



米国ビジネススクール教授招聘シンポジウム

# 企業価値を高める 企業経営とイノベーション

経済広報センター

経済広報センターは米国のビジネススクールの教授と日本の各界有識者が議論を交わす場として、「米国ビジネススクール教授招聘プログラム」を一九九四年度より毎年実施している。

今回は七月一〇日から一四日までの日程で、米国の有力ビジネススクールから六名の教授を招聘し、日本の経済界・学界・政界のオビオンリー諸氏と幅広く意見交換を行った。これを踏まえ、最終日の七月一四日に「企業価値を高める企業経営とイノベーション」と題するシンポジウムを開催した。シンポジウムは、「グローバル経済における企業の競争力とイノベーション」と「企業価値を高めるための経営」の2セッションに分かれ、六名の教授陣がプレゼンテーションを行った。エドワード・リーマー教授は、「脱工業化社会の現代においては日本は知的サービス分野で付加価値を創造していくことが重要である」と述べ、カール・ケスター教授は、「M&Aは企業の成長戦略の効果的な手段になり得る」と述べた。モアレーターの伊丹敬之「橋」大学教授は、「会社は誰のものが」という概念について日本と米国では相違があるため、日本は欧米流のM&Aだけにはならないのではないかとコメントした。

本稿はそのシンポジウムの模様を紹介するものである。

米国ビジネススクール教授招聘シンポジウム

「企業価値を高める」

企業経営とイノベーション」

日時 二〇〇六年七月一四日  
一四時～一七時  
場所 経団連会館 国際会議場  
講師 下記参照

【講演者等略歴】(敬称略・順不同)

エドワード・E・リーマー (Edward E. Leamer)  
カリフォルニア大学ロサンゼルス校 アンダーソン・ビジネススクール 経営学教授  
カリフォルニア大学にて経済学博士号を取得、ハバード大学助教授、カリフォルニア大学ロサンゼルス校経済学部教授を経て現職。現在、国際通貨基金(IMF)、連邦準備制度理事会(FRB)など政府機関の客員研究員も務める。専門は、国際経済・金融政策、為替。

ロジャー・ノール (Roger Noil)  
スタンフォード大学ビジネススクール 教授  
ハバード大学にて経済学博士号を取得、カリフォルニア工科大学教授、スタンフォード大学経済学部教授を経て一九八六年より現職を兼務。全米科学財団の顧問も務める。専門は、民間ビジネスに対する公共政策、規制。

ヘザー・A・ハブマン (Heather A. Haveman)  
コロンビア大学ビジネススクール 経営学教授  
カリフォルニア大学バークレイ校にて博士号を取得、デューク大学助教授、コネル大学教授を経て一九九九年より現職。専門は組織理論、経営イノベーション。

W・カール・ケスター (W. Carl Kester)  
ハーバード大学ビジネススクール 副校長(学務担当)  
経営・金融学教授

ハーバード大学にて経営学博士号を取得。一九八一年に同大学に  
シネスター(HBS)教授となり、一九九九年から二〇〇五年ま  
でHBS副校長およびMBAプログラム委員長を務めた。また  
世界銀行やIBMなど多くの企業のコンサルティングを行っ  
て、二〇〇六年七月より現職。専門は金融、企業財務、コーポ  
レートガバナンス。

リチャード・ロール (Richard Roll)

カリフォルニア大学ロサンゼルス校 アンダーソン・ビ  
ジネススクール 金融学教授

シカゴ大学にて経済学、金融学、統計学博士号を取得。ポーイ  
ンク社でエンジニアとして勤務後、カーネギーメロン大学助教  
を経て、一九七六年よりカリフォルニア大学ロサンゼルス校アン  
ダーソン・ビジネススクール教授。専門は金融学、株式市場分析、債権  
市場。

チャールズ・ウルフ (Charles Wolf)

ランド研究所 上級経済顧問兼公共政策大学院 教授(前  
大学院長)

セクション グローバル経済における企業の競争  
力とイノベーション

【エドワード・リーマー氏】

私は、工業化社会から脱工業化社会への変遷  
について研究しています。二〇世紀は、米国、  
日本、その他の国も、農業や工場で仕事をす  
ることにより富を蓄積してきました。二〇世紀初  
頭、労働者の四二％は農業に従事してしまっ  
たが、今では一・五％まで下がってきています。  
これを相殺したのは、製造業での雇用です。し  
かし、一九七〇年代から製造業における雇用の  
割合も急速に下がり、今では一一％ほどです。  
これが、米国経済の製造業中心の工業化社会か  
ら脱工業化社会への変遷です。

二一世紀になると、ほとんどの国が工業化社

ハーバード大学にて経済博士号取得。一九七〇年～一九九七年  
ランド大学院創設学部長。現在は同大学院にて公共政策の教授  
を務めるほか、FBI研究所上級研究委員、カリフォルニア大学  
シネスター顧問委員などを務める。専門は、国際経済、中国の  
リスク分析。

【モテレーター】

伊丹 敬之(いたみ・ひろゆき)

一橋大学大学院 商学研究科 教授

カーネギーメロン大学経営大学院にて博士号を取得。スタンフォ  
ード大学経営大学院客員准教授、一橋大学商学部教授、同大学  
商学部長などを経て、二〇〇〇年同大学大学院商学研究科教  
授。産業構造審議会など多くの政府関係審議会委員を歴任。専  
門は経営学(企業戦略論、企業経済論)。

会から脱工業化社会へと変遷します。米国では  
高卒の労働者が就く職業 製造業、農業、運送  
業、倉庫業 の国内総生産(GDP)に対する  
貢献度は、第二次世界大戦直後には四〇%でし  
たが、二〇〇二年には一五%にまで減少しまし  
た。その減少を相殺したのが、金融、保険、不  
動産、リース業、教育サービスなどの脱工業化  
社会の知的サービスの成長です。我々は、もは  
や物をつくる社会にはいないのです。では、ど  
のようにして富の創造の源であった製造業中心  
のビジネス組織や社会から変わることができ  
たのでしょうか。

