

新しい資本主義の秩序構築と 日本型経営システムの革新

～会社統治の問題を中心に～



加護野忠男氏

神戸大学大学院 経営学研究科 教授

●プロフィール(かごの ただお氏)

大阪府出身。1970年、神戸大学経営学部卒業。72年、神戸大学大学院経営学研究科修士課程を修了後、79年よりハーバード・ビジネススクールに留学。88年、神戸大学経営学部教授、その後89年に経営学博士取得し、99年より現職。現在、NTN社外監査役、参天社外監査役、住友ゴム社外監査役、積水ハウスCSR委員会委員(2005年～)、独立行政法人中小企業基盤整備機構外部評価分科会臨時委員も務める。主な著作に「日本企業の多角化戦略」(日本経済新聞社、81年、日本経済新聞社経済図書文化賞受賞)、「日本型経営の復権」(PHP研究所、97年)、「ゼミナール経営学入門」(共著、日本経済新聞社、03年)、「競争優位のシステム」(PHP研究所、99年)など。

日本の企業統治改革は なぜ失敗したか

この二〇年間、日本の産業社会では会社法の改革をはじめとしたさまざまな企業統治改革が行われてきた。私はそれは大きな失敗であったと考えている。この改革の結果、日本企業は大きく活力を削がれてきたからである。なぜ日本の会社統治改革は失敗したのか。原因は三つある。

一つ目は、日本の現実、アメリカの現実を理解せずにアメリカ型企業統治を導入したことが挙げられる。一九六〇年代、アメリカ企業が競争力を失った最大の原因はコーポレートガバナンスの

失敗にある。「株主主権」を言い始めて、アメリカ企業はダメになっていった。このことは経営学者の間では常識となっているのだが、その反省をすることなく、日本は最悪の会社法をアメリカから導入するという失敗を犯した。それだけではない。この思想が日本の企業人の哲学と合致しないということも理解されていなかった。日本の経営者や従業員は会社に一体化している。この会社を株主のものと言い始めてから、従業員や経営者のモラルは急激に低下して企業の元気がなくなった。それは株主の利益にもなっていないはずである。

二つ目は、企業経営者の側の問題である。企業

統治に関しての基本哲学を大切にせず、法改正に安易に追随してしまった経営者の責任も重い。企業は法律が変われば従わざるを得ないが、もっと「いやいや従う」という態度を示すべきだった。基本哲学なしに株主主権尊重を言ってしまったがために、日本の経営者の言葉は従業員に届かなくなってしまったのではない。

三つ目は、法の限界を補完する慣行を十分に理解していなかったことである。

二つの基本思想と会社の目的

そもそも、企業(会社)統治には二つの基本思想がある。一つはステークホルダーの視点、もう一つは企業それ自体の視点である。前者はさまざま

なステークホルダーの手段として会社を捉える立場であり、後者は企業それ自体が存在意義を持つ社会的制度であると考えられる。日本やドイツをはじめとしたヨーロッパ大陸の国々は後者の立場で、会社自体を大切にしている思想を持っていた。一方、会社は株主のものであると考えるアングロサクソンの社会では、株主は栄えども会社は衰退していく、という状況が生まれがちであった。

ミッシェル・アルベールは『資本主義対資本主義』(竹内書店新社)の中で、資本主義には二種類あり、ベルリンの壁崩壊以降、両者の戦いが始まったと指摘している。アングロアメリカン型資本主義は株主が極めて強いのが特徴で、日本やドイツ・北欧のようなライン型資本主義では会社は株主のものではなく社会のものである、と認識する。彼の第一の結論は、経済的・社会的パフォーマンス

ンスはライン型資本主義が勝っているというものだ。第二の結論は、それにもかかわらず勝利するのはアングロアメリカン型である、ということだ。「悪貨が良貨を駆逐する」のが人間の宿命であるというのが、彼の説明である。アリの生活とキリギリスの生活を見せると、キリギリスになりたいと思うのが愚かな人間である、と。

かつて、日本が持っていた「企業それ自体の視点」を忘れ、いつの間にか日本の法律家の間では、圧倒的に株主二元論（ステークホルダーの視点の中でも最も極端な見方）が強くなってしまった。もちろん株主の期待を無視してはならないが、株主の期待に沿うだけの経営は間違いである。株

