

企業価値経営から日本的経営へ

From Value Based Management to Japanese-style Management

松 村 勝 弘

関東学院大学経済学会研究論集
『経済系』第260集 2014年7月抜刷

企業価値経営から日本的経営へ

From Value Based Management to Japanese-style Management

松村 勝弘

Katsuhiro Matsumura

要旨 バブル崩壊後の日本企業では不祥事も相次ぎ、業績も低迷した。他方でアメリカ企業が復活し輝いて見えた。こんな中でコーポレート・ガバナンスが叫ばれ、企業価値、企業価値経営がもてはやされた。企業価値経営の業績指標とされる EVA (経済的付加価値) も多くの企業で導入された。コーポレート・ガバナンスを先導し、EVA 導入で先鞭を付けたソニーがもてはやされた。今やソニーの凋落は著しい。そこでは、コーポレート・ガバナンス論はどんな役割を果たしたのだろうか。企業価値経営や EVA とは一体何だったのか。ソニーにおける EVA 活用などの事例から、その問題点を探り、今後の日本企業の経営はいかにあるべきかを考える。すでにこの間の経験からわかるように、その際、アメリカの経営手法を単純に取り入れてもうまく行かないだろうと思われる。現に日本企業はハイブリッド型日本的経営を志向しているように思われる。

キーワード 企業価値、コーポレート・ガバナンス、日本的経営、企業価値経営、選択と集中、トップダウン、コーポレート・ファイナンス、EVA、損益分岐点、顧客価値

はじめに

1. 日本的経営「崩壊」にいたる道
2. 企業価値経営の流行—企業価値経営とは何かを考えながら
3. 企業価値経営の意味するもの—アナリスト志向の経営
4. 日本企業の企業価値向上の途—日本的経営

はじめに

最近の日本経済について、「失われた20年」などといわれている。1990年まで「ジャパン・アズ・ナンバーワン」などともてはやされていた日本経済が、日本企業が、一体なぜこんな事になったのか。一体「日本的経営」とは何であったのか。日本企業はどうすれば良いのだろうか。その方向性について、筆者の専門のファイナンス論、経営学の分野から明らかにしたい、そんな思いで本稿をまとめた。1985年のプラザ合意で対米協調のすえ、バブルが燃え上がり、これを放置し、どうにもならなくなって急激に高金利で対処し、バブルは崩壊した。その後遺症は大きかった。ソ連をはじめとする社会主義が崩壊し、アメリカが日本を必ずしも大事な同盟国として扱う必要がなくなったこ

とも、厳しい対日要求をもたらす要因になったのであろう。日本経済、日本企業をして、それまでの成功体験が、厳しい経済環境での舵取りを誤らせた原因でもあろう。

これらを、筆者の推測で論ずるのではなく、事実に基づける限りで整理をした。新聞報道や余人が語っている言葉をありのままに引用して、本稿を構成した。引用部分が多いが了とされたい。残された課題も多い。それは次稿で論じたい。

1. 日本的経営「崩壊」にいたる道

1990年代中葉以降、コーポレート・ガバナンスが喧伝され、次いで企業価値経営が求められた。その詳細は2章で述べるが、その前段に何があったのかをここで述べておきたい。1989年9月にス

タートした日米構造問題協議は、1990年6月に最終報告が発表されたが、その中身はアメリカによる対日要求に他ならなかった。日本の「不公正」取引慣行や制度がアメリカの対日赤字を生み出しているという認識のもとで行われた対日「改善」要求であった。これについて、当時対米交渉に関わった元駐米大使の村田良平は、日米構造協議の問題性について、次のように述べている。

「将来の日米経済関係に禍根を残したのが構造協議……であった。[改行] 構造協議の実質は、日米両国政府間の交渉に他ならなかった。建前は、不均衡の是正のための処方箋の相互研究を行うということで、日米両国がそれぞれ持っている構造的な問題で、貿易、あるいは国際収支の調整上障害となっているものを相互に洗い出し、是正をはかるという話であった。しかし、現実には米国側の障害として日本側が提起した諸問題（最大問題は財政赤字の是正）の取扱いは形式的にすぎず、多くは単に聞き流され、実質は八割、あるいは九割が米国が日本側の障壁と見做す事項を取り上げて一方的要求をつきつけ、最終的に一定の約束をとりつけたものであった。」¹⁾「構造協議は、その後米国が日本の内政に干渉するような要求を、次々と出すようになったという意味では、苦い先例をつくったものである。[改行] 実際、クリントン政権になってからだが、1993年の宮澤・クリントン会談で、日米双方が翌94年から毎年（通常は10月）相手国の各種の業種なりサービス慣行なりに、規制緩和、情報公開、独占禁止法の運用等々につき要求を出し合う『年次改革要望書』をとり交わすことが合意された。……構造協議同様、形は日米相互に要求を出し合うことになっているが、そもそもいびつな日米関係だから、米国の要求（その多くは、実質上の内政干渉）に対して、日本の要求は二でかつ米側が無視し去ってしまうというパターンが続く」（傍点原著）いた²⁾³⁾。

〔注〕

- 1) 村田 [2008] 96 頁。
- 2) 村田 [2008] 101 頁。
- 3) 「年次改革要望書」による一連のアメリカの日本に対する「内政干渉」について、詳しくは、関岡 [2004]

しかし、この対日要求に対して、メディアや学者などの受け止め方はアメリカに好意的であった。その原因はアメリカの主張を鵜呑みにする、日本側の関係者の考え方にあった。この点はイギリスの社会学者ロナルド・ドーアが見事に分析している。すなわち、

「『洗脳世代』』という言葉が悪いかも知れないが、1970年代、80年代に官庁や大企業の若手従業員として、アメリカに派遣留学をして、MBAやPh.D.を取得して帰ってきたかなり大勢の人たちの存在である。彼ら/彼女らが、いよいよ係長・課長補佐・課長あたりのポストにつき、官庁（とくに大蔵省、通産省、法務省）、政権与党、そして民間企業、経団連、大新聞、大学の経済学部、政府審議会においてその影響力を『臨界質量』にまで高めたのは、90年代であった。」「MBAやPh.D.を取ってきたアメリカ帰りの人たちの大半が、アメリカ流の社会科学を丸呑みにして帰った。こういった人たちは、「生粋の」新古典派経済学者、アメリカ流所有権絶対主義の法学者になった。コーポレート・ガバナンスに関する1990年代、2000年代の法『改正』は、そういう人たちによって推進されたのである。」⁴⁾⁵⁾

だからこそ、それは、日本の学者による日米構造協議に対する次のような受け止め方に表れている。「アメリカ側は『官民癒着や系列関係は排他的であり、市場経済のルールに違背する』と日米構造協議において盛んに主張したのだが、日本側の『反論』を前にして、アメリカ側の『正論』の迫力には、いま一つ欠けるものがあったことは否めない。」⁶⁾

果たしてそれは「正論」であったのか。アメリカの対日「批判」に対して、日本はしっかりと自主的に対応したとはいえない。それは、アメリカが

参照。

- 4) ドーア [2006] 62-63 頁。
- 5) アメリカ留学でアメリカかぶれになって、帰国後「構造改革」推進のお先棒を担いだ中谷巖氏であったが、その後誤りに気づき「懺悔の書」として書かれたのが、中谷 [2011]、であった。
- 6) 佐和 [1991]。

日本に軍隊を置いて防衛に当たるという関係に加えて、戦後の経済思想あるいはイデオロギーの面で、常にアメリカの方が正しさを主張し、それをむげに否定できないという観念が日本にひろがっていたからである。いわば思想的なアメリカ依存である。その由来を尋ねると、日本が長く欧米に追い付くことを国是にしてきたことが影響しているかもしれない。⁷⁾さらに、バブル崩壊、日本企業の低迷・不祥事続発で、意気消沈していた日本社会に、当時復活を遂げつつあったアメリカが輝いて見えた。アメリカの対日要求は「正論」に見えたのだろう。これが日本社会、日本企業、日本の経営者に与えた影響は無視しがたい⁸⁾。

アメリカの見方によれば、相互持ち合いや継続的取引関係に裏付けられた日本の企業システムは不公正取引そのものだ、というものであった。「日本的経営」がやり玉に挙げられたごとくである。日本企業の所有構造が経営者の暴走をもたらしたという理解が蔓延する中で、コーポレート・ガバナンス論がますます強まった。金子栄作は、この点を次のように整理していた⁹⁾。

「1000兆円を超える真水の個人資金が、主として預貯金機関を通じて市場に向かっていると考える場合と、主に運用機関を介して市場に向かっているという立場で金融資本市場を認識するのでは、意味が違ってくる。

株式持ち合いを例にとろう。前者に立てばメインバンク制などともに長期的かつ安定的な日本的経営を支えるものとして評価される。しかし、後者の立場に立つと、日本的経営の不健全さが強調され『コーポレート・ガバナンス（企業支配）』の枠組作りを急ぐべきだという議論が一段と強まる。」（傍点・松村）