賃金を見てみると、一九七〇年以前、最も高  
賃金だったのは製造業です。小売業は低い方で、  
その中間くらいに金融業がありました。しかし、

一九七〇年頃米国が脱工業化すると、急激に金融業が高賃金になる一方、小売業の賃金はさらに低下するという全く違った軌道を描くことになりました。つまり、脱工業化社会は、賃金の格差をもたらしたのです。

この脱工業化社会への変遷は、米国だけではなく、ほかのOECD諸国にも共通している現象です。OECD諸国の製造業に占める労働者の割合は、韓国では一九七〇年代から八〇年代まで増加しましたが、その後減少しています。それ以外のOECD諸国の割合も減少しています。しかし、米国も現在一％にまで減少しています。しかし、面白いことに、日本の製造業における雇用の割合は、米国と違って、一九七〇年代から八〇年代までほとんど変化せず、九〇年初め

から徐々に減少しています。つまり、九〇年代に日本は脱工業化社会に入り、新たな経済問題に取り組まなければならなくなったのです。

脱工業化社会では、知的サービスの中で、どのように価値を生み出すかということが重要です。これまでのところ、米国が唯一、脱工業化社会への移行に成功したように思われます。米国の生産性のデータでは、製造業における雇用の増加していた第二次世界大戦後から一九七〇年までの間は、一時間あたりの米国の生産性は年平均で三・一％まで増加しました。しかし、一九七〇年から八八年までの間の年率生産性は、一・七％まで減少しました。これは、米国が脱工業化社会へ移行するにあたり、ビジネス、教育、社会の適用が難しく、解決するために多く

の時間を要したからです。脱工業化によって、すぐに富を創出するのは難しいということす。

しかし、米国の生産性は一九九八年頃から年率三・四％にまで再度急増しました。これは、情報技術の進歩とインターネットの発達によって、知的サービスをする労働者の生産性が引き上げられたからです。

私は三つの改革的な要因がグローバルな競争を変化させたのではないかと考えます。一つ目は、特に先進国が脱工業化社会に移行していく中で経験していますが、世界経済の自由化によって、中国、インド、ロシアなどから多くの未熟練労働者が世界の労働市場に参入してきた点です。二つ目は、全く新しいものであるパソコンが生まれ、それは知識労働者が使うことがで

きるという点です。三つ目は、通信技術の大きな改善により、国境を超えた競争が増大した点です。

私は二点目と三点目に焦点をあてて話したいと思います。今回日本でお会いした多くの日本の経済学者も、「世界はフラットだ」とおっしゃいましたが、これは、雇用が国境を越えて競争することができることが前提にあります。一九八〇年、米国は一人当たりの所得が二万二〇〇〇ドル、世界に占める人口の割合は三、四％でした。低賃金国のインドや中国は、人口は非常に多いのですが、一人当たりの所得水準は非常に低いものでした。もし世界がフラットならば、一人当たりの所得格差が減り、高賃金国の米国や日本の賃金も下がるはずす。

ところが、一九八〇年から二〇〇〇年までは特に中国とインドが成長しました。そして、日本も米国も成長し、中国との競争によって（賃金が）下がるということはありませんでした。しかし、中所得国の所得水準が停滞してしまいました。世界がフラットであるということは、米国や日本には適用されず、中国やインドと競合する南米諸国などに適用されたのです。日本や米国のプロダクトミックスは、中国との機能と全く異なるため、日本や米国が中国によって変わることはありませんでした。いわゆる「職人」は、質の高い労働力や社会基盤のある米国にとどまっており、中国やメキシコでは、単純作業をする人が多くなっているのです。

経済を変えた最も重要な力は、パソコンだと思われています。歌うにはありますが、誰がマイクを使って歌うかに関しては、大きな違いがあります。また、誰がコンピューターを使うかによっても、大きな違いが生まれます。パソコンは、あらゆる人の生産性を高めることが出来ますが、才能のある人が使えば、さらに生産性を高めることが出来ます。二〇世紀はあらゆるレベルの所得層において経済発展した時代でしたが、二一世紀の脱工業化社会の経済は、間違いなく所得格差を拡大するものだと思います。

最後に、私なりのアドバイスを日本の皆様に申し上げたいと思います。グローバル経済の中で、日本にはこれからも重要な製造業は残るでしょう。しかし、日本は将来、製造業では成長しないとこのことを認識しなければなりません。

思います。パソコンとは、フォークリフトのようなものでしょうか。もしくは、マイクروفोनのようなものでしょうか。フォークリフトを使えば、誰でもほんの少し訓練をすれば同じ重さを持ち上げることができます。ですから誰でも賃金は同じです。これが、工業化時代におけるイノベーションのメタファーです。製造業での機械は生産性を上げ、個人の格差をなくすことが出来ます。

一方、歌が下手な人にマイクを渡しても、その人がうまく歌えるようには出来ません。しかし、もし才能のある人にマイクを渡せば、歌うことも、CDに録音することも出来、そのような活動により、高賃金を得ることも可能です。フォークリフトを誰が運転するかはあまり問

日本は、脱工業化社会の知的サービスで付加価値を創造し始めなければなりません。一九九〇年代はマクロ経済が障害だったわけですが、今マクロ経済が正常に戻ってきた。ここでまた成長を取り戻せるという神話にしがみついている限り、それは実現できず、日本経済に根本的な調整が必要だという事実から目をそむけていることとなります。

二つ目に、日本語は工業化時代には資産でしたが、脱工業化社会においては負債を負っていることです。なぜ資産だったかといえますと、日本語の壁を通して日本企業のアイデアを盗まれることはなかったからです。しかし、脱工業化社会のサービス産業においては、一対一のコミュニケーションが必要になります。他の国の

