形資産とは特許や商標権といった知的資産、従業員の持つ技術や能力といった人的資産、顧客や取引先との信頼関係、社員のコミットメントと志などの実体を伴わない価値創出の根本を指す。こうした無形資産は企業の存続と成長にとって非常に重要であるが、定量的に評価することが難しく、貸借対照表には計上しにくい。実際には無形資産を作る長期的な投資の多くは貸借対照表上では費用とみなされるため、その価値は短期の評価には反映されない。また、NPV法と同様に長期投資から生まれるオプション・バリューも見落とされる。

四半期ごとの評価制度によって経営者の視点がさらに短期化する。経営者に短期間で利益を計上することが求められているため、経営者は四半期ごとの会計上の業績向上のため、ますます上記のような経営方式に依存するようになる。企業の長期的な繁栄のための基礎研究、

人材育成、取引先との協力関係の構築などの投資は時間が経てば経つほどその効果が出てくるが、四半期という短い期間ですぐに利益が上がることはあまりない。また、米国型の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から、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<sup>105</sup>。時価会計制度に基づいた四半期評価を経営目標にすると、真の価値を生まない偏った意思決定にならざるを得ない。

## 株主価値に重点をおく経営者教育

企業経営者の教育を担っているビジネス・スクールはその目的において大きく変化し、短期志向の経営を引き起こす一因となっている。もともとアメリカのビジネス・スクールは1900年頃に実務家の道徳的なリ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はじまった<sup>106</sup>。しかし、今では教育内容が大きく変化し、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。1960年代から、金融経済学の観点を最も重要視するシカゴ・ビジネス・スクールは影響力を増し、企業を経済学的にとらえる思想体系を広げた<sup>107</sup>。金融経済学や金融工学の研究者は株主価値を高めるための経営手法などを発明するようになった。授業では株主価値をあげるための様々なテクニックが教えられ、例えば借金をして節税をすることが株主価値をあげるために良いなどと教えられている。ファイナンスの授業では個人は自己の利益追求、企業は自己の株主価値の向上のためだけにしか行動しないと教えることも多い<sup>108</sup>。このような教育を受けた経営者は株主価値向上を最優先する株主至上主義的な経営に陥りやすい。

ビジネス・スクールは規模の面においても大きく変化しており、短期志向の経営者を大量生産する場となっている。1919年の米国における経営学修士取得者は110人であったが、1958年には5,200人に上昇し、1981年には5万5000人に増え、医学修士、法学修士取得者数を上回った。2006年にはアメリカにおいて12万人を達した。今では世界100カ国において経営学修士が授与されており、経営学の教育の影響力の規模が大きくなってきている<sup>109</sup>。上記のように企業の存続目的が株主価値の向上であるという前提をもとに、会社の価値は株式の時価総額（株価×発行済株式数）で決まると教え、株価はROE（株主資本利益率）などの指標で決まり、NPV法で投資判断をするべきとされてきた<sup>110</sup>。このような短期的な利益追求につながる経営手法が全世界で普及し、企業における持続可能性・公平性・改良改善性の低下をもたらしている。

## 基礎となる株主志向企業論

不健全な経営を促す上記の株主偏重のコーポレート・ガバナンス制度、短気に偏る経営手法、および株主利益を最優先する経営者教育の背景にあるのは経済学的な企業論である。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<sup>111</sup>。経済学ではプリンシパル・エージェント論またはエージェンシー論と言われるが、ここでは株主志向企業論と名付ける。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、アメリカの制度設計を指導する概念的枠組になった<sup>112</sup>。

株主志向企業論の原点は個人の利己心にある。組織というのは、ばらばらの個人では実現できない仕事を、企画と調整で複数の個人の力を合わせ実現するためのものである<sup>113</sup>。なお、個人には利己心があるため、組織の利益と個人の利益が対立することがある。こうした利害対立の場合、経済学の理論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。これを防ぐためには個人に動機付け（インセンティブ）を与え、個人の行動を監視（モニタリング）しないとイケない。動機付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に無駄な出費をしたりする<sup>114</sup>。

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が、難しい課題になる。経営者が自分の資本を投資していない限り、株主のために利益を出そうと思わない。むしろ余剰な資金を豪華な事務所やプライベートジェット機や接待に費やし、株主の資金を無駄にする。投資家はこうした問題を予想し資金を提供しなくなり、結果的には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、企業支配権市場や株価連動報酬または莫大な借金である。経営者による資金の無駄づかいは株価低迷につながるため、自由な企業支配権市場が存在すれば、無責任な経営で株価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。また、株価連動型の報酬は経営者に株主利益を上げるように更に動機付ける。そして、会社は利子を支払わないと破綻するため、会社に巨額な借金を抱えさせれば、金銭的な余裕がなくなり、資金の無駄づかいができなくなる<sup>115</sup>。こうした仕組みにより、無責任な経営が止められ、公益が果されるとされる<sup>116</sup>。この理論は完全に間違っているとは言えないものの、前述のような厳しい副作用を伴う。

株主志向企業論は、アメリカの株主至上主義・市場万能主義を独自に起こしたとは言えないが、重要な一因である。1980年代の敵対的買収と近年の巨額な株価連動型報酬を正当化する<sup>117</sup>。経営者の不公平な報酬は、市場原理の妥当な結果、および株主と経営者の利害関係を調和させることのできる仕組みであると合理化される。ファイナンスの分野においては、株主価値の最大化が経営の唯一の目標であることが議論するまでもない当然の前提になっている<sup>118</sup>。株主価値の最大化はNPV法の基礎的な前提にもなっている。著名な学者は会社には利益を最大化する以外の社会的責任が存在しないと断言し<sup>119</sup>、ハーバード・ビジネス・スクールやシカゴ大学などでこの思想体系が数多くの有能な若者に教えられてきた<sup>120</sup>。会社は株主のために存在する、自由市場が最適な結果をもたらす、この二つの通念がアメリカの不健全な経営を招いた。

## 第4章 日本企業の事例

社会の形成において企業が大きな役割を担う今日、本報告書で明らかにしてきた株主至上主義がもたらす問題は、私たちの生活においても様々な影響を及ぼしている。企業は日々の事業活動の中で多くのステークホルダーに支えられているが、短期志向の資本主義は「会社は株主のもの」という考え方を土台としたコーポレート・ガバナンスの枠組を築いてきた。そして、この枠組みの中で企業経営を行う経営者は株主価値を高めることに最も注力をしてきた。株主価値を追い求める短期志向の経営により、企業は長期的な成長への投資、株主以外の関係者との信頼関係、従業員との協力関係等が犠牲となってきた。その結果として、企業内外における信頼関係の崩壊、社会における格差の拡大などの問題がますます深刻になってきている。企業が事業を通じて社会に貢献をし、それにより社会をより豊かにしていくためには、この短期志向の経営からの脱却が必要である。

企業が事業を通じて社会に貢献をするか、その逆を引き起こしてしまうかは経営方法にかかっている。日本においてもアメリカと同様に短期志向の経営が広がりを見せていることが1章において明らかとなった。しかし、短期志向に陥らず、長期的な視点を持って事業に取り組んでいる企業も少なからず存在している。長期的な視野を持って事業を展開し社会に新しい価値を提供している企業、短期の利益には直接つながらない事業への投資を社会のため取る企業、グローバル競争・利益追求にさらされながらも従業員等のステークホルダーとの関係を犠牲にすることのない企業などである。これらの企業は何故、短期志向の経営を促進するコーポレート・ガバナンスの圧力にさらされながらも、そうではない道を選ぶことが出来たのだろうか。実際に、短期の利益追求以外の目標を持ち、その目標の実現を目指すことにより繁栄をしている企業を考察し、公益経営の実現において参考となる経営方法を模索していきたい。ステークホルダーとの関係性を大事にし、長期的な視点を持った経営に取り組みながら、社会に貢献をしている2つの企業の事例を見ていく。

