

マイケル・ポーター「On Competition」

- 4 資本的不利

(レジメ作成 川村真文)

13	資本的不利 .....	2
13-1	アメリカの投資問題の証拠 .....	3
13-2	投資の決定要因 .....	4
13-3	外部的資本市場 .....	5
13-4	内部的資本市場 .....	7
13-5	資本配分の比較的システム .....	9
13-6	システム間のトレードオフ .....	10
13-6-2	カミンズ・エンジン社のケース：公に取引される会社における私的所有の増大 .....	12
13-7	改革への提言 .....	13
13-8	組織的改革への方向 .....	14
13-9	公共政策への示唆 .....	15
13-9-2	Thermo Electron Corporation のケース .....	18
13-10	機関投資家への示唆 .....	19
13-11	企業への示唆 .....	21
13-12	優れた米国システムに向けて .....	22

### 13 資本的不利

投資は、競争優位の最も重要な決定要因。

- ・ イノベーションとアップグレードは有形資産と無形資産（従業員スキルや供給者関係等）への継続的投資から生まれる。
- ・ 競争の質的变化
- ・ グローバル化によるプレッシャー

b u t

米国における会社内外での投資資本の配分システム（株主、債権者、投資マネジャー、取締役、マネジャー及び従業員を含む）は失敗。

米国の弱点	米国の利点
<ul style="list-style-type: none"><li>・ 株主、企業、マネジャー間の<b>利益の相違</b>を創出し、最大のリターンを提供する資本の流れを阻止。</li><li>・ <b>最も生産的に</b>配置できる会社（企業外）及び生産的なプロジェクト（企業内）に効率的に資本を注がない。</li><li>・ 競争に必要な<b>無形的資産 / 能力</b>（R &amp; D、従業員訓練、スキル開発、情報システム、組織的發展、供給者との関係）へ投資しない。</li><li>・ 長期的パフォーマンスを犠牲にしても<b>短期的ゲインを優先</b>。</li></ul>	効率性、柔軟性、対応性、高率の企業収益

システム変更の失敗 米国経済におけるキーセクターの継続的競争的衰退

莫大な投資資本のプールの存在 適切な投資を強めるシステムにより、強力な競争力のあ  
る経済を創出。

問題は、かかる資本がいかに配分されるか。

- ・ 現状が過剰投資なのか過少投資なのか
- ・ 投資間の補完  
e x . 新たな工場（有形資産）と従業員訓練、製品デザインの変更（無形資産）の補完

- ・ スピルオーバーや外在性を通じての社会的利益の創造  
ex . 従業員や供給者のアップグレードへの投資 自らの競争力の強化、 将来全く新たな戦略を可能にする。

システムの全体的改革が必要。

政策策定者、機関投資家及び企業取締役はその改革に重要な役割を担う。

### 13-1 アメリカの投資問題の証拠

10年を超える間、米国企業の投資は、ドイツや日本よりも低率かつ短期のものであった。

その証拠：

- ・ 重要な米国産業の競争的ポジションの衰退。
- ・ 土地、工場、設備及び無形資産（R & D、企業訓練等）への投資の低さ。
- ・ 多くの製造業（ex . 建築設備、コンピューター、タイヤ等）における米国トップ企業の投資の低さ。
- ・ 非伝統的な形式の投資（ex . 人材開発、供給者との関係、外国市場参入への初期損失）に対する消極性。
- ・ 長期プロジェクトにおけるR & Dポートフォリオの低さ。
- ・ 投資プロジェクトの評価において、概算資本コストより高いハードルレート。
- ・ CEOは海外ライバルより短期的視野で投資しており、市場圧力により長期的投資が減っていると信じている。
- ・ 1960年代には7年以上であった平均株式保有期間が2年になった。
- ・ 長期的成長は減退し米国株価に影響している。
- ・ 特定産業、R & Dコンソーシア及び共同生産事業への政府の資金投入などの近時の政策提言は民間部門の投資問題を反映する。

これらの事実は米国投資の衰退と概ね整合する。

しかし、米国の投資の減少と短期的限界という単純な説明を逸脱する複雑さが存在。

- ・ 米国の投資問題は産業や会社によって異なる。説得力ある説明・・そして有益な対策・・はこれらの差異に言及されなくてはならない。
- ・ 米国は5年以上の投資を要する新規産業とハイリスクの新規企業への投資は高い。いかに、低投資・短期限界の国がかかるパフォーマンスを達成するのか。
- ・ 米国産業の平均利益率は日本やドイツより高いが、米国株主は継続的に日本（及び最近のドイツ）の株主よりも低いリターンしか得ていない。平均的な企業投資収益率と長期的な株主リターンとの間には株主価値に関して伝統的な機知が示唆するような単純な

関連性はない。

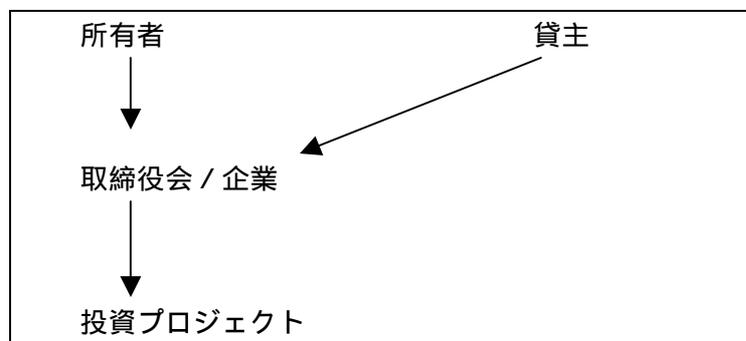
- ・ 米国産業は買収等、いくつかの形式において過剰投資を行った。いかにこの過剰投資が無形資産のような重要な形式における低い平均的投資率と低投資を伴うのか。
- ・ いくつかの米国企業が系統的に過剰投資を行うという説得的証拠・・・買収から得られる研究・・・が存在する。何故、ある企業が明らかな過剰投資であるのに他の企業は低投資なのか。
- ・ 米国は最も効率的な資本市場と高度に洗練された投資家を有する。いかにかかる効率的な資本市場が最善ではない投資行動をもたらすのか。
- ・ 投資問題は数十年前よりも深刻である。なにが状況を悪化させるのか。

