



ASIA UNIVERSITY  
**MANAGEMENT REVIEW**

Vol. 58, Vol. 59

February, 2024

**CONTENTS****Article**

- YAMADA, Michitoshi:  
Empirical Evaluation of Corporate Governance from the Internal Capital Market  
Perspective and Investment in Diversified Firms ..... 3

**Research Notes**

- SUZUKI, Nobuyuki:  
Inclusive study about strategic corporation alliance-based on small business  
decision — Include of latent structured modeling on strategic decision process  
with two kinds risk estimations — ..... 33
- KASHIWAGI, Hitoshi:  
A theoretical study on positive psychology and career research ..... 49

PUBLISHED BY

THE ASIA UNIVERSITY

THE SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION

TOKYO, JAPAN

亜細亜大学

# 経営論集

第58巻・第59巻合併号

**目次****論説**

- 山田 方敏：多角化企業における内部資本市場の視点による  
コーポレートガバナンスの実証的評価と投資決定 ..... 3

**研究ノート**

- 鈴木 信幸：小さい企業の戦略的な企業提携に関する全般考察  
— 2つのリスク見積もりを伴う戦略的な意思決定過程の潜在構造  
モデリングを含めて— ..... 33
- 柏木 仁：ポジティブ心理学とキャリア研究 ..... 49

2024年2月

亜細亜大学経営学会

## ◆『経営論集』投稿規定◆

### Information for Contributors

1. 投稿者：本学会の会員は、随時、未公開の論文、研究ノート、資料、書評等を邦文または英文で投稿することができる。

なお、1) 編集委員会が投稿を求めた場合、および、2) 本学大学院経営学研究科の博士後期課程在籍者および同課程修了者は、会員以外でも投稿できる。

2. 投稿：投稿希望者は、執筆要綱にそって作成した原稿（表紙、別紙、本文、図・表などすべて）について原本1通、コピー2通を、直接、編集委員会に送付する。査読後の修正原稿についても原本1通、コピー2通とする。FD等の媒体原稿の提出は、最終原稿の提出時とする。

3. 原稿の種類：投稿できる原稿の種類は、論文、研究ノート、資料、書評などである。論文については、査読に付す。

4. 査読：投稿された論文は、編集委員会が2名の査読委員を付し、内容および形式の双方について匿名で審査し、改稿または再提出を求めることがある。

査読についての詳細は、査読内規に定める。また、査読後の改稿に時間を要する場合は、編集委員会の判断で次号掲載とすることもありうる。

- 4-2. 改稿：査読における修正意見にもとづく改稿に際しては、査読意見と修正部分および修正内容の対応表を作成し、原稿とともに提出する。

5. 受付と受理：最初の論文提出日を受付日とし、査読を受けた後、編集委員会が掲載を決定した日を受理日とする。各論文の末に受付日と受理日を明記する。

6. 校正：校正は、原則として2校まで著者校正とする。査読終了後の入稿とするので、校正は誤植の訂正にとどめ、2校に関しては、付加削除を認めない。

7. 投稿の締め切り：原稿の締切日は、年度内発行および査読時間の関係上、第1号分は6月10日、第2号分は11月10日をそれぞれ目途とし、編集委員会開催日の前日とする。それ以後に受け付けたものは、次号以降の掲載とする。

8. 投稿物の保管：投稿された原稿および媒体は1年間の保管の後、廃棄し、投稿されたものは、返却しない。

9. その他については、編集委員会の決定に従う。

## ◆『経営論集』執筆要綱◆

### Instructions to Authors

1. 字数：原稿は横書とし、論文1編の長さは本文2万字前後（本誌1頁は邦文43字35行）とする。本文の字数には、図・表なども含む。ただし、編集委員会の了解に基づき、2万字を大きく超えて掲載することもある。

2. 原稿：本文原稿は、邦文の場合、B5判200字詰め原稿用紙を用い、もしくは、ワードプロセッサによりA4判の用紙に横組み1行43字、1頁35行を印字する。英文の場合は、A4判の用紙に、本文を1行おきに印字する。

3. 表紙および別紙：表題、著者名、必要に応じて所属機関名は、本文原稿とは別に記して表紙とする。英文アブストラクト（150～200語）とキーワード（5語：和文と英文を併記）は、表紙につづく別紙に記す。この表紙および別紙には、邦文および英文を並記する。表紙以外には、執筆者名を執筆者としては記さない。

4. 英文アブストラクト：英文アブストラクトは、英語を母語とする人の校閲を経ていることが望ましい。

5. 執筆者の記載：本誌は査読を行うので、本文中における執筆者本人およびその研究成果に関する論及は、あくまでも第三者として扱い、筆者、拙著、拙稿等の表現は用いない。

6. 記述：論文の叙述は明確にし、原則として常用漢字、現代かなづかい、算用数字を用いる。

7. 図表：図・表は、必要最小限度にとどめ、本文との重複は避ける。

8. 図表の出典：図表に関しては、本人が作成したもの以外は、次のような形で、出典を明記する。

出典：高木一郎（1998, 37頁）

9. 著者名の英文標記：著者名の英文標記は次のようにする。

太田 耕造 OHTA, Kouzou

10. 注：注は、原則として脚注とし、右肩片括弧付きの通し番号をつける。

11. 引用：引用は、以下の例にならう。同一著者の同年公開の文献を引用する場合には、a,b,c, …をつける。

なお、雑誌以外の文献からの引用に際しては、年次のあとに頁数も記入する。

(例) …である (Dunnette, 1989)。豊原 (1985, 36頁) によれば、……

Dunnette (1989 a, p. 18; 1989 b, pp. 138-139; 1989 c) は、……

12. 引用個所の明示：直接引用および他文献の要約に関しては、該当部分の最初と終わりが明瞭に判断できるようにする。

13. 引用・参考文献：引用・参考文献（英文論文の場合はReferences）は、本文の最後に一括し、原則として、和名・洋名を問わず著者名（姓名）のアルファベット順に並べる。必要に応じて、言語別に分けることも可とする。

刷り上がりがイタリック体の場合は、該当部分にアンダーラインを引くかイタリック体とし、ゴチック体の場合は、該当部分の下に波線を引くかゴチック体で記す。

(例：邦文文献の場合)

古川栄一 (1968) 『経営管理』経林書房。

若林 満・斉藤和志 (1989) 「キャリア・パス」『経営行動科学』第4巻第1号, 9-19頁。

杉本 常 (1974) 「フェイヨル」車戸 實 (編) 『経営管理の思想家たち』ダイヤモンド社, 25-40頁。

(例：欧文文献の場合)

Litwin, G. H., and Stringer, R. A., Jr. (1968), *Motivation and Organizational Climate*, Harvard Business School Press. (占部都美 [監訳] (1974) 『経営風土』白桃書房)

Cheung, L. K., and Gao, S. (Eds.) (1995), *Contemporary Accounting Issues in China*, Prentice Hall.

Granger, C. W. J. (1969), "Investigating Causality Relation by Econometric Models and Cross-Spectral Methods", *Econometrica*, vol. 37, pp. 424-438.

14. その他

# 亜細亜大学経営論集

第 58 卷・第 59 卷合併号

2024.2

---

## 目 次

### 論 説

- 山田 方敏：多角化企業における内部資本市場の視点によるコーポレートガバナンスの実証的評価と投資決定…………… 3

### 研究ノート

- 鈴木 信幸：小さい企業の戦略的な企業提携に関する全般考察—2つのリスク見積もりを伴う戦略的な意思決定過程の潜在構造モデリングを含めて—…………… 33
- 柏木 仁：ポジティブ心理学とキャリア研究…………… 49



亜細亜大学経営論集



# 多角化企業における内部資本市場の視点による コーポレートガバナンスの実証的評価と投資決定

山 田 方 敏

Empirical Evaluation of Corporate Governance from the Internal Capital Market Perspective and  
Investment in Diversified Firms

YAMADA, Michitoshi

## Abstract

Corporate governance is a mechanism to retain agency problem, or agency cost, and has diverse elements, such as surveillance by directors, surveillance by influential major shareholders, performance linked remuneration, returns to shareholders. Effective corporate governance can decrease agency costs and induce management's rational decision making on investment, on behalf of stockholders. At diversified corporations, effective corporate governance can facilitate rational fund allocation among business divisions for a capital investment. This is the status that internal capital market of the corporation is efficient due to low agency cost. However, I thought some corporate governance elements are effective to reduce agency cost, but others are ineffective, having seen nominal corporate governance reform. I tested whether corporate governance elements can improve or impair internal market efficiency, using internal capital market indicators. I found corporate governance elements, that make management conscious of stock market, stock option and higher total payout with redemption, improve internal capital market efficiency more than other governance elements. Corporate governance elements that strengthen director surveillance, independent stockholder surveillance also improve internal capital market efficiency, but they are less effective than market conscious corporate governance elements. On the contrary corporate governance elements that make management less conscious of stock market, cross holdings, and takeover defense, impar internal capital market efficiency. Diversified firm's investment chart consists of capital demand curve and capital supply curve with three parts: intra-divisional fund, inter-divisional fund (internal capital market), and external fund. Based on this model I found appropriate corporate governance elements can improve internal capital market efficiency and increase capital expenditure on profitable business segments and promising investment opportunity to increase enterprise value due to improved profitability and growth.