### 勇心酒造株式会社

本報告書では、公益経営の実現にあたり、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、それにより再び社会に貢献することの重要性を明らかにしてきた。長期的視点に立って次の世代につながる事業の改良を実践し、ステークホルダーの価値を追求することは、多大な投資を必要とし、時には短期的な利益を犠牲にせざるを得ないこともある。持続につながる経営を行いながら自らを改善していくという葛藤を抱えながら、本業を通じて地域に貢献し、世の中に新しい価値を提供していくには何が鍵となるのか。拓殖大学の野村進教授が「千年働いてきました」の中で、社会への貢献を重視しながら経営をしてきた多くの企業を取り上げている。答えを探るため、本の中で紹介をされており、強い理念と志に支えられながら、新しい価値を世の中に提供してきた香川県の酒造企業、勇心酒造についてより詳しく理解をするため、訪問した。

勇心酒造は、創業150余年の香川県の酒造企業である。戦前、香川県には70社の酒造メーカーがあったが、今存続しているのは6社のみ。勇心酒造は約30億円の売り上げ規模を有し、

成長を続けている。農学博士である五代目社長の徳山孝氏が勇心酒造を継いだとき、清酒業の低迷は深刻化していた。そこで、徳山氏は米の持つ潜在的な力を引き出し、活用することをはじめた。「明治以降、お米の機能開発は行われていなかった。お米には清酒、焼酎、酢、みりん、といったものを創る醸造・発酵の技術があるのですが、近代に入ってから、お米の持つ力を日本人は引き出してこなかった」と話す。そして、2000年にわたる稲作の歴史から米の知見の蓄積を利用し、勇心酒造の製品の素材となる「ライスパワーエキス」を生み出した。そして、発酵技術の研究を重ね、安全性の高い、日本古来の米の発酵技術を使ったライスパワーエキスを含む製品を開発した。

### 「生かされている」という理念が事業の原点

勇心酒造には、経営の土台となっている大きな理念が存在している。徳山氏は今までの存続理由について、次のように語っている。「長寿企業は遺伝子を持っている。理念という遺伝子が企業を長期的に続かせる秘訣となっている。」この理念は「生かされている」という東洋の考え方である。人間は麹菌・酵母のような微生物をはじめとする多くの背景に助けられていて、「生かされている」という考え方の下、社会に役立つことをしなくてはならないという思いが原動力となっている。「生きていく」という考え方を持つのでは、行動が異なる。この考えが原点にあるため、社会に役立つ価値を生み出すことに力を注ぐこととなる。

その考えから生まれたのが「ライスパワーエキス」である。お米の総合利用の研究をすることで地域社会に貢献できると考え、長い歳月をかけて研究を続けた。ライスパワーエキスのひとつが1987年、厚生省（現・厚生労働省）に保湿機能の新しい効能が認められ、医薬部外品として認可されるまで、開発開始から毎年億単位の資金を投じ、10年以上かかった<sup>121</sup>。米からできた製品が医薬部外品の認可を得たのは全国でもライスパワーエキスが最初である。ライスパワーエキスはすでに40種類以上が開発され、実用化したものは9種類を数える。製造の過程で加えるこうじ菌や酵母、微生物の種類や組み合わせ、量、熟成期間に変化をつけることで、違った特徴のあるライスパワーエキスができる。

発酵の過程に独自の工夫が凝らせた製法を徳山氏は「日本型バイオテクノロジー」と呼ぶ。「バイオテクノロジーと言っても、遺伝子組み換えの技術を駆使して地球上になかった生命体を作り出すような欧米型のものとは異なる。こうじ菌や酵母などを用い、日本古来の発酵技術を組み合わせたものである。このエキスは安全性が高いが故に、2002年に売り出された「アトピスマイル」というライスパワーエキスから生まれた製品は、アトピー性皮膚炎に悩んでいた方の支持を集めた。徳島大学医学部の臨床試験では、アトピスマイルを患部に塗ったひとたちの89%に症状の改善が見られた<sup>122</sup>。ステロイド剤の長期使用につきものであった副作用がない。徳山氏は、公害・添加物に悩まされてきた20世紀に対し、21世紀は天然の総合素材の時代になっていくと語る。また、このような製品を通じて、「東洋と西洋のいいところを採って合一させ、次の時代を創っていきたい」と話す。

ライスパワーエキスの開発資金を配当金などに使用することも出来たが、勇心酒造は世の中への新しい価値の提供の実現を信じ、研究を続けた。この背景には、「不義にして富まず」という徳山家の家訓が存在する。「その時だけよければよい、という考え方ではなく、世の中

に役立つことをやらないと企業も家も続いていかない。企業が存続するには、大きい倫理と理念が必要」と話す。この考えが原動力となり、「生き残るため、本業をどのように改良改善し、社会のためになる事業に取り組めるかを真剣に考えて取り組むことができた。開発は試行錯誤の連続であるが、理念を持ち続けながら取り組んでいくことが大事なのである」と語る。

### 信頼関係が改良改善とリスクを可能にする

ライスパワーエキス誕生、そして製品の開発までの道のりは様々なハードルがあった。年間約1億円を研究開発に使用してきたが、成果が出るのには時間がかかり、約25年間赤字が続いた。勇心酒造のメインバンクが破綻してしまったとき、それを引き継いだ銀行により融資が打ち切られてしまった。その時に勇心酒造の支えとなったのが、地域社会・研究者・地元企業と築きあげてきた信頼関係であった。資金難に直面した勇心酒造に対し、徳山氏の社会への思いを理解していた酒造仲間が物心両面から支援し、地元の通販会社の社長が約一億円を貸した<sup>123</sup>。さらに、理念に共鳴をしてくれた国・県・企業・研究社等、各訪問の人々の支援により、苦境を乗り越えることが出来た。

勇心酒造のお米の利用に関する研究は多くの研究者との信頼関係により支えられている。現在、勇心酒造と共同で東京大学、徳島大学、広島大学、青山学院大学等の多くの大学の研究者がお米の総合利用を通じた地球にも人にも安全な新しい科学の実現、社会問題の解決を目指している。研究開発のための外部委託ではなく、パートナー研究者達自らが自主的に研究に取り組んでいる。徳山氏は「同じ理念を共有しているから、自然と力を合わせることが出来るし、問題に直面したときには一緒に考えてくれる」と話す。東京芸術大学の河北秀弥氏は「ライスパワープロジェクトは商品作りの問題だけではなく、人類の意識改革、環境問題、西洋的志向からの脱却、日本からの文化発信等多くの総合的要素を含んだプロジェクトである」と語っている。お米の活用を通じ、社会へ貢献するという徳山氏の思いが研究者を動機付け、新しい価値の育成につながっている。