株式相互持ち合いに基礎づけられた経営者・従

業員共同体としての「日本的経営」から株主重視のコーポレート・ガバナンスに向かうべきだという含意が見られる¹⁰⁾。さらには、日米構造協議の延長で外圧のもとで「金融ビッグバン」が行われ、実際「会計ビッグバン」のもと2001年3月期から、企業会計審議会が提唱した「金融商品に係る会計基準」が適用されて時価会計が導入された。02年3月期からはその対象が持ち合い株のような長期保有の有価証券にも広がり、有価証券を中心とする金融商品の時価評価が強制された。金融危機の中にあったこともあり、銀行は持ち合い株を放出し、これに代わって外国人機関投資家が日本の市場を左右するようになった¹¹⁾。こんな中で企業価値、企業価値経営が標榜されるようになったのである。例えば、「住友化学工業の香西昭夫社長は十七日、企業幹部や研究者が集まった『コーポレート・ガバナンス・フォーラム』の席上、こう指摘した。『ガバナンスとは株主と話し合いつつ企業価値を高めていく努力を指す』と見ている」¹²⁾という。また端的に、米国の年金基金「カルパスも七十五万人を上回る会員に運用責任を負う。このため、株価指標銘柄を中心に長期保有でリスク回避し、業績低迷企業に『企業価値向上につながる企業統治の改善を求める』（クリスト運営理事長）という。」¹³⁾（傍点・松村）

あるいはまた、日興アイ・アール業務推進副部長柴田郁夫は「東証からコーポレートガバナンス

7) 島田 [2014] 2-3 頁。

8) 加護野 [2014] では、本稿では触れられなかった株主代表訴訟制度や内部統制制度等を含む会社統治制度改革が日本企業の競争力を弱めたと述べられている。

9) 金子 [1993] 79 頁。また、松村 [1994] 1-28 頁、参照。

10) 従来の日本企業では、借金経営体質であったので、「借金の規律」が企業行動を規制していたが、表面上資金コストの低いエクイティ・ファイナンス盛行の時代を迎え、「借金の規律」が失われたうえ、企業経営者には自己規律が不十分であったために、バブルの発生・崩壊を招いたというのである。その教訓として、今後株主重視に立った「市場の規律」が必要であるという主張が当時盛んに行われていたことを想起すべきであろう（松村 [1994] 参照）。

11) 松村 [2002]、松村 [2004] 参照。

12) 「年金がモノ申すとき——企業と市場のあり方問う（スクランブル）」『日経金融新聞』1996年10月23日号。

13) 「買われる経営企業と株価（2）会社を買う条件はこれだ——カルパス、クリスト氏」『日経産業新聞』1998年2月4日号。

原則が発表された。企業価値経営という大命題のもと、透明性の確保、情報開示の充実、説明責任の遂行など、IRに関するキーワードが並んでいる。企業のコーポレートガバナンス改革を根底から支えるIRについて、その重要性を再認識するとともに、進化するIRのあり方を提案したい。」という¹⁴⁾。「企業価値経営という大前提のもと……企業のコーポレートガバナンス改革」の必要性が意識されている。「ROE革命」¹⁵⁾「株主価値創造革命」¹⁶⁾「企業価値評価革命」¹⁷⁾「企業価値革命」¹⁸⁾などという威勢のよい言葉がもてはやされた。

このような風潮の中で、経営者の目は従業員・現場から株主に向かうようになったのではなかっただろうか。現場・現物・現実重視、ボトムアップ¹⁹⁾の日本企業の強みが、ややもすれば忘れ去られ、すべてではないとしても一部経営者が株主目線で現場を下に見て、現場から遊離したトップダウン、英米型経営に活路を求めようとしたのではなかったか。人材活用・研究開発投資が置き去りにされ、リストラが叫ばれ、現に行われたのではなかったか。

14)「日興アイ・アール業務推進副部長柴田郁夫氏——企業統治改革に生かす(IR直言)」『日経金融新聞』2004年5月11日号。

15) 渡辺 [1994]。

16) 井手・高橋 [1998]。

17) 菊地 [1999]。

18)「『企業価値革命のゆくえ』フォーラム」『日本経済新聞』2000年12月24日号。

19) ここで「トップダウン」や「ボトムアップ」という言葉を使っているが、実際はそれをうまく組み合わせることが必要である。富山 [2013] は「メーカーの意思決定の中で、トップダウン型で決めるべきテーマは、取締役会のレベルでも全体の一割もない。残りの九割は、多かれ少なかれボトムアップ的な要素があつて構わないし、むしろそうやって丁寧に決めたほうがいいものが多い。」「大事なことは、一〇に一つ、いや一〇〇に一つの企業の死命に関わるような『あれか、これか』の局面において、まず経営陣が事の重大さに気づくこと、そして迅速で鮮明な『選択と捨象』の決断をすることなのだ。こうした合理的な決断が下せることと、日本の経営土壌とは、私自身の経験事実として、まったく矛盾しない。」(40頁)といっている。「経営陣が事の重大さに気づく」ためには現場、現実を知っていることが必要である。

2. 企業価値経営の流行—企業価値経営とは何かを考えながら

当時の風潮をあらわすものに、「コーポレート・ガバナンス (企業統治)」の他にも、「企業価値」「キャッシュフロー」などがあげられる。これは一体どういう風潮を表しているのか。

これとは反対に、一時期隆盛を極めた日本の経営論が衰退するとともに「企業価値」等が意識され始めた。このことは、図1にみられるように、日経4紙記事にみる記事件数の推移からも明らかである。一世を風靡した「日本的経営」が問題とされなくなって「企業価値」や「コーポレート・ガバナンス (企業統治)」に関心が集まっている。

このような背景の中で、企業価値経営が喧伝された。それがどのような主張であったのか、次に見ていこう。企業価値経営は、その英語表記 Value Based Management から、それを略して VBM ともいわれている。まず、企業価値とは何かを見ておこう。

2.1 コーポレート・ファイナンス論でいう企業価値とは

企業価値とは企業が稼ぐ将来キャッシュ・フロー (CF) の割引現在価値である。これが、経済学の基礎の上に展開されているファイナンス論ないしコーポレート・ファイナンス論では当然のこととして前提されている。

すなわち、

$$\begin{aligned} \text{企業価値} &= 1 \text{ 年目の CF} / (1+r) \\ &+ 2 \text{ 年目の CF} / (1+r)^2 \\ &+ 3 \text{ 年目の CF} / (1+r)^3 \\ &\dots \\ &+ n \text{ 年目の CF} / (1+r)^n \end{aligned}$$

である。

これは証券価値を例にとれば、きわめてわかりやすい。その算式は、株価 (P) = 配当金 (D) ÷ 割引率 (r) で表される。かりに毎期 1,300 円の配当金が得られる株式があったとして、かつ割引率

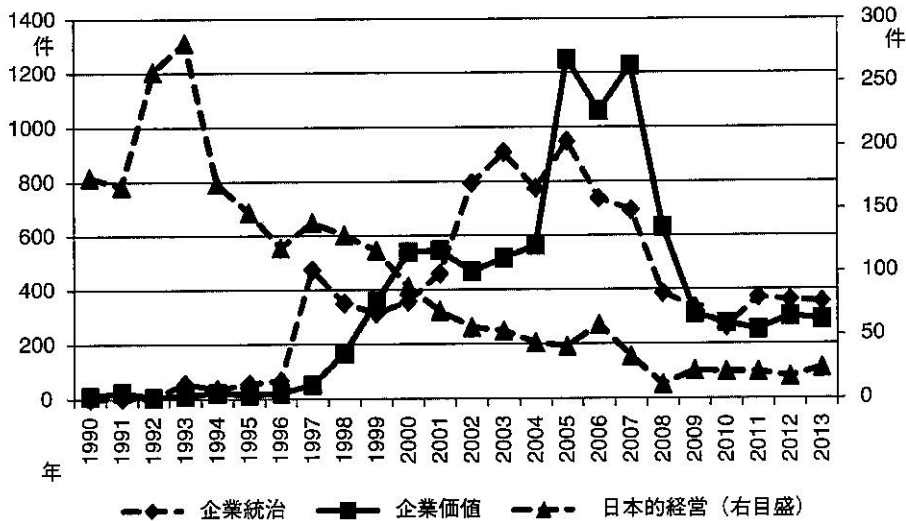


図1 日経4紙記事にみる日本の経営と企業価値関連記事事件数の推移
(出所) 日経テレコンより筆者作成。

(すなわち投資家の期待収益率)が7%であったとすると、将来キャッシュ・フロー(配当金)の割引現在価値である理論株価は18,571円となるであろう。これは配当一定の場合の株価モデルである。さらに毎期配当金が増加していく場合を想定した理論モデルが成長株の理論である。その算式は下記のように表される。

$$P = \frac{D}{r - g}$$

D = 配当金, r = 割引率, g = 成長率

したがって、当初1,300円だった配当金が毎期2%ずつ増えていくと仮定すると、将来キャッシュ・フロー(配当金)の割引現在価値としての理論株価は26,000円(=1300÷[7%-2%])となるであろう。この配当金が増えていくのはここでは説明されていない。仮定されているだけである。たしかに説明は簡明で美しい。この成長株理論を採用して、ファイナンス論では、企業価値は次のように表される²⁰⁾。

$$\text{企業価値} = \frac{\text{NOPLAT}_{t=1} (1 - \frac{g}{\text{ROIC}})}{\text{WACC} - g}$$

NOPLAT (みなし税引後営業利益: Net Operating Profits Less Adjusted Taxes),

ROIC (投下資産利益率: Return On Invested Capital) = NOPLAT/投下資産

投下資産: これまでに企業が主要な事業に投資してきた金額の累積の金額

WACC (有利子負債・資本の税引後加重平均資本コスト: Weighted Average Cost of Capital)