顧客とコミュニケーションをするためには、その国の言葉、文化を知らなければなりません。そのための社会基盤に投資をしなければなりません。

三つ目は、これまでの日本企業の階層的な指揮統制型は、製造業ではうまくいきますが、脱工業化社会の知的サービス業ではうまくいかないことを認識しなければなりません。テトロイトとハリウッドは違います。テトロイトは、トップダウンの指揮統制型のコミュニケーションですが、コンテンツを創造するハリウッドは、企業家精神を持つ個人がお互いに自立した関係を築いているコミュニケーションです。日本もビジネスカルチャーを変えなければなりません。

日本にも米国にも言えることですが、脱工業基礎研究を受けることができ、ビジネス開発に必要な新しい科学技術の知識を習得するために、実践的な研究ができる国家の研究機関を創設することを考えています。製造業だけではなく、運輸、金融、通信などの分野でもビジネス開発を進めています。

労働集約型の製造作業は、中国の雇用成長において今後も大きな部分を占めるでしょうが、中国はもはや低価格品の製造にとどまっているわけではありません。インドは、実際、製造品の輸出からではなく、中・高度技術関連のビジネスによって成長していることは明らかです。二〇一〇年から二〇二〇年頃までのインドを考えると、一九九〇年以降の中国の状況と同じような姿になるだろうと思われれます。つま

化社会における富の源泉は、工場や設備ではないことを認識することが重要です。脱工業化社会では、人間の問題解決能力が資産になりますので、日本も教育システムを変えなければなりません。機械的に学ぶやり方ではなく、問題を解決できる人材を創出する教育システムを構築する必要があります。

【ロジャー・ノール氏】

私は、中国、インド、ラテンアメリカ、他の途上国の現状について話をしたいと思います。インドや中国は、研究開発、教育、技術が、発展途上国にとって重要だと捉え、特に高等教育機関を構築するための開発政策を長期的に考えています。学生たちがワールドクラスの教育や

り、製造業への投資が行われ、ベルトコンベア式生産が大きな成長要因になっていくだろうと思います。しかし、インドがなぜこれほど速く成長したのかと言いますと、中・高度技術に投資をしたからです。特にインドの高等教育は大変優れており、インド工科大学はワールドクラスの技術教育機関です。米国は、シリコンバレーの企業に、インド工科大学の卒業生を輸入しているほどですから、バンガロールのようなインドの街が、インド工科大学の卒業生たちによって通信技術分野で目覚ましい成長を遂げていることは驚くに値しないのです。これも基礎技術が土台にあったからこそ、大きく飛躍することができたのです。

新興工業国は、繊維や履物だけを製造してい

るだけではなくなるでしょう。彼らがあらゆるものを製造する時代が来るはずで、そして、多くの製造業分野において彼らの発言力も高まるはずで、なぜなら、彼らは育成すべき人的資本を持っており、研究開発や高等教育に大きく投資することによって、さらにその人的資本を成長させることができます。彼らはそれを全体的な経済戦略の一部として考えています。

先進工業国が新興工業国に取って代わられるというわけではありません。先進工業国は脱工業化時代への移行に抵抗せず、自分たちはそこで何ができるのか、自分たちのイノベーション力、知識、順応性、創造性は何であるのかを明らかにし、それらを發揮し育成していくことができれば、彼らが衰えることはないでしょう。

【ヘザー・ハフマン氏】

私は社会学者であり組織論の研究者ですので、企業はどうなるのか、企業と国、経済の関係などミクロ的な観点から話したいと思います。

まず、グローバル化というのは何も新しいことではないということを上げたいと思います。

一八〇〇年から国際貿易が拡大する波が三度ありました。一八三〇年から一九〇〇年頃までは、海運が改善され、蒸気船も生まれ、日常品が貿易されるようになったのが第一の波です。ピークは一八八〇年頃です。二つ目の波は、電化が行われ、鉄鋼をつくることのできるようになった一九〇〇年から一九三〇年頃で、ピークは一九二〇年です。三つ目の波は、第二次世界

大戦後から今日に至るまで、GATTやその他の国際機関が生まれ、また、効率的な航空運送が行われるようになり、行政面でも物理面でも新しい技術が生まれた時です。

グローバル化といいますが、第三の波だけを考えがちですが、実は潮の満ち引きのように、何度も来たということを認識いただきたいと思っています。

第三のグローバル化の波は、最初の二波とは違った影響を日本企業に与えました。一つ目の影響は、競争圧力を高めたことです。これを「赤い女王の症候群」と呼んでいます。「不思議の国のアリス」からとった言い方ですが、赤い女王が走らなければいけないように、日本企業も競争力を維持するために、速く走ら

なければなりません。もっとイノベーションをしなければならぬし、さらによりよい製品やサービスを開発し、生産・流通システムを改善しなければなりません。

二つ目の影響は、これまで以上にグローバルスタンダードに適合しなければならぬことです。取り引きをするパートナー企業環境に合わせるため、法律的にも政治的にも、グローバルスタンダードに合わせなければなりません。これはコーポレートガバナンスでも同じです。労使関係、言語、技術基準、価値観、文化的な側面でも同じです。

しかし、私は、日本の企業は、グローバル化によって変わらないのではないかと思いません。

グローバルゼーションにより、国際貿易が増えることによって、世界は一つのグローバルスタンダードになるといふ見方と、国、地域によって違う種類の資本主義が生まれるという見方があります。どちらになるかを決める要因は三つあります。一つ目は、歴史です。お互いに影響しあうサイクルがあります。二つ目は、組織的な情性です。三つ目は、グローバル・ネットワークの性質です。企業も国の経済も、現代では依存関係ではなく相互依存関係が重要です。まず歴史について説明します。一九五六年、ウィリアム・ホワイトは著書『組織人』の中で、終身雇用であり、企業に対して忠誠心を持っている従順な人である「組織人」が成功するのだと述べました。米国のことを書いたものですが、