主二元論では、会社の目的は将来利益の現在価値の最大化となる。会社手段説のなかでも、労使二元論（共同利益）の場合は、付加価値の最大化が会社の目的となり、企業それ自体の視点では、企業の富を生み出す能力の最大化を目的とする。

この二〇年間の過ちは、「企業統治とは株主の意思を会社に反映させること」という、極めて偏った見方が支配的になったことにある。「株主の意思を反映させる仕組みのない日本の会社には企業統治はない」とまで言われたが、企業統治とはもつと広く、「会社という組織がよりよく経営されるための条件づくり」という立場で捉えていくべきではないか。

企業統治には、「価値創造」と「価値分配」の二つの側面があり、二つは相互に関係している。

価値創造の側面で重要なのは、長期的な視点からの経営者の育成と選抜である。ことに経営

者の育成は重要で、それを支えるのが評価とインセンティブ制度である。ところが、改革以降役員任期が一年になってから、極めて短期的視野で担当部門の業績を上げていかなければならなくなった。この発想が、深刻な問題をもたらしたと私は思う。長期的な視点からの企業経営は、もともと日本企業の特徴であった。それが、いつの間にか極めて短期的な側面で経営を行わざるを得なくなってきた。さらに、開示の範囲と頻度も価値創造に関わる。本当に戦略的で重要な意思決定は、その理由を論理的には開示できないし、頻繁すぎる開示は視点を短期的なものにしてしま

まう。一方で、価値（利益）配分の側面から見れば、利害関係集団の影響手段は、法・発言・退出・任免権・社会的正当性・コミットメントなどがある。利害関係集団は、利益分配を基本に考えてこれらの影響手段を求めてしまう。それが価値創造能力を低下させてしまうこともある。

企業統治は競争力の源泉

我々日本人が、この二〇年間の、企業統治で忘れ去っていたことは、「企業統治は極めて重要な競争力の源泉である」ということだ。

なぜ、日本はスポンジチタンの主力生産国になったのか。航空機によく使われるチタニウムの精錬はエネルギー消費型の産業である。世界で最も電気料金の高い日本が、スポンジチタンの世界的な供給拠点となったのは、行政指導のおかげではなく、企業統治の賜物であったのだ。チタニウ

ムの原料となるスポンジチタンは、価格が大きく乱高下する。欧米の会社は、短期的な利益が不確定な業種には投資できない。ところが、日本の会社は、短期的に原料が値上がりして株価が上がった時に時価発行増資を行って投資に回す。不安定な業績の中でも投資ができるのが、日本の企業統治の強みであり、競争力優位の源泉であったのだ。日本の医薬品業界にファミリー企業が

多いのは、ファミリーにガバナンスをゆだねれば、極めて長期的な視点から投資できるからである。第一次世界大戦後、英国では消えてしまった紡績会社が日本で生き残った理由は、顧客との共存を考えたからである。第一次大戦で高騰した綿糸を手配するために織物会社は先物予約を入れていたが、大戦後の暴落で、織物会社は苦境に陥った。英国の紡績会社は先物の値段で供給したが、日本の紡績会社の多くは、先物の解き合いを行い、顧客を救ったのだ。顧客からすべてを取った英国の紡績会社は顧客が潰れ自らも潰れていったが、日本の紡績会社は顧客とともに自分たちも生き残ることができたのだ。

日本企業だけではない。韓国企業がDRAMで急成長した背景には、サムスンという会社のガバナンス構造がある。財閥系で、トップマネジメントに権限が集中しているだけでなくグループ企業の中の生保会社がDRAMに投資することで、資金面で急速なキャッチアップが可能になったのだ。大きな経営危機に陥った米国のビッグスリーのなかでフォードが潰れなかったのは、ファミリー企業であったことが無視できないファク

ターである。

株式会社最大の問題は「株主の有限責任」にある。これを最初に指摘したのは、アダム・スミスだ。アダム・スミスは、株式会社には二つの無責任があると説いた。一つは経営者の無責任、そして、さらに大きな無責任が株主の無責任である、と。株主は株価と配当にしか興味がなく企業経営に全く関心がない。しかも有限責任だから、できるだけ自分の手元にお金を置いておこうとする。ファミリー企業のファミリー株主も法的には有限責任ではあるが、ほとんどの財産を会社に投入しているファミリーは実質上無限責任であり、将来のコストにもきっちり対応できる。フォードが生き残れたのはそのためではないか。