成長率(g): 企業のNOPLATとキャッシュフローの年間成長率

ここでNOPLAT, 簡単に言えば利益は将来予想される、あるいは期待される利益であり、成長率(g)も期待ないし予想利益率であって、将来期待を表している。またWACCは有利子負債利率と株主の期待収益率の加重平均であり、株主の期待収益率はCAPM(資本資産評価モデル)により計算される。これは無リスク利率(通常国債の市場利率)にリスクプレミアムを加えたものであり、リスクプレミアムは市場平均プレミアムに個々の銘柄のリスク度合(ベータ値, 通常過去60カ月の実績から計算する)を乗じて計算される²¹⁾。したがってWACCは現在ないし過去数値でし

20) McKinsey & Company [2011] 邦訳 [2012] 247 頁以下。

21) 松村 [2007] 133 頁以下参照。

かない。これら数値は、その前提に経済学があり、合理的経済人モデルのうえに構築されたモデル・理論数値である。

2.2 企業価値経営の本質は何なのか

上記風潮の中での企業価値経営である。それが日本企業の本来の欲求から出てきた主体的取り組みであったのか、疑問なしとしない。外圧²²⁾や追い込まれての受動的取り組みではなかったか。完全年俸制・成果主義、リストラ、非正規労働者＝労働者派遣法（秋葉原事件を想起されたい²³⁾）などなど、日本企業は追い込まれたものではなかったか。

さしあたりここでは、企業価値経営（BVM）とは何なのか。ここで、BVMへの一般的な理解を確認しておきたい。

2.2.1 持ち合いに裏付けられた「経営者支配」

から資本市場重視・株主主権へ

このあたりの事情を簡潔にまとめた大西 [2009] に依拠しつつ整理しておこう。「バブル期の直接金融への移行とその後の持ち合い解消の進展により、『株主主権の発動を遮断した企業経営を、経営者に容認する』株式持ち合いとメインバンク制はその歴史的機能を失ったと言えよう。その一方で、利潤目的の株主比率の上昇と株式交換制度の整備などから、日本企業も株価を意識した経営、すなわち株主価値あるいは企業価値を重視する経営を余儀なくされることとなった。これは企業の経営目標において、従来の売上高や経常利益といった規模に関わる指標だけでなく、ROEやROIC（Return on Invested Capital）など効率性を表す指標をも考慮する必要性を意味する。資金が数量的な限界資源ではなくなった今日、日本企業の経営目標は、経常利益の最大化から、資本市場を意識した資本効率の追求へと移行せざるをえない。』²⁴⁾

「資本市場の思考を用いた事業価値の測定・評価という戦略的な機能を求めることになった。実際

に1990年代半ばより、企業価値の最大化を経営目標とし、とりわけEVAもしくは類似のものを業績評価指標として導入し、VBM（価値創造経営）を実践する企業が日本においても増加している。』²⁵⁾

2.2.2 VBM・EVAのロジック

VBM（企業価値経営）・EVA（経済付加価値）のロジックはどのようなものか。一言でいえば、資金提供者（主に株主）へのリターン最優先のロジックであると言える。

$$\begin{aligned} \text{企業価値} &= \text{資金提供者へのリターンの経済的価値} \\ &= \text{債権者へのリターンの経済的価値} \\ &\quad + \text{株主へのリターンの経済的価値} \\ &= \text{有利子負債の時価} \\ &\quad + \text{株主資本の時価} \end{aligned}$$

市場で形成される企業価値を「市場価値」と定義すると、市場価値＝有利子負債価値＋株式時価総額（株主価値）

有利子負債価値の変動は通常小さい。「したがって、企業価値を追求するVBMとは、『株主価値の最大化を目標とする経営』と理解することができる。……現在の株価は将来の配当と将来のキャピタルゲインの期待水準から形成されることより、経営者は資本市場での自社の評価である「市場価値」を高めることがVBMにおける経営目標となる。』²⁶⁾

つぎにそれを具体的な企業目標に落とし込むロジックが検討される。

$$\begin{aligned} \text{企業価値} &= \text{事業価値} + \text{金融資産価値} \\ &= \text{将来のフリー・キャッシュ・} \\ &\quad \text{フロー（FCF）流列の現在価値} \\ &\quad + \text{金融資産価値} \\ \text{FCF} &= \text{税引後営業利益} + \text{減価償却費} \\ &\quad - (\text{設備投資} + \text{運転資本投資}) \end{aligned}$$

22) 関連文献は多数あるが、ここでは代表的著書として、藤井 [2012]、関岡 [2004] を挙げておく。

23) 田原・姜・中島 [2010] 134頁、など参照されたい。

24) 大西 [2009] 13頁。

25) 大西 [2009] 14頁。

26) 大西 [2009] 16頁。

= 営業キャッシュフロー - 設備投資

さらに具体的な目標に落とし込むために EVA が利用される。

2.3 VBM (企業価値経営) の業績指標としての EVA

「VBM の代表的な業績指標とされる EVA」²⁷⁾ が企業価値経営に利用される。その言葉が意味しているのは何か。すなわち、EVA が VBM (企業価値経営) の具体的な業績指標だというわけである。

EVA = NOPAT - 資本費用

= NOPAT - (投下資本 × WACC)

NOPAT : Net Operating Profit after Tax

WACC : Weighted Average Cost of Capital

「このように、VBM における業績評価指標は資本コストを明示的に認識している」²⁸⁾。これはまた、株主価値創造のためのアプローチであるといわれ、それが意味するものは「金融市場における測定基準を企業内部にまで引き伸ばし、企業が採用する戦略が、外部における企業評価に影響を及ぼすかどうかを認識するためのもの」²⁹⁾ であるという。

「従来、典型的な目標利益としては、アメリカ企業では投資利益率が、日本企業では期間利益が利用されてきた。……EVA は、本来的には、もちろん証券市場において企業業績に大きな関心をもつ機関投資家等による外部評価基準の一つである。しかし、EVA への異様なまでの関心は、これを経営目標ないし目標利益として企業内部に取り込んで、早急に企業価値創造経営を展開することを日米企業の経営者に迫っているようである。」³⁰⁾

このように EVA を目標とすることの経営管理ないし管理会計的な意味合いを考えてみるとこのように言えるだろう。ここでは EVA がある種の目標利益になっていることから、これを順次図解

して説明していきたい。

周知のように、損益分岐点売上高の計算法を活用すれば目標利益売上高が算出できる (図 2 参照)。つまり、固定費を限界利益率で除すると目標売上高が計算できる。この算式を利用すれば、「固定費 + 目標利益」を限界利益率で除すると、目標利益売上高が算出できる。これは、いわば損益分岐点を右 (上) にずらす方法である (図 3 参照)。

EVA はいわば目標利益の最低限を資本コストとして算出する方法である。目標利益を経営者が勝手に設定しても、必ずしも従業員の納得を得られないかもしれない。そこで、EVA は資本コスト概念を導入して、目標利益を企業外部 = 資本市場から導き入れている。今風の言い方では、それを「市場が求めている」ということになる。

「花王は九九年四月から、株主価値を測定する新たな経営指標である『経済付加価値 (EVA)』を経営に導入する。」³¹⁾と報じられた。株主重視、市場重視の風潮の中で、EVA が目標利益として従業員の納得を得られると考えられたのであろうと推測される。必ずしも目標利益という表現は使っていないけれど、花王で EVA を導入した経営者の意図はその辺りにあったと推測できる。

「社員に資本コストをきちんと頭の中に入れてもらった上で新規投資をする、新商品開発をする、在庫減を図るシステムとしていいのではないということになり、花王への導入を決めた」³²⁾という言い方にそれが読み取れる。さきの目標利益の図解を EVA に当てはめると上記図 3 となる。社員に対する資本コストのインプットである。しかし花王では「株主と従業員はどちらが上位というのでもなく、いわば運命共同体だ」³³⁾という意識ももっていた。他方で花王は「EVA を指標にした成果連動型の報酬体系」³⁴⁾も導入しようとした。従

31) 『日本経済新聞』1998 年 12 月 22 日号。

32) 新原 [2003] 118 頁。

33) 「21 世紀経営モデルの設計・実践——企業研究会報告書をまとめた常盤文克花王会長」『日経産業新聞』1999 年 4 月 28 日号。

34) 「花王副社長渡辺正太郎氏——確定拠出の退職金のみに (どうする年金我が社の戦略)」『日本経済新聞』1999 年 10 月 8 日号。

27) 大西 [2009] 31 頁。

28) 大西 [2009] 20 頁。

29) 大西 [2009] 21 頁。

30) 上總 [2001] 3 頁。

①損益分岐点売上高の計算

売上高	100
変動費	60
限界利益	40
固定費	20
営業利益	20

$$\text{限界利益率（粗利率）} = \frac{\text{限界利益}}{\text{売上高}} = \frac{40}{100} = 40\%$$

（逆に言うと原価率60%）

$$\text{損益分岐点売上高} = \frac{\text{固定費}}{\text{限界利益率}} = \frac{20}{40\%} = 50$$

売上高	50
変動費	30 = 50 * 0.6
限界利益	20
固定費	20
営業利益	0 = 損益分岐点売上高は利益ゼロの場合の売上高

②目標利益売上高の計算

目標利益30とすると、目標利益売上高は上記の損益分岐点売上高の計算様式を活用して目標利益売上高を算出できる

$$\text{損益分岐点売上高} = \frac{(\text{固定費} + \text{目標利益})}{\text{限界利益率}} = \frac{(20 + 30)}{40\%} = 125$$

売上高	125
変動費	75 = 125 * 0.6
限界利益	50
固定費	20
営業利益	30 = 50 - 20 で営業利益30は目標利益を達成している。

図2 損益分岐点分析から目標売上高へ
（出所）筆者作成。

業員教育も重要になっていた。増益基調である限り報酬にはプラスとなるだろう。

EVA関連記事も当時急速に増加したことが分かる（図4参照）。しかも、EVAには、もう一つの側面がある。株主重視が高じて従業員・経営現場をないがしろにする可能性である。将来を見据えた研究開発より目先の利益・財務を重視する可能性である。