地域社会、研究者の他、取引先との信頼関係・協力関係も勇心酒造が社会に提供する価値を向上させている。スキンケア商品に含まれているライスパワーエキスは水分保持改善の機能を持つと医薬部外品の認定を受け、自社また取引先の多くの商品に使用されている。商品を通じ、効能を提供するだけではなく、「自然と共存する生き方の大切さを世界に伝えたい」と徳山氏は考える。このため、取引先の理念に対する理解が重要となる。取引先の選定の際、徳山氏は組むことによる利益率ではなく、「理念についてじっくり時間かけて話をした上で共感できているかどうかを判断する」と語る。主要な取引先の一つであるコーセイは、商品紹介時にライスパワーエキスの内容や由来を説明する等の条件を受け入れ、今ではライスパワーエキスを含む商品が主力商品の一つとなっている。利益を最優先していると感じた大手メーカーとの取引はお断りした。理念に共感してくれる取引先との信頼関係・協力関係を通じ、商品という枠を超え、ライスパワーエキスの社会への貢献が可能となっている。

## 事業を通じた地域社会への貢献で社会の課題と向き合う

社会における様々な課題に取り組むため、事業を通じた地域の活性化に力を入れている。勇心酒造が今年新たに開発をしたお酒「リセノワール」は香川県宇多津町で古代米を生産する農家組合と共同で開発をした。宇多津町では町と古代米生産組合によって、「醸造用古代米」の栽培に成功をし、古代米を核とした町おこしが行われている。勇心酒造もこの動きに賛同をし、古代米の用途開発に取り組み、最初に開発したのが今回のリセノワールである。抗酸化能とライスパワーエキスの抗潰瘍効果をあわせもつ健康にも役立つ飲料である。「地域の活性化に少しでも役立つために、日本型バイオテクノロジーという安全でエネルギー消費も少なく、環境にやさしい技術で地域産物の用途開発に取り組むことと致しました」と徳山氏は話す。リセノワールは、全国に通じる新たな特産品の掘り起こしを図ることを目的とした「県産品コンクール」で最優秀賞を受賞した。

勇心酒造が事業を通じて社会へ貢献することは「不義にして富まず」という家訓に基づいている。長期的な目標と短期的な目標を区分した上でそれぞれの戦略を立てるのではなく、社会へ貢献することで、その結果として利益が上がると考えている。「長期的利益と短期的利益に関して、対立関係にはないのである。経営において、51%が倫理・理念で、49%が利益活動と考えている。事業の存続において倫理・理念が最も重要であるのだが、それだけでは食べていくことができないので利益もあげる。理念を貫くために、利益を上げるのである」と徳山氏は話す。また、「日々の活動において、短期の利益についてはあまり考えていない。短期で利益を求めるとするのは資本主義の欠点の一つでもあるが、一年で本当に良いものというのは出てこない。超長期的な観点がないと短期での利益の行き過ぎが出てしまう」と語る。「不義にして富まず」の精神が可能にしている経営なのである。

## 勇心酒造の経営を支える超長期志向、経営理念、ステークホルダーとの信頼関係

今まで見てきたように、勇心酒造の超長期の経営志向、理念、ステークホルダーとの信頼関係により成り立っている。長い時間と多大な資金を投じ、世の中に今までなかった社会の役に立つ商品の開発に成功をした。何故このような企業が香川県において長く続き、地域の活性化のみならず、社会の課題の解決に向け活動することができるようになったのだろうか。研究開発への資金を毎年配当として株主へ還元をしたり、経営者が報酬として受け取る等も可能ではあった。しかし、そうではなく世の中に役立つことに注ぎ、勇気を持って挑戦を続けた。ウォートン大学のサリバン教授はイノベーションは時間がかかり、どのくらいの時間が経てば種が芽吹くかは組織の中にいる者にしか分からないことがある、と指摘している。徳山氏も赤字経営に直面しながら、お米の発酵技術を信じて全力を注ぎ、理念に共感をするステークホルダーに支えられながら経営をしてきた。徳山氏は次のように強調をした。「私は『生かされている』という発想を基本に置き、東洋と西洋のいいところを採って合一させ、次の時代を創ってゆきたい。」このような超長期の経営志向、理念、がイノベーション、また社会の変革を可能としている。

## TOWA株式会社

### 自他とも誇りうる企業を目指す TOWA 株式会社

半導体は情報社会の柱をなすものの、極めて敏感であるため、黒い樹脂のパッケージに包むことによって守られる。このパッケージを作るのはモールドング装置という高度な金型技術を含んだ最先端の機械である。そしてそのモールドング装置で市場シェア 40%以上占めている会社は京都市に本社を構える TOWA 社である。TOWA 株式会社は金型の優れた技術者である現坂東会長により 1979 年に設立され、1992 年に年間 100 億円の売上を達成し、1996 年に東京証券取引所第 1 部に上場した。生産拠点は日本、韓国、中国、マレーシアにあり、従業員は 1000 人を超える。近年に発光ダイオード (LED) の封止装置や車載品の新型封止装置など、新しい分野に進出している。

しかしながら、TOWA 社は 2000 年代に入ってから深刻な問題に直面している。2001 年に IT バブルが弾け、売上が 300 億円強のピークから 150 億円弱まで急落し、業績が赤字に転じた。売上の低迷に直面していた頃に、創業者の体調不良もあり、銀行出身の副社長が社長に就任をした。この社長は研究開発、生産、営業を取り仕切ることが出来ず、赤字が続いた。2003 年に社長が大手電機メーカー出身の経営者になるが、大企業の官僚的な経営スタイルが TOWA 社に合わず、売上が回復してもさらに赤字が続いた。2006 年 6 月に河原氏が社長になり、企業の再建の活動を始めた。河原氏の経営で 2001 年以来売上が 250 億円の水準に復活し、且つ黒字化が実現できた。このように事業が軌道に乗ったと思えたが、2008 年の金融機から始まる世界同時不況で半導体設備投資に急ブレーキがかかり、TOWA 社の売上が激減してしまった。2008 年度の売上は前年の半分以下に止まり、連結純利益は約 40 億円の損益。この危機から立ち直ろうとしている時に我々が話を伺い行った。

### 中堅社員の志を会社の将来像に

河原氏は社長に勤めてから直ぐに行ったのは、TOWA 社の 30 代から 40 代の中堅社員を 26 人集め約半年かけて 10 年間の中期計画を作らせた。河原氏は下記のようにその趣旨を説明する。

彼らが今、30 代、40 代の人が、10 年後には 40 代、50 代になって、会社の部長だとか役員とか、場合によっては社長になっているような人たちが、この中からたぶん出てくるであろう。その時に、彼らが十年後の TOWA というのをどういう会社にしたいかと。どういう会社で自分たちは働いていたいんだということを、まず議論しよう。

つまり、TOWA 社を再建するための計画作りの出発点は、利益の極大化ではなく、企業のこれからコアとなる従業員の志だった。中堅社員を巻き込み、6 ヶ月かけて 10 年の計画を作るという方法は、トップの命令でリストラを急いでコストを無理に削減して 6 ヶ月以内に成果

を出すという株主至上主義でよくあるパターンからほど遠いものであると言えよう。中堅社員の議論から出てきたのは10年後のTOWA像、つまり「自他とも誇りうるTOWA」である。河原氏がこう語る。

要はここで働いている従業員、役員が、TOWAの会社に働いているということに誇りを持てる。すなわち仕事のやりがいがあるとかですね、会社自身の考え方が十分に納得できて、ここで働いていることに満足度を覚えるとか、当然給料とかボーナスとか処遇、これが世間よりもずっといいとか。だから働きがいがあるいい会社だと。また家族もですね、お父さんとかお兄さんとかお姉さんが、TOWAに働いているということで、世間に対してものすごく誇り得る。「ああ、いい会社ですね」と思ってくれる。