これらのパラドックスと産業、企業及び投資形式を超える投資行動の差異の説明は米国投資問題の理解に必要である。

### 13-2 投資の決定要因

投資の決定要因は3つの広範な範疇・・・マクロ経済環境、投資家からプロジェクトに資本が移行する配分メカニズム、プロジェクト固有の条件・・・にグループ化され得る。

#### マクロ経済環境



#### プロジェクト固有の条件

#### マクロ経済環境

- ・ 全ての企業が投資する文脈。
- ・ 安定的な成長経済は投資を促進し、長期的な継続的収益を保証。
- ・ 米国では、高い財政赤字、低い貯蓄率、散発的かつ予測できない租税政策の変化及び消費課税の租税規則が過去20年にわたり公共 / 民間投資を湿らせた。

#### 資本配分メカニズム

- ・ 資本プールが産業、企業及び投資に配分されるメカニズム。
- ・ 2つの別個の関連した市場を通じて機能。

株主と債権者が企業に資本を提供する外部資本市場  
資本を特定の投資プログラムに割当てる内部資本市場

#### プロジェクト固有の条件

- ・ 産業の特性、会社の競争的ポジショニング、投資がなされる国又は地域により生み出す利益は異なる。
- ・ 投資及びイノベーション能力は、専門的スキル、技術及びインフラの存在、洗練され要求水準の高い地域顧客、有能な地域供給者、密接に関連する産業において競争力のある地域企業、並びに活力ある競争を促す地域環境に依拠する。

#### 13-3 外部的資本市場

外部市場での投資行動を形成する4つの特性。

株主所有とエージェントとの関係のパターン：

所有者の特性、年金基金とマネーマネジャー等のエージェントにより代表される程度、及び彼等の会社持分の割合

所有者とエージェントの目標：

目標は多くの要因・・・債権と株式を一緒に保有できるか、本人/エージェント関係があるかを含む・・・により影響を受ける。

企業を評価するために所有者とエージェントが用いる情報のタイプとアプローチ

所有者とエージェントが株式を保有する会社のマネジメント行動に影響を与えることができる方法

以上の4つの特性は相互に関連し、時間の経過により統合的になる。

例外はあり得るが、各国は投資家と会社のマジョリティーに影響を与える統合的なシステムにより特長付けられる。

米国の外部資本市場の支配的な特性は日本やドイツと決定的に異なる。

米国	日本やドイツ
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 流動的資本（短期的上昇予測に基づく素早い移動）により差別化されるシステム。</li> <li>・ <b>機関投資家</b>（年金基金、ミューチュアルファンドその他のマネーマネジャー等）による<b>一時的保有</b>に依拠。 機関投資家の保有は、1950年代には8%であったのが、1990年までには60%に上昇。年金基金・年金資産の80%を占める・の平均株式保有期間は1.9年。</li> <li>・ これらの機関エージェントは多くの（数百の）企業の<b>少数持分</b>からなる<b>高度に多様化した</b>ポートフォリオを有す。 集中保有に対する法的規制、多様化を促進する受託者責任、流動性に対する投資家の強い要望。 ex. 1990年に、カリフォルニア公的従業員退職システム（California Public Employees Retirement System (CalPERS)）は2000を超える米国企業の株式を保有。その最大持分は0.71%。</li> <li>・ 米国機関投資家の<b>目標は純粋に金銭的</b>であり、株式インデックスと比較しての4半期又は毎年の投資ポートフォリオの値上がりに注目。 マネジャーの投資目標は株式の短期上昇。ミューチュアルファンドと積極的に運用される</li> <li>・ 少数持分の短期保有、ボード参加を通じての情報アクセスの欠如 投資選択を短期の株価変動に向けた<b>限定的情報</b>（収益、特許承認等）に依拠</li> <li>・ <b>評価指標は会社の種類により異なる</b> ある産業や投資については過少投資となり、他では過剰投資となる。</li> <li>・ 以上のアプローチでは<b>市場を上回る成果は困難</b> 持分保有の70%～80%をインデックスフ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 献身的な投資</li> <li>・ エージェントではなく<b>本人による保有</b></li> <li>・ <b>大きな持分比率による長期的な保有</b> 長期的値上がりを期待</li> <li>・ <b>目標が財務ではなく関係により動かされるシステム</b>。供給者と顧客は利益を得るためではなく<b>関係を強めるため相互に株式を保有</b></li> </ul>

<p>アンドに向ける。 企業特有の情報はない。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 機関エージェントはボードに参加しない <b>マネジメント行動に直接的影響を及ぼさない。</b> (平均保有期間が2年以下 マネジメントにとって注目に値するとはみなされない。)</li> </ul>	
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--