パナソニックが元気をなくしたのには、企業統治について二つの要因があると考ええる。一つはファミリーと会社との緊張関係が極めて薄くなったこと、もう一つは上場予定の社外分社を会社の中に吸収し、事業部としてしまったことである。社外分社化は、実は日本型のベンチャー育成でもある。上場子会社には、株主間の利害対立といった否定的な側面も確かにある。しかし、「上場子会社の社長は本社に対して言うべきことを言う」（ある上場子会社社長）——それが、上場子会社の利点である。

戦略と統治システム

企業統治について、日本企業は法に従わなければならないという意識が強く、「どう利用するか」という発想に乏しかった。しかし、会社として考

えるべきは「どんな統治システムが長期投資をサポートするか」である。企業だけではない。日本企業の株価を上げるために、政府は海外から投資しやすい会社制度をつくらうと考えた。お金の需給バランスを考えて会社統治制度の改革を行った。しかし、本当の企業価値はそんなものでは決まらない。長期投資をサポートする統治システム、リスクへの挑戦を可能にする統治システム、企業革新を可能にする統治システム、そして、企業間協働を可能にする統治システム——そうした視点から統治制度を見直していくことが必要だったのではないか。

ある時期、日本企業がアクティビストの攻撃を受けたことがある。彼らの狙いは、会社に蓄積された資金である。攻撃に屈して、株主に配当してしまつた会社の中には、厳しい状況に追い込まれた会社もあった。有限責任の株主にすべて還元してしまうことこそ、究極のモラルハザードだ。出資者が有限責任である株式会社が安全性を担保するには、会社の中に留保資金が残る仕組みが必要なのだ。日本の会社法の最大の問題は、利益処分を株主総会で決めることにある。

さらに、ほんのわずかな人々の巨大不正行為が起こつたのちに、普通の経営者の手足を縛ることをしてしまつたのも失敗であった。その典型は、J-SOXという法律である。

企業経営にはこうすればうまくいくというよきな単純なルールはない。だからガバナンスは難しい。望ましい統治制度を法律で決めようとする、企業はますますおかしくなっていく。法律

で決めるべきことは最低限にとどめ、できるだけ会社の工夫や業界の慣行に任せておくのが企業統治に関しては健全であると思う。

新しい経済思想の確立を求めて

日本の産業社会に求められているのは、これからの日本経済を支える新しい経済思想の確立である。大正時代、神戸に出光佐三という人がいた。神戸大学を卒業後、丁稚奉公をしていた出光に資金を提供するという篤志家がいた。そのときの条件は三つ。①資金の提供先を明かさな、②自分の志をもってビジネスする、③一緒に働く人々を大切にすること。こうして誕生したのが、出光興産である。当時の神戸にあった兼松という会社は、創業者の兼松房次郎が自分の金を従業員に分け与え、従業員持株制の会社となった。賀川豊彦はキリスト教社会主義（友愛社会）という理念で、生協運動に取り組み、神戸生協の礎を築いた。平生鈺三郎は社会貢献思想によって大富裕層から資金を集め甲南小学校、甲南病院、灘生協をつくつた。当時神戸にあった竹中工務店は、上場をしないという方針を決めた。

これからの時代に上場しないという戦略は得策ではないかもしれない。日本企業の思想にあわせた資本主義の経済思想をどう確立できるか。そもそも、日本の資本主義はどうあるべきなのか——今、我々が考えるべきは、そのことである。

※本稿は、二〇〇九年二月一日開催の「第9回 CFOフォーラム・ジャパン2009」の講演内容を編集部にてまとめたものです。

これからのグローバル経営の 方向性とCFOの役割

～わが国最大規模のM&Aとその後の経営の経験をもとに～



新貝康司氏

日本たばこ産業取締役
Japan Tobacco International, SA 副社長・副CEO

●プロフィール(しんがい やすし 氏)