ないしは我々の取引先も、TOWAと取引していて良かったと。TOWAの製品を選んだお陰で、オペレーションが非常にうまく行っている。ないしはマシンがおかしくなったとしても、すぐに駆けつけて修理をしてくれる。ないしは新しいプロセスをどんどんTOWAが提案してくれるので、自分たちが絶えず生産性を向上していくようなこともTOWAはやってくれる。技術的にイノベーションもどんどんやってくれる。で、また自分たちのニーズを酌みいれて、商品を新たに展開してくれる。TOWAと付き合っていて良かったと、お客さんも思ってくれる。

すなわち世間に対しても誇れるし、関係者がみんなTOWAという会社はいい会社だというふうに、自分から見ても他人から見ても、何も恥ずかしくない。コンプライアンス上の問題も一切起こさない。変な不法行為も一切やらない。…

これはやっちゃ駄目だ、あれはやっちゃ駄目だというルールを色々作る以前に、マインドとして我々は世間に対して、自分自身に対して、恥ずるような仕事のしかたをするのではなく、自他共に誇り得る、社員全員が、家族が、社会がTOWAという会社に対して誇り得るような会社にしようというのが、我々の10年後のTOWA像だったんですね。

この「自他とも誇りうる」会社になるという志は、つまり全てのステークホルダーから見てもよい会社になることである。よい会社とはなにか、利益のように一つの定量的な指標でまとめることは出来なからうが、持続可能性と改良改善性の要素が明らかに含まれている。株式を日々取引しているデー・トレーダーのために会社を経営しているのではないので、利益は事業の発展につながる投資、従業員の報酬、株主のリターンで分け合うべきだと言う。不景気になっても従業員は切らないとも断言している。このように短期利益の極大化を目指さない企業こそ、従業員に働きがいを与えることにより、長期的に成長し、株主の利益を生むことになるであろう。

## 従業員のやり甲斐と自主性が会社を発展させる

中期計画の作成に参加していた生産技術次長に TOWA 社の再建について聞いた。TOWA 社は「上の計画に従った過去の TOWA」から、「自分たちでどうしようかというのを一緒に考えて作っていく TOWA」に変わったという。その変化について下記のように述べている。

前者〔上の計画に従った過去の TOWA〕は会社の目標を達成するべく、目先の作業に集中しており、如何にして成し遂げるかといった作業を中心とした思考でした。後者〔自分たちで一緒に考えて作っていく TOWA〕は、中期計画のワーキングメンバとして参画した我々に「ゼロの状態」から自分達の理想の将来像、憧れる企業や生活を想像し、それを成し遂げる為に何が必要か？ と言う発想で検討に入り、我々自身が考え、課題を見つけ、提案し、取りまとめる形で計画を作っていました。受身で無く、自らも参画した計画です。10年後をイメージして今しなければならないこと、3年後、5年後にしなければならないことが自分たちからの発信で提案できる訳ですから、当然意識も高まり結果も付いてくると思います。

従業員の意識は、従業員が改善改良を引き起こす提案制度で見える。従業員の改善改良は提案段階で評価され提案賞を受けるだけでなく、実行されれば採用賞も与えられる。そして提案が実行された場合、提案の優劣にかかわらず、1万円の賞金が与えられる。生産技術部では、52人の従業員が毎月40件を越える提案を提出する。その提案の結果、8ヶ月で12%のコスト削減が出来たと伊藤次長は話す。提案制度以外のところでも、従業員の自主的な行動が企業の発展につながっている。例えばレーザー・カッターに関心を持った従業員が週末に他社からレーザー・カッターの機械を借り、実験をし始めた。実験で切ったものが顧客の関心を集め、そして新製品の開発につながった。短期利益再優先の経営ではこうした展開は先ず起きないと言えよう。

従業員はなぜ自主的に提案をしたり新しい技術を調べたりするのか。伊藤次長は従業員のモチベーションについて下記のように語る。

仕事の目的は、お金を貰うため、生活のためなのですが、それだけではないんじゃないでしょうか？ただ、お金稼ぎであれば時給の良いアルバイトでもよいかもしれません。時間で雇われ与えられた作業をこなせばお金は手に入ります。安定を求めた正社員でも同様で言われ事だけして時間が来れば帰ってしまいます。しかし、仕事はそれだけではないと思います。よく若い社員に言うのですが、自分が好きなことに対しては時間を忘れ夢中になって集中します。例えばゲームですが翌日仕事で早起しなくてはならなくても、楽しければ夜中の2時、3時なっても時を忘れて熱中します。その集中力を仕事に持っていければ良いのです。単に作業を依頼されるのではなく、自らが行動するように意識を改革する事です。

つまりやり甲斐があると力が出る。当然に思われるが、株主至上主義の企業論に考慮されていないことである。上述したように、株主の利益を増やすことは従業員にとって直接の貢献に対する見返りはなく、株主利益再優先の経営においてはやりがいが増えられないことが分かる。やり甲斐の由来について伊藤部長はこう言う。

いろいろとありますが、褒められること。厳しくて結果が出なくてもそれをやり遂げたこと。ある意味、苦労もやりがいだと思います。目標や課題を共有し達成に向けた検討に自らも参画して、納得できる達成後のイメージを持っていけば、其々の従業員は自ずと目的に向かって進んで行くことになると考えます。目標が近づくと更に楽しくなり、出来なければ反省し見直すと言った感じです。自分の存在意義は大切です。期待し自己の努力にて目標を達成させることです。目標や課題が大きい程、達成感も大きくなります。こう言ったTOPとのコミュニケーションから始まる一連の行動が従業員のモチベーションへ繋がると考えます。あの「TOWAさんに勤められてらっしゃるんですか！」と言われるために我々はがんばっています。

従来の経済学的前提とは違い、従業員は必ずしも仕事において楽をしたいとは限らない。目的を達成することに意味が感じられれば、仕事の苦労こそがやり甲斐になり得る。そしてTOWA社では顧客のために全力を尽くした上で「ありがとう」と言われることや、他社にはない優れた技術を持っていることなどもやり甲斐につながっている模様である。顧客の満足や技術の進化を株主利益のために犠牲にすると、こうしたやり甲斐が維持できなくなるであろう。

### 厳しい時でも従業員に投資する

企業の発展に貢献したいと従業員が強く思っても、従業員に必要な知識がなければ力が出ない。河原社長は従業員の知識という無形資産に大量に投資している。社長に勤めた時は業績が悪く、ホテルで研修の合宿をする余裕がなかった。そこで社長は約4000万円の出費で宇治の工場に研修の合宿ができるように150畳の豊部屋やシャワー室などの宿泊施設を作った。そこへ講師を招き、正社員のみならず受付担当者まで全ての従業員を対象に物作りの研修、品質の研修、ISO14001の環境保護の研修を頻繁に実施した。

### TOWAの事例から言えること

公益資本主義の観点からいうと、TOWA社には多くの参考になる側面がある。「自他とも誇りうるTOWA」という志は、全てのステークホルダーの視点を考慮する。株価の短期的な上昇より、長期的な研究開発や従業員の教育への投資で企業の発展を目指す。しかしながら、公益資本主義の要素があるとしても、TOWA社がこれから栄えるかどうかは不明である。従業員がいくら努力しても、製品市場の動向、金融市場の動向、技術の動向、一定の先読みが出来るにしても、結局不確実である。従って、この一つの会社の事例から公益資本主義の可能性