所有形態と所有者の目的は、監督及び評価アプローチに直接影響する。

- ・ 大きな持分の長期的保有 対象会社についての**広範かつ継続的情報収集。**
- ・ 企業の継続的見通しを評価 頻繁な売買を行わない **マネジメントから評価され、会社の内部情報へのアクセスを有する。** 特にドイツでは、マネジメントの行動に大きな影響を行使。

b u t

日本とドイツでも、永続的所有者（70%）は長期保有 b u t 非永続的所有者（30%）は米国より少ない情報に基づく頻繁な売買 平均取引率は日本と米国で類似

13-4 内部的資本市場

内部的資本市場（企業が内部（内部留保）及び外部（ファイナンス）の双方の源泉から利用できる資本をビジネスユニット内またはそれを超える投資プロジェクトに割当てするシステム）は、外部的資本市場を反映する。

内部的資本市場における投資行動を形成する4つの特性は外部的資本市場を形成する特性とパラレル。

- 企業が設定する特定の**目標**
- シニアマネジメントとユニット間の**関係**を支配する組織的**原則**
- 内部的投資選択を評価し監視するための**情報と手法**
- シニアマネジャーによる投資プロジェクトへの**介入の性質**

重要な点は、

- 将来的見通しに関する**情報の不十分さ**
- 資本所有者（トップマネジャー）と個々の投資機会の監督者（ビジネスユニット又は機能的マネジャー）との間の**情報不均衡**

いかに会社がオペレーションを組織し管理するかは利用可能な情報及び会社による投資に影響を与える。

米国	日本とドイツ
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ <b>企業目標は 投資からの高リターンの獲得と現在の株価の最大化。</b></li> <li>・ 部市場システムは<b>測定可能な投資リターンを最大化</b>するよう構築される。</li> <li>・ 財務的リターンを強調し、<b>財務目標</b>を達成するようマネジャーをモチベートし、判断及び投資配分を財務基準に依拠させる。</li> <li>・ <b>マネジメントは企業目標に対し支配的な影響力</b>を行使し、外部的資本市場から好ましい行動についてのシグナルを解釈し、<b>当期利益</b>に基づく報酬又は<b>株価</b>への意識を高める無制限なストックオプションにより影響を受ける。</li> <li>・ 会社に他に繋がりを有さない<b>社外取締役により支配されるボードは企業目標に限定的な影響しか与えない。</b>(米国大手企業の取締役の74%は社外であり、80%は他企業のCEOである。)また、小規模な持分しか有さない。(取締役の持分保有平均は3.6%であるが、多くの取締役はほとんど有さない。)客観性 = 企業と繋がりを有さない 企業のオペレーションを理解するための情報、時間及び能力を欠く。</li> <li>・ 米国企業の過去20年の組織的変更。高度に自治的なビジネスユニットと垂直/水平の双方に<b>情報が十分に流通しない分権構造。</b>関係の薄い分野への多角化。トップマネジメント/シニアマネジャーは多くのビジネスについて<b>知識、経験及び情報を欠く。</b></li> <li>・ 米国システムにおける資本配分は、ユニット又は機能的マネジャーが投資プロジェクトを量的に正当化することを要請する機械的行使を通じて行われる。R&amp;D、広告又は市場参入等の投資を扱わず、それらは当期利益の観点から決せられる年次予算プロセスとして交渉される。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ <b>目標は企業の地位と永続性の確保</b> 日本では、取締役 = マネジメントのメンバーと終身雇用。 ドイツでは、監督的ボードは銀行の代表及び他の重要な株主により構成され、大会社では半数のボードが従業員の代表を含む。</li> <li>・ <b>技術的配慮と産業における企業の長期的ポジションの確保</b>をふまえた投資決定。 ドイツ企業：技術的リーダーシップの獲得を志向。 日本企業：マーケットシェア、新製品開発、技術的ポジション、翌10年に重要となるビジネス/技術への参加を評価。</li> <li>・ より広範な<b>情報流通</b>と投資判断における<b>財務基準の重要性の低さ。</b></li> <li>・ 当期利益や株価は昇進や給与において重要性を有さない。</li> <li>・ <b>マネジャーは技術を有し、1又は少数のユニットでの職責を勤め上げ、重要なビジネスについて深い知識を有する。</b></li> </ul>

<p>職務を超えた従業員訓練等の無形投資は財務システムにより追跡されることさえなく、収益性 の名において犠牲となる。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>シニアマネジャーはほとんど介入せず、ユニットパフォーマンスに焦点をおく厳格な財務予算と監督システムを通じて中央制御を行う。投資プロジェクトは加速的スケジュールに載せられ、シニアマネジャーは財務指標がプロジェクトの失敗を示唆する場合にのみ介入する。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>トップマネジャーは、通常コンセンサスの形成に向けた協議と議論の後になされる<b>全ての重要な決定</b>に関与する。 米国企業より多角化していない。</li> </ul>
--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

マネジメント実務における相違

米国	日本とドイツ
<ul style="list-style-type: none"> <li>効率性と素早い対応の名の下、協議、情報流通及び投資選択に対するマネジメントの関与の少なさ。 1960年代の規模拡大と多角化</li> </ul> <p>情報の限定</p> <p>重要な投資にマイナスとなり、ユニットを越えたシナジーの障害となる。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>垂直的/水平的情報流通とマネジメントによる判断への関与 ジャストインタイム生産、全体品質管理及びより大きな職務を越えた調整</li> </ul> <p>短期的効率性の犠牲の下、知識と能力の蓄積に伴い、長期的に大きな効果と効率をもたらす。</p>

米国：測定可能な投資リターン

ROI又は株価 株主の取締役への影響は限定的 業績に基づく報酬 限定的な情報流通  
技術的背景を有さないトップマネジメント 厳格な財務的コントロール 量的な資本配  
分 トップマネジメントの介入の少なさ ROI又は株価