日本も同じだと思えます。

一九七〇年代には、日本企業は米国企業よりも良いパフォーマンスをするようになり、米国は日本の真似をし、日本企業のQCサークル、看板方式、労使の協調関係などを取り入れようとした。

一九八〇年代終盤から九〇年代頃、米国企業は、「組織人」ではなく、市場化され流動化された人材の中で企業は変わると言われるようになりました。その時、米国企業は日本企業よりも優位に立つようになりました。一九七〇年代から八〇年代は日本企業が米国企業に影響を与えましたが、一九九〇年代から二〇〇〇年代には米国企業が日本企業に影響を与えるように循環しました。

次に組織的な情性です。組織が官僚的になりますと、規則や規制を適用しがちになります。社会学者は最近、我々が思うほど企業は速く変わらないのだと言うようになりました。実際、企業は適応に抵抗しています。組織が構造を変えることによって、効率や能力が下がり、失敗するリスクが増えることになると考えるため、組織は変化に抵抗しがちです。

最後に、日本のグローバル・ネットワークについて説明します。日本の国際貿易のパートナーは、欧米地域とアジア地域の割合がほぼ同じです。日本企業の国際貿易パートナーのおよそ半分がアジアであるのに、日本企業は欧米モデル一つに収斂することができるでしょうか。

グローバルゼーションで日本は変化する必要

があるのででしょうか。日本への競争圧力は高まるでしょうから、存続するためにも速く走らなければなりません。競争力を高める努力や変化は必要です。しかし、(欧米型の)グローバルスタンダードに適合する必要はないと思います。日本独自のものと欧米型のハイブリッド型を追求しなければなりません。

【伊丹敬之氏】大変興味深いお話をありがとうございます。ございました。脱工業化が米国に与えた影響で、金融サービス業の付加価値が大きかったわけですが、今後も持続するのでしょうか。また、日本企業は、今までのようなやり方で今後も持続可能なのでしょうか。特に、日本は言語能力が劣っていると思いますが、このままでも持続可

能でしょうか。

【リーマー氏】金融部門が今後も成長要因になり得るのかということですが、米国では金融部門が成長の源泉だったとは思いません。一九九五年から二つの源泉があったのですが、一つはインターネットです。多くの米国企業がソフト、IT設備、IT人材に投資しました。もう一つは、住宅部門です。ただし、米国は大きな経済ですので、成長要因というのは外部からではなく内部から出てくるということです。

より小さな国の場合だと、成長の源泉は輸出、特に工業製品の輸出にありました。アジアの先進国が持続するためには、やはり知的サービスにもっと頼らざるを得ません。

セッション 企業価値を高めるための経営（コーポレートガバナンス、M&Aなど）

【カール・ケスター氏】

今、世界的なM&Aの波が押し寄せており、ほとんどの先進諸国がこの波に飲み込まれています。今年のM&A取引総額は三・五兆円にも上ると言われています。

日本では、歴史的にM&A活動というのはあまりポピュラーなことではなかったと思いますが、最近の日本におけるM&Aの動きは著しいものがあります。これまでの日本におけるM&Aとは、旧通商産業省による、いわゆる強制結婚のようなものでした。一定の産業界を合理化するために強制結婚させられる、あるいは、脆弱な会社が強い会社と合併することによって救

【ハプマン氏】言語能力は障害になると思いますが。より専門的でよりレベルの高いサービスにとって、言語は非常に重要になってきます。しかし、三つのトレンドによって言語のネガティブな側面を消すことができると思いますので、それほど悲観的になる必要はないでしょう。一つ目は通訳ソフトなどの技術によって言語障害を小さくすることが可能です。二つ目はビジュアルを使ってものを伝えることができます。三つ目は、ビジネススクールです。専門的で、付加価値の高い、生産性の高い仕事をできるようにする教育を受けることができます。

済されるといったものでした。現在の日本ではM&Aの案件も増え、日本の経済界もM&Aに耐えられる体質になってきたように思えますが、M&Aは本当に良いことなのだろうかという根強い懐疑心が日本の中にはあるように思えます。

今日の日本においては、年間何千件ものM&Aの案件がありますが、日本の企業買収の市場は、いくつかの大きな案件を除けば、非常に小さな案件ばかりです。小規模な会社が財務的困難に陥ったため、あるいは、家族経営のため後継者がいないなどの理由による案件が多く、大型案件は少ないのが事実です。

日本と米国との状況の違いから、M&Aは本当に良いことなのだろうか、M&Aで利益を得るのは誰なのか、と問われます。実際、米国の

専門家でさえ、意見を一致させるのは難しいものですが、本日は私なりの意見を申し上げたいと思います。

M & Aは全く生産的でないという人もいます。確かに大小様々なM & Aの案件で、うまくいかなかった例はあります。例えば、二〇〇一年のAOLとタイムワナーの合併は、予測されたような利益をもたらさなかった典型的な例です。企業合併案件の半数から半数以上が、期待していたような利益をあげられず失敗に終わると言う専門家も多くなります。その一方で、M & Aによって業績が好転した案件もたくさんあります。例えばシエプロンとテキサコは、合併した初年度に、約一八億ドルも経費を節約でき、翌年度は更に四億ドルの経費を削減できました。一

般的にハーバード大学の研究結果からは、M & Aが企業のパフォーマンスや価値創造に対して利益をあげるという見解で一致するのではないかと思います。

さて、敵対的買収の話になりますと、さらに意見は様々です。敵対的買収には、業績の悪い管理職を鍛え直すという間接的なプラスの効果があります。一般的に敵対的買収の動きというのは、いくつかの重要な点で業績が悪い会社を買収し、役員や経営陣を変え、その後、運営方法を变える、あるいはキャッシュフローや債務政策などの金融政策を变えるといったことを行います。敵対的買収を防御するための最善策はこういった変革を自分たちで行うよう努力すればいいということです。実際多くの企業はその