について言えることが限られている。この事例から言えることは、公益資本主義の要素を活かした経営が従業員のエネルギーを引き出し、事業の発展によって社会貢献を目指す企業の原動力になれるということであろう。

## おわりに

本報告書では、米国の資本主義がもたらした問題の考察・背景にある原因の分析をしてきたが、上記2社の事例を通じ、短期志向に陥らず、長期的な視点を持って事業に取り組んでいる企業についての実例を見てきた。長期的な視野を持って事業を展開し社会に新しい価値を提供している企業、グローバル競争・利益追求にさらされながらも従業員等のステークホルダーとの関係を犠牲しないよう努力している企業である。

勇心酒造は、企業は社会のために役立つことを実践することが最も重要であるという強い理念の下、超長期の視野で研究開発・事業の改良改善に取り組み、社会への新しい価値を提供している。2つ目に見た TOWA 社は半導体製造装置という競争の厳しくグローバルな市場で勝負している中、株主のみならず、ステークホルダー全てから見て「よい企業」になることを目指している。TOWA 社では企業の長期的な成長のため、その成長を築きあげていく主体である従業員の志の向上に注力をする。これらの企業がそれぞれ包括的に公益経営を体現している訳ではないが、株主価値の追求以外に公平性・持続可能性・改良改善性につながる、公益性の高い目的を掲げながら、その目的を追求する事業活動の結果として利益を上げ、そして社会へ貢献をしている企業として参考になる。

公益経営の実現において参考となる経営手法をより多くの企業が実践できるようになるには、経営を取り巻く環境の変化も必要である。実際の企業の試行錯誤から、どのような企業経営手法が公益経営につながるのかを考察することで、どのようなシステムが求められているかを考えることが可能となる。勇心酒造の経営の原点となっている強い理念、TOWA 社が大事にしている従業員の志、それらを支える長期的な視野、これらはすべて、現在の経済理論においては数値化できない目に見えない資産である。しかし、これから見ていく企業の存続と社会への貢献を支えている資産でもある。現在の会計制度の下では、これらの「数値化できない資産」は評価の対象外となっているが、具体的に指標化をすることにより、企業が利益追求以外の目的を目指しやすくなるかも知れない。公益資本主義の実現のため、長期的な視野を持ち、公益経営に取り組む企業が増え、そのような企業が育まれる経営環境が整備されていくことを期待したい。

以上

## 謝辞

この研究の実現に至り数多くの方々からお知恵とご指導を頂き、誠に感謝しております。また、東京財団およびアライアンス・フォーラム財団からの全面的な支援・協力なしにこの研究は成し得ませんでした。分析については青木昌彦氏、ジェームズ・アベグレン氏、フランクリン・アレン氏、今井賢一氏、マリー・オサリバン氏、小幡績氏、河原洋逸氏、菅野寛氏、熊野英介氏、ラケシュ・クラナ氏、レイ・ギルマーテン氏、澁谷進氏、高嶋哲氏、立石文雄氏、ムイード・チャウドリー氏、徳山孝氏、徳山誠氏、富山和彦氏、中垣喜彦氏、伊藤雅俊氏、葛西敬之氏、神永晋氏、藤末健三氏をはじめ、多くの方々との意見交換が大変貴重でした。五十嵐啓朗氏、出雲充氏、岩田拓真氏、高橋秀弥氏、柴田亮氏、高野達成氏、伊藤武志氏は報告書のドラフトを読まれ、改善すべき箇所を指摘して下さいました。五十嵐啓朗氏には長い文章を丁寧に直して頂きました。心より感謝申し上げます。最後に、ご協力いただいた全ての方々のお名前を挙げられないことをお詫びをするとともに、お世話になりましたその他数多くの皆様に御礼申し上げます。

## 公益資本主義の発展に寄せて

一橋大学大学院 国際企業戦略研究科  
教授 菅野寛 (かんのひろし)

この度、東京財団、アライアンス・フォーラム財団の原丈人氏、David J. Brunner 氏、Ethan S. Bernstein 氏、野宮あす美氏より「21 世紀にふさわしい資本主義の再設計：健全な企業経営と公益」という意欲的な報告書が発表される運びとなった。この報告書は現在の資本主義が抱える根源的な問題に対して鋭い示唆を提供しており、企業経営者および政策立案者にとって一読に値する報告書である。

本研究の優れた点は、その先見性と客観性にある。私が本研究のチームにディスカッションパートナーとして意見を求められたのは、サブプライムローンの破綻や、大手金融機関の破綻が表面化するよりもはるかに前のことである。また、破綻が表面化した後は、ややもすれば「資本主義自体が悪である、カネ儲け自体がけしからん」といった極端かつ情緒的な意見が横行する中、本研究は資本主義を冷静かつ客観的に分析している。本研究は「資本主義」自体を否定している訳ではない。それどころか、本報告書の中でも述べられているように、本研究チームは、資本主義に代わるベターな代替案は見当たらないとしたうえで、「市場万能型・株主至上型」資本主義の問題を客観的に分析し、「公益」資本主義への転換の可能性を検討している。今までの経済学・経営学の理論を冷静に分析し、また単なる定性論だけでなく定量的な分析も下敷きにした上で、論理を展開している。

一部の企業経営者の方々は、昨今の情緒的・一方的な資本主義批判にさらされて、自信を失っているかもしれないが、本研究は企業経営の本来のあるべき姿を改めて問い直しており、企業経営者の方々にとって力強い指針を与えてくれる。

すなわち、本研究は「ビジネス」（利益の追求）と「公益」は両立し得ることを示している。そもそもビジネスとは、顧客に価値を提供し、その対価として支払いを受けることによって存続する。顧客の集合体が社会であると仮定すれば、顧客に価値を提供すること自体が社会に価値を提供すること、すなわち「公益」である。顧客を騙して売り逃げするようなビジネスは結局長続きしない。顧客に競合優位性のある真の価値を提供するためには、長期にわたって顧客リレーションを構築・維持し、信頼を得る必要がある。

では、企業はいかにして競合優位性を構築・維持できるのであろうか。本研究は、その鍵のひとつは従業員であるとしている。日本が世界に誇る経営学者の野中郁次郎（一橋大学）が鋭く看破したように、現代の経済は既に「知識社会 (Knowledge society)」に変質している。すなわち、企業の優劣を決めるのは、もはや資産や資金力ではなく、イノベーションである。

古典経済学では、従業員を「労働力」と称して、原材料と同列に財・サービスを生産するための一要素としかみなしていないが、野中はこの点に対して異を唱えている。野中はこのイノベーションを「知」と呼び、現代の経営におけるもっとも重要な差別化要素であるとしている。経営者を信用せず、いやいや働いている従業員からは「知」（創意工夫）は生まれてこない。経営者は顧客から「信頼」を勝ち取る必要があるのと同様に、従業員から「信頼」を得る必要がある。「信頼」が「コミットメント」を生み、「コミットメント」から「知」が生まれ、その結果競合優位性のある企業が生まれる。

従業員を「知識創造型従業員」（Knowledge worker）に転換して事業を運営するために、内部留保だけではなく、外部資金が必要な場合がある。その場合、経営者は債権者または株主から資金調達を行う。当然ながら、経営者は債権者/株主に対して、リターンを提供する義務を負う。