## Key Words

corporate governance, agency cost, internal capital market, capital expenditure, diversified firm

## キーワード

コーポレートガバナンス, エージェンシーコスト, 内部資本市場, 資本的支出, 多角化企業

## 目 次

- |                    |             |
|--------------------|-------------|
| 1. はじめに            | 5. リサーチデザイン |
| 2. コーポレートガバナンスの諸要素 | 6. 実証分析     |
| 3. 先行研究            | 7. おわりに     |
| 4. 仮説の提示           |             |

## 1. はじめに

1990年代後半以降、バブル経済が崩壊し、株式の持合いがほどけてゆく中で、資本市場を意識した経営が徐々に日本企業にも普及してきた。筆者は製造業で長年にわたり、財務および企画部門の実務に従事してきたが、勤務していた企業でも、証券アナリストや債券格付機関といった外部の意見が企業経営に一定の緊張感をもたらし、企業経営の質を向上させてきた。資本市場の監視が、企業価値を意識した経営の改革につながってきた。

そのような状況下で、2000年代に入り、エンロンショックが引金になって、商法改正もあり、日本でもコーポレートガバナンス向上のための諸制度の改革が行われるようになってきた。勤務していた企業でも、取締役と執行役員の区別、社外取締役導入を含む取締役会の改革など、コーポレートガバナンスに関する諸改革が行われてきた。しかしながら、このような改革には、企業価値を向上させる効果があまり期待できないものもあるように思われた。そこからコーポレートガバナンスには企業価値の向上につながる、株主にとって意味のあるものと、そうでないものがあるのではないかという問題意識を筆者は持つようになった。

企業には、企業内部の各事業部門のキャッシュフローから調達した内部資金と株式や借入などにより調達した外部資金がある。こうして得られた資金を企業は、各事業部門に再配分して投資機会に振り向けることになる。これが内部資本市場である。企業価値を増加させるような投資機会に資金を配分し、増加させない投資機会への配分が抑制されていれば、株主にとっての不利益であるエージェンシーコストが低く、内部資本市場の効率性が高い状態である。この内部資本市場の効率性に、多角化、M&Aの実施、資金制約といった企業の戦略とおかれた状況がどのように影響を与え、さらには影響を受けた内部資本市場の効率性が企業の投資と業績にどのように影響するかを筆者はこれまで分析してきた。

これまでの研究から、コーポレートガバナンスが有効に機能すれば、エージェンシーコストが下がり、内部資本市場の効率性が向上するのではないかとと思われる。内部資本市場の効率性が向上すれば、収益性の向上に加えて、投資に関わる社内コストも低下し、投資額が増える可能性があると考えられる。コーポレートガバナンスは経営者の行動が株主の利益を損ねることを防ぐ、防御的な意味合いで必要性が認識されているが、収益性の向上と投資の増加を通じた成長により企業価値の向上をもたらすものであれば、コーポレートガバナンスの改革は株主にとって価値を創造する上で重要なものであり、改革をより積極的に推進すべきである。コーポレートガバナンスには様々な要素があるが、内部資本市場の効率性の視点を介して分析し、それらが内部資本市場および投資額がどのような影響を与えるかについて分析することとしたい。

## 2. コーポレートガバナンスの諸要素

株式会社においては、所有者である株主が経営者に経営を委ね、所有と経営が分離されている。株主は依頼人（プリンシパル）であり、経営者は株主のために経営を行う代理人（エージェンシー）であり、両者の間にはエージェンシー関係が存在する。ところが経営者は、経営者自身の利得のための行動をとり、必ずしも株主のために最善の行動をとらない場合がある。これをエージェンシーコンフリクトと言う。エージェンシーコンフリクトが存在すれば、株主にとっての不利益であるエージェンシーコストが生じる。欧米では17世紀以降の株式会社の歴史の中で、エージェンシーコンフリクトに直面し、これを緩和するために、様々なコーポレートガバナンスの要素が発展してきた。コーポレートガバナンスには多様な要素があるので、どのようなものがあるのか整理してみる必要がある。以下の通りコーポレートガバナンスの要素と、要素ごとに現在の日本における主要なコーポレートガバナンスの仕組みを挙げ、それらが株主の負利益になる投資を抑制するものであるかについて論じてみた。

### (1) 取締役による監視

経営者が株主のために行動していないことがあるとすれば、株主は、経営者が株主のために行動しているかどうか監視をする必要がある。ところが、株主会社、特に上場会社には多数の小規模な株主もあり、そのような株主自身が経営を直接監視することは困難である。そのために、株主は取締役を選任し、取締役会で経営を監視させることができる。

ところが、従業員および当該企業と取引を望む者から取締役が選任された場合、株主よりも経営者の利益を重んじる可能性がある。取締役は、企業と直接の利害関係のない外部（独立、社外）の者から選任されることが望ましい（独立社外取締役）。さらに取締役による監視の機能を強化する方向として、委員会等設置会社とすることが可能である。委員会等設置会社では指名委員会、報酬委員会、監査委員会を設置し、社外取締役がこれらの委員会を取り仕切ることができる。委員会等設置会社には指名委員会等設置会社と監査等委員会設置会社がある。

独立社外取締役の導入およびその比率の向上は、社外取締役による経営の監視が強まり、エージェンシーコストは低下することが期待できる。情報の非対称性を利用して経営者と事業部門で株主の利益にならない投資に意思決定を行うことを抑制する効果があると考えられる。

指名委員会等設置会社は、社外取締役が指名委員会などの委員会で社外取締役が過半数を占めるものである。経営の監督と執行が分離され、指名、監査、報酬の各委員会の過半数が社外取締役となる。社外取締役による経営の監視が充実するので、エージェンシーコストは低下する。経営者と事業部門の間で株主の不利益となる投資を行うことを抑制する効果があると考えられることができる。

監査等委員会設置会社については、監査役会に代わって過半数の社外取締役を含む取締役3名

以上で構成される監査等委員会が、取締役の職務執行の組織的監査を担うというものである。監査役会設置会社と指名委員会等設置会社の中間的性格を帯びた第三の会社形態である。しかしながら執行役がなく、経営の監督と執行の分離されておらず、監査等委員が取締役を兼務できるので監査が中立的でなくなるおそれがあるので、不十分なコーポレートガバナンスである。エージェンシーコストは高まり、経営者と事業部門の間で株主の不利益となる投資を行うことが抑制されにくいと考えられる。

## (2) 大株主による監視

株主は株主総会を通して株主の不利益にならないように経営者に働きかけることが可能ではあるが、大多数の小規模な株主は、そのための意欲も情報も不足している。しかし、大株主であれば、株主総会で反対票をとりまとめ、取締役会に圧力をかけることも可能になる。特定の大株主が存在し、持分が集中していれば、株主による監視が充実し、株主の不利益になる投資は抑制される。エージェンシーコストは低下する。株主の不利益になる投資は抑制されると考えられる。

機関投資家も大株主であり、投資対象となっている企業に関する情報も多い。機関投資家の持分が大きければ、特定の大株主と同様な働きをするので、エージェンシーコストは低下する。株主の不利益になる投資は抑制されると考えられる。

安定株主の確保のために株式が持合され、持合の会社が互いの大株主になることがある。しかしながら持合の会社同志で互いの経営を尊重し、株主による経営のチェックが働きにくくなる。株式の持合により、経営の監視機能は弱まり、エージェンシーコストは高まり、株主の不利益になる投資は抑制されにくくなると考えられる。

## (3) 業績連動報酬

株主の利益につながる行動をとることが経営者の利益になるような、株主と経営者の利害を一致させる制度が存在すれば、経営者は自然と株主の利益につながる行動をとる。経営者の報酬が業績に連動すれば、経営者は業績を上げようと努力する。業績を上げようとする結果、自主的な経営の監視機能が強まり、エージェンシーコストは低下する。業績の向上に寄与する投資が行われ、株主の不利益になる投資は抑制されると考えられる。

ストックオプションが導入されれば、株価つまり企業価値の向上が経営者の利益になり、株主と利害が一致する。企業価値を向上させるには、損益の改善だけでなく、資産効率の改善、成長戦略の実行が必要である。これも結果的に自主的な経営の監視機能が強まり、エージェンシーコストを低下させる。株主の不利益になる投資は抑制されると考えられる。

## (4) 株主還元

企業に投資機会がなければ、配当として株主に資金を返還することは、株主の権利の尊重につながる。このような場合、投資を抑制し高い水準の配当を行うことは、株主にとって望ましい

コーポレートガバナンスであり得る。しかしながら、このような高い水準の配当性向は、経営者が有利な投資先を見出せていないことでもある。無駄な投資を行わない点では評価されるべきであるが、経営者が将来に向けて株主の利益になることを必ずしも行っていない状態で、エージェンシーコストは高いとも言える。配当性向が高い時、内部資本市場を通して事業部門間で積極的に資金を融通して収益性や成長性の高い事業への投資をするような株主の利益につながる意思決定は行われていないと考えることができる。

配当に自社株買いを含めたものが株主還元比率である。資金を投資に使わずに、株主に返還する点では配当と同様である。しかし、自社株買いは、現状の株価が割安であり、値上がりする可能性があるという積極的なシグナルを株式市場に発することになる。企業の将来に対する経営者の自信の表れでもある。株主還元比率が高い時、株主の利益を損ねる投資は抑制され、株主の利益になる投資が行われ、経営者は積極的に株主の利益に貢献している可能性がある。

### (5) 買収防衛策

買収防衛策が導入されると、経営者が株主の利益を損ねる経営を行っても、経営者の地位にとどまる可能性が増える。この時、エージェンシーコストは高く、株主の不利益になる投資は抑制されにくいと考えられる。