方、様々な議論をよびおこしたヒューレットパッカードによるコンパックの買収は、期待されたほどの結果にはなりませんでしたが、M & Aによって約三〇億ドルの経費を節約しました。

ハーバード・ビジネススクールがM & Aの大規模案件五〇件を対象に実施した研究によると、合併した企業の投資収益率は平均で二・五%改善したということです。その主な理由は、合併によって効率が上がり収益が増加した、あるいは、経費の節約ができたということです。また、買収される前は、同じ業界の競争相手より低い生産性であった企業が、合併後七年以内に生産性のギャップを三分の二まで縮めたとの研究結果もあります。これらの結果について異議を唱える他の研究結果もあるかもしれませんが、全

ような努力をしています。従って、敵対的買収が実際に成功しようとしてまいと、それに関わる変革によって、業績は改善します。なぜなら、それらの変革は企業の経営者たちにプレッシャーを与えるからです。そして、彼らは次の敵対的買収のターゲットになるかもしれないと感じているのです。

同時に、敵対的買収は双方にとって多額の費用がかかります。ターゲットとなった会社は、買収からの防御に気を取られすぎて、ビジネス機会を逃すかもしれません。また、買収に対する過剰な防御はその会社を焦土作戦のために核となる資産を売却させ、結局は破綻企業として清算させてしまうかもしれません。敵対的買収はプラス面、マイナス面で様々な議論がありま

すが、敵対的買収によって企業に規律が生まれ、そして良い業績につながるということが間接的には言えるのではないかと思います。

さて、M & Aによる日本への影響はあるでしょうか。私はあると思います。日本での企業買収は、長い間、旧通商産業省または旧大蔵省主導で行われ、活発に行われることはありませんでした。日本企業のビジネスモデルやM & Aに対する文化的タブーも要因だったと思います。また、株式の持合いが買収を押しづらくしていたのです。バブル後の一九九〇年代始め頃までは、日本にはM & Aのニーズがなかったため企業買収の市場はありませんでした。日本の伝統的なコーポレートガバナンスというものは、メインバンクが必要に応じてモニタリングや介

入をするものでしたし、経済も高度成長を維持していたので、M & Aの必要がありませんでした。階層的な管理を他社に任せるよりも、長期的なビジネス関係を構築する方が、戦略的な目標を達成しやすくもありません。

しかし、時代は随分変わりました。日本企業の多くはメインバンクから開放され、銀行自体が弱体化し、融資に対する需要も大分少なくなり、株式持合いも徐々に減ってきました。新しい投資家が誕生し、多くの投資家は株価を上げるよう積極的に要求するようになりました。もちろん外国の投資家もオーナーシップを増やすようになり、欧米型スタンダードを持ち込み、日本の市場に期待をするようになってきました。こういった動きによって、M & Aというものは

正当であり、役割は大きいのだといった環境に変わってきたのだと思います。

一般的に考えて、M & Aとはリスクを伴うことでもあります。本質的に悪い経済行動ではありません。企業の成長戦略やリストラの効果的な手段になり得ます。ただし、重要な点は、M & Aは成功裡に実行しなければならぬということ。最後に、皆様に質問をしたいと思います。日本のガバナンスやオーナーシップが非可逆的に変わったという前提で、M & Aが成長のために必要だとしたら、日本のM & Aは、欧米型になるのでしょうか。企業買収が活発になり、敵対的買収も増え、グローバルな存在を示すようになる、日本の企業自身がグローバルに積極的

な役割を果たさなければなりません。この一週間、日本で様々な意見を聞きました。「M & A活動はこれから増える」、「欧米型のM & Aが起こるとは考えられない」など、様々でした。また、日本型のハイブリッド型のモデルもあり得るとも聞きました。グローバルな合併も関わってきて欧米型の戦略はとるものの、日本的なユニークな要素を取り入れたM & Aになるのでしょうか。日本の場合、どのようなM & Aになるのかを皆様に質問して終わりたいと思います。

【リチャード・ロール氏】

質疑の時まで待たずに、ケスター先生の問題提起に私からまずお答えしたいと思います。日本政府が今のM & Aの動向に対して規制をかけ

なければ、数年のうちに、日本にも企業買収の波が押し寄せると思えます。株式市場が上向くとM&Aの動きも活発になる傾向がありますので、もし、日本市場が回復し続けるならば、M&Aがさらに活発になる可能性があります。欧米でのM&Aの数ほどにはならないでしょうが、今までよりも相当数増えることは当然あり得るでしょう。

さて、私は欧米でのM&Aの研究結果について話したいと思えます。多くの国で共通点が多くありますので、恐らく日本についても同じようなことが言えるのではないのでしょうか。

企業を買収しようと考えている買い手側の企業は、標的となった企業の株主に、市場価値よりも二〇%から三〇%も高いプレミアムを提供

に見ますと、買収された側の企業価値は上がる場合が多いわけですから、買収によって価値が下がるわけはありません。

日本にも当てはまるのではないかと思われる最近の研究結果を二点申し上げます。

一点目は、買い手側企業の経営者らは、自信過剰になりすぎて、標的とした企業の価値を高く見積もり、買収のプレミアムをより高く支払う傾向があるという結果です。また、多くの企業は複数企業買収に乗り出し、一連の企業買収のため数年費やすことがありますが、買収を連続することによって買い手側企業の株価は下がるといふ研究結果があります。ただし、買い手側企業のCEOが自信過剰でなく合理的であって、一連の買収をする際に、経験に基づいて標

しがちです。しかし、買い手側企業の株主は、合併によって利益を得るかどうかは明らかではありません。なぜなら、買い手側が株式を公開している企業の場合、彼らの利益はゼロもしくはマイナスでさえあるからです。ただ、買い手側が株式を公開していない場合ですと、プラスの利益があります。株式公開している企業の場合は、買い手側企業が標的とした会社に支払うプレミアムが高ければ高いほど、買収による買い手側企業の株価はあまり上がらないか、もしくはマイナスになる場合もあります。