このように考えると、1) 顧客の長期的信頼を得て顧客に価値を提供し、2) 従業員の長期的信頼を得て従業員から「知」を引き出し、3) 債権者/株主の信頼を得て債権者・株主にリターンを提供する、という本来のビジネスのあるべき姿を実現するのが経営者のミッションである。そのためには経営者は1) 「価値」創出し、2) その価値を顧客・従業員・債権者/株主にバランスよく配分する必要がある。価値を顧客・従業員・債権者/株主の全員に価値を提供することが、まさに「公益」の創出である。顧客・従業員・債権者/株主というステークホルダーの一部を犠牲にする経営は早晚破綻し、結局全ステークホルダーの利益を損なう。したがって、経営者は本来の企業経営の王道を実践すればよいのであり、その結果社会の「公益」が増大するというのが資本主義の本来のあるべき姿である。

本研究はそのような資本主義のあるべき姿から逸脱する現象、および逸脱を引き起こす制度上・価値観上の問題点を冷静・客観的に分析することにより、その解決策を見つけ出すための貴重な示唆を与えてくれる。

制度に加えてもうひとつ、本研究における重要な指摘は経営者・従業員の「価値観」であろう。本研究チームは「会社を利己心でしか動かない個人の集まりである」という古典経済学的前提に疑義を呈している。私は拙著「経営者になる 経営者を育てる」の執筆に際して、業績を上げている名経営者を数人インタビューさせていただいたが、ほとんど全ての経営者が「価値観」を最重要要件として挙げていた。すなわち経営者として「顧客・従業員・出資者、そしてなによりも世のため・人のために良いことは何かを考えて意志決定・行動する」ことの重要性を強調していた。

これは一見きれい事に聞こえるが、話をよくよくお伺いすると、利益を上げて存続するための企業経営として実は合理的である。経営は数学とは違い、理論だけで唯一の正解が得られるわけではない。経営とは不確実性のマネジメントである。どんなに理論を駆使しても、せ

いぜい複数の選択肢に絞ることができる程度である。しかしながら経営者は、理論を越えて選択肢をひとつ選択し、実行し、成功させなければならない。実行の際に周囲（顧客、従業員、取引相手、債権者/株主）が経営者を支持し、経営者の意志決定に沿って行動してくれるかどうかは、もはや理論ではなく価値観で決まる。すなわち「あの経営は自分のためではなく、世のため人のために行動している。本当に彼/彼女の意志決定が正しいかどうかはわからないが、協力しよう」と思わせるものは、経営者の価値観である。

米国でビジネス・スクールと同様にプロフェッショナル・スクールと呼ばれるメディカル・スクール、ロー・スクールに置いて、卒業後、医師・弁護士として活躍する人材に対して徹底的に「価値観・倫理観」教育を行っている、という本研究の指摘は一考に値する。

このように、本研究は現在の資本主義の制度上・価値観上の課題を冷静・客観的に分析しており、これからの企業経営を模索する経営者、これからの資本主義のあり方を模索する政策立案者にとって貴重な示唆を与えるものとなっている。経営者、政策研究者は是非とも本研究を一読し、具体的に明日から何をすべきかを考える上での一助としていただきたい。

最後に、この場をお借りして、この貴重な報告書の後書きを書く機会を与えていただいた東京財団、アライアンス・フォーラム財団に厚く御礼を申し上げたい。

## 注

- <sup>1</sup> J. K. Galbraith, *The affluent society*, Boston: Houghton Mifflin, 1958.
- <sup>2</sup> M. Friedman, *Capitalism and freedom*, Chicago: U of Chicago P, 1962.
- <sup>3</sup> J. Micklethwait & A. Wooldridge, *The company: A short history of a revolutionary idea*, New York: Modern Library, 2003.
- <sup>4</sup> R. Simons, H. Mintzberg & K. Basu, “Memo to CEOs”, *Fast Company*, May 2002.
- <sup>5</sup> 松下幸之助著『企業の社会的責任とは何か?』1974年、PHP 研究所
- <sup>6</sup> W. Lazonick & M. O’Sullivan, “Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance”, *Economy and Society* 29 (1) 13-35, 2000.
- <sup>7</sup> M. A. O’Sullivan, *Contests for Corporate Control: Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*, Oxford: Oxford UP, 2000.
- <sup>8</sup> A. A. Berle & G. C. Means, *The modern corporation and private property*, New York: Harcourt, Brace & World, 1968. M. A. O’Sullivan, 2000, 92-95.
- <sup>9</sup> 経済産業省調査課調べによる。200年3月31日
- <sup>10</sup> 日経新聞 2008年4月25日、「増配要求など株価材料に」
- <sup>11</sup> *The Japan Times*, “U.S. fund’s hostile Sotoh bid fails”, 25 Feb 2004. B. Bremner and M. der Hovanesian, “So “Takeover” Does Translate: Foreigners are after Japanese companies—with better governance as one result”, *BusinessWeek*, 9 Feb 2004.
- <sup>12</sup> 原丈人 『21世紀の国富論』 2007年、平凡社
- <sup>13</sup> PHP 研究所 VOICE 2009年2月、「公益資本主義の経営へ」原丈人。Also W. Lazonick, “The Buyback Boondoggle”, *BusinessWeek*, 13 Aug 2009.
- <sup>14</sup> 朝日新聞 2006年7月25日朝刊、「日本のM&A新局面」
- <sup>15</sup> The Children’s Investment Fund, “TCI Submits Integrated Shareholder Proposals to Increase Management Accountability and Corporate Value of J-POWER”, 17 April 2008.
- <sup>16</sup> 朝日新聞 2008年6月28日朝刊、「Jパワー株問題 守るべき公益とは何か」
- <sup>17</sup> 朝日新聞 2009年1月5日朝刊、「利益偏重、立ち往生、危機にほころぶ米国流の経営」
- <sup>18</sup> 船橋晴雄 『「企業倫理力」を鍛える』 2007年、かんき出版
- <sup>19</sup> ロナルド・ドーア 『誰のための会社にするか』 2006年、岩波新書
- <sup>20</sup> 朝日新聞 2009年1月5日朝刊、「利益偏重、立ち往生、危機にほころぶ米国流の経営」
- <sup>21</sup> J. Pfeffer, “Shareholders First? Not So Fast...”, *Harvard Business Review*, Jul-Aug 2009.
- <sup>22</sup> J. A. Schumpeter, *Capitalism, socialism, and democracy*, New York: Harper, 1950.
- <sup>23</sup> 今井賢一『創造的破壊とは何か 日本産業の再挑戦』2008年、東洋経済新報社
- <sup>24</sup> P. Krugman, “Rewarding Bad Actors”, *New York Times*, 2 Aug 2009.
- <sup>25</sup> A. d. Geus, *The living company*, Boston, Mass: Harvard Business School Press, 1997.
- <sup>26</sup> E. Osono, N. Shimizu & H. Takeuchi, *Extreme Toyota: Radical contradictions that drive success at the world’s best manufacturer*, Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2008.
- <sup>27</sup> A. A. Alchian & H. Demsetz, “Production, Information Costs, and Economic Organization”, *American*

---

*Economic Review* 62 (5) 777-795, 1972.

<sup>28</sup> J. Tirole, “Corporate Governance”, *Econometrica* 69 (1) 1-35, 2001.