## 3. 先行研究

### (1) コーポレートガバナンスの企業業績への影響

コーポレートガバナンスが企業の業績に与える影響に関する研究には、主要なものとして、次のようなものがある。

Gompers, Ishii, and Metrick (2003) では、株主の権利を制限するような定款が企業にどれだけ存在するかという Governance Index を企業ごとに作成し、Governance Index と企業価値、収益性、成長性、資本的支出、買収実施の関係について分析した。株主の権利が制限されていない (Governance Index の値が小さい) 企業の方が、株式のリターンが大きく、売上高利益率、売上高成長率が高く、資本的支出と企業買収が少ないので、エージェンシーコストが低いことを明らかにした。

花崎 (2014) は 2000 年代に導入されたコーポレートガバナンス改革の効果について実証分析を行った。その結果、委員会設置会社への移行後に収益性 (ROA, ROE) および株価が向上していないことを見出している。

Miyajima, Hoda, and Ogawa (2015) は外国人持ち株比率が業績に与える影響に焦点を当てている。外国人持ち株比率が高いと、トービン Q, ROA が高い。ただし、外国人株主の監視機能が株価を押し上げているのではなく、外国人株主が優良な銘柄の株式を買い、それによって優良な銘柄の株式がさらに値上がりする作用が働いているとしている。

## (2) 内部資本市場

企業内には多様なエージェンシーコンフリクトが存在し、これが内部資本市場の効率性を低下させていることが明らかにされてきた。エージェンシーコンフリクトによりエージェンシーコストが生じ、内部資本市場の効率性が低下する。Jensen (1986) は、規模が大きく潤沢なフリーキャッシュフローのある企業では、株主の利益に反する収益性の低い投資が行われる。このようなエージェンシーコストは負債を活用することで減らすことができるが、一方で多角化することで増加するとしている。Scharfstein and Stein (2000) は、収益性の低い事業部門は、その事業から便益を得るよりも、Rent Seeking を行うことによってコーポレートから便益を移転させる方が効率的であるので、Rent Seeking を行うようになるとしている。Wulf (2005) は、事業部門は、他の事業部門の情報を歪めることにより、コーポレートの経営資源を自部門に有利になるよう働きかける。そのため全社の投資資金が効率的に配分できなくなるとしている (Influence Cost)。

部門間の資金の移転に関しては、Rajan, Servaes, and Zingales (2000) は、事業間の多様性が低い場合、資金は投資効率の良い事業に移転するが、逆に多様性が高い場合には資金が投資効率の悪い事業に移転するとしている。Billett and Mauer (2001) は、独立した企業であれば資金調達が困難になるような、小規模だが収益性の高い事業部門の投資機会に、余剰な資金を振り向けることにより、企業価値の向上につながるがあるとしている。

## (3) 資本制約下の投資水準

資本制約は投資水準に影響を与えているが、この分野の嚆矢となる先行研究として、Fazzari, Hubbard and Peterson (1988, 以下 FHP) が挙げられる。FHP は配当性向で資本制約 (financial constraints) の差異を把握し、資本制約の高い企業ほど投資のキャッシュフローへの増加に対する感応度が高いことを明らかにしている。FHP に続き、Kaplan and Zingales (2000 以下 KZ), Moen (2004) などの研究が行われている。KZ は FHP とは逆に、資本制約の低い企業ほど投資のキャッシュフローへの増加に対する感応度が高いことを明らかにしている。Moen (2004) は配当やキャッシュフローで資本制約を把握した場合には投資水準は FHP に整合的になり、外部からの資金調達で把握した場合には、KZ に整合的になることを明らかにしている。

## (4) 先行研究の問題点

先行研究ではコーポレートガバナンスと企業活動の結果である業績 (株価, 会計上の利益) および投資との関係についての関係に着目している。しかしながら、コーポレートガバナンスが業績や投資に影響を与える経路については分析されていない。コーポレートガバナンスがどのようにエージェンシーコストに影響を与え、その結果として企業の業績や投資がどのような影響を受けるかが適切に分析されていない。Gompers, Ishii, and Metrick (2003) では、資本的支出と企業買収による投資をエージェンシーコストの代理変数としている。これらの投資には事業の維持あるいは拡大を通して企業価値の向上に必要なものも含まれているが、一括りにエージェンシー

コスト、つまり株主の不利益と見なしている。そして資本的支出と企業買収による投資が多ければ、エージェンシーコストが高い状態であると見なして、Governance Index とこれらの投資の関係について分析を行っている。しかしながらこのような投資には企業の価値向上につながるものもあるので、このような代理変数の設定は必ずしも適切ではないと考えられる。なお、Governance Index が投資に影響を与える経路も明らかにされていない。

Gompers, Ishii, and Metrick (2003) では、Governance Index と企業価値、収益性、成長性、資本的支出、M&A 実施の関係について分析しているが、個々のコーポレートガバナンスの要素の有効性には着目していない。しかしながら、コーポレートガバナンスの個々の要素の有効性を吟味することの方が、株主の利益に寄与するコーポレートガバナンスの要素を明らかにすることができ、コーポレートガバナンス改革の実行の参考となると考えられる。

#### 4. 仮説の提示

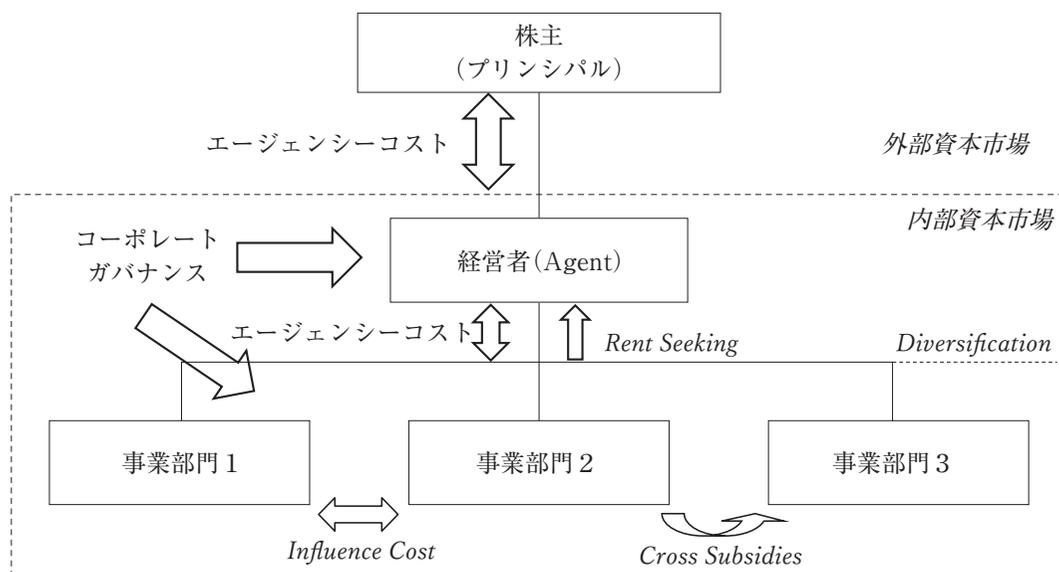
##### (1) 二重のエージェンシーコスト

依頼人（プリンシパル）である株主と代理人（エージェント）である経営者との間にはエージェンシーコストが存在する。ところが、多角化した企業においては経営者と事業部門との間にも、経営者が依頼人（プリンシパル）で事業部門が代理人（エージェント）となるので、そこにもエージェンシーコストが存在する。つまり、株主－経営者、経営者－事業部門の二重のエージェンシーコストが存在することになる。経営者－事業部門間のエージェンシーコストに関しては、以下のように、企業内の投資資金の配分をめぐる、株主の利益に相反する多様な活動が行われることが明らかにされている（図1参照）。

- Rent Seeking: Scharfstein and Stein (2000) によれば、業績の低い事業部門は、全社の投資に影響を与え、その維持、存続のために、収益に見合わない投資を行おうとする。
- Influence Cost: Wulf (2005) によれば、影響力のある事業部門が、投資機会のある（収益性の高い）他の事業部門の投資を妨害する。
- Diversification: Dittamar and Shivdasani (2003) によれば、多角化によって事業の価値は低下するが、多角化を解消すると事業の価値は高まる。
- Cross Subsidies: Billett and Mauer (2001) によれば、企業内部で資金が余剰な部門から、不足する部門の投資機会に振り向けられることにより、企業価値を向上あるいは低下させる。

コーポレートガバナンスが有効に機能していれば、株主と経営者のみならず、経営者と事業部門の間に存在するエージェンシーコストをも抑制することができるはずである。つまり経営者と事業部門との間で行われる、Rent Seeking のような、歪んだ投資資金の配分に歯止めをかけることができる。