EVAのさらなる問題点指摘を紹介しておこう。それはEVA算定の出発点として完全資本市場を仮定していることに関わっている。それは下記の仮定をおいている。

- ①資本市場は非摩擦的である。
- ②すべての資本市場参加者の期待は同質的である。
- ③すべての資本市場参加者は孤立的である。
- ④企業の投資計画は固定的であり、かつ既知である。

⑤企業の資金調達に固定的である³⁵⁾。

このことについて、次の指摘がなされている。

「完全資本市場はファイナンス理論の理解のために厳しく制約された理想的な世界であり、現実には経営者は事業資産から生み出される将来のFCFの情報について、資本市場よりも情報優位の立場にある。すなわち、企業価値について最も多くの情報を保有するのは経営者であり、経営者が真の企業価値を知っているのに対して、資本市場は限定的な情報の下で企業価値を評価することしかできない。」³⁶⁾

しかし、この指摘にもまだ問題があると考えられる。上記で「経営者が真の企業価値を知っている」といっているが果たしてそうだろうか。そこには、まだ合理的経済人モデルが前提されているのではないか。これへの疑問を抱かざるをえない。すな

35) 大西 [2009] 23-24 頁。

36) 大西 [2009] 25 頁。

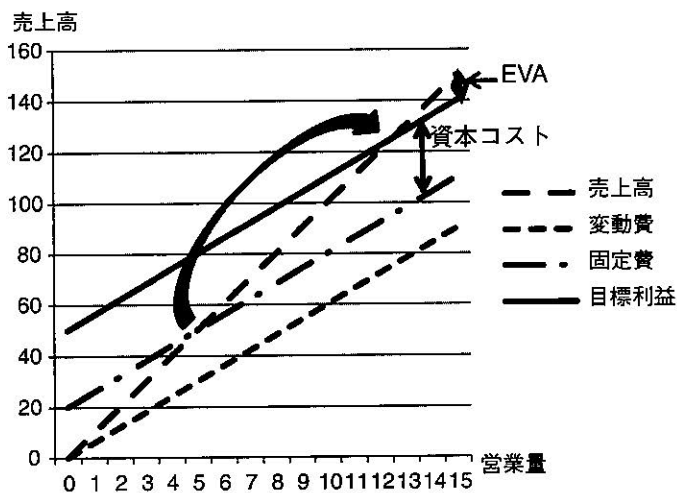


図3 EVA導入の意味の図解
(出所) 筆者作成。

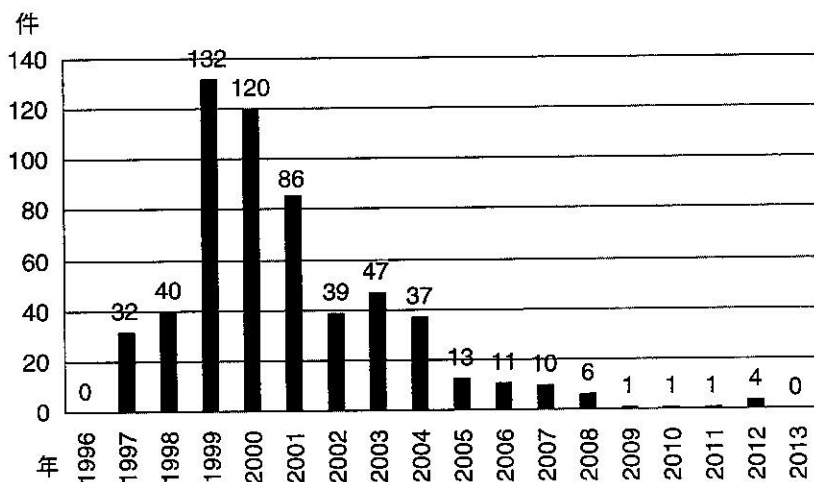


図4 EVA関連日経4紙記事件数
(出所) 日経テレコンより筆者作成。

わち、経営者すら将来どうなるか分からない。経営者ができることは、「こうしたい」「こうありたい」ということだけである。最近の楠木[2013]ではこのように言われている。「『どうなるか』を考えても、所詮やってみなければわからない。経営には『こうしよう』しかないはずだ。経営者から聞きたいのは、『こうしよう』という商売の意志表

明だ。」³⁷⁾きわめてリアルである。

富山[2013]は図5のうちEVAを除く4つの利益について、「4つの利益を見える化した上で、自分たちはどのコスト、どの利益にもっとも注目すべきなのか。どれがベストかは、業種によって変わってくるので、使い勝手のよい数字を見つけて

37) 楠木[2013] 33頁。

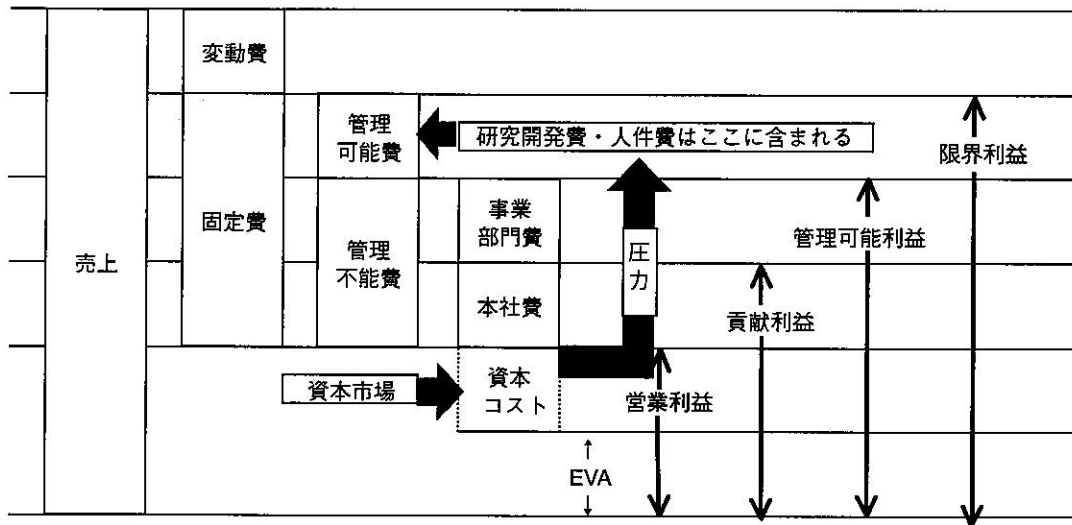


図5 4つの利益とEVA（経済付加価値）
（出所）富山 [2013] を参考に筆者作成。

おく³⁸⁾と述べている。では、EVAはどうかのか、これは市場のような外部要因によって決まってくる。使い勝手のよい利益数値を主体的に選ぶのではなく、EVAは市場に押しつけられた数値である。ここでは、主体的な取り組みが困難となる。しかもEVAは極めて高いハードルであり、新規投資を躊躇させることになり、これに報酬を連動させるとなると、扱いにくい数値であることは間違いない。外部要因に振り回される恐れなしとしない。EVAは資本市場の圧力に晒され、その圧力は研究開発費や人件費にシワ寄せされる恐れがある。これでは日本企業の長期的な競争力を阻害するかもしれない（図5参照）。ここにEVAが徐々に話題にならなくなった原因があるのではなかろうか³⁹⁾。

38) 富山 [2013] 110頁。

39) EVAをコンサルティングの道具として日本企業に入り込んでいたスタン・スチュワート社は、その後、営業権をリクルートに譲渡して、日本から撤退したそうである（これは岸本光永氏にお教えいただいた）。今日では、リクルートマネジメントソリューションズがスタン・スチュワート社と日本におけるEVAに関する独占ライセンス契約を結んでいる（<http://www.recruit-ms.co.jp/issue/feature/>

3. 企業価値経営の意味するもの —アナリスト志向の経営

ここで改めて、企業価値経営が意味するものを振り返っておこう。企業価値が資本市場主導の言葉であることは先に述べた。これは「金融」主導と置き換えても良いだろう。そこでは現場から遊離したトップダウンによるポートフォリオ経営という色彩が強い。「選択と集中」という言葉が大流行となった。しかし、金融立国アメリカにはそれが当てはまるかもしれないが、日本企業にそれは容易に適用できないものであったかもしれない。楠木健 [2013] は言う。「そもそもポートフォリオ経営で求められるセンスは金融のそれである。金融業が得意な国はポートフォリオ経営もうまい。