日本とドイツ：会社ポジションの確保

企業の永続性 株主の取締役への大きな影響 給料又は手当てに基づく報酬 広範な情報  
流通 技術的背景を有するトップマネジメント 財務的及び非財務的コントロール 質的  
及び量的な資金配分 継続的なトップマネジメントの関与 企業の永続性

13-5 資本配分の比較的システム

外部的/内部的資本配分市場はリンクし、ともに自己強化的な投資資本の配分システムを形成する。

## 資本配分のシステム

### 米国システム：

- ・ **短期の株価と当期利益**に敏感 短期の収益の障害となる投資（その効果が遠い将来に生じる）に消極的
- ・ そのリターンが最も**測定可能な投資形態**を好む そのリターンが測定困難な無形資産への投資の低さ。
- ・ 内部開発プロジェクト（評価が困難で短期利益の障害となる）よりも**企業買収**（容易に評価できる資産を有する。）を好む。
- ・ あるセクターには投資するが他のセクターへの投資は制限する。  
急激な成長と上昇潜在力を有するハイテク又は新興産業への投資に熱心。  
転換又は中止への投資を支持する。（ 当期利益は無関係であり、投資家は特許、新製品の発表、研究ルート及び新たなサービス拠点の成長に目を向ける。）
- ・ ある種類の企業に過剰投資する。短期収益が十分である限り又は状況が明らかに悪化し持ち主が変わるまで、投資を継続しキャッシュの累積を続ける。

b u t

例外的に、投資における競争優位を享受する企業（Cargill, Hallmark, ヒューレットパッカード、モトローラー等の永続的かつ活動的な同族所有を有する企業）と株主が存在。

e x .

- ・ モトローラーの半導体とセルラー電話への投資
- ・ Warren Buffet's Berkshire Hathaway 等は、買収企業の永続的所有者となり、有能な経営陣を支え、企業を構築に集中することにより成功した。

### 13-6 システム間のトレードオフ

各システムは必然的にトレードオフを有する。

米国システムは改良すべき点がある反面、維持されるべき重要な強さも有する。

米国のシステム	日本とドイツのシステム
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 部門間の<b>資本の再配分、新興分野への資金投入</b>及び各期の<b>高リターン</b>の達成に有利。 b u t システムのかかる反応性と柔軟性は、既存のビジネスにおける<b>競争的ポジションを確保するための十分な投資を行えず</b>、誤った投資を行い、一定の環境において<b>過剰投資</b>となるという対価を支払う。</li>   <li>・ 短期のリターン</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 既存ビジネスにおける<b>能力をアップし生産性を増加させる継続的、積極的投資</b>を促す。企業能力を基礎として<b>関連分野への内部的多角化を促進し</b>、企業能力を強化する。 b u t 能力に<b>過剰投資し</b>、製品を増加させ、<b>収益性のないビジネスを維持する傾向</b>。弱いビジネスからの<b>資本の再配分に遅れ</b>、特に<b>スタートアップによる新興分野への迅速な参入を難しくする</b>。 マネジャーはより少ない業績対応インセンティブを有し、<b>業績が劣っても辞めさせにくい</b>。</li>   <li>・ <b>長期の民間及び社会的リターン</b>。長期の企業ポジションの重視と従業員、供給者、顧客及び地域社会の利益を組み入れた<b>所有構造と統治プロセスの創造</b> 民間投資が創造し得る<b>社会的利益をよりよく獲得する</b>。</li> </ul>

各国のシステムの収束

日本とドイツのシステムの米国型への移行：

- ・ 日本の銀行は、適正なキャッシュの維持のため**持ち株を解消**
- ・ ドイツでは、銀行の株式保有を制限する提言

b u t

その場合には、積極的に取引され企業行動に影響を及ぼさないであろう**非永続的な株式から売却** その移行は緩やか。

米国での変化：

機関投資家が**マネジメントと議論し**、いくつかの**ボードはより積極的な役割を担う**。

13-6-2 カミンズ・エンジン社のケース：公に取引される会社における私的所有の増大  
創造力のあるマネジメントチームが「私的所有 / 公開取引」会社を構築し、日本とドイツ  
のシステム優位に近づく例。

カミンズ・エンジン：

- ・ 年商 34 億ドル
- ・ 1979 年までに、長距離用トラック市場で 46% のシェアを占め、大型ディーゼルエンジンで世界トップ企業。
- ・ 75% は一般投資家が保有。

1980 年代の市場変化

- ・ 市場の成長鈍化
- ・ エネルギー効率と排気が重要な政策問題 R & D 支出の増大。
- ・ 約 30% のコスト優位を有する日本メーカーの米国参入準備

積極的投資に支えられる 3 つの部分からなる戦略

- ・ 伝統的製品ライン拡大と小型ディーゼルエンジンへの拡大
- ・ 非トラック用エンジン市場への参入とその国際的オペレーション
- ・ コストを 30% 削減するための全体的リストラプログラム

1989 年に、ハンソン PLC による株式取得 ミラー家による買戻し。

香港の IEP による株式取得とボードへの参加要請 IEP に対する訴訟提起

株主の利害、顧客、従業員、地域社会、マネジャーの利益が異なる

カミンズの所有構造の変更。

- ・ 創業者、主要取引先（フォード、テネコ、クボタ）、従業員で安定的長期株主が 40% を保有。
- ・ フォードとテネコは取締役を派遣し、積極的に投資プログラムを支援。
- ・ シニアマネジャーは雇用契約無しで働く マネジメントの固定を阻止し、強いボードの介入を可能にする。

1992 年 6 月にカミンズの株価は 76 ドルに上昇し、1991 年 1 月の 32 ドル 50 セントから 100% 上昇。

### 13-7 改革への提言

資本配分についての米国システム：

いずれの参加者も満足せず、それぞれ他を非難する。

マネジャー	株主とエージェントが企業の長期的利益ではなく、短期的収益のみを求めることに文句。
所有者	機関投資家は市場平均以下の業績しかあげていない。
小規模株主	無力感
従業員	その仕事を犠牲にするシステムを恐れる。
地域社会代表者	人々の仕事、収入、地域社会全体の安定性を脅かす企業買収を心配。

既存の環境において、各グループは合理的に行動 誰の利益にもならないシステムの罠に陥る。

多くの提言は、問題の兆候が断片しか扱わず、より大きなシステムのオペレーションを歪め、非生産的である。

e x .