<sup>29</sup> E. N. Wolff, “Changes in Household Wealth in the 1980s and 1990s in the U.S.”, in E. N. Wolff, ed., *International Perspectives on Household Wealth*, Elgar Publishing, forthcoming. アメリカでは資産の上位10%の世帯が株式の約95%を保有する。

<sup>30</sup> R. Freeman et al., “Stakeholder Capitalism”, *Journal of Business Ethics* 74 (4) 303-314, 2007. F. Allen, “Corporate Governance in Emerging Economies”, *Oxford Review of Economic Policy* 21 (2) 164-177, 2005. O’Sullivan, 2000.

<sup>31</sup> F. A. Hayek, “The Use of Knowledge in Society”, *American Economic Review* 35 (4) 519-30, 1945.

<sup>32</sup> Friedman, 1962.

<sup>33</sup> P. A. Hall & D. W. Soskice, *Varieties of capitalism: The institutional foundations of comparative advantage*, Oxford: Oxford UP, 2001. W. J. Baumol, R. E. Litan & C. J. Schramm, *Good capitalism, bad capitalism, and the economics of growth and prosperity*, New Haven: Yale UP, 2007.

<sup>34</sup> D. C. North, *Institutions, institutional change, and economic performance*. Cambridge: Cambridge UP, 1990.

<sup>35</sup> Freeman et al, 2007.

<sup>36</sup> J. C. Abegglen & G. Stalk, *Kaisha, the Japanese corporation*, New York: Basic Books, 1985. M. Aoki, “Toward an economic model of the Japanese firm”, *Journal of Economic Literature* 28 (1) 1-27, 1990. R. P. Dore, *Stock market capitalism: Welfare capitalism : Japan and Germany versus the Anglo-Saxons*, Oxford: Oxford UP, 2000.

<sup>37</sup> R. Khurana & N. Nohria, “It’s Time to Make Management a True Profession”, *Harvard Business Review* 86 (10) 70-77, 2008.

<sup>38</sup> Pew Charitable Trusts, “Economic Mobility: Is the American Dream Alive and Well?”

<sup>39</sup> Demos, “Inequality.org: By the Numbers”, online, accessed 3 Jan 2009,

<<http://www.demos.org/inequality/numbers.cfm>>.

<sup>40</sup> C. Frydman & R. E. Saks, “Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective, 1936-2005”, NBER Working Paper No. 14145, 8 Aug 2008.

<sup>41</sup> B. J. Hall & J. B. Liebman, “Are CEOs really paid like bureaucrats?”, *Quarterly Journal of Economics* 113 (3) 653-691, 1998.

<sup>42</sup> Hall & Liebman, 1998.

<sup>43</sup> Frydman & Saks, 2008.

<sup>44</sup> R. Khurana, *Searching for a corporate savior: The irrational quest for charismatic CEOs*, Princeton, NJ: Princeton UP, 2002.

<sup>45</sup> P. Krugman, “For Richer”, *The New York Times*, 20 Oct 2002.

<sup>46</sup> Osono et al., 2008.

<sup>47</sup> “Ford CEO paid \$39.1 million in 2006: Exec’s compensation comes after automaker lost \$12.7 billion in 2006”, *The Associated Press* 5 Apr 2007.

<sup>48</sup> T. Randall & J. McGee, “Wall Street Executives Made \$3 Billion Before Crisis”, *Bloomberg.com* 26 Sep

---

2008.

<sup>49</sup> D. Ariely, “What’s the Value of a Big Bonus?”, *New York Times* 20 Nov 2008.

<sup>50</sup> D. M. Cowherd & D. I. Levine, “Product Quality and Pay Equity Between Lower-Level Employees and Top Management: An Investigation of Distributive Justice Theory”, *Administrative Science Quarterly* 37 (2) 302-320, 1992.

<sup>51</sup> United States Government Accountability Office, “Comparison of the Reported Tax Liabilities of Foreign- and U.S.-Controlled Corporations, 1998-2005”, GAO-08-957, Jul 2008.

<sup>52</sup> R. Layne & C. Dentch, “Tyco Intl, Foster Wheeler Seek to Move to Switzerland”, Bloomberg, 10 Dec. 2008.

<sup>53</sup> G. R. Krippner, “The financialization of the American Economy”, *Socio-Economic Review* 3 (2) 173-208, 2005.

<sup>54</sup> H. T. C. Hu & B. S. Black, “Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership”, *Journal of Corporate Finance* 13, 343-367, 2007.

<sup>55</sup> J. Anderson, “Wall Street Winners Get Billion-Dollar Paydays”, *New York Times* 16 Apr 2008. Toyota Motor Corporation Financial Data, online, accessed 4 Sep 2008.

<<http://www.toyota.co.jp/jp/ir/financial/high-light.html>>

<sup>56</sup> Anderson, 2008. Toyota Motor Corporation Financial Data. 1 ドル=108 円で計算。

<sup>57</sup> Data obtained through personal correspondence with the author, 22 Feb 2008.

<sup>58</sup> C. Carr & C. Tomkins, “Context, culture and the role of the finance function in strategic decisions. A comparative analysis of Britain, Germany, the U.S.A. and Japan”, *Management Accounting Research* 9 (2) 213-239, 1998.

<sup>59</sup> 原丈人、『21世紀の国富論』平凡社、2007年6月20日

<sup>60</sup> C. Christensen, S. P. Kaufman & W. C. Shih, “Innovation Killers: How Financial Tools Destroy Your Capacity to Do New Things”, *Harvard Business Review*, 2008. K. C. Brown, W. V. Harlow & L. T. Starks, “Of Tournaments and Temptations: An Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Fund Industry”, *Journal of Finance* 51 (1) 85-110, 1996.

<sup>61</sup> Christensen et al., 2008.

<sup>62</sup> O’Sullivan, 2000: 156.

<sup>63</sup> Christensen et al., 2008.

<sup>64</sup> Christensen et al., 2008.

<sup>65</sup> 平均保有期間は市場の回転率の逆係数で推測。

<sup>66</sup> E. F. Fama, “Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance”, *Journal of Financial Economics*, 49 (3) 283-306, 1970. いわゆる Efficient Market Hypothesis の理論である。

<sup>67</sup> Christensen et al., 2008.

<sup>68</sup> Christensen et al., 2008.

<sup>69</sup> E. Thornton, “Gluttons at the Gate: Private equity are using slick new tricks to gorge on corporate assets. A story of excess,” *BusinessWeek online*, 30 Oct 2006.

<sup>70</sup> W. Lazonick & M. O’Sullivan, “Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance”,

---

*Economy and Society* 29 (1) 13-35, 2000.

<sup>71</sup> Lazonick, 2009.

<sup>72</sup> F. Ahrens, "Debt-Saddled Tribune Co. Files for Bankruptcy Protection", *Washington Post*, 9 Dec 2008.

<sup>73</sup> S. Rabil, "Macy's, Gannett Face Debt Hangover From Buybacks in Good Times", *Bloomberg.com*, 30 Dec 2008.

<sup>74</sup> Lazonick, 2009.

<sup>75</sup> Lazonick, 2009.

<sup>76</sup> Knowledge@Wharton, "How We Got into the Subprime Lending Mess", 19 Sep 2007.

<sup>77</sup> J. W. Schoen, "The Mortgage Mess: Fraud, abusive lending crushes dreams for millions of homeowners", *MSNBC* 10 Apr 2007. M. D. Hovanesian, "Sex, Lies, and Subprime Mortgages: The sexual favors, whistleblower intimidation, and routine fraud behind the fiasco that has triggered the global financial crisis", *BusinessWeek* 13 Nov 2008.