『金融』と『事業』との間には大きな違いがある。金融、とりわけ投資活動は「こうなるだろう」という世界だ。生き馬の目を抜くように機会をとらえ、未来を予測する。しかも、売却を前提としない投資はない。投資という仕事には美わりがある。一方の事業経営は「こうしよう」という意志にか

soshiki/200502/) (2014年3月24日現在)。

かっている。未来は予測するものではなく、自ら創るものだ。そして、経営に終わりはない。」⁴⁰⁾

言い換えれば、カンパニー制やポートフォリオ経営とは「経営者に経営者の役割ではなく、……投資家の役割を求める」⁴¹⁾ものであるともいえる。

3.1 「選択と集中」これを促進する EVA

—ソニーの場合を中心に

企業価値経営の代表的な指標である EVA を導入したソニーの場合、役員に占める技術系の人間が減り、法務・財務系の人間が増えた⁴²⁾。「1999

40) 楠木 [2013] 155 頁。

41) 横田 [2008] 68 頁。さらに、ソニーの当時の出井社長は次のように言っていたという。「自社の株価を、日本の経営者はもっと意識してもいいはず。ストックオプションにしても、雇われマネジャーである我々が投資家と同じような立場でものを見て経営していくことを促すものです。経営者と投資家の視点というのをだんだん同じようにしていくことが必要です。」(横田 [2008] 123 頁)「本社は、どちらかといえば『投資銀行』的な立場をとり、オペレーションは部門部門に任せようという考えです。アクティブな投資家の立場で事業を評価する、あるいは全体戦略を練り、必要なコーディネーションを行うことに特化する」(横田 [2008] 124 頁)。また、原田 [2012] は次のように述べている。「自分の意見を持たずに、既存のコンサルタントの意見に従う—そこには経営者から脱却して投資家としてソニーを操ろうとする意思が見えます。このような動きから、取締役のストック・オプションも理解できます。投資家として、経営者が利益を享受するということです。ソニーを投資銀行化する、すなわちホールディング会社にする、そこのトップに自分が君臨し、現場から遠いところで評論を続ける、そういうことになります。」(153 頁)

42) 「ソニーの取締役会に異変が起こる。世界有数のエレクトロニクス企業とのイメージと裏腹に、商法上の取締役十人のうち技術者がわずか一人になるのだ。創業以来初の『理系一割』はソニーが多様な事業を抱える複合企業に変わったあかしかもしれない。

二十九日の株主総会後の取締役会では「ウォークマン」の開発を主導した大曾根幸三、記録メディアの分野が長い金田嘉行の両ベテラン副社長と、執行役員になる営業畑の川島章由専務の三人が退任する。新任は中谷巖・一橋大教授、徳中暉久ソニー・コンピュータエンタテインメント前社長、米国統括会社ソニー・コーポレーション・オブ・アメリカのハワー

年には、EVA を主要な経営指標として位置づけ、これを中心とした経営システムを導入する企業が徐々に増えはじめ、その後は、あっという間にブームとなった。一説によると、2002 年末時点において、70 社を超える企業がこの経営システムを導入したということである⁴³⁾。

こうした EVA ブームから 10 年ほどが経過した [2010 年—松村注] 現在では、各種のビジネス誌上で、EVA に関する話題や記事を目にすることがめっきり少なくなってしまった。筆者が調べた限りは、ここ数年間であらたに EVA 経営を導入した企業は見当たらず、他方、多くの企業がこれを廃止している。」⁴⁴⁾

ここ数年 EVA 経営を導入した企業が減っているのはなぜだろうか。EVA 導入に問題があったからではなかったか。これをソニーを例に検証してみよう。2004 年の記事中ではソニーの EVA 導入に関わったの次のような指摘をしている。

「バブル経済崩壊の後遺症で日本の経営者の多くが弱気になっていたこの頃、自信満々の出井は輝いて見えた。米国流のコーポレートガバナンス(企業統治)を取り入れた執行役員制度、現場の井勘定を許さない EVA(経済付加価値)による利益管理、生産部門を EMCS と名付けて子会社化してコストを下げる仕組みなど、一連の施策は『出井改革』と称賛された。

だがソニーの元社外取締役で出井改革の理論的支柱とされた経済学者の中谷巖(70)は今、反省

ド・ストリンガー会長と真崎晃郎副社長の四人だ。

ストリンガー氏は米 CBS の報道部門出身で、徳中氏、真崎氏はともに法務畑出身。取締役会では九人が文系となり、技術系は 8 ミリビデオを開発した森尾稔副社長だけに減る。

執行役員を合わせた四十八人で見ても、技術系は二十五人(うち執行役員の増員六人)でぎりぎり半数。代わって目立つのが、文系の中でも CFO(最高財務責任者)・経営戦略担当の伊庭保副社長に徳中氏、真崎氏を加えた三人の法務・企画畑出身者。」「(「ソニー、取締役会に異変、技術系わずか 1 人に——法務・企画系が台頭」『日経産業新聞』1999 年 6 月 23 日号)

43) 本合・井上, 2003。

44) 三浦 [2010] 133 頁。

を込めてこれらの改革を『合理的な失敗』と呼ぶ。

例えば経営を監督と執行に分ける執行役員制度は理論的には正しい。だが監督役の取締役は『2カ月に1回集まって100億～200億円の投資の是非を1件につき15分で決めていた』(中谷)。EVAは、モノになるかどうか分からない技術を上司に隠れて温める開発現場の習慣を絶やしてしまった。⁴⁵⁾

別の記事もそれを指摘している。「初のサラリーマン経営者として登場した出井伸之前会長にはそこまでの求心力はなかった。ソニーは技術者優位の組織風土があり、出井氏ら事務系は傍流的な存在でもあった。そんな出井氏が重視したのが『数字による統治』だ。組織を細かく分け、EVA(経済付加価値)と呼ばれる指標で評価付けし、給与とも連動させた。

EVAは簡単に言えば事業利益から資本コストを引いた数字。単なる利益ではなく、その利益を生むのにどのくらいの資本を使ったかを加味し『真の利益』を割り出すのがミソだ。かつて日本企業は資本コストを無視して無謀な拡大路線に走ったが、EVA重視はその歯止めになる。

しかし、リスクも隠されていた。ソニーの経営企画部門のOBで首都大学東京の教授を務める森本博行氏は『各事業の責任者は足元のEVAを極大化するために、先行投資をやめてしまった。そこで、今は金食い虫だが、将来の柱になる技術にカネが回らなくなった』と証言する。⁴⁶⁾執行役員制度が経営者独裁を招く恐れは当初から指摘されていた⁴⁷⁾。ソニーの場合、EVAなどをてこにそれ

が現実となったようである⁴⁸⁾。

ここには、EVAを利用した社内権力争いの様相が見て取れる。それが本当の意味で企業価値向上に役立つかどうかは疑わしい。EVAをどう利用するかにもよるが、そこについてまわる危うさを感じることができる。

確かに一時期はソニーはカンパニー制導入や「選択と集中」でもてはやされた。しかし、『「選択と集中」は今日たいていの企業が唱えるお題目ではあるが、行なうは難し。事業を絞り込む過程で取捨選択のよすがとなる明快な企業コンセプトを、経営者が持ちあわせているかどうかにかかっている。つまり何が自分の会社の得意技であるかを、経営トップ自身が『身体感覚』で把んでいることが必要になる。』⁴⁹⁾

ソニーの出井氏はこう言っていた。「これまで子会社の経営を尊重してきたが、それではソニーの株主への責任を果たせない。本社の求心力を高め、積極的な投資家となることが必要と考えた」⁵⁰⁾この言葉にも社内権力争いの匂いを嗅ぎつけることができる⁵¹⁾。

当時のソニーを持ち上げた記事を紹介しておこう。「ソニーの株式の時価総額が初めて日立製作所を抜いた。株価と発行済み株式数を掛け合わせた時価総額は、七月末でソニーが四兆五千九百八十二億円に対し日立が四兆四千七百二十七億円。経営戦略の違いによる利益成長の格差で、株式市場での企業の値打ちの序列に変動が起こっている。

これにより、ソニーの時価総額は日本の事業会社のなかでは日本電信電話(NTT)、トヨタ自動車、松下電器産業に次いで四番目になった(七月末現在)。ソニーの時価総額は九〇年代の初めまで

45)「危機の電子立国ソニー再起(5)「合理的な失敗」(追真)」『日本経済新聞』2012年10月5日号。

46)「なぜ輝きを失ったか(1)ソニーの葛藤、日本映す(イノベーション)」『日本経済新聞』2011年10月16日号。その他の導入事例記事を紹介しておく。「コニカ、EVA来期導入、事業の選択・集中に活用」『日経金融新聞』2002年2月14日号、「松下電工、米国式経営を全面導入——EVAや現金収支重視」『日経産業新聞』1998年10月23日号、「HOYA——株主重視の経営加速、EVAで「資産効率」加味(会社分析)」『日経金融新聞』1997年11月5日号。

47)「社員も困惑!? 執行役員制の怪——仏つくって魂入れず(日曜版)」『日本経済新聞』1999年6月13日号。

48) ソニーで権力集中が実際にどのように進んでいったのかは、原田節雄[2012]参照。

49) 新原[2002]。「選択と集中」で成功したGEがどんな仕組みを備えていたかよく知らないで、日本ではハードだけが取り入れられた。カンパニー制といったハード面だけが流行した。この点詳しくは、新原[2003]第1章、参照。

50)「ソニー、連結時代のモデルに——出井伸之社長会見」『日経産業新聞』1999年3月10日号。

51) 原田[2012]参照。

日立の半分前後で推移していたが、徐々に差を詰め、今年に入って一気に追いついた。

ソニーは「デジタル」というキーワードを前面に掲げるなど企業のコンセプトを明確にし、得意分野に特化する経営スタイル。一方の日立は事業領域が幅広い総合型電機企業の代表格。業績はソニーが九七年三月期に過去最高の連結純利益を上げ電機業界でトップに立ったのに対し、日立は九一年三月期のピーク純利益の半分以下だった。

市場関係者はソニー、日立の逆転を「いわゆる『選択と集中』の差」（ゴールドマン・サックス証券のアナリスト、栗山史氏）などとみている。特定用途の半導体に事業を集中させているロームの時価総額が三菱電機を上回っているなどの例もあり、技術革新期にある電機を中心に、企業価値の序列交代が今後も出てきそうだ。⁵²⁾