- ・ 証券取引に課税し必要な委託証拠金を引き上げることで証券取引を減速させる。  
v s .  
投資家とマネジャーの目標の齟齬という基本的な問題を解決することなく株式市場の非効率性を増大させるだけ。
- ・ 4半期の財務報告を廃止する等、企業の情報開示を限定することにより取引率を下げる。  
v s .  
投資家に情報を提供しないことになるだけ。
- ・ エージェントシステムを強化し、社外取締役を増加させることにより、株主とマネジャーの相対的力関係のバランスを変える。  
v s .  
体系的な問題解決とならない。  
「客観的な」社外取締役はマネジメントと緊密であり、ビジネスの専門家ではなく、ビジネスの展望の評価に必要な詳細な企業情報を有さない。  
所有者、マネジャー及び株主の目標が整合していなければ、他の犠牲の下ある者を強化すれば、システムを一方方向に傾けるだけ。

- ・ マネジメント報酬においてストックオプションを多用する。

v s .

オプション行使についてマネジャーを制約しなければ、株価の現在価値の最大化へのプレッシャーを強めるだけ。

米国の全体的競争力を改善することにより、間接的に投資問題を解決する提言。

e x .

- ・ 特定セクターに政府補助を行い、共同生産ベンチャーを創造し、独占禁止政策を緩和。

v s .

これらの方法は、企業に投資の効率的利用を促す。

b u t

イノベーションを鈍らせ、競争力を弱める。

会社が競争に必要な投資を行うことができない理由を明らかにしない。

米国の資本配分システムの失敗への唯一の真の解決は、システムを「システム」として対応することである。

#### 13-8 組織的改革への方向

目的はマネジャーが**会社の長期的価値を最大化するための投資を行うシステム**の創造。

**資本提供者の利益は企業のそれと整合しなくてはならない。**

**CEOとトップマネジャーは会社の競争力を作り出す投資を促進しなくてはならない。**

**政策策定者は、民間リターンと公共財を整合させるよう法規制を作らなくてはならない。**

(適切な目標と情報があれば、企業とマネジャーに建設的プレッシャーを与え得る。)

米国は多くの構成要素を有する内部的な整合的システム

- ・ 改革は一連の(理想的には同時になされる)変化を通じてなされるべき。
- ・ 重要な構成要素のそれぞれがその既存の利益をあきらめることを要請する。

e x .

機関は影響力を有するには取引における柔軟性を手放さなくてはならない。

マネジメントは責任ある所有者を得るには、判断への発言権を与えなくてはならない。

改革は5つの広範な分野で必要とされる。

##### 1. マクロ経済環境の改善:

資本プールの拡大と環境の安定 リスクプレミアムと資本コストを引き下げる。

公共/民間部門の貯蓄は増大され、投資へのより強い基盤を促進。

##### 2. 真の所有を拡大する:

米国システムにおける今日の所有概念は限定され、資本のみに関係し、所有は外部株主に限定される。外部所有者はより大きな持分と企業におけるより積極的かつ建設的な役割が促されるべきである。取締役、マネジャー、従業員、そして顧客や供給者ですら重要な企業所有者となるべきである。

3. 資本提供者、企業、取締役、マネジャー、従業員、顧客、供給者及び社会の目標を整合させる。インセンティブシステムを創造し、共通の長期的利益を有する構成者の目標を整合させる方向にルールを変えることは可能である。
4. 判断のための情報を改善する：  
資本配分のために用いられる情報の質は投資判断に影響を与える。これは真の企業業績を反映する情報へのアクセスと企業業績/能力の質的評価の利用を意味する。
5. 資本提供者、企業及びビジネスユニット間の生産的な相互作用/影響を促進する。

これらの改革には政府、機関投資家、取締役及びマネジャーの変化を要請する。

#### 13-9 公共政策への示唆

政府は、政策及び法規制を通じて、投資資本の配分システムの創造に重要な役割を有する。現在の米国システムは明確な規制的選択（そのほとんどは当時の金融市場における濫用に対応するため1930年代に生じた）を反映する。

but その累積的效果は米国企業に意図しない結果をもたらした。

新たな改革：伝統的な米国システムの規制枠組とは異なる原則に依拠。

競争的な投資行動を促進すると同時に濫用を避けるよう、インセンティブを修正し不要な規制を削減することは可能である。

× 大所有者による濫用を防ぐため、所有規模を制限する。

所有を広げ、資本提供者、企業、マネジャー、従業員及び社会の目標を整合させる。

資本提供者はアドバイザーというより知識のある建設的な参加者となる。

- 投資家の株式保有への制約を除去し、長期的従業員保有を促進し、大規模保有に対する租税障壁を引き下げる。

投資家による大規模保有を制約する規制と租税政策は見直されるべき。

長期的なものであれば、従業員による保有は好ましい。

市場は、特定の会社における大規模保有者の利益を得ながら、広範な投資家ベースの強さを享受しつつける。

米国における多くの機関投資家の存在 経済力の不当な集中は回避できる。

- ・ **長期的株式投資インセンティブの創造**  
所有者とエージェントの目的を修正する唯一の方法は株式に対する**長期的な投資へのインセンティブ**。  
この提案は所有概念と企業評価のアプローチを変更すると同時に、社会的利益が最大化する広範な投資の促進を目指す。