なぜこうなるのかと言うと、単純なことですが、高い値段で買いつぎているからです。市場が、買い手側の会社に対して高く払いすぎたペナルティを与えているのです。しかし、全体的的とした企業を適切に評価することができれば標的とした企業と相乗利益を得ることができま

す。もう一点は、M&Aの規制が国際的になってきている点です。二、三年前に、欧州連合（EU）の規制当局が、ジェネラル・エレクトロニクス社（GE）とハネウェル社の合併に対して拒否をした件が例として挙げられます。この二社は共に米国企業であり、米国の規制当局はこの合併を認めていたにもかかわらず、EU規制当局は異議を申し立てました。一九九〇年以降、EU規制当局は、千件あまりの合併案件を調査し、それらのうち、ヨーロッパ企業が関連していない案件を含む多くの企業合併に対して異議を申し立てました。もし、欧州で事業展開して

いる大手日本企業二社が合併する場合、EU規制当局はその合併に対して異議を申し立てる可能性が大いにあります。外国企業の合併が発表され、欧州の競合社が株価を下げた場合、EU規制当局はその合併に対して異議を申し立てる傾向にあります。つまり、欧州のM&A規制当局は保護主義で、欧州企業を守ろうとしているのです。従いまして、たとえ日本国内の企業同士の合併であっても、国外の規制当局が介入してくる可能性があるということを日本も念頭におくべきだと思います。

【チャールズ・ウルフ氏】

私は、コーポレートガバナンスが改善されることによって、企業価値はどうなるのかについて

ネスにおける政策立案や事業を方向づけ、監督し、実行するプロセス」と定義しております。

次に、私が考えるコーポレートガバナンスの五つの原則は、説明責任、透明性・情報開示、株主・ステークホルダーの役割、法令遵守、社外重役ですが、それぞれについて説明いたします。

まず、説明責任についてですが、企業は、誰に対して、何のために説明をするのでしょうか。どれ位の頻度で、どれ位具体的な情報をボードメンバーや規制当局に提供しなければならないのでしょうか。

二つ目は透明性と情報開示であります。証券取引委員会のような規制当局は、年次報告書あるいは四半期ごとの報告書は、一般国民や投資

て話をしたいと思えます。まず、コーポレートガバナンスとは何かについて定義をし、続いてコーポレートガバナンスを構成している五つの原則について話をしたいと思えます。最後に、なぜコーポレートガバナンスが改善すれば、企業価値が上がると予想されるのかということに関する問題提起をしたいと思えます。

まず、コーポレートガバナンスの定義ですが、ロジエの辞書では、「権威、指示、統括」、ウエプスターの辞書では、「統治をする行為、力、あるいはプロセス」、オクスフォードの辞書では「統治行為、様式」となっています。私が大学院でガバナンスを教えるときには、企業、公共・政府、NPOの三つのセッティングで考えており、コーポレートガバナンスを「ビジ

家にとって分かりやすいものでなければいけないと言っています。しかし、公にできない企業独自の情報もありますので、透明性には限界があります。

三つ目の要素は株主やステークホルダーの役割です。株主というのはプリンシパルで、ガバナリーというのは、プリンシパルにかわって経営をするエージェントであります。株主とステークホルダーの利害関係のバランスをどうとるかについては対立があります。日本の企業文化においては、ステークホルダーの利害の方に軸足が置かれているようですが、米国の場合はどちらかという株主価値の方が重要視されますし、説明責任も株主に果たすということが強調されております。

四点目は法令遵守、ルールの執行です。プリンシパルとエージェントの間、つまり企業のオーナーと経営陣の間に情報の格差があるときには、規制当局がそれを是正しようとしています。

Sarbanes-Oxley法、SEC、PCAOB(Public company oversight board)などの組織がコンプライアンス(法令遵守)をしています。

最後のポイントは社外重役の役割です。一週間にいろいろと議論をさせていただいて、日本には社外取締役制度を取っている企業もあると理解しました。一方では、成功している企業においては社外取締役制度を取らないと決めている企業もあると聞きました。社外取締役の基準について、しばしば問われることがあります、なかなかこれだというものがありません。米

長期的にみれば、企業価値を創るだろうと私は思います。コーポレートガバナンスが改善されることの大きなメリットは、詐欺、腐敗、不祥事による大きな価値の損失を回避あるいは抑止することができるということです。また、コーポレートガバナンスの改善によって、より情報をもった投資家やアセットマネージャーが増え、より効率的な資本市場になるのだと思います。従って、長期的にはプラスになると考えられます。

しかし、中国やインドなどの新興工業国ではこういったコーポレートガバナンスの改善は、短期的にも長期的にも大きな影響を与えるでしょう。なぜならば中国を例にとりて考えてみますと、財務データは信頼できるのか、チェック

ではボードメンバーの報酬が非常に高いため、一人の人がいくつかの企業の社外取締役を兼ねている場合、多額の報酬額を得ることになるだろうと思います。そうすると、独立性の基準は果たして十分なのか、社外取締役を選抜するための基準は明確なのかという問いが出てきます。社外取締役というのは、議論好きで、皆が賛成することにあえて異論を唱えるような性格が要求されるべきではないかとも思うのです。経営陣に対して、きちんと意見を通すことができる気質であるかどうかも基準に入れるべきではないでしょうか。

さて、企業統治が改善されたならば、企業価値は高まるのでしょうか。米国の場合、改善された厳しいコーポレートガバナンスは、恐らくを重ねたものなのか、国民に情報開示されているのか、金融当局や投資家に提示されているのかなど不確実な要素があるからです。従って、コーポレートガバナンスが改善されれば、中国やインドの資本市場は拡充されるだろうと考えられます。