「ソニーの安藤国威社長は十日、日本経済新聞記者と会い、年功主義を排し成果に応じて給与が決まる報酬制度を全社に導入する考えを表明した。」⁵³⁾ここからも当時の雰囲気がよくわかる。

ソニーの「成功」を見た松下電器産業（現パナソニック）も焦ったに違いない。松下もEVAを導入した。その結果両社とも困難に陥ることになったというべきかもしれない。「松下電器産業が松下通信工業や松下寿電子工業、九州松下電器など主要子会社を株式交換によって完全子会社にする方向で最終調整に入った。子会社の自主独立を尊重した『連邦経営』と決別し、スピード重視のトップダウン型経営に大きく舵（かじ）を切る。松下再生に向けて中村邦夫社長が掲げる『破壊と創造』のうち“破壊”の枠組みが出そろったことで、今後は業績のV字型回復を目指した新たな取り組みが急がれる。」⁵⁴⁾他方、「同じ水産会社同士の争いだが、

ボトムアップ型の商品開発や営業を徹底するニチロに、トップダウン型の日水が苦戦を強いられている」⁵⁵⁾という。果たしてどちらが現実を表しているのだろうか。「国内製造業界においては、各業界の一部リーダー企業を除き、“選択と集中の罫”にはまり競争力を落としているケースが頻繁に見受けられる。この“選択と集中の罫”とは、他社の成功事例が学術的な評価方式の表層だけを自己解釈し、トップダウンにて選択と集中を推進した結果、経営層と企画・開発現場の溝が深まり、国内メーカーが持っている本来の競争力を損な」⁵⁶⁾っているようである⁵⁷⁾。現場から遊離した「選択と集中」「トップダウン」の標榜は、現場重視による日本的経営の良さを失わせることになったのではないか。

3.2 選択と集中への警鐘

早くから「選択と集中」に警鐘を鳴らしていた経営者もいた。すなわち

「安易な選択と集中は顧客へのごり押しにつながる」。リストラの一環で製品の絞り込みを進める企業が多いなか、産業用モーターの山洋電気の山本茂生社長はこう警鐘を鳴らす。製品数を絞り込んだ結果、「『当社はこの製品しか作っていないので採用してください』という自分勝手なビジネスになりかねない」ためだ。

中高級機種を主力にしてきたが、あえて競争の激しい低価格製品も投入する。「幅広い製品を持つことこそ企業価値を高めることになる」と山本さん。「選択と集中」の本質は顧客ニーズにあること

55) 「家庭用冷凍食品——ニチロ、日水に迫る、アイデア新製品で躍進（食天王山）」『日経産業新聞』2000年8月22日号。

56) 福島 [2013] 2頁。

57) 「トップダウンの意思決定方式で戦略の適切性・妥当性が担保されるのかどうかに、疑問が残る……。日本的経営はいわば全員経営であり、全員の力を結集することにより、地に足の着いた経営を可能にしてきました。疎かになった情報収集をベースにして現場に不案内なトップが策定する戦略が果たして適切なのか、不安が残ると言わざるを得ません。」（西村 [2014] 140頁）

52) 「株式市場で企業序列に変動、ソニーの時価総額、日立を初めて逆転」『日本経済新聞』1997年8月2日号。

53) 「ソニー全社に成果主義賃金、甘えの構造から脱却——安藤社長に聞く」『日本経済新聞』2003年11月11日号。

54) 「松下『連邦経営』と決別、通工・寿電子などを完全子会社に、改革加速を市場は評価」『日本経済新聞』2001年12月26日号。

を忘れるべきではないと説いていた。⁵⁸⁾

沼上 [2004] も言う。「現行事業の『選択と集中』は、一見ハデで格好よく、『自分は経営している』という充実感を与えてくれる。しかし長期雇用を重視している日本企業においては、見かけのハデさと引き換えの自殺行為になりかねない。逆に、(1) 現在ではなく、未来への投資を増やし、(2) 未来への投資を特定分野に集中する、という「選択と集中」が本当は必要なのだが、この種の『選択と集中』は外から見たのではわかりにくい。現状に対して投資を減らすだけという消極策にも見えるし、特定分野に集中投資している製品開発は秘密扱いになっているケースもあるからである。だから、アナリストやマスコミ相手にウケを狙おうとするのであれば、この種の二段階の『選択と集中』は実行が難しい。」⁵⁹⁾

実際にも次のような記事が報じられている。「NEC、ソニー、シャープ、パナソニック……。今期の巨額赤字や人員削減を相次いで発表した電機メーカーには共通項がある。バブル後の『失われた 15 年』を克服すべく 1990 年代後半から 2000 年代にかけ事業の選別を迫られた企業だ。一時は苦境を脱したかに見えたが、リストラ途上で新事業の芽を摘んだり、集中投資が思惑外れとなった例が目につく。成功体験にとらわれ見通しを誤ると、『選択と集中』は縮小均衡を繰り返す悲惨な結果を招く。」⁶⁰⁾

4. 日本企業の企業価値向上の途 —日本の経営

「失われた 20 年」などと言われている。この 20 年日本経済は低迷している。国際競争力も低下している。その原因がどこにあるか、なお解明すべき点が多い。これに関連して、最近の拙稿で私は

58) 「山洋電気社長山本茂生氏——「選択と集中」に警鐘 (回転いす)」『日本経済新聞』2000 年 11 月 11 日号。

59) 沼上 [2004]。

60) 安西巧「電機、『選択と集中』の誤算——新事業の芽摘み中核顕く (電子版セクション)」『日本経済新聞』2012 年 3 月 25 日号。

「コーポレート・ガバナンスを巡る制度改革に振り回され右顧左眄した企業は競争力を弱めたのではなからうか」と述べた⁶¹⁾。株主重視の標榜は経営者の目線・ビヘイビアを現場から遠ざけることになったのではなかったか。また、トップダウンは従来日本企業の強みといわれていたミドルの活躍の余地を狭めたのではなからうか。戦略を実行レベルに落とし込むのはミドルの役割である⁶²⁾。

企業の競争力の源泉はどこにあるか。それは貸借対照表でいえば、左側、現実の企業の経営力にある。右側、いわゆる狭義のコーポレート・ガバナンスは何ら企業の経営力強化に繋がらない。右側ばかりにかまけていて、左側の経営改革を怠り、経営改革を進めないと、企業の競争力は高まらない。つまり、コーポレート・ガバナンス論あるいは企業価値経営を標榜することが経営者の意識を右側にばかり向けさせることになって、経営改革を怠らせ、コーポレート・ガバナンス論自体が近年の日本企業の競争力の回復を妨げていた可能性がある。日本企業の競争力強化に必要なのはコーポレート・ガバナンス (とりわけ狭義の、すなわち株主価値重視のコーポレート・ガバナンス) ではなく、経営革新、すなわち製品市場を睨んだマーケティング及びイノベーションなのである⁶³⁾。

顧客価値の創造こそ経営者に課せられた任務であろう。最近の電機業界の苦境を見るにつけ、どこに経営の失敗があったのであろうか。企業価値

61) 松村 [2012] 15-16 頁。実際経団連アンケートでも「1990 年代初めのバブル崩壊以降は、日本経済の低迷が長引き、いわゆる日本の経営を問題視する議論もある中で、いわゆる米国型のコーポレートガバナンスに類似した委員会等設置会社制度が創設され、この制度を導入する企業もみられる。」「しかし、アンケートからの分析では、これらの取り組みが、企業価値 (株式時価総額) のプレミアムにつながるという明確な関係はみられなかった。望ましい企業統治のあり方は企業によって異なり、株主が全ての企業について『執行と監督の分離』を望んでいるわけではないことが伺える。」という (経団連 [2006] 19 頁)。

62) 若林 [2006] 55 頁。波頭 [2013] 181 頁。

63) 松村 [2012] 16 頁。新原 [2003] でも同旨の主張が為されている。

に振り回されて、現場から遊離し、顧客価値を忘れたから、このようになったのではなからうか。ロナルド・ドーアはいう。

「1999-2000 年ごろ、電機産業が、まるで首切り競争をしているかのように、次々と大量人員整理計画を発表した。これらによって、ゴールドマン・サックスやソロモン・ブラザースのアナリストたちの喝采を浴びて、株価が上昇した。経営戦略—少なくとも見せかけの経営戦略—がいかにして外国機関投資家に迎合するようなものになっていったかのいい例である。それが真の経営戦略であったかどうかは別問題。」⁶⁴⁾

実際、拙稿でも述べたように、電機メーカー 12 社の労務費の低下と利益率の変動の様子を見ると、この間の電機メーカーの行動がどのようなものであったのかがわかる。ドーアのいうように 90 年代前半に利益率の低下を見た（12 社の売上高営業利益率平均 1990 年 5.7% → 1993 年 2.8%）。電機各社は 90 年代後半に労務費・人件費の切り下げを行い、その結果利益率の回復を見るに至った。アナリストが重視する株価は目先の利益に反応することは先に実証した。まさに、電機各社はアナリストの期待に応えた行動をしたといえる。かくて確かに、2001 年にかけて労務費の比率は低下し、利益の割合は高まった。ところがその後、労務費の割合は低迷したままであったけれども、それ以上に利益率の低下を見ることになった。

日本の電機各社のリストラによりその恩恵を受けたのはアジアの家電メーカーだったといわれている。電機各社はリストラの順番を間違えたという。「事業領域の選択と集中をする前に、まず人員削減を進めた。これでは優秀な技術者は育たない。加えて、根幹の製造設備やプロセスを外部開発に依存したため、技術の流出を招いた。韓国や台湾メーカーを『日本の技術を盗んだ』と非難する人もいるが、自ら技術やノウハウの流動性を容認していたわけで、非難できる立場にはないだろう。」⁶⁵⁾