かかるインセンティブは注意深くかつ狭くデザインされる。

- ・ 事業会社の株式への投資にのみ適用され、不動産その他の金融資産を保有する事業を行っていない会社への投資からのキャピタルゲインには適用されない。
- ・ 債権及び不動産の値上がり、収集品その他の源泉からのキャピタルゲインは排除される。
- ・ 最低5年の保有期間を条件とし、より長期の保有にはより大きなインセンティブを付与。
- ・ 将来的に適用され、新たな投資とゲインに限定される。

かかるインセンティブの立法 所有者とエージェントの目的を変更 システム全体における変化を導く。

- ・ **所有者**は、長期的株式ゲインをもたらすエージェントを選択。
- ・ **機関投資家**は評価アプローチを修正し、5年以上の魅力的見通しを有する企業を求める。
- ・ 物理的及び無形資産を含む、企業の投資プログラムとその長期的見通しを詳細に示す、よりよい**情報**の開発と分配。

長期的株式インセンティブのインパクトを十分なものにするためには、年金基金等課税されていない投資家に拡大されるべき。

受益者はその年金収入の源泉により多様な税率で課せられるべき。

長期的株式インセンティブの年金受益者への拡大は、租税利益を高収入の米国人だけでなく米国の労働者に拡大する。

- ・ **債権と株式の共同所有への規制の排除。**  
金融機関は融資先企業の株式保有を許されるべきである。株式も保有する債権保有者は、**情報と監視に投資し、価値あるプロジェクトのために新たな融資を行う大きなインセンティブ**を有す。
- ・ **不動産投資への補助の削減。**  
米国租税政策はより大きな社会的リターンを生み出す他の投資と較べて不動産への不均衡な投資を導いた。将来的な投資インセンティブはこの不均衡を正し、不動産よりも**R & D、企業株式(corporate equity)及びトレーニング**を有利にすべきである。

- ・ **利益が企業業績を反映するように会計原則を修正。**  
 現行の会計原則において最も重要な投資の多くは費用とされるため、会計利益は真の利益の示さない。会計専門家は、R & Dのような無形資産のため新たな会計基準を創造すべき。
- ・ **真の企業価値の評価コストを削減する情報開示の拡大。**  
 企業のトレーニングへの支出、特許保有、新製品の占める販売割合、長期的企業価値の重要な指標を提供する情報を含む分野が開示されるべき。
- ・ **取引への利用を禁止する規則の下、重要な長期的所有者への「内部」情報の開示の許容。**  
 第三者への開示がなされなければ、一定期間一定以上の持分を保有してきた株主・・・1%以上を1年以上・・・は、公開情報以上の企業見通しについてより完全な情報へのアクセスを有すべきである。より大きな情報開示は重要な長期所有者がマネジメントとの間の実質的な対話への道を開き、長期的見通しに基づく情報に裏付けられた評価を支える。
- ・ **機関的ボードメンバーシップへの規制を緩和する。**  
 所有者とマネジャーの目的が整合する場合、**重要な所有者の取締役会への直接的役割は取締役会をより長期的所有者の利益代表とする。**
- ・ **重要な顧客、供給者、金融アドバイザー、従業員及び地域社会の代表者によるボード参加の促進。**  
 今日のトレンドは多忙かつ情報が与えられていないCEO等によるボード構成である。はるかに好ましいアプローチは、**取締役会の役割を重要な顧客、供給者、投資銀行、従業員その他の会社に密接に関係しその長期的な繁栄に直接的な利益を有す者のためとする。**
- ・ **短期的な株価ではなく長期的な株主価値を適切な企業目的として成文化する。**  
 既存の会社法は長期的株主価値を適切な企業目的であるとする。しかしながら、短期の株主リターンを犠牲にするマネジャー又は取締役は実際上しばしば訴訟の対象となるため、短期株価が優先される。この状況を除去するため、長期的株主価値を企業ゴールとして明示し、長期的株主価値と整合しない決断についてはマネジャーが説明しなくてはならないよう立証責任をシフトすべきである。
- ・ **販売規制を伴うストックオプション / 購入にのみ租税優遇を付与する。**  
 マネジャーは短期の株価変動に基づいて売却するため、無制限のストックオプションと従業員ストック購入プランはマネジャーと従業員を真の所有者にしない。かかるプラン

の租税優遇適格は保有期間と一度に売却される株式割合の観点から制限されるべきである。

- ・ **R & Dとトレーニングに投資インセンティブ**を与える。  
既存のR & D租税適格を永続的なものとし、同様の租税適格をトレーニング投資にも認めることは、価値ある国家的資産となる民間投資を刺激する。

### 13-9-2 Thermo Electron Corporation のケース

多様なハイテク分野における製品を扱う6億7600万ドル企業であるサーモエレクトロン社による市場の過少投資のプレッシャーを克服し、**小規模ハイリスクの高成長部門のための機会創造の例**。

1959年設立。

当初はハイテク資本設備 環境、エネルギー、金属加工及び生体臨床医学の分野での製品 / リサーチ事業を行うフォーチュン「500」企業にまで成長。

ベンチャーではなく巨大な成熟企業に。

新技術の開発と商業化のための損失は企業利益を消費する一方、新興部門の成長は企業の連結財務会計に埋もれる。

**資本コストの最小化し従業員をモチベートする企業拡大のための財務手法を立案。**

1983年には、有望なハイテク部門における少数持分の公開を開始。

ex . **Thermo Cardiosystems, Inc. (TCI)** (心臓移植の代替手段となる移植可能な心臓補助具であるHeartMate についてのリサーチを商業化する。) のスピノフ。