図1 二重のエージェンシー構造



## (2) エージェンシーコストの内部資本市場への影響

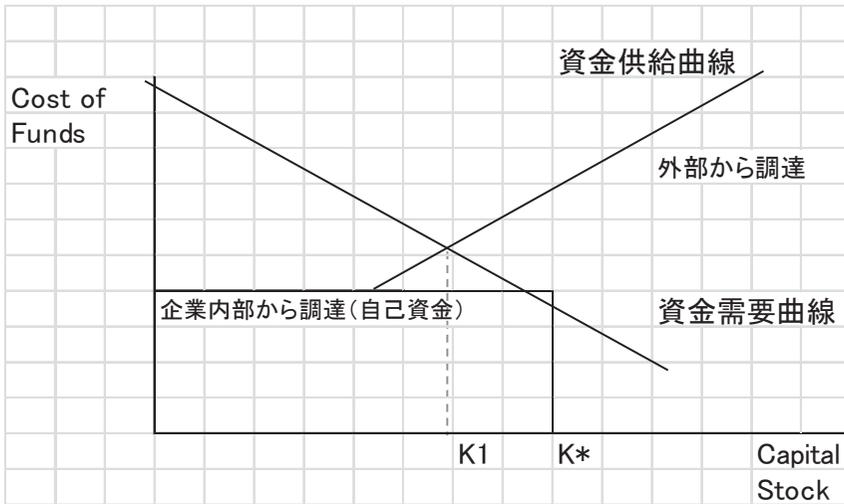
Hubbard (1998) は企業の投資水準について、次のように記述している (図2参照)。企業の投資水準は資金供給曲線と資金需要曲線によって決定される。資金供給曲線は水平部分 (内部資金) と右肩上がり曲線 (外部調達) から構成される。資金コストは外部資金を調達するときに生じる追加的なコストである。情報の非対称性があるために、外部調達部分は内部資金よりも高くなり、右肩上がりになる。企業は内部資金が十分にあるときは、水平部分だけで資金需要が充足されるが、不足すると外部からの調達に依存するようになる。

図2のモデルによれば、十分に自己資金がある状況では、 $K^*$ で資金供給と資金需要 (投資) が均衡する。自己資金が不足し、外部から資金を調達する時には、資本コストで資金を調達する。その結果、資金需要 (投資額) は、 $K1$ まで減少する。情報の非対称性が高まる (情報コストが高まる) と、資金供給曲線は上方にシフトし、調達コストが上昇し、調達する資金はさらに減少する。

Hubbard のモデルを参考に、多角化企業の投資決定モデルを考えた (図3参照)。この場合、資金供給曲線は事業部門内調達の水平部分、部門間調達部分、外部調達部分より構成されると考えることができる。部門内調達部分は各事業部門が創出した資金であるために、事業部門がある程度まで、その裁量で投資できる部分である。事業部門が十分に資金創出できれば、水平部分と資金需要曲線が交わる、投資額は  $K^*$ まで大きくなる。

ところが、事業部門が十分に資金創出できなければ、部門間調達に依存することになる。この場合、資金が豊富な事業部門が内部資本市場に資金を創出し、資金が不足する事業部門は内部資本市場から不足する資金を調達することになる (C1)。この資金配分の大きさ ( $K1$ ) は経営者と

図2 Hubbardの内部資本市場

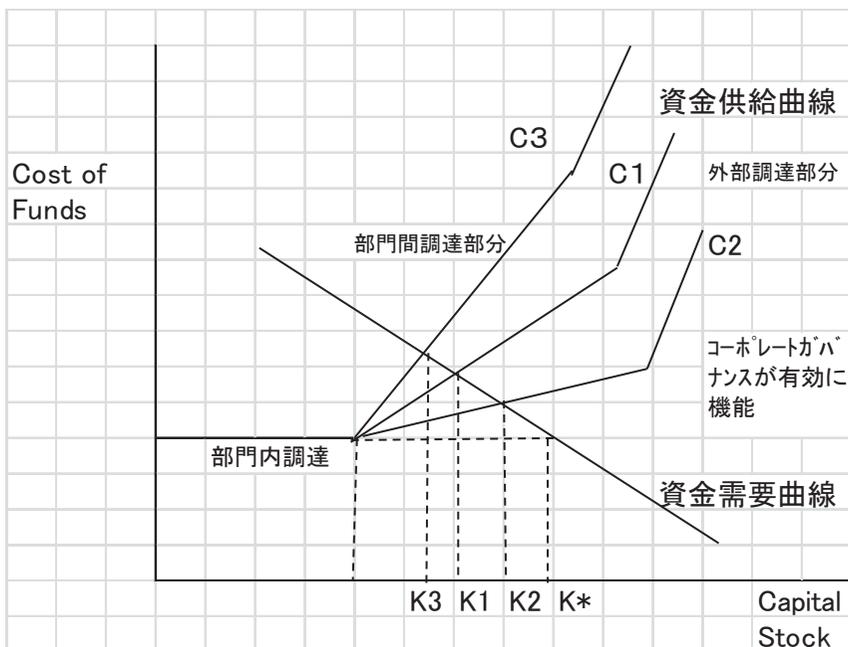


各事業部門との間での調整に委ねられる。ただし、経営者は各事業部門の情報を必ずしも十分に把握しているわけではない。つまり経営者と各事業部門の間にも情報の非対称性がある。各事業部門は、情報の非対称性に乗じて、経営者と各事業部門との間での資金配分を歪める行動をすることになる。Rent Seeking, Influence Cost, Cross Subsidiesなどの現象、つまり二重のエージェンシーコストの一つである経営者-事業部門のエージェンシーコストが生じている。

二重のエージェンシー構造と多角化企業の内部資本市場のモデルから、次のように考えることができる。コーポレートガバナンスが不十分な状況下では、各事業部門は株主価値よりも各事業部門の都合を優先するので、資金配分を歪める行動が起りやすくなり、社内の投資資金配分活動が非効率になる。その結果、社内の調整コストが生じて、資金供給曲線の傾きが大きくなり、 $C_1$  から  $C_3$  にシフトする。投資水準は  $K_3$  にまで減少する。コーポレートガバナンスが十分に機能していると、内部のプロセスに対する監督が行われ、Rent Seekingなどの活動が抑制され、社内の調整コストが低下し（つまりエージェンシーコストが低下し）、投資資金配分活動が効率的になる。資金供給曲線の傾きが小さくなり、 $C_1$  から  $C_2$  にシフトすると考えることができる。その結果として、投資額も  $K_2$  まで増加する。

なお、山田、蜂谷（2012）では、上記の多角化企業における資金供給曲線のモデルに基づいて、内部資金の創出が豊富あるいは固定的投資支出が少なく、内部資本市場に供出される資金が多い時、および資金供給の多様性が高い時に、内部資本市場の効率性は高く、投資水準が高くなることを明らかにしている。山田（2011）では、配当の増減と債務返済期間を資本制約として、資本制約が大きいと、内部資本市場の効率性が低下し、投資水準は内部資金に依存する程度が高くなること、内部資本市場の効率性が低いと、投資水準の内部資本市場に依存する程度が低くなることを明らかにしている。

図3 多角化企業の内部資本市場



### (3) 仮説の提示

多角化した企業内においては、株主と経営者との間のみならず、経営者と事業部門の間にもエージェンシーコストが存在するので、事業部門は、Rent Seekingのように、株主の利益に相反しても、自部門に有利になるような投資資金の獲得行動を行う。その結果、株主にとっては望ましくない企業内の投資資金の配分が行われる。このような非効率的な投資資金配分のために、多角化企業では部門間の資金調達コストが上昇し投資は減少する。

適切なコーポレートガバナンスが存在すれば、経営者と事業部門の間のエージェンシーコストは緩和され、Rent Seekingのような投資資金の配分を歪める行動は抑制される。内部資本市場の効率性は向上し、部門間の資金調達は円滑となり、収益性の高い事業部門に資金が十分に配分されるようになる。部門間の調達コストが低下するために、投資額は増大する。そこで、以下のよう二つの仮説を提示する。

#### 仮説1

適切なコーポレートガバナンスが存在すれば、内部資本市場の効率性は高い。

第2節のコーポレートガバナンスの要素で、コーポレートガバナンスの要素ごとに株主の利益に貢献するかどうかを論じている。第2節に基づいて、内部資本市場の効率性の向上に寄与するコーポレートガバナンスの要素と、寄与しないコーポレートガバナンスの要素を以下のように予想する。“+”は内部資本市場の効率性を向上させる，“-”は低下させると期待される。これは回

帰分析を行った場合に期待される回帰係数の符号となる。

コーポレートガバナンスの要素		内部資本市場の効率性への寄与（期待）
取締役による監視	独立社外取締役比率	+
	指名委員会等設置会社	+
	監査等委員会設置会社	-
大株主による監視	特定株主集中比率	+
	機関投資家比率	+
	持合比率	-
業績連動報酬	業績連動報酬	+
	ストックオプション	+
株主還元	配当性向	-
	株主還元比率	+
買収防衛策		-

## 仮説 2

適切なコーポレートガバナンスにより、内部資本市場の効率性が高ければ、投資額は大きくなる。

## 5. リサーチデザイン

### (1) サンプル

上場企業で財務諸表、事業セグメント情報とコーポレートガバナンス関連の情報が入手できる企業について、2021年初の時点で過去5年間（3月決算であれば2016年3月期から2020年3月期）のデータを使用した。貸借対照表、損益計算書、事業セグメント情報は日経 NEEDS のファイナンシャルクエストから入手している。コーポレートガバナンス関連のデータは日経コーポレートガバナンスデータベースから入手している。ただし、内部資本市場の効率性の指標（資金移転、配分効率、小規模事業支援、投資集中、高収益事業支援）については、その値が平均値  $\pm 3\sigma$  を超えるサンプルは除いている。

### (2) 変数

仮説 1, 2 を検証するためにコーポレートガバナンス関連の指標、内部資本市場の効率性の指標、投資水準の指標の関係を分析する。

コーポレートガバナンスを表す指標としては、取締役の監視機能の強化に関する変数として、独立社外取締役比率、指名委員会等設置会社であるか（ダミー変数、設置会社 1, 非設置会社 0）、監査等委員会設置会社であるか（ダミー変数、設置会社 1, 非設置会社 0）を使用する。大株主などの株主の監視機能については、特定株主集中度（大株主 10 位までに加えて役員持分、