「リストラ（事業の再構築）、リエンジニアリング（業務の根本的革新）と言葉は変わっても米国発の

経営手法は、カット、カットの縮小均衡路線に過ぎない。本家の米国では、これら効率一辺倒の経営からは、積極的な成長戦略は生まれない」⁶⁶⁾ともいわれる。

90 年代後半のリストラで追い出された技術者が韓国や中国のメーカーで活躍し、日本の電機メーカーを追い込んだ。これが日本の電機メーカーの今日の姿である。

電機各社は、目先の目標に追われ、長期的な戦略を見失ったのではなからうか。貸借対照表右側、企業価値を追求し、貸借対照表左側、製品市場・顧客価値を忘れた、あるいは追い込まれてそうなった結果がこれをもたらしたのではなからうか。例えばソニーでは、製品市場の声に耳を傾けなくなったと言われ⁶⁷⁾、ソニー関連のニュースは「どんどん製品から離れて」いき、アナリストが喜ぶ「執行役員制、カンパニー制、EVA 指標の導入」などの用語が飛び出すようになった⁶⁸⁾⁶⁹⁾。

もちろん、全ての日本企業がそのような行動をとったわけではない。われわれの調査でも、多くの日本企業が企業価値一辺倒の経営を行っているのではなく、従来の日本型経営の良さを維持しつつ、いわばハブリッド型の経営をめざしているように見受けられる⁷⁰⁾。しかしながら、この間の日本企業の低迷は否めない。株主重視・コーポレート・ガバナンス論盛行の傷跡は大きい。それがここでみた電機業界のような行動様式に由来する可能性は否定できないであろう。

図 6 からわかるように、この間の株主重視のかけ声とともに、付加価値に占める配当金の割合は

66) 『日本経済新聞』夕刊、1994 年 11 月 24 日。

67) 立石 [2011] 120 頁。

68) 山口 [2012] 271 頁。

69) 「ソニーの凋落はどこから始まったか」というと、役員会を英語でやるようになったり、外国人をボードメンバーに入れるようになった 90 年代の終盤から 2000 年代の初頭あたりからである。英語で会議をやり、外国人をボードメンバーに入れて本格的にグローバル化を目指した頃から、ソニーはグローバル的ではなくなり、ソニーの強さが失われ、ソニーらしくなくなった。」(波頭 [2013] 168 頁)

70) 松村・飛田・篠田・田中 [2011]。

64) ドーア [2006] 71 頁。

65) 『日経産業新聞』2003 年 6 月 3 日。

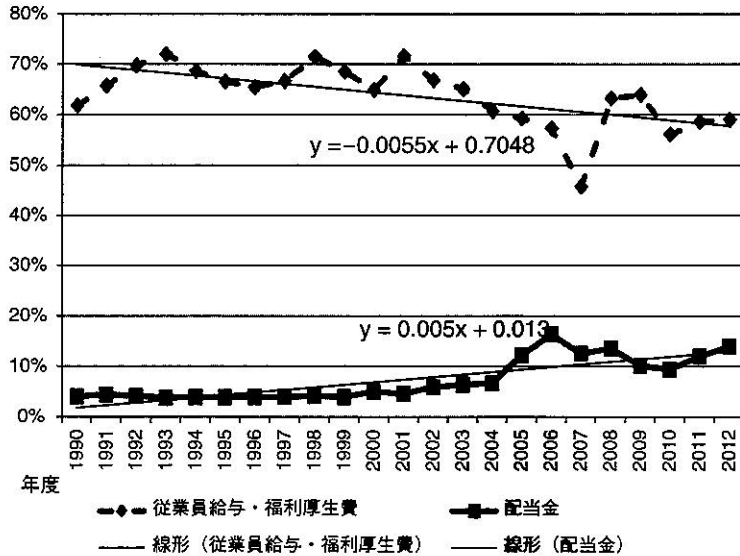


図6 資本金10億円以上の製造業における付加価値に占める従業員給与・福利厚生費と配当金の比率
(出所) 法人企業統計調査 時系列データより筆者作成。

高まっている。その回帰直線と回帰式を見るとわかるように、付加価値に占める配当金の割合の推移を見ると、回帰式は正の値を示している。他方で従業員給与と福利厚生費の割合は低下し、その回帰直線・回帰式は負の値を示している。そのことが従業員のモラルを引き下げた可能性がある。そのことがかえって、資本効率を低下させたと思われる。

これを表したのが、この20数年間の資本金10億円以上の製造業の総資産付加価値率と総資産経常利益率(ROA)などの推移を表した図7である。それぞれの回帰直線と回帰式からわかるように、企業効率を表す総資産付加価値率の回帰直線は負の値を示している。この総資産付加価値率は低下幅が大きく、従業員への配分を減らしたけれども、ROAはやや増加しているものの、ほぼ横ばいで推移している。先の図とも重ね合わせて言うならば、従業員の給与・福利厚生費の低下を表す回帰式より、総資産付加価値率の低下を表す回帰式のほうが、より大きく低下している。配当金を増やし従業員への配分を減らしたけれども、付加価値の割合はさらに大きく低下して、企業の効率は一層大

きく低下しているということである。従業員のモラル低下の影響がここに表れているように思われる。改めて従業員のモラル向上の方策がとられるようになった理由はここにもあるだろう⁷¹⁾。

この間の企業価値経営に見られる経営行動(円高その他の経営環境もあっただろうが)が、上記総資産付加価値率の推移を見てもわかるように、長期的に見ると、日本経済に負の影響を与えたことがわかる。

「可能な限り高いROEを求める傾向……に縛られた欧米企業に対して、日本企業はイノベーションへのチャレンジや持続的な企業発展のための戦略的自由度の面で、大きなアドバンテージを有している……。しかも、このアドバンテージは日本社会(特に日本の株主)に特有の文化的な判断基準に根ざした特徴である。」⁷²⁾つまり、相対的に資本市場からの圧力の弱かった日本企業では、長期的視野に基づいた研究開発投資が行われてきたのではなかったか。近年ROEが低下しているだけでなく、配当金は増えているにもかかわらず(図6

71) この点詳しくは、別稿で改めて論ずる予定である。

72) 波頭[2013]196頁。

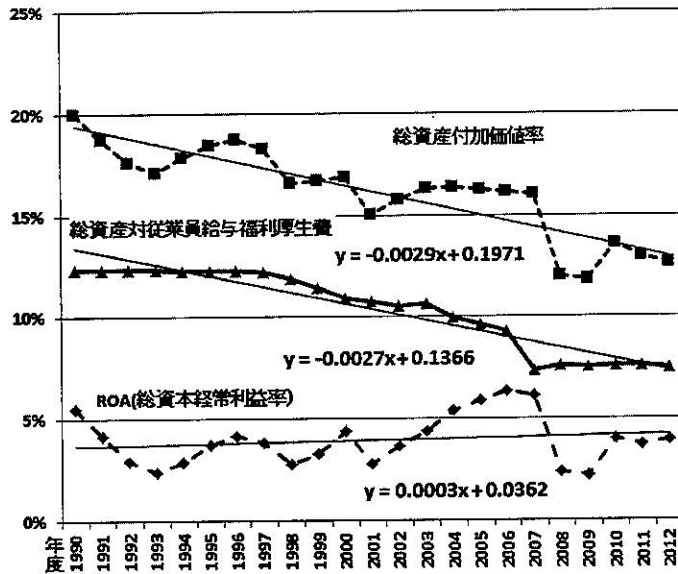


図7 資本金10億円以上製造業の総資産付加価値率と経常利益率の推移
(注) 法人企業統計調査 時系列データより筆者作成。

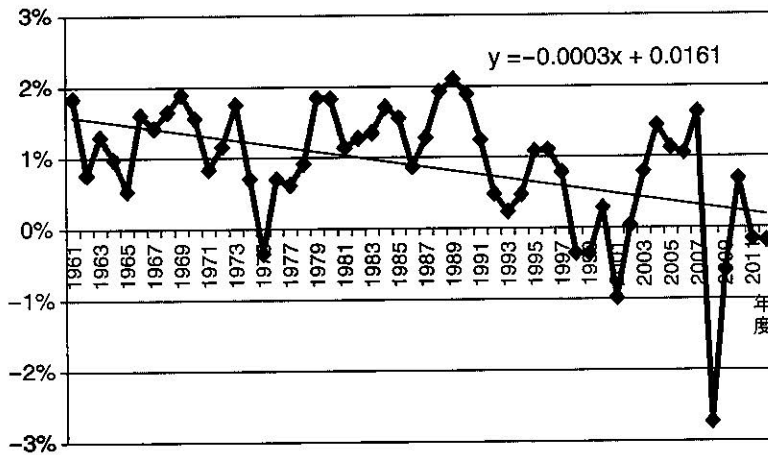


図8 資本金10億円以上製造業の総資産対社内留保率の推移
(注) 法人企業統計調査 時系列データより作成。

参照), 研究開発投資やイノベーションの原資である企業の社内留保は減り続けてきている(図8参照)。

図8に見るように, 資本金10億円以上の製造業の総資産対社内留保率は1960年代平均1.4%, 70年代1.0%, 80年代1.5%, 90年代0.5%, そして2000年代には0.2%にまで落ち込み, 2011年度, 12