1980年、京都大学大学院電子工学課程修士課程修了後、専売公社(現JT)へ入社。たばこの工場現場を経験後、経営企画部で企業買収案件に従事。1989年、同社ニューヨーク事務所所長代理、1990年JT America Inc.社長に就任。以後6年にわたり、抗HIV薬Viraceptの開発等、米国製薬・バイオベンチャーとの数々の共同研究開発提携案件を発掘する。1991年からは米国NASDAQ上場バイオベンチャー企業Cell Genesys, Inc.社外取締役を兼任。1996年、JT本社に戻り、経営企画部部長として中期経営計画、企業変革プログラム、企業買収プロジェクト(鳥居薬品、旧RJR International)等、全社経営企画業務を担当。2001年、JT財務企画部長に就任。全社の中期経営計画、経営管理、財務戦略を担当。企業買収、事業売却も手がける。2004年、JT執行役員財務責任者(CFO)に就任。経営管理、財務戦略、財務会計、資金管理、税務等、全社の財務機能を統括し、不動産、BD責任者(全社M&A統括)も担務。2005年、JT取締役(現任)に就任。2006年、日本、中国以外のたばこ事業の世界本社であるJapan Tobacco International社(ジュネーブ)の副社長(現任)、副CEO(現任)に就任。ギャラハー社買収と統合を指揮。現在に至る。2008年1月から2009年9月までの間、ギャラハー社統合のためにJapan Tobacco International社の最高財務責任者も兼任。

ドメスティックからグローバルへ

一九八〇年代の終わり頃、日本におけるたばこ総需要のシミュレーションを行ったことがある。結果は、「九〇年代終盤にはピークアウトする」というものだった。以来、たばこ事業の国際化、多角化に精力的に取り組んできた。厳しい経済状況下、国内の総人口も減少に転じた今、同様な状況が日本中を覆っているように思える。そうした中、この一〇年の我々の海外たばこ事業への取り組みは、グローバル化のひとつのモデルとなり得るかもしれない。

現在、JTは国内外のたばこ事業、医薬事業、食品事業に注力し、二〇〇九年三月期の連結売上高は税込六兆八、三二三億円、税抜二兆二、

九五二億円であり、この差の大部分が全世界で支払っているたばこ税である。営業利益は三、六三八億円であるが、日本の会計基準では買収時ののれんの償却が含まれるため、海外の競合他社との比較では、EBITDA(六、四六二億円)を用いるが増えている。

JTには、ドメスティックな会社というイメージがつきまといっているが、実は、税抜売上高の四八%、EBITDAの五二%は海外たばこ事業が占める。海外たばこ事業の展開は一九七二年に遡るが、当初の輸出によるアプローチでは限界があった。たばこ産業は一〇〇年以上も買収・合併を繰り返してきた業界である。規模の経済が大きく影響する業態であるからだ。加えて、各種規制が進み、一からブランドを立ち上げるのは困

難になっている。これらの背景を踏まえて、海外での製造から販売までのノウハウ獲得のために九二年、マンチエスターの小さなたばこ会社を買収した。この時の経験と人材が、後々大きな役割を果たすことになる。九九年、RJRインターナショナルの買収(約九、四〇〇億円)によって、海外事業が占めるたばこ販売数量は三分の一程までに急拡大した。その後、我々は愚直に、長期的な視野で戦略を遂行。二〇〇六年末には、海外でのたばこ売上本数が過半を占めた。〇七年ギャラハー社の買収(約二兆二、〇〇〇億円)によって、二〇〇八年にはたばこ売上本数の約四分の三は海外事業が占めるに至った。

「何のための買収か？」を 自問自答し続ける

JTグループの海外たばこ事業(中国を除く)を担うのが、Japan Tobacco International(JTI)である。世界本社はジュネーブにある。ここでは五〇カ国以上の国籍の社員が働き、執行役員会は二の国籍の人からなる一八名で構成されている(〇九年二月時点)。CEOはフランス人で、日本人は私を含め二名だけだ。世界各国にある八〇のオフィス、三〇の工場・研究所で、約九〇の国籍の二万三、〇〇〇名(内日本人二二〇名)の社員が働いている。

九九年以降の、当社のグローバル化の特徴は、「時間を買う。二度の買収による成長」にある。RJRインターナショナルの買収は、当社の多様性を大きく高めた。一〇〇年に及ぶ買収・合併の