自己株式の合計の持分比率)、機関投資家比率、持分比率を使用する。業績連動報酬としては、業績連動報酬制度の導入の有無(ダミー変数、有1、無0)、ストックオプション制度の導入の有無(ダミー変数、有1、無0)を用いる。株主還元の実策については、配当性向(配当総額÷連結税引後利益)、株主還元比率((配当総額+自社株買い額)÷自己資本)を用いる。買収防衛策に関しては、買収防衛策の有無(ダミー変数、有1、無0)を用いる。

内部資本市場の効率性を表す指標は、Rajan, Servaes, and Zingales (2000) および Billett and Mauer (2001) を参考にして作成している。部門間でどれだけ、全社の収益に貢献できる資金移転が行われているかを表す指標を3指標作成した(内部資本市場の効率性指標の定義参照)。まず初めに、部門間の資金のやりとりが活発に行われている度合を表す指標として、資金移転指標(TR)を作成している。自部門の投資を上回る余剰な資金を創出している部門と投資が自部門の創出している資金を上回る部門があり、それぞれの過不足の金額が増えると値が高くなる指標である。ただし資金のやりとりが活発であっても、資金が収益性の低い事業部門の維持に使われている場合は、資金のやりとりが全社収益に貢献しているとは言えないと考えられる。そこで全社のROAよりもROAの高い事業部門への投資が多いと値が大きくなり、全社のROAよりもROAの低い事業部門に投資が多いと値が小さくなる指標として、配分効率指標(AE)を作成した。さらに配分効率指標の中で、全社のROAよりもROAの低い事業部門への投資の部分を除き、全社のROAよりもROAの高い事業部門への投資の部分だけで構成する投資集中指標(IC)を作成している。

各指標の定義は次の通りである。なお添え字のないROA、CAPEX、Assetは分析対象となるそれぞれの会社の全社の値を表し、添え字のある $ROA_j$ 、 $Asset_j$ 、 $CAPEX_j$ 、 $EBITDA_j$ はその会社の各事業セグメントの値を表す。なお配分効率、投資集中の指標については、各事業部門の $ROA_j$ と当該企業の全社のROAを比較しているため、当該企業の中で相対的に収益性の高い事業部門への投資を評価する指標になっている。つまり、当該企業の全社の収益性の影響を受けないので、全社の収益性が高ければ、必然的に値が高まる指標ではない。コーポレートファイナンスの改革は、ソニーが1997年に初めて執行役員制を導入したように、優良な企業から始まっており、業績が良い企業ほどコーポレートファイナンスが充実していることがある。したがって全社の業績を目的変数、コーポレートファイナンスを説明変数として分析しても、業績がコーポレートファイナンスに与えている影響を把握している可能性がある。目的変数に業績ではなく、内部資本市場の効率性に用いた場合には、この可能性を回避できる。

内部資本市場の効率性指標の定義

資金移転指標 (TR) :

$$\sum_{i=1}^n \left( \frac{EBITDA_i - CAPEX_i}{Asset_i} \right)^2$$

配分効率指標 (AE) :

$$\sum_{i=1}^n (ROA_i - ROA) \times \frac{CAPEX_i}{CAPEX}$$

投資集中指標 (IC) :

$$\sum_{i=1}^n \text{Max} (ROA_i - ROA, 0) \times \frac{CAPEX_i}{CAPEX}$$

- ROA : 総資産営業利益率  
 CAPEX : 事業別セグメント情報に記載されている設備投資および資本的支出  
 Asset: 総資産  
 EBITDA : 営業利益 + 減価償却費  
 j : 事業セグメント  
 n : 各社の事業セグメント数

投資水準の分析には2通りのモデルを用意しており、投資水準を表す指標には、投資水準1(I<sub>1</sub>)として設備投資÷総資産、投資水準2(I<sub>2</sub>)として設備投資÷売上の二つを使用している。コントロール変数としては、企業内部の資金創出状況を表す指標(CF)として、当期の営業活動キャッシュフロー÷総資産を使用する。資本集約型企业であるかどうかを表す指標(DP)として、当期減価償却費÷売上を使用する。収益性の指標として前期のROE(ROE)、負債比率には前期の負債比率(負債÷総資産, DR)、多角化度合(DV)として当期の事業セグメント数、企業規模を表す変数(AS)として当期の総資産の自然対数をとった値、投資機会(TQ)としてトービンQを用いる。なお、投資水準およびコントロール変数は分析対象であるそれぞれの会社の全社の値である。

- 投資水準1(I<sub>1</sub>) : 設備投資÷総資産(当期)  
 投資水準2(I<sub>2</sub>) : 設備投資÷売上(当期)  
 キャッシュフロー(CF) : 営業活動キャッシュフロー÷総資産(当期)  
 資本集約(DP) : 減価償却費÷売上(当期)  
 収益性(ROE) : ROE(前期)



表 2 相関係数 n = 5363

	資金移転 (TR)	配分効率 (AE)	投資集中 (IC)	小規模事業 (SS)	設備投資 (I1)	設備投資 (I2)	独立社外取締役比率	指名委員会設置会社	特定株主 機関投資 持合比率	業績連動 オフショア	買収防衛 策	配当性 株主還元	収益性 (ROE)	負債比率 (DR)	多角化度 (DV)	企業規模 (AS)	キャピタル コーポレート	投資機会 (TQ)						
資金移転 (TR)	1.000																							
配分効率 (AE)	0.018	1.000																						
投資集中 (IC)	0.081	0.883	1.000																					
小規模事業 (SS)	0.095	0.664	0.780	1.000																				
設備投資 (I1)	-0.001	0.022	0.025	-0.024	1.000																			
設備投資 (I2)	-0.004	-0.029	-0.025	-0.020	0.670	1.000																		
独立社外取締役比率	-0.008	0.012	0.010	0.014	0.014	-0.001	1.000																	
指名委員会等設置会社	-0.007	-0.024	-0.029	-0.021	0.014	0.013	0.288	1.000																
監査等委員会設置会社	0.009	-0.017	-0.027	-0.046	0.010	-0.022	0.190	-0.073	1.000															
特定株主集中	0.010	0.125	0.113	0.087	0.007	-0.039	-0.120	-0.053	0.056	1.000														
機関投資家比率	-0.030	-0.044	-0.077	-0.028	0.014	0.014	0.219	0.073	-0.100	-0.257	1.000													
持合比率	-0.043	-0.083	-0.140	-0.081	-0.099	-0.035	-0.134	-0.049	-0.054	-0.132	-0.007	1.000												
業績連動報酬	0.002	-0.046	-0.076	-0.032	-0.015	-0.009	0.208	0.111	-0.007	-0.143	0.253	-0.014	1.000											
オフショア	0.035	0.100	0.147	0.092	0.088	0.068	0.129	0.044	-0.017	0.007	0.027	-0.204	-0.102	1.000										
買収防衛策	-0.016	-0.039	-0.053	-0.036	-0.048	-0.009	-0.008	-0.044	-0.041	-0.170	0.056	0.275	0.653	-0.012	1.000									
配当性	-0.002	-0.010	-0.008	-0.004	0.009	-0.003	0.037	0.032	0.004	0.008	-0.002	-0.013	0.001	0.030	-0.016	1.000								
株主還元	0.018	0.055	0.076	0.025	-0.008	-0.034	0.132	0.023	-0.024	0.029	0.128	-0.150	0.090	0.117	-0.059	0.021	1.000							
収益性 (ROE)	-0.006	0.022	0.005	0.018	0.038	0.013	0.021	-0.006	-0.031	0.037	0.064	-0.025	0.022	0.024	-0.011	-0.003	0.119	1.000						
負債比率 (DR)	0.036	-0.103	-0.134	-0.091	0.048	0.010	-0.017	0.057	-0.008	-0.072	-0.048	-0.091	-0.008	0.000	-0.077	-0.036	-0.073	-0.052	1.000					
多角化度 (DV)	0.007	-0.077	-0.066	-0.026	-0.001	0.011	0.074	0.097	-0.024	-0.151	0.200	-0.003	0.110	-0.009	0.000	0.013	0.012	0.126	1.000					
企業規模 (AS)	-0.037	-0.195	-0.271	-0.138	-0.023	0.051	0.158	0.205	-0.161	-0.312	0.547	0.147	0.319	-0.092	0.107	0.007	0.062	0.046	0.117	1.000				
キャピタル コーポレート	-0.051	0.129	0.110	0.058	0.153	-0.007	0.037	0.000	-0.015	0.068	0.098	-0.070	0.044	0.053	-0.024	0.006	0.201	0.125	-0.131	-0.042	0.020	1.000		
資本集約度 (DP)	0.002	-0.108	-0.023	-0.003	0.311	0.448	-0.024	0.023	-0.058	-0.111	0.050	0.027	0.004	-0.014	0.034	-0.001	-0.070	-0.040	-0.044	-0.022	0.123	0.040	1.000	
投資機会 (TQ)	0.015	0.237	0.322	0.182	0.116	0.036	0.064	-0.009	-0.003	0.117	0.030	-0.253	-0.027	0.232	-0.097	-0.024	0.282	0.084	-0.103	-0.073	-0.194	0.288	0.018	1.000