HeartMates の最初のリサーチは22年間続き、**National Institutes of Health** の補助についての承認の下、5000万ドルのコストを要した。

1988年に商品化のレベルに達したとき、補助の承認は減少し始めた。

規制的プロセスの完了、製造設備の建設及び市場開発にはさらに7年間の投資が必要 利益を消費する危険。

1988年、会社は**TCI**を設立し、米国の証券取引所で**40%の持分を売却**した。

TCIの所有構造は、サーモエレクトロンとサーメディクスの投資家による保有から、両社が60%を保有し、心臓技術の長期的発展に利害関係を有する多数の投資家が残りを保

有する構造にシフト。

親会社（サーモエレクトロン）よりはるかに低いコストで新たな株式において1450万ドルを獲得することを可能にした。

T C I マネジャーと従業員は、大企業のパフォーマンスにより希薄化されないT C I株式のオプションを得た。

T C Iの支配株主として、サーモエレクトロンは積極的にそのオペレーションに関与。

- ・ T C Iの取締役会への参加、5年計画と4半期の財務結果を検証、毎月のマネジャーとの会合、部門の問題解決へ向けての頻繁なブレンストーミングセッション。
- ・ 親会社のリサーチその他の部門からの従業員は、医療関係分野及びリサーチから製造販売へのプロセスにおける**専門知識を共有**。
- ・ 協力を促すため、トップマネジャーの報酬プランは**他のサーモエレクトロングループ会社のストックオプション**を含む。
- ・ 親会社はまた、T C Iが独自にサポートできない効率的な洗練した**管理サービス**を提供。

1989年以来、T C IはHeartMateへの投資を継続し、F D Aから臨床検査の許可を得、世界中の80名を超える患者にV A Dを移植し、米国にF D Aの認可を得た16のテストセンターを設立し、海外に4つのサイトを有する。

T C Iは、他のサーモエレクトロン製品により確立された病院及び医療分野の顧客との信頼関係を享受する。

商業化プロセスは進行中であるが、T C Iのマネジャーは、部分的販売戦略はHeartMateを医療市場に出すための投資その他の活動の助けになっていると信じる。

#### 13-10 機関投資家への示唆

米国の資本配分システムは機関投資家、特に年金基金にとって予想外の結果をもたらす。これらの機関は長期的に資金を委ねられ理想的な長期的投資家となり得るが、実際には頻繁に売買するという逆説的な状況が生じる。取引コストのため市場より低い実績となる。機関投資家は、マネジメントによる企業資源の浪費に対して無力であると感じている。機関投資家は、自らが依拠すべき米国企業の長期的収益力を侵食するシステムに荷担するという罠に陥る。

機関はシステムを変えることができる。

まず機関投資家は、

- ・ マネジメントが何故彼等を敵とみなすのか、
- ・ その監視と評価が企業の投資行動にどのような結果をもたらすのか、
- ・ マネジメントに対するより影響力の拡大は、より少ない柔軟性、緩やかな取引及び企業

についての知識と関心を必要とすることを認識すべき。

機関投資家が追及できる変化：

- ・ **持分の拡大。**  
持分の拡大 投資家と企業の目的の整合。投資家の対象会社に対するリサーチ能力の改善。投資家が対象企業の長期的業績に利害関係を有する真剣な所有者であるというシグナルの発信。
- ・ **回転／取引コストの引下げ。**  
高い投資回転率に伴う取引コスト 低いパフォーマンス。  
株式回転率の減少 顧客へのリターンの改善。
- ・ **基本的収益力に基づく慎重な企業選択。**  
継続的な潜在的成長／収益力を有する企業は、最終的には高い株価を享受する。評価モデルの焦点はこの方向にシフトされるべき。情報コストに対応するため、機関投資家はシンジケートを形成するかもしれない。
- ・ 長期的な投資業績を反映するよう**エージェント評価システム**を変化させる。  
評価／報酬システムを年間／複数年の結果と取引費用が含められた継続的報告と結びつけた手数料にシフトすべき。
- ・ **マネジメントとの相互作用**を生産的／助言的な議論に変化させる。  
必要なのは、企業の長期的競争ポジションについての実質的な議論。
- ・ これらの新たなアプローチをテストする**特別なファンド**を設ける。  
機関は、マネジメントへのより大きな影響と引換に重要な持分について長期的な投資を行う特別なファンドを設けるべき。必要であれば、所有者との新たな合意が書面化され、ファンドの忠実義務が修正される。
- ・ **体系的な公共政策の変化を支援する。**  
上記の公共政策改革を支援することにより、機関投資家は米国システムのバランスと統合を助けることができる。

以上の変化は、新たなスキル、投資成功の新たな定義、流動性と柔軟性の減少をもたらす。しかし、機関投資家は大きな直接的利益・・・そしてそのポートフォリオが究極的に依拠す

るより強く競争力のある米国企業の創造によるさらなる利益・・・を認識することになる。

#### 13-11 企業への示唆

マネジャーは米国資本配分システムを定義しなおすのに**主たる役割**を担うことができる。彼等は、現在のシステムを変え、その改革から最も利益を得る最高のポジションにあり、最も変化すべきものを有す。

米国のマネジメントシステムを構成する多く・・・分散を管理する極端なアプローチ、情報流通の制約、ある種のインセンティブ報酬システムの多用、財務管理及び量的資本配分プロセスへの依拠・・・の再検討を要する。