歴史がある業界とは言え、この買収の前年(九八年)には、欧州にはまだかなりの数のたばこ会社が存在していたが、九九年に合併連衡が進んだ。二〇〇六年時点で我々は世界第三位であったが、それでも一位と二位には大きく離されていた。この時五位のギラハハ社を我々がなぜ買収したか。目的は三つあった。一つ目は「地理的拡大および規模の拡大」である。二つ目は「バランスのとれたブランド・ポートフォリオの構築」。そして三つ目が「技術・流通インフラの強化」である。

この買収にあたってはいくつかのポイントがあった。一つは前述の目的の明確化である。買収は交渉であるから、すべて思い通りに進む訳ではない。目的に照らし合わせて、交渉上譲歩するかどうかを洞察する。買収交渉にあたっては所期の買収目的は果たせるか、企業価値、シナジーにどのような影響が生じるかを考え抜く必要がある。私は長年買収の仕事に携わってきたが、常に心がけていたことは「何のために買収するのか?」を自問自答することであった。

買収の成功Ⅱ「統合の成功」

対象企業の選択は当然、重要である。〇七年四月に完了した買収の検討を始めたのは、〇三年の終わりであった。複数の対象企業を四半期の情報開示がなされる度に、「今、一緒になったらどのような姿になるか」を机上で演習し続けた。最終的に対象企業を絞ってからは、企業価値の算定を精緻化した。マーケット毎に買収後、統合後の青写真を作った。これは、買収しようとする当事者で

なければできない手法であり、「人任せにはしない」という主体性がなければ成功はおぼつかない。

買収の成功とは「統合の成功」である。買収前は約二〇名で構成されるプロジェクトが、買収発表直後からは、買収により、自らの職場、雇用等さまざまな不安を抱えた二万三、〇〇〇名のプロジェクトに大きく変貌したのだ。「買収は究極の経験者採用」であり、人的側面への配慮は欠かさない。買収後の統合は、社員一人ひとりが行うものである。自身の雇用に不安を抱える社員に「やらされ感」が出ると買収は両刃の剣となる。買収が、自己の成長のチャンスから競争者のチャンスになってしまふ。この時、当事者意識の鼓舞こそが重要であり、また、それを支えるものがスピードと内部の密なコミュニケーションだ。何故なら、不安といった負のモメンタムを最小にとどめ、統合による成功・成果を早い段階で一つでも見える形にする必要があるからだ。

ギラハハ社買収の経験から、我々は「ターゲット企業を徹底的に知る」「買収タイミングの見極め」「大幅な権限委譲」「買収プロジェクトから統合管理体制への円滑な移行」「方向性の早期明示・コミュニケーション」の重要性を学ぶことができた。

海外事業、六つの特徴

ギラハハ買収後、今に至る我々の海外たばこ事業には六つの特徴がある。

一つ目は、冒頭でも紹介した「ジュネーブに配置された海外たばこ事業の世界本社」で、JTBから大きな権限委譲を受け、地理的拡大戦略を担っている。

二つ目は、「多様な人材」である。日本人に拘らずよい人材を適材適所に配する。多様な人材を惹きつけるために、グローバルに適用するポリシーとローカルに競争力のある処遇を行う。昇給昇格は個人評価だが、ボーナスは会社あるいは組織評価としている。これは、多様な人材の協働を企業競争力へつなげるためだ。さらに、サクセッション・プランニングのミーティングを年に二回行っている。

三つ目は、「日本企業と欧米企業の長所がブレンドされた経営手法」である。会社は失ってはいけない企業文化を持っている。単に形だけ日本のベストプラクティスを押し付けようとしても無理がある。長所を如何に「ブレンド」するか。自発的なベストプラクティスの共有が非常に重要であると思う。ミドルアップダウンによる不断の改善実行・オペレーションの質の重視は日本の長所であり、トップダウンによる明確なミッション・ビジョン・戦略は欧米の優れた点だ。

四つ目は、「地理的拡大戦略に最適なマトリックス組織」。マトリックス組織は、専門スキルを深め、一貫性・継続性を追求できる半面、その複雑さ故、シンプルでわかりやすい戦略がなければ動けない。さらに、組織横断的な協業が不可欠だ。これが、五つ目の「透明性が高く、迅速でクロスファンクショナルな眼が通る意思決定システム」へとつながってくる。