## 6. 実証分析

## (1) 内部資本市場の効率性に関する単変量分析

仮説1を検証するために、単変量分析および回帰分析を行う。単変量分析については、目的変数は内部資本市場の効率性（資金移転，配分効率，投資集中）である。説明変数であるコーポレートガバナンスの指標およびコントロール変数（収益性，負債比率，多角化度合，企業規模，資本集約度，投資機会）の大きさをサンプルを5つのグループに分け（1が最小，5が最大），グループごとに各効率性の指標の平均値を算出する。コーポレートガバナンスの指標およびコントロール変数が大きくなるにつれて効率性の値が高くなるか（あるいは低くなるか）を見る。さらに最大グループ（第5グループ）と最小グループ（第1グループ）の値に差があるかどうかを見る（t検定）。ただし，コーポレートガバナンスの指標の中で，コーポレートガバナンスの制度や施策の有無のデータ（ダミー変数）については，有のデータ(1)と無のデータ(0)の値の差を見る（t検定）。

表3 単変量分析（内部資本市場の効率性）

n=5363 \*\*\* 1%水準で有意 \*\* 5% \* 10%

独立社外取締役比率			指名委員会等設置会社			監査等委員会設置会社					
	資金移転 (TR)	配分効率 (AE)	投資集中 (IC)		資金移転 (TR)	配分効率 (AE)	投資集中 (IC)		資金移転 (TR)	配分効率 (AE)	投資集中 (IC)
1	1.503	0.038	0.051	1	0.056	0.018	0.027	1	1.940	0.031	0.040
2	0.876	0.031	0.039	0	1.495	0.034	0.045	0	1.330	0.035	0.046
3	2.488	0.027	0.040	t検定0/1	0.000	0.000	0.000	t検定0/1	0.543	0.164	0.028
4	0.832	0.036	0.045	p値	***	***	***	p値			**
5	1.541	0.038	0.049								
t検定1/5	0.979	0.976	0.521								
p値											

独立社外取締役比率			指名委員会等設置会社			監査等委員会設置会社					
	資金移転 (TR)	配分効率 (AE)	投資集中 (IC)		資金移転 (TR)	配分効率 (AE)	投資集中 (IC)		資金移転 (TR)	配分効率 (AE)	投資集中 (IC)
1	1.045	0.021	0.036	1	3.108	0.043	0.060	1	4.975	0.054	0.077
2	0.350	0.025	0.033	2	1.837	0.037	0.048	2	1.397	0.037	0.047
3	1.696	0.031	0.039	3	1.107	0.031	0.040	3	0.143	0.024	0.031
4	3.407	0.041	0.051	4	0.763	0.028	0.036	4	0.091	0.024	0.032
5	1.000	0.053	0.065	5	0.530	0.030	0.039	5	0.243	0.027	0.032
t検定1/5	0.945	0.000	0.000	t検定1/5	0.065	0.003	0.000	t検定1/5	0.002	0.000	0.000
p値		***	***	p値	*	***	***	p値	***	***	***

業績連動報酬			ストックオプション				
	資金移転 (TR)	配分効率 (AE)	投資集中 (IC)		資金移転 (TR)	配分効率 (AE)	投資集中 (IC)
1	1.549	0.029	0.037	1	3.198	0.049	0.066
0	1.414	0.037	0.050	0	0.937	0.029	0.038
t検定0/1	0.857	0.000	0.000	t検定0/1	0.039	0.000	0.000
p値		***	***	p値	**	***	***

配当性向				株主還元比率				買収防衛策			
	資金移転 (TR)	配分効率 (AE)	投資集中 (IC)		資金移転 (TR)	配分効率 (AE)	投資集中 (IC)		資金移転 (TR)	配分効率 (AE)	投資集中 (IC)
1	2.246	0.039	0.057	1	1.667	0.037	0.052	1	0.493	0.026	0.035
2	1.535	0.029	0.036	2	0.239	0.021	0.028	0	1.655	0.035	0.047
3	0.240	0.031	0.039	3	0.279	0.030	0.037	t 検定0/1	0.012	0.000	0.000
4	1.668	0.038	0.048	4	2.042	0.036	0.044	p 値	**	***	***
5	1.657	0.031	0.043	5	3.115	0.045	0.062				
t 検定1/5	0.691	0.051	0.000	t 検定1/5	0.264	0.075	0.037				
p 値		*	***	p 値		*	**				

収益性 (ROE)				負債比率 (DR)				多角化度合 (DV)			
	資金移転 (TR)	配分効率 (AE)	投資集中 (IC)		資金移転 (TR)	配分効率 (AE)	投資集中 (IC)		資金移転 (TR)	配分効率 (AE)	投資集中 (IC)
1	1.359	0.032	0.050	1	1.545	0.052	0.068	~ 2	0.75	0.04	0.05
2	0.776	0.025	0.032	2	0.376	0.034	0.045	3	2.23	0.04	0.05
3	0.162	0.027	0.034	3	0.528	0.033	0.041	4	1.88	0.02	0.03
4	1.831	0.033	0.041	4	0.491	0.025	0.034	5	1.68	0.02	0.04
5	3.216	0.052	0.067	5	4.413	0.025	0.035	6 ~	1.47	0.03	0.04
t 検定1/5	0.149	0.000	0.000	t 検定1/5	0.117	0.000	0.000	t 検定1/5	0.97	0.00	0.00
p 値		***	***	p 値		***	***	p 値		***	***

企業規模 (AS)				キャッシュフロー (CF)				資本集約度 (DP)			
	資金移転 (TR)	配分効率 (AE)	投資集中 (IC)		資金移転 (TR)	配分効率 (AE)	投資集中 (IC)		資金移転 (TR)	配分効率 (AE)	投資集中 (IC)
1	2.177	0.064	0.087	1	4.125	0.029	0.044	1	3.533	0.033	0.046
2	2.046	0.036	0.045	2	0.264	0.022	0.030	2	1.142	0.034	0.043
3	2.102	0.027	0.035	3	0.723	0.025	0.032	3	0.453	0.039	0.048
4	0.939	0.026	0.033	4	0.353	0.035	0.043	4	0.344	0.037	0.046
5	0.082	0.016	0.023	5	1.878	0.058	0.074	5	1.871	0.025	0.040
t 検定1/5	0.002	0.000	0.000	t 検定1/5	0.204	0.000	0.000	t 検定1/5	0.345	0.024	0.058
p 値	***	***	***	p 値		***	***	p 値		**	*

投資機会 (TQ)			
	資金移転 (TR)	配分効率 (AE)	投資集中 (IC)
1	0.153	0.023	0.030
2	0.181	0.021	0.029
3	1.944	0.020	0.028
4	2.554	0.029	0.040
5	2.511	0.075	0.096
t 検定1/5	0.002	0.000	0.000
p 値	***	***	***

取締役の監視機能の強化に関するコーポレートガバナンスの指標に関しては、社外取締役比率では、3指標で社外取締役比率が高くなると内部資本市場が高くなる（あるいは低くなる）という関係を見出すことはできない。最大グループ（第5グループ）と最小グループ（第1グループ）の差も有意ではない。指名委員会設置会社では、3指標に関して、設置会社でないグループが、設置会社のグループよりも、内部資本市場の効率性の指標の値が高く、その差も有意である。監査等委員会設置会社では、3指標中1指標（投資集中）で、設置会社でない方が、内部資

本市場の効率性の指標の値が高く、その差も有意である。

大株主などの株主の監視機能に関するコーポレートガバナンスの指標については、特定株主集中度で、特定株主集中度が高くなると配分効率指標の値が高くなる線形の関係が見られる。2指標(配分効率, 投資集中)で、最大グループの値が最小グループよりも大きく、その差が有意である。機関投資家比率では、この比率が高くなると移転指標が低くなる線形の関係が見られる。3指標で最小グループの値が最大グループよりも大きく、その差が有意である。株式持合では、3指標すべてで、最小グループの値が最大グループよりも大きく、その差が有意である。

業績連動報酬の導入では、2指標(配分効率, 投資集中)では、導入していないグループが導入しているグループよりも指標の値が高く、その差が有意である。ストックオプションでは3指標すべてで、導入しているグループが導入していないグループよりも指標の値が高く、その差が有意である。これはストックオプションの導入により、内部資本市場の効率性が高まることを示しており、仮説1を支持している。

株主還元の実策に関しては、配当性向では2指標(配分効率, 投資集中)で、最小グループの効率性指標の値が最大グループよりも高く、その差が有意である。株主還元比率では、2指標(配分効率, 投資集中)で、最大グループの値が最小グループよりも大きく、その差が有意である。

買収防衛策に関しては3つの指標すべてで、導入しているグループが導入していないグループよりも指標の値が低く、その差が有意である。これは買収防衛策の導入により、内部資本市場の効率性が低下することを示しており、仮説1を支持している。

コントロール変数に関しては、収益性の指標であるROEでは、2指標(配分効率, 投資集中)で、最大グループが最小グループよりも指標の値が高く、その差が有意である。負債比率では、配分効率で負債比率が高くなると効率性の値が低くなる線形の見出すことができる。2指標(配分効率, 投資集中)で最小グループ(最も負債比率が低い)の値が最大グループ(最も負債比率が高い)よりも高く、その差が有意である。多角化度合では2指標(配分効率, 投資集中)で最小グループの値が最大グループの値よりも高く、その差が有意である。

企業規模(総資産)では、2指標(配分効率, 投資集中)で、総資産が大きくなるにつれて、指標の値が低下する線形の見出される。3指標すべてで最小グループの値が最大グループよりも高く、その差が有意である。キャッシュフローについては、2指標(配分効率, 投資集中)で、最大グループの値が最小グループより高く、その差が有意である。資本集約度(売上高減価償却費率)については、2指標(配分効率, 投資集中)で最小グループの値が最大グループよりも高く、その差が有意である。投資機会(トービンQ)では、3指標すべてで、最大グループの値が最小グループよりも高く、その差が有意である。