年度はそれぞれ-0.2%, -0.2%とマイナスになっている。資本市場の圧力などで落ち込んでいるように思われる。

このような中で, 日本的経営が見直されているように思われる。われわれのアンケート調査でもそれは垣間見える。投資家目線からのトップダウンでは経営はうまく行かない。現場を踏まえる必

要がある。たとえば、ポッカコーポレーションでは「以前のトップダウン型から社員が参加するボトムアップ型の会社が変わろうとしています」⁷³⁾といい、EVA経営で名をはせた花王でも、トップの暴走ではない。EVAも使い方次第という面もある。

「花王の社員からは『従来は経営トップに相談すると意見や指示がはね返ってきたが、後藤さんにはまず自分の判断を問われる』との声が多い。一方、判断が的確とみた管理職や社員にはどんどん決定権を委ねていく。『何でも私に持ってこられても困る』と後藤社長はたびたび口にする。緊急性を含めたボトムアップでの判断力が企業行動の瞬発力に不可欠という。[改行]『権威主義ということではなく、会社には意思決定の階層が必要だ』[改行]企業の意思決定の迅速化には中間層を極力少なくした文鎮型の組織が好ましいとの形式論に後藤社長は懐疑的な発言が目立つ。』⁷⁴⁾

まさに、花王はトップダウン一辺倒ではない。アメリカ的経営と日本的経営の混合形態、いわゆるハイブリッド型であったのだろう。日本的経営健在なりと言えそうである。また、そういう日本企業が今後も生き残っていくのではなかろうか。企業価値経営などという理念先行の暴走経営に走った企業が苦境に陥っているのではなかろうか。われわれのアンケート調査でも、日本企業の多くが外国の機関投資家やアナリストより、「取引先」や「従業員」を重視していることがわかる⁷⁵⁾。変化には対応しつつ、従業員とのコミュニケーションは親密にしようとしているように見える⁷⁶⁾。「日系メーカーは数多くのイノベティブな技術や製品

を創出してきたが、その要因の一つは開発現場の自主性を重視した経営側のスタンスであることは間違いない。』⁷⁷⁾これなど傾聴に値する。三現主義に込められた意味を思い出すべきではないか。日本企業は従業員を重視してきたのではなかったか。トップダウンという言葉に踊らされて、ミドルの役割を忘れてはならない。「選択と集中」の名の下に従業員の雇用を軽視しては来なかったか。「終身雇用」は日本企業の長期的視野に基づく経営を可能にしたのではなかったか。日本的経営を見直す必要があるのではなかろうか⁷⁸⁾。

【参考文献】

- [1] 井手正介・高橋文郎 [1998]『株主価値創造革命』東洋経済新報社。
- [2] 大西淳 [2009]『コーポレート・ファイナンス理論と管理会計—VBMの新たな展開—』京都大学出版会。
- [3] 加護野忠男 [2014]『経営はだれのものか協働する株主による企業統治再生』日本経済新聞出版社。
- [4] 上総康行 [2001]「企業価値創造経営のための管理会計システム」『経営研究』第51巻第4号、1月。
- [5] 金子栄作 [1993]「貯蓄“機関化”の効用」『金融ビジネス』第103号、11月号。
- [6] 菊地正俊 [1999]『企業価値評価革命』東洋経済新報社。
- [7] 楠木健 [2013]『経営センスの論理』新潮新書。
- [8] 佐和隆光「不祥事に揺らぐ日本式経営（時論自論）」『日本経済新聞』大阪夕刊、1991年9月9日号。
- [9] 島田克美 [2014]『戦後史の経済異論の現場』創英社/三省堂書店。
- [10] 関岡英之 [2004]『拒否できない日本 アメリカの日本改造が進んでいる』文藝春秋。
- [11] 立石康則 [2011]「さよなら！ 俺らのソニー」文藝春秋。
- [12] ロナルド・ドーア [2006]『誰のための会社にするか』岩波書店。
- [13] 富山和彦 [2013]『稼ぐ力を取り戻せ！ 日本のモノづくり復活の処方箋』日本経済新聞出版社。
- [14] 中谷巖 [2011]『資本主義はなぜ自壊したのか』集英社。
- [15] 新原浩朗 [2002]「優秀企業ベスト経営者の能力」『文藝春秋』2002年9月号。
- [16] 新原浩朗 [2003]「日本の優秀企業研究」日本経済

77) 福島 [2013] 4頁。

78) 波頭 [2013]は「新・日本型経営」を提唱している。傾聴に値する。

73) 「株式会社非公開わが哲学 (4) ポッカコーポレーション 社長堀雅寿氏」『日本経済新聞』2006年7月19日号地方経済中部面。

74) 「花王 (下) 組織のイノベーション——能ある鷹よ爪を出せ (価値創出に挑む)」『日経産業新聞』2002年2月21日号。

75) 2012年に行われた経済産業省「持続的な企業価値創造のためのIR/コミュニケーション戦略実態調査」によれば、重視するステークホルダーとして、「顧客」と「従業員」を1, 2位にあげている (<http://www.meti.go.jp/press/2013/08/20130823001/20130823001-4.pdf>) (2014年3月24日現在)。

76) 松村他 [2011] 参照。

新聞社。

- [17] 西村毅 [2014]『監査役で会社は変わる』日経事業出版センター。
- [18] 日本経済団体連合会 [2006]『企業価値の最大化に向けた経営戦略』3月22日 (<http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2006/010/honbun.pdf>) (2014年3月24日現在)。
- [19] 沼上幹 [2004]「日本企業で『選択と集中』が進展しない理由」『プレジデント』2004年5月17日号; <http://www.president.co.jp/pre/backnumber/2004/20040517/825/> (2014年3月24日現在)。
- [20] 波頭亮 [2013]『経営戦略入門 経営学の誕生から新・日本型経営まで』PHP 研究所。
- [21] 原田節雄 [2012]「『ソニー 失われた 20 年—内側から見た無能と希望—」さくら舎。
- [22] 福島章弘 [2013]「選択と集中の罫からの脱出～国際製造業の競争力を高める開発テーマの見せる化～」『ISID Global & Group Management Review』No.4, 8月30日。 <http://www.isidbc.co.jp/documents/GGMRReview4.pdf> (2014年3月24日現在)
- [23] 藤井聡 [2012]『維新・改革の正体』産経新聞出版。
- [24] 本合曉詩・井上淳 [2003]「EVA が日本企業にもたらしたもの—価値創造経営の現状と今後の課題—」『証券アナリストジャーナル』1月。
- [25] McKinsey & Company, Tim Koller, Richard Dobbs and Bill Huyett [2011] Value ; 本田桂子・鈴木一功訳『企業価値経営—コーポレート・ファイナンスの4つの原則』ダイヤモンド社, 2012年。
- [26] 松村勝弘 [1994]「バブル崩壊とコーポレート・ガバナンス論議の意義—日本型コーポレート・ガバナンスをめざして—」『立命館経営学』第32巻第4・5号a, 1月号。
- [27] 松村勝弘 [2002]「『会計ビッグバン』, 時価会計, そして日本企業の対応」『大阪経大論集』第53巻第3号, 年9月。
- [28] 松村勝弘 [2004]「日本の会計基準と企業構造の変容—日本企業の財務構造の変容と『会計ビッグバン』—」『会計理論学会年報』第18号。
- [29] 松村勝弘 [2007]『企業価値向上のためのファイナンス入門—M&A 時代の財務戦略』中央経済社。
- [30] 松村勝弘・飛田努・篠田朝也・田中伸 [2011]「日本の経営の現状に関する実態調査: 上場企業を対象としたアンケート調査を中心に」『熊本学園会計専門職紀要』第2号, 3月。
- [31] 松村勝弘 [2012]「コーポレート・ガバナンス論と日本企業の経営」立命館大学経営学部編『ビジネスの発見と創造』ミネルヴァ書房。
- [32] 松村勝弘 [2013]「コーポレート・ガバナンス, 企業価値から顧客価値へ」『(埼玉大学) 社会科学論集』

第139号, 6月。

- [33] 三浦克人 [2010]「わが国における EVA 経営の動向—IR 資料と報道記事による検証—」『愛知淑徳大学論集—ビジネス学部・ビジネス研究科篇—』第6号。
- [34] 村田良平 [2008]『村田良平回顧録』下巻, ミネルヴァ書房。
- [35] 山口誠志 [2012]『ソニーのふり見て, 我がふり直せブランドで稼ぐ勘と感』ソル・メディア。
- [36] 横田宏信 [2008]「ソニーをダメにした『普通』という病」ゴマブックス。
- [37] 若林計志 [2006]『MBA 流 チームが勝手に結果を出す仕組み』PHP 研究所。
- [38] 渡辺茂 [1994]『ROE [株主資本利益率] 革命 現代企業の財務戦略』東洋経済新報社。

[付記] 福田哲也君は私の直接の弟子ではないが、サークルの後輩でした。長らく会っていませんでしたが、ふとしたことから私の同僚から、癌にかかっていると教えられました。私がフェースブックを始めた頃だったので、彼もフェースブックをしているのを知り、お友達になりました。その後、彼が闘病の様子をアップするのをフォローしていました。彼が生の証を痕跡をフェースブックに残そうとしているのだと思い、つらかったですが、ずっとつき合いました。そしてついに、訃報に接することになりました。福田君, 安らかに眠り下さい。合掌。

(本稿は、文部科学省平成 24~26 年度科学研究費補助金 (基礎研究 (C) 課題番号 24530433・研究課題名「日本企業のコーポレート・ガバナンスの多様性と類型化に関する研究」) を得て行った研究成果の一部である。)