マネジメントが始めることができる最も重要な変化のいくつか：

- ・ **長期的所有者**を求め彼等に統治への**直接的発言**を与える。  
米国システムの最も基本的弱点は一時的な所有である。対策として、マネジャーは、少数の長期保有者を求め、「私的に所有される」公開取引企業を構築する。より少ない長期保有者を有すことは、ガバナンス、情報の共有及び評価を含む所有者/マネジメント関係の全ての面を変える。
- ・ マネジメントを隔離する人為的な**企業買収への対抗策**を控える。  
長期的パフォーマンスについての所有者/取締役からのプレッシャーがない場合、企業買収は必要な監督手段である。いくつかの不当な買収も存在したが、ほとんどの買収は長期的な企業衰退の後にのみ生じる。重要なのは、買収への対抗策の確立ではなく、マネジメントによる企業の長期的な競争的ポジションの確立の失敗への適切な対応となる場合にのみ買収が行われるよう米国システムを再構築すること。
- ・ 経営者による企業買収は次善の策である。  
経営者による企業買収(マネジメントバイアウト)における支配所有者は、投資家に配分するため短期での投資回収を求める取引主導の財務的所有者である。
- ・ **重要な所有者、顧客、供給者、従業員及び地域社会の代表者の取締役会への選任**。  
これらのグループの取締役は企業の長期的利益を考え、マネジメントに長期的な競争的ポジションを改善するための投資を促す。
- ・ **インセンティブ報酬を競争的ポジションに結びつける**。  
米国で多く用いられているインセンティブ報酬制度は非生産的である・・・当期利益ベースのボーナスは投資を弱め、ストックオプションは、その売却の制約がない場合、短期の株価へのマネジャーの関心を増大する。**長期的な会社の繁栄とその競争的ポジション**

を改善する行動にリンクするよう報酬システムを移行する必要がある。

- ・ **関連性のない多角化からの離脱。**  
関連性の乏しい多角化は資本を浪費し、長期的投資へのマネジメントの偏見を増大する。競争力のある会社を確立する唯一の方法は**少ないコア分野に集中しユニークなポジションを達成するための集中投資**である。
- ・ **ばらばらの構造から統合的組織構造へのシフト。**  
米国企業の分散した、プロフィットセンターベースのマネジメント構造を見直す必要。必要なのは戦略的に異なるビジネスを**マネジメントユニットとして把握しながら、それらを異に管理するシステム**である。企業レベルのシニアマネジャーはコア技術と産業を理解しなくてはならない。**トップマネジメントは直接かつ個人的に全ての重要な判断、特に投資判断に関与しなくてはならない。**機能と専門知識の共有機会とともに、関連する**ビジネスユニット間に広範な協議と協力**が必要である。かかるシステムは**評価と管理を財務結果のみからシフトさせ、シニアマネジメントに複雑な投資判断の理解について自信を持たせ、別個の投資選択間のより良い補完**をもたらす。
- ・ **財務的コントロールシステムをポジションベースのコントロールシステムに変える。**  
マネジメントコントロールの新たな原理・・**損益計算書とともに拡大貸借対照表に基づくもの・・**が設けられなくてはならない。企業の**拡大貸借対照表**はその競争的ポジションを構成する資産を評価する。かかる評価に含まれるものは：**市場シェア、顧客満足及び技術能力等の広義の資産、資産の量に加えその品質と生産性の評価、および絶対評価ではなく競合者に対する企業業績を追跡する相対評価。**
- ・ **普遍的投資予算への移行。**  
資本的予算への伝統的アプローチは投資選択の評価にとって理想的なものではない。それは投資の変化する性質に対応できない。個々のプログラムではなく**投資プログラム**を評価し、あらゆる投資を統一的な方法で扱い、2つの段階・・**第1に競争に必要な資産ポジションの決定、第2にこれらのポジションを実現する方法の評価**・・で投資を評価する新たなシステムが必要である。

### 13-12 優れた米国システムに向けて

上記の提言は、システムの重要な強みを維持しながら、米国システムの弱点に体系的に対応するようデザインされる。

これらの変化は株主、エージェント及び企業の目的を整合させ、**投資判断のための情報を改善し、投資選択を客観的なものとし、マネジメント判断を競争的業績に適合する基準で**

評価し、内部マネジメントプロセスを**競争優位の真の源泉に適合させる**。

米国がこれらの点で改善できれば、米国システムの不利を減少させ、日本やドイツより優れたシステムを作り出す。

改良された米国システムは永続的よりも**長期的所有**により、投機的ではなく**情報が与えられ**、終身雇用よりも**柔軟性**により特徴づけられる。

改良された米国システムは、日本やドイツよりも、**マネジメントに対する注意深い監視と貧弱なパフォーマーに対する大きなプレッシャー**を作り出す。

その結果は、投資の浪費と内部的な非効率性の削減である。

結局、改良された米国システムは、その**高いレベルの情報開示と透明性**を伴い、日本やドイツのシステムよりも**全ての株主に対して公正**であることを約束する。

システムの修正は容易ではない。

実際に効果を出すには体系的な変更が必要である。

全体的に好ましいシステムを求めるにあたり、主要な構成者はその自己利益のいくつかを犠牲にしなくてはならない。

にもかかわらず、今日、既存のシステムに対する不満と世界的競争における米国企業の方向と業績への懸念が存在する。

これはシステムティックな変化が可能であることを示唆する。

真の変化が生じれば、投資家と企業に確実に利益が生じる。

より重要なのは、利益は**米国における長期的生産性の成長**、従って**米国経済全体のより大きな繁栄**を生み出す。