## (2) 内部資本市場の効率性に関する回帰分析

回帰分析については、目的変数に内部資本市場の効率性の指標である資金移転指標(TR)、配

分効率指標 (AE), 投資集中指標 (IC) を用いる。説明変数には, コーポレートガバナンスの指標を用いる。コーポレートガバナンスの指標の種類に関しては, 取締役に関係した指標 (3 指標), 所有に関係した指標 (3 指標), 報酬に関係した指標 (2 指標), 株主還元に関係した指標 (2 指標), 買収防衛に関係した指標 (1 指標) ごとに回帰式を分けて分析を行う。所有に関連した指標の回帰式では, 特定株主集中度, 機関投資家比率, 株式持合比率を説明変数として扱う。取締役に関連した指標の回帰式では, 社外取締役比率, 委員会設置会社であるか (ダミー変数), 監査等委員会設置会社であるか (ダミー変数) を説明変数として扱う。報酬に関連した指標の回帰式では, 業績連動報酬導入の有無 (ダミー変数), ストックオプション導入の有無 (ダミー変数) を説明変数として扱う。買収防衛に関連した指標の回帰式では, 買収防衛策導入の有無 (ダミー変数) を説明変数として扱う。コントロール変数としては, 収益性 (ROE), 負債比率 (DR), 企業規模 (AS), 多角化度合 (DV), キャッシュフロー (CF) を用いる。回帰式は次の通りである (ただし, 取締役に関係した指標のようにコーポレートガバナンスの指標が 3 つある場合)。

$$TR_{i,t} (AE_{i,t}, IC_{i,t}) = \alpha + \beta_1 \cdot GOV_{1i,t} + \beta_2 \cdot GOV_{2i,t} + \beta_3 \cdot GOV_{3i,t} + \beta_4 \cdot ROE_{i,t-1} + \beta_5 \cdot DR_{i,t-1} + \beta_6 \cdot AS_{i,t} + \beta_7 \cdot DV_{i,t} + \beta_8 \cdot CF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

表 4 回帰分析 (内部資本市場の効率性)

n = 5363 回帰係数は 100 倍 \*\*\* 1%水準で有意 \*\* 5% \* 10%

取締役の監視機能強化

目的変数	期待符号	資金移転			配分効率	投資集中										
		回帰係数	t 値	p 値		回帰係数	t 値	p 値	回帰係数	t 値	p 値					
説明変数	独立社外取締役比率	+	0.080	0.023	0.981	独立社外取締役比率	0.036	3.446	0.001	***	独立社外取締役比率	0.044	4.497	0.000	***	
	指名委員会等設置会社	+	-27.127	-0.091	0.928	指名委員会等設置会社	0.203	0.220	0.826		指名委員会等設置会社	0.576	0.672	0.502		
	監査等委員会設置会社	-	14.157	0.153	0.878	監査等委員会設置会社	-1.202	-4.211	0.000	***	監査等委員会設置会社	-1.674	-6.315	0.000	***	
	収益性 (ROE <sub>i,t</sub> )		0.342	0.232	0.816	収益性 (ROE <sub>i,t</sub> )	0.003	0.754	0.451		収益性 (ROE <sub>i,t</sub> )	-0.001	-0.254	0.800		
	負債比率 (DR <sub>i,t</sub> )		4.881	2.400	0.016	**	負債比率 (DR <sub>i,t</sub> )	-0.029	-4.537	0.000	***	負債比率 (DR <sub>i,t</sub> )	-0.040	-6.838	0.000	***
	多角化度合 (DV <sub>i</sub> )		32.535	1.058	0.290		多角化度合 (DV <sub>i</sub> )	-0.028	-0.289	0.772		多角化度合 (DV <sub>i</sub> )	0.238	2.694	0.007	***
	規模 (AS <sub>i</sub> )		-68.919	-2.940	0.003	***	規模 (AS <sub>i</sub> )	-1.035	-14.275	0.000	***	規模 (AS <sub>i</sub> )	-1.420	-21.090	0.000	***
	キャッシュフロー (CF <sub>i</sub> )		-18.082	-3.263	0.001	***	キャッシュフロー (CF <sub>i</sub> )	0.154	9.008	0.000	***	キャッシュフロー (CF <sub>i</sub> )	0.124	7.803	0.000	***
	切片		693.462	2.559	0.011		切片	14.739	17.588	0.000		切片	20.025	25.727	0.000	***
	R <sup>2</sup>		0.005				0.065					0.105				
F 値		3.522				46.201					78.612					

大株主などの監視機能

目的変数	期待符号	資金移転			配分効率	投資集中										
		回帰係数	t 値	p 値		回帰係数	t 値	p 値	回帰係数	t 値	p 値					
説明変数	特定株主集中	+	-0.087	-0.039	0.969	特定株主集中	0.029	4.218	0.000	***	特定株主集中	0.000	1.259	0.208		
	機関投資家比率	+	-3.165	-0.548	0.584	機関投資家比率	0.074	4.121	0.000	***	機関投資家比率	0.067	4.041	0.000	***	
	持合比率	-	-9.951	-2.733	0.006	***	持合比率	-0.035	-3.104	0.002	**	持合比率	-0.077	-7.358	0.000	***
	収益性 (ROE <sub>i,t</sub> )		0.248	0.168	0.866	収益性 (ROE <sub>i,t</sub> )	0.002	0.480	0.631		収益性 (ROE <sub>i,t</sub> )	-0.002	-0.464	0.642		
	負債比率 (DR <sub>i,t</sub> )		4.062	1.966	0.049	**	負債比率 (DR <sub>i,t</sub> )	-0.028	-4.382	0.000	***	負債比率 (DR <sub>i,t</sub> )	-0.043	-7.269	0.000	***
	多角化度合 (DV <sub>i</sub> )		29.498	0.958	0.338		多角化度合 (DV <sub>i</sub> )	-0.040	-0.423	0.672		多角化度合 (DV <sub>i</sub> )	0.194	2.201	0.028	**
	規模 (AS <sub>i</sub> )		-51.541	-1.871	0.061	*	規模 (AS <sub>i</sub> )	-1.000	-11.750	0.000	***	規模 (AS <sub>i</sub> )	-1.354	-17.145	0.000	***
	キャッシュフロー (CF <sub>i</sub> )		-19.154	-3.430	0.001	***	キャッシュフロー (CF <sub>i</sub> )	0.141	8.186	0.000	***	キャッシュフロー (CF <sub>i</sub> )	0.110	6.870	0.000	***
	切片		692.053	2.120	0.034		切片	13.426	13.317	0.000		切片	20.229	21.613	0.000	**
	R <sup>2</sup>		0.007				0.068					0.110				
F 値		4.471				49.044					82.312					

## 業績連動報酬

目的変数	説明変数	期待 符号	資金移転			業績連動報酬	配分効率			業績連動報酬	投資集中		
			回帰係数	t 値	p 値		回帰係数	t 値	p 値		回帰係数	t 値	p 値
	業績連動報酬	+	0.000	1.543	0.123	業績連動報酬	0.284	1.153	0.249	業績連動報酬	0.213	0.930	0.352
	ストックオプション	+	229.181	2.606	0.009 ***	ストックオプション	1.597	5.873	0.000 ***	ストックオプション	2.305	9.144	0.000 ***
	収益性 (ROE <sub>t-1</sub> )		0.252	0.171	0.864	収益性 (ROE <sub>t-1</sub> )	0.003	0.747	0.455	収益性 (ROE <sub>t-1</sub> )	-0.001	-0.283	0.777
	負債比率 (DR <sub>t-1</sub> )		4.925	2.425	0.015 **	負債比率 (DR <sub>t-1</sub> )	-0.030	-4.742	0.000 ***	負債比率 (DR <sub>t-1</sub> )	-0.042	-7.165	0.000 ***
	多角化度合 (DV <sub>t</sub> )		30.089	0.980	0.327	多角化度合 (DV <sub>t</sub> )	-0.042	-0.438	0.662	多角化度合 (DV <sub>t</sub> )	0.218	2.475	0.013 **
	規模 (AS <sub>t</sub> )		-75.123	-3.165	0.002 ***	規模 (AS <sub>t</sub> )	-0.931	-12.678	0.000 ***	規模 (AS <sub>t</sub> )	-1.259	-18.495	0.000 ***
	キャッシュフロー (CF <sub>t</sub> )		-19.172	-3.457	0.001 ***	キャッシュフロー (CF <sub>t</sub> )	0.151	8.781	0.000 ***	キャッシュフロー (CF <sub>t</sub> )	0.119	7.469	0.000 ***
	切片		676.989	2.584	0.010 ***	切片	13.903	17.160	0.000 ***	切片	18.570	24.722	0.000 ***
R <sup>2</sup>			0.007				0.066				0.110		
F 値			5.255				54.168				94.454		