そして、六つ目として忘れてはならないのが、「徹底したガバナンスとコンプライアンス」である。

CFOのミッションと役割

JTグループは、顧客・取引先を含めた社会・従業員・株主という四つのステークホルダーの満足度を高い次元でバランスすることを経営のベースとしている。このステークホルダーモデルなくしては、株主価値も向上できない。それを前提としたCFOのミッションは、「長期にわたりにかつ継続的に株主価値を増大すること」であると私は考えている。具体的にCFOは、CEOを補佐する企業価値創造・向上のための水先案内人である。また、財務・経理・税務戦略を構築実行することで自らも価値増大の努力をする。ステークホルダーとの良好な関係を構築・維持し、世界に通用する財務人材を育成・獲得する、という機能を求められている。そうした機能を用いながら果たすべきCFOの役割には、「経営者」CEOの財務面でのブレイン「資本市場や金融市場への大使」財務機能のリーダー」という四つの側面がある。

経営者としては、変化を機会と捉え「自らの将来は自ら拓く」という気概を持って戦略的にリスクを取り、リターンを追求する必要があると思う。リスクに広がりがある事業環境下では、仮説検証・PDCAサイクルを通じた経営機動力の向上が欠かせない。CEOの財務面でのブレインとしては、ビジネス言語で財務を語り、専門性を活かした視点から価値創造・向上のために具体的な提言を行う。資本市場・金融市場への大使として、エクイティストーリー、デットストーリーを常に心がけたコミュニケーションに努める。

そして、財務機能のリーダーとして、「人を通じて成果を上げる」ことを忘れてはならない。近年、財務の仕事は多岐にわたっており、自分の仕事を何のためにやっているのかわからない人も増えている。究極の目的、或いは、上位の目的と個人の役割の関係を明確化し、その目的完遂のために、一人では解決できない課題を周囲の人々と共に解決できるようにすることが必要だ。それができるようになれば、不断の改善を日々の仕事の中に埋め込むことができる。多様性を活かすには、対面のコミュニケーションを通じた人間関係の構築が求められる。逆説的だが、ITが進めば進むほど、対話による風通しのよい組織風土の醸成が必要となるからだ。これによって、個々人が価値をつけ合い、イノベティブなアイデアが生み出され、より高い目標へチャレンジできる風土が生み出されるのではあるまいか。

グローバル経営の未来

人も会社も自らの将来は自らが拓かねばならない。グローバル化に向けて最も重要なことは、国内市場のみへの依存から脱却し、成長しようという気概を持つことであろう。そして、企業体の筋力を鍛える為に、二〇〇〜二三〇％程度の負荷をかける。買収の活用は、時間を買う一つの手段である。この手段を十分活かすには、主体性を持つことが必要であり、有能な人材をグローバルに獲得活用することも、もはや必須である。日本人に拘ると、人の育成スピードが会社のグローバル化のスピードを規定してしまうからだ。驚くべきこと

に、海外から日本に外国人が駐在するときには、ハードシブ手当が支払われる。それほど、日本は特殊だと思われる。また、日本から海外をマネージすることに限界があるのも事実である。日本の特殊性から脱却し、大幅な権限委譲と適切なガバナンスの下、海外に新たな世界本社を設立してもよいのではないか。

欧米流、日本流いずれかに拘泥するのではなく、優れたマネジメント手法を高いレベルで融合していくことで、グローバル経営の手法は進化していくのではなからうか。多様性の重要性はしばしば語られるが、実際、人材の多様性、マーケットの多様性は多くのことを教えてくれる。如何にして、その多様性を引き出すかが我々を含む、すべての日本企業のチャレンジでもあろう。

グローバルな人材マネジメントがあつて、グローバルな経営がある。日本の制度に引きずられない、人材市場で競争力のある処遇は不可欠であり、チームワークを鼓舞するインセンティブ体系も必要である。さらに、スキルセットとマイルドセットの強化を両輪とした人材育成プログラムの構築は急務だ。日々の仕事の中で、社員各々に不足する部分に気づいてもらい、それを強化するための研修や挑戦の「場」を会社が提供する。こうしたシステムが望ましいのではないか。渴望感がなければ、人は本気で求めようとはしない。「学びたい」という渴望感を掻き立て、人を育む。そうして成長した人が、将来のグローバル経営の担い手となっていくのだ。

※本稿は、二〇一九年二月一日開催の「第九回CFOフォーラム」で発表されたもので、二〇一九年の講演内容を編集してまとめたものです。