<sup>78</sup> クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）は企業の債権を対象にした保険証券を指す。対象の債権を発行した企業が破産した場合、CDSの発行者はCDSの対象となっている債権の額面価格をCDSの持ち主に支払う。尚、通常の保険商品とは違い、CDSは対象となっている債権を持っていなくても購入できるので、企業の破産に賭けるために使われる。好景気の時期はCDSを発行することによって短期的に儲けられるが、不況の際には企業の破産が増え、巨額の損失が出る。それはAIG崩壊の重要な原因になった。CDSとAIGの崩壊についてはA. Davidson, "How AIG fell apart", *Reuters*, 18 Sep 2008を参照。

<sup>79</sup> Knowledge@Wharton, "Subprime Crisis: Could New Rules Avert Another Credit Crisis? Perhaps, but Be Wary", 20 Jun 2008. M. Lewis, "The End", *Portfolio.com*, online, accessed 30 Dec 2008.

<<http://www.portfolio.com/news-markets/national-news/portfolio/2008/11/11/The-End-of-Wall-Streets-Boom>>

<sup>80</sup> J. Mackintosh, "1000% hedge fund wins subprime bet", *Financial Times* 25 Nov 2007.

<sup>81</sup> I. Nonaka, "A Dynamic Theory of Organizational Knowledge Creation", *Organization Science* 5 (1) 1994: 14-37.

<sup>82</sup> R. Khurana, *From higher aims to hired hands: The social transformation of American business schools and the unfulfilled promise of management as a profession*. Princeton: Princeton UP, 2007.

<sup>83</sup> Allen, 2005

<sup>84</sup> Lazonick & O'Sullivan, 2000.

<sup>85</sup> Dow Jones News Service, "American Air Flight Attendants Want Execs To Defer Bonuses", 1 Apr 2008.

<sup>86</sup> C. Leocha, "Travelers face tough summer in the skies", *MSNBC.com*, 21 Jun 2007.

<sup>87</sup> A. d. Geus, 1997.

<sup>88</sup> Freeman et al, 2007.

<sup>89</sup> Dore, 2000. J. K. Liker & T. Y. Choi, "Building Deep Supplier Relationships", *Harvard Business Review* Dec 2004.

<sup>90</sup> K. B. Clark & T. Fujimoto, "Lead Time in Automobile Product Development Explaining the Japanese Advantage", *Journal of Engineering and Technology Management* 6 (1) 25-34, 1989.

- 
- <sup>91</sup> S. Coutts, M. Lifsher & M. A. Hiltzik, “Goldman Sachs urged bets against California bonds it helped sell”, *Los Angeles Times*, 11 Nov 2008.
- <sup>92</sup> L. Girion, “Blue Shield sued over revoked insurance”, *Los Angeles Times* 16 Feb 2007. L. Girion, “Blue Cross cancellations called illegal”, *Los Angeles Times* 23 Mar 2007. C. Duhigg, “Aged, Frail and Denied Care by Their Insurers”, *New York Times* 26 Mar 2007.
- <sup>93</sup> C. Duhigg, “At Many Homes, More Profit and Less Nursing”, *The New York Times* 23 Sep 2007.
- <sup>94</sup> R. D. Putnam, *Bowling alone: The collapse and revival of American community*, New York: Simon & Schuster, 2000.
- <sup>95</sup> Andrei Shleifer, Lawrence J. Summers, “Breach of Trust in Hostile Takeovers” *NBER Working Paper Series, National Bureau of Economic Research*, August 1987.
- <sup>96</sup> Shleifer & Summers, 1987.
- <sup>97</sup> S. Tully, “The hottest investor in America”, *Fortune*, 30 May 2007.
- <sup>98</sup> Shleifer & Summers, 1987.
- <sup>99</sup> Hall & Liebman, 1998.
- <sup>100</sup> 原丈人、2007.
- <sup>101</sup> Hall & Liebman, 1998.
- <sup>102</sup> O’Sullivan, 2000. 通常使われている資本資産評価モデル（CAPM）に理論上の問題がある。
- <sup>103</sup> Carr & Tomkins, 1998. Also J. M. Poterba & L. H. Summers, “A CEO Survey of U.S. Companies’ Time Horizons and Hurdle Rates”, *Sloan Management Review*, 37 (1) 43-53, 1995.
- <sup>104</sup> 原丈人、2007.
- <sup>105</sup> 原丈人、2007.
- <sup>106</sup> R. Khurana & M. Fourcade, “From Social Control to Financial Economics: The Linked Ecologies of Economics and Business in Twentieth Century America”, Harvard Business School working paper, 2008, forthcoming in C. Camic, N. Gross & M. Lamont, *Making, Evaluating, and Using Social Knowledge: The Underground of Practice*, Russell Sage Foundation.
- <sup>107</sup> Kourana & Fourcade, 2008.
- <sup>108</sup> Simons et al., 2002.
- <sup>109</sup> Kourana & Fourcade, 2008.
- <sup>110</sup> 原丈人、「公益資本主義のすすめ：会社は株主のものだけではない」、オルタナ、2008年4月
- <sup>111</sup> M. C. Jensen and W. H. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics* 3 (4) 1976. O’Sullivan, 2000, 43-44.
- <sup>112</sup> R. Khurana, *From higher aims to hired hands: The social transformation of American business schools and the unfulfilled promise of management as a profession*, Princeton: Princeton UP, 2007, 317-324.
- <sup>113</sup> H. A. Simon. “Organizations and Markets”, *Journal of Economic Perspectives* 5 (2) 25-44, 1991.
- <sup>114</sup> Jensen & Meckling, 1976. Alchian & Demsetz, 1972.
- <sup>115</sup> M. C. Jensen, “Eclipse of the Public Corporation”, *Harvard Business Review* 67, 61-74, 1989.
- <sup>116</sup> Tirole, 2001. O’Sullivan, 2000.

---

<sup>117</sup> Lazonick & O'Sullivan, 2000.

<sup>118</sup> A. K. Sundaram & A. C. Inkpen, "The Corporate Objective Revisited", *Organization Science* 15 (3) 350-363, 2004.

<sup>119</sup> Friedman, 1962. Khurana, 2007.

<sup>120</sup> Khurana, 2007.

<sup>121</sup> 野村進、「千年働いてきましたー老舗企業大国日本」、角川書店、2006

<sup>122</sup> 野村進、2006

<sup>123</sup> 野村進、2006

---

## 21 世紀にふさわしい資本主義の再設計

～健全な企業経営と公益～

2010 年 2 月発行

発行者 東京財団

〒107-0052 東京都港区赤坂 1-2-2 日本財団ビル 3F

Tel 03-6229-5504 (広報代表) Fax 03-6229-5508

E-mail [info@tkfd.or.jp](mailto:info@tkfd.or.jp) URL <http://www.tkfd.or.jp>

---

無断転載、複製および転載を禁止します。引用の際は本書が出典であることを必ず明記してください。

東京財団は、日本財団および競艇業界の総意のもと、公益性の高い活動を行う財団として、競艇事業の収益金から出捐を得て設立され、活動を行っています。

## 東京財団

〒107-0052 東京都港区赤坂 1-2-2 日本財団ビル 3 階

tel. 03-6229-5504 fax. 03-6229-5508

E-mail [info@tkfd.or.jp](mailto:info@tkfd.or.jp) URL <http://www.tkfd.or.jp/>