【伊丹敬之氏】最後のM&Aとコーポレートガバナンスについてのセッションについては、私自身も意見がございますので、コメントさせていただきます。と思っています。

M & Aが将来日本で大きな規模になるだろうかという質問に対して、私は「M」と「A」は違うのではないかと考えます。Mergerというのは二つの企業というものの合体です。

Acquisitionというのは一つの企業が他を、ある意味で征服して、とってしまふことです。これを、企業の根幹は株式の所有だということだけで済ませようとしていますと、実態はあまり変わりません。株式を合体するときには、どちらかが吸収会社になって、どちらかが非吸収会社に形式上ならざるを得ません。しかし、M & Aを考える際に、企業が人間の集団であるという側面を重要な要因だと考えますと、Mergerは合体ですが、Acquisitionは一つの集団が他の集団を搾取するとか侵略するとか、そういうニュアンスで受け取られかねない印象になります。したがって日本では、Mergerは将来増えるかもしれないませんが、Acquisitionはあまり多くならないだろうというのが私の予想です。

しかし、「M」にしろ「A」にしろ、その全体のポリウムが、例えばアングロアメリカンの世界で起きているような企業の支配権を握る市場という形で大規模になるかという質問を問われたら、私の答えはフラットにノーです。なぜならば、日本のみならず、ヨーロッパの様々な国でも、一体会社は誰のものかということに対して、単純な株式所有という問題を越えて、概念の違いが存在します。それは、企業という株主の財産の集合体でもあり、人間の集合体でもあるという、この経済組織体を支配する権力を、だれがどういう理由で持てるのかという、権力の正当性の問題であるように思います。株式会社法には、企業財産の所有権証書である株式を持っていればすべての権力を掌握でき

ると述べてあります。この権力のあり方を社会的に正当だとすんなりと認められる国と、なかなか納得できない国とがあると考えられます。日本は多分後者の国だろうと思います。したがって、日本での企業の合併は、二つの人間集団の文化のぶつかり合いの問題になってしまします。企業合併がうまくいかない例が米国より日本の方がはるかに多い理由は、会社とは一体誰のものなのかということについて、基本的な理解の違いが両国の間にあるからだと思えます。

ウルフ先生が、日本ではシェアホルダーよりもステークホルダーを重視することが多いというご発言をされました。そのとおりだと思いますが、そのときのステークホルダーというのは

日本の場合、従業員のことです。なぜ、日本の企業は従業員の利益を重視してきたのでしょうか。そこには、社会通念や所有というものが与える権力の正当性についての理解に、相違があるのではないかと思います。

このような日本の社会・企業についての理解を申し上げた上で、皆さんのリアクションをお聞きしたいと思います。

【ケスター氏】日本と米国の企業の間では、株主構成について大きな違いが見られます。米国企業の資本構成の多くは株式で、日本企業の資本構成の多くは借り入れです。日本の場合は、株の持合いなどもあり、株式所有が複雑になっているので、米国のように、株主とステークホ

ルダールの明らかな線引きがありません。例えば株主という場合、一切資本を引き上げられない唯一のステークホルダーということです。取締役会の決定で、例えば貸し手や供給者などのステークホルダーは手を引くことができますが、株主だけは最後に残ります。従って、株を提供するということで株主は、特別な保護、特権が必要だということになります。

【伊丹氏】理解しているつもりです。その上で、さらに企業をコントロールする権力をだれが持つのかという深い問題があつて、もしかしたら、会社法が本質的な欠陥を持っているのではないかと私は思っています。しかし簡単に会社法の言っている株主だけが企業を支配する権力を持

っているということを是として、そこからすべての議論をスタートさせるといふのは間違いが起きそうな気がするということつもりで発言しました。

【ロール氏】すべてのステークホルダーの意見が一致して合併するのであれば、必ずメリットがあります。その場合にはステークホルダーが債券を持っている人だろうと社員であろうと、株主であっても、反対するわけではないのです。皆が利益を得るのであれば、当然合併をしようとし、ステークホルダーが誰かは関係ありません。利益がないのであれば、合併はあつてはいけません。

【ノール氏】伊丹先生は、MとAは別のものだとおっしゃいましたが、MとAは両方が同じ資産に関して起こり得ることです。M&Aによって、効率がよくなり、雇用も維持され、生産性も上がるのであれば、MとAを区別する意味はありません。

【伊丹氏】結局、それぞれの国において暗黙の前提というものがあるのだと思います。基軸通貨、言葉、教育制度、人間の運命をコントロールする力の正当性の問題などですが、それら暗黙の前提が、企業経営とM&A、コーポレートガバナンスを考える上で重要なのだと思います。

(文責 国際広報部事務主任 半田明美)

# 経済広報センター ポケット・エディション・シリーズ

当センターホームページでバックナンバー全文を  
ご覧いただけます。(http://www.kkc.or.jp)

二〇〇四年発行

No. 50  
「イラク問題と日本の役割 日米関係と国際協力」  
東京大学大学院総合文化研究科教授 山内昌之

二〇〇五年発行

No. 51  
「日本経済回復の実態と今後の展望」  
(英国ジャーナリスト・シンポジウムより)

No. 52

「多文化共生社会を目指して―外国人受け入れ問題を考える」  
社団法人日本経済団体連合会 会長 奥田 碩  
財団法人経済広報センター

No. 53

「中国の台頭―新しい日米中間係を考える」  
(米国研究者招聘シンポジウムより)

No. 54

「中国ジャーナリストの眼に映った日本」  
(中国ジャーナリストシンポジウムより)

No. 55

「グローバル経済において競争優位を確保しうる企業経営とは」  
(米国ビジネススクール教育者招聘シンポジウムより)

No. 56

「東アジア経済統合の現状と展望 日・中・韓・アセアンの視点」  
東南アジア研究所長 Kケサバハ Tほか

No. 57

「韓国ジャーナリストの眼に映った日本と今後の日韓関係」  
(韓国ジャーナリストシンポジウムより)

No. 58

「日本は再生したか? フランスジャーナリストが見る日本経済  
の新局面」  
(フランスジャーナリストシンポジウムより)

No. 59

「日中間係は今後どうあるべきか」  
慶應義塾大学東アジア研究所長・法学部教授  
国分良成

No. 60

「日本の行方について ドイツジャーナリストが見る  
日本の政治・経済の展望」  
(ドイツジャーナリストシンポジウムより)

No. 61

「日本企業のイノベーション 新たな成長事業を  
創出するために」  
ハーバード大学ビジネススクール教授  
クレイトン・Mクリステンセン

No. 62

「エネルギー・環境問題で重要性高まる多国間協力」  
日本経済研究センター 会長兼日本経済新聞社論説顧問  
小島 明

二〇〇六年発行

No. 63

「EUは新しいスーパーパワーと成り得るか?」  
EPCC調査担当役員 フレイザー・キャメロンほか

No. 64

「ドイツ経済の行方 総選挙後の経済政策とEUへの影響」  
(ドイツ経済に関するシンポジウムより)

No. 65

「ハードパワーとソフトパワー アジアにおける  
勢力均衡を確保するために」  
マサチューセッツ工科大学政治学・オードイター・ナショナル教授  
経済広報センター 審員研究員  
リチャード・J・サミニエルス

No. 66

「東アジアにおける日本・アセアン連携の  
重要性を考える」  
フレイミン 開発研究所所長 ジョセフ・T・ヤップほか

No. 67

「ドイツは過去とどう向き合ってきたか?」  
フリージャーナリスト 熊谷 徹

No. 68

「向上する債権国日本の海外収益力」  
日本経済研究センター 会長兼日本経済新聞社論説顧問  
小島 明

No. 69

「EU拡大のなかでの中東欧市場の変化と魅力」  
(中東欧に関するシンポジウムより)

No. 70

「今後のEU拡大と多様性 ヨーロッパとイスラーム」  
駐日欧州委員会代表部副代表・公使  
ミツエエリイネーほか

No. 71

「企業価値を高める企業経営とイノベーション」  
(米国ビジネススクール教授招聘シンポジウムより)

(財)経済広報センター  
ポケット・エディション・シリーズの発刊に際して

経済広報センターは、土光敏夫氏(第四代経済団体連合会会長)のイニシャティブによって一九七八年に設立された財団法人です。当時国内では、企業の存在意義、あり方が厳しく問われ、また海外では、台頭してきたアジアの経済パワー、すなわち日本の動向に注目が集まっております。そこで、日本企業の考え方、行動、社会における存在意義などを広く内外にお伝えし、相互理解のチャネルとなるという志の下に、政府から独立した民間非営利組織として当センターが設立されました。

現在当センターは、経済界の政策提言や意見を社会にお伝えすることに力を入れております。そのような活動を支える基礎として、国内ではビジネスパーソンの消費者、ジャーナリスト、教育者、有識者との対話の機会を数多く設け、また、海外からは、多くのジャーナリスト、研究者、経済人、教育者を日本に招き、あるいは海外諸都市において日本の経済人、研究者による講演会やシンポジウムを開催するなどして、日本に関する理解の深化に努めております。

幸い、これら対話・講演・シンポジウムは、知識、情報、知見という観点からして深い内容となっており、会員各位から、当センター関係者のみならず、広く公共の財産として共有するに値するものであるのご指摘をいただきました。

そこでこれからは、内外における対話や講演会やシンポジウムの記録をまとめ、「経済広報センター・ポケット・エディション・シリーズ」として、逐次刊行することといたしました。会員の皆様のみならず、各界の方々に広く愛読いただければ幸いです。

このポケット・エディション・シリーズをより良いものとしていくために、各位のご教示を賜われれば、幸いです。

一九九九年二月

財団法人 経済広報センター

## 財団法人 経済広報センター

経済広報センターは、財団法人として三八業界団体、一五六企業の賛助を得て、経済界の広報活動を展開しております。

会長は御手洗富士夫氏(日本経団連会長)、副会長は、立石雄雄氏(オムロン相談役)、櫻井孝頼氏(第一生命保険相談役)、張富士夫氏(トヨタ自動車会長)、勝俣恒久氏(東京電力社長)、渡文明氏(新日本石油会長)がつとめております。

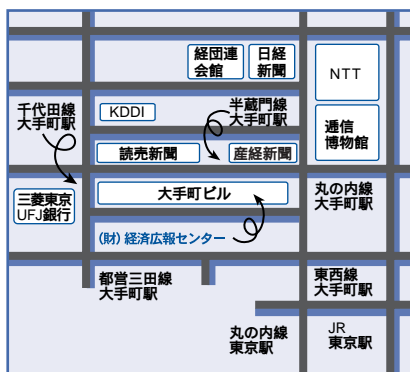
活動は次の四つの柱で展開しております。第一に、経済界の情報や提言を広く国の内外へ発信し、政策形成プロセスにおける議論を活性化するための広報活動、第二に、社会のメッセージを多角的に受信し、経済界の活動にフィードバックする広聴活動、第三に、豊かな知識社会を創造するための教育界との対話、第四に、会員企業・団体の広報活動の支援など、各種サービスの提供です。

これからも皆様方のご意見を伺いながら、各界の方々にご参加いただく活動を幅広く展開していきたいと考えております。

(本シリーズの緑色は国内広報活動、青色は)海外広報活動に関するものです。

経済広報センター  
ポケット・エディション・シリーズ No.71

発行 2006年12月22日  
発行所 財団法人 経済広報センター  
東京都千代田区大手町1-6-1 大手町ビル  
TEL: 03(3201)1411 FAX: 03(3201)5590  
編集・発行人 田中 秀明  
印刷 株式会社 大巧



# 丸の内線 経済広報センター

〒100-0004 東京都千代田区大手町1-6-1大手町ビル7F  
 webmaster@kkc.or.jp  
<http://www.kkc.or.jp>