## 株主還元

目的変数	説明変数	期待 符号	資金移転			株主還元	配分効率			株主還元	投資集中		
			回帰係数	t 値	p 値		回帰係数	t 値	p 値		回帰係数	t 値	p 値
	配当性向	-	-0.020	-0.116	0.908	配当性向	0.000	-0.887	0.375	配当性向	0.000	-0.930	0.353
	株主還元	+	22.093	2.425	0.015 **	株主還元	0.080	2.836	0.005 ***	株主還元	0.135	5.139	0.000 ***
	収益性 (ROE <sub>t-1</sub> )		0.009	0.006	0.995	収益性 (ROE <sub>t-1</sub> )	0.003	0.608	0.543	収益性 (ROE <sub>t-1</sub> )	-0.002	-0.555	0.579
	負債比率 (DR <sub>t-1</sub> )		5.127	2.521	0.012 **	負債比率 (DR <sub>t-1</sub> )	-0.029	-4.560	0.000 ***	負債比率 (DR <sub>t-1</sub> )	-0.040	-6.768	0.000 ***
	多角化度合 (DV <sub>t</sub> )		32.153	1.047	0.295	多角化度合 (DV <sub>t</sub> )	-0.027	-0.283	0.777	多角化度合 (DV <sub>t</sub> )	0.236	2.668	0.008 ***
	規模 (AS <sub>t</sub> )		-72.862	-3.223	0.001 ***	規模 (AS <sub>t</sub> )	-0.956	-13.649	0.000 ***	規模 (AS <sub>t</sub> )	-1.316	-20.209	0.000 ***
	キャッシュフロー (CF <sub>t</sub> )		-20.555	-3.652	0.000 ***	キャッシュフロー (CF <sub>t</sub> )	0.148	8.479	0.000 ***	キャッシュフロー (CF <sub>t</sub> )	0.112	6.920	0.000 ***
	切片		684.099	2.675	0.007 ***	切片	14.387	18.151	0.000 ***	切片	19.351	26.261	0.000 ***
R <sup>2</sup>			0.006				0.062				0.101		
F 値			4.867				50.181				85.518		

## 買収防衛策

目的変数	説明変数	期待 符号	資金移転			買収防衛策	配分効率			買収防衛策	投資集中		
			回帰係数	t 値	p 値		回帰係数	t 値	p 値		回帰係数	t 値	p 値
	買収防衛策	-	-77.282	-0.758	0.448	買収防衛策	-0.479	-1.517	0.129	買収防衛策	-0.703	-2.389	0.017 **
	収益性 (ROE <sub>t-1</sub> )		0.320	0.217	0.828	収益性 (ROE <sub>t-1</sub> )	0.004	0.850	0.395	収益性 (ROE <sub>t-1</sub> )	-0.001	-0.119	0.905
	負債比率 (DR <sub>t-1</sub> )		4.724	2.316	0.021 **	負債比率 (DR <sub>t-1</sub> )	-0.030	-4.809	0.000 ***	負債比率 (DR <sub>t-1</sub> )	-0.042	-7.205	0.000 ***
	多角化度合 (DV <sub>t</sub> )		33.229	1.082	0.279	多角化度合 (DV <sub>t</sub> )	-0.024	-0.248	0.805	多角化度合 (DV <sub>t</sub> )	0.243	2.738	0.006 ***
	規模 (AS <sub>t</sub> )		-68.004	-2.995	0.003 ***	規模 (AS <sub>t</sub> )	-0.934	-13.273	0.000 ***	規模 (AS <sub>t</sub> )	-1.281	-19.556	0.000 ***
	キャッシュフロー (CF <sub>t</sub> )		-18.235	-3.291	0.001 ***	キャッシュフロー (CF <sub>t</sub> )	0.156	9.077	0.000 ***	キャッシュフロー (CF <sub>t</sub> )	0.126	7.875	0.000 ***
	切片		707.110	2.767	0.006 ***	切片	14.448	18.242	0.000 ***	切片	19.472	26.408	0.000 ***
R <sup>2</sup>			0.005				0.060				0.097		
F 値			4.788				57.414				95.844		

結果は表4の通りである。期待符号は仮説1で提示したコーポレートガバナンスの要素ごとに予想される回帰係数の符号 (+, -) である。取締役の監視機能に関連したコーポレートガバナンスの回帰分析では、社外取締役比率で3指標すべての回帰係数が正で、その中で2指標 (配分効率, 投資集中) が有意であることから、仮説1を支持している。社外取締役比率が高いことにより、内部資本市場の効率性が高まり、投資資金の配分が株主の利益に沿うものになる。社外取締役比率が向上すると、取締役を通じた経営の監視機能が強化されると考えられる。指名委員会設置会社については、その回帰係数が2指標で正であるものの、有意ではない。指名委員会設置会社であることが、内部資本市場の効率性を高めるであろうとする仮説1を必ずしも支持する分析結果ではない。指名委員会設置会社は、社外取締役が指名委員会などの委員会で社外取締役が

過半数を占めるもので、社外取締役による経営の監視が充実した形態である。ただし、今回の分析では指名委員会設置会社であるデータの件数が96件と少数であったので、内部資本市場の効率性を高める分析結果を得ることができなかった可能性がある。監査等委員会設置会社については、2指標（配分効率、投資集中）で回帰係数が負で有意である。1指標（資金移転）で回帰係数が正であるものの、有意ではない。配分効率、投資集中指標に関して負で有意であったことから、監査等委員会設置会社であることにより、収益性の高い事業部門への投資資金の配分は減少し、内部資本市場の効率性には寄与しないと考えることができる。

大株主などの株主の監視機能については、特定株主集中度では2指標（配分効率、投資集中）の回帰係数の値が正で、1指標（配分効率）で有意である。配分効率が正で有意であったので、特定の少数の株主に持分が集中することにより、収益性の高い事業への投資が増え、あるいは収益性の低い事業への投資が減ることを示している。機関投資家比率については、2指標（配分効率、投資集中）の回帰係数が正で有意である。1指標（資金移転）の回帰係数が負であるが有意ではない。配分効率、投資集中指標に関して正で有意であったことから、機関投資家比率が高いと、収益性の高い事業への投資が増える、あるいは収益性の低い事業への投資が減る。持合比率に関しては、3指標すべての回帰係数が負で有意である。仮説1で負の効果を予想しているので、これは仮説1を支持する分析結果である。内部資本市場の効率性が低くなり、投資資金の配分が株主の利益に沿わないものになる。持合比率が高いと、持合の会社間での経営の監視が弱くなることを示唆している。

業績連動報酬については、有意ではないが3指標すべての回帰係数が正であることから仮説1を支持している。業績連動報酬を採用している企業は、採用していない企業よりも内部資本市場の効率性が高く、株主の利益に沿った投資資金の配分ができている。ストックオプションについては、3指標すべての回帰係数が正で有意であり、仮説1を支持している。回帰係数の大きさも考慮すると、分析したコーポレートガバナンスの要素の中で最も肯定的な分析結果である。ストックオプションの採用により、内部資本市場の効率性が高まり、株主の利益に沿った投資資金の配分が行われる。

株主還元では、配当性向については分析結果では3指標の回帰係数が、有意ではないものの0と表示されている（t値が負であることから係数はわずかに負である）。配当性向の向上は、内部資本市場の効率性を高めない。株主還元比率は3指標すべての回帰係数が正で有意であり、仮説1を支持している。株主還元比率は配当に自社株買いを加えたもので、自社株買いを行う企業は内部資本市場の効率性が高く、株主の利益に沿った投資の資金配分ができている。

買収防衛策に関しては、3指標すべての回帰係数が負であり、1指標（投資集中）で有意である。仮説1で予想された負の効果を支持する結果である。買収防衛策を導入している企業では、内部資本市場の効率性は低く、投資の意思決定が株主の利益に沿わないものになっている。

### (3) 投資水準に関する単変量分析

仮説2を検証するために、単変量分析および回帰分析を行う。単変量分析については、目的変数は投資水準である。投資水準の変数には投資水準1 ( $I_1$ , 設備投資÷総資産), 投資水準2 ( $I_2$ , 設備投資÷売上) の2指標を使用する。説明変数である内部資本市場の効率性の指標, およびコントロール変数(収益性, 負債比率, 多角化度合, 企業規模, キャッシュフロー, 資本集約度, 投資機会)の大きさで5つに分け, 内部資本市場の効率性の指標あるいはコントロール変数が大きいほど投資水準が高いかを見る。さらに最大(第5), 最小(第1)グループに差があるかどうかを見る( $t$ 検定)。内部資本市場の効率性の指標と投資水準の指標はいずれも内生変数であり, 同時決定であることから, 操作変数法を用いる。内部資本市場の効率性の指標の値については, 回帰分析による予測値を使用する。予測値計算の際, 説明変数にコーポレートガバナンスの要素の指標として, 内部資本市場の効率性への影響力が大きい, 独立社外取締役比率, 監査等委員会会社, 機関投資家比率, 持合比率, ストックオプション, 株主還元比率を使用した。コントロール変数は, 収益性(ROE), 負債比率(DR), 企業規模(AS), 多角化度合(DV), キャッシュフロー(CF), 投資機会(TQ)を使用する。

単変量分析の分析結果は表5の通りである。説明変数が内部資本市場の効率性の分析では, 資金移転の場合, 投資水準1および投資水準2で, 最大グループ(5)の値が最小グループ(1)よりも高く, その差が有意である。配分効率と投資集中に関しては, 投資水準1および投資水準2で, 最小グループの値が最大グループよりも高く, その差が有意である。コントロール変数では, 説明変数が収益性(ROE)の時, 投資水準1で最大グループの値が最小グループよりも高く, その差が有意である。説明変数が負債比率(DR)の時には投資水準1で, 最大グループの値が最小グループよりも高く, その差が有意である。説明変数が企業規模の時には, 投資水準2で, 最大グループの値が最小グループよりも高く, その差が有意である。説明変数がキャッシュフローの時には, 投資水準1で, キャッシュフローが大きくなるほど投資水準1が高くなる線形の関係が見られ, 最大グループの値が最小グループよりも高く, その差が有意である。説明変数が資本集約度(DP)の時には, 投資水準1および投資水準2で, 資本集約度が高くなるほど投資水準が高くなる線形の関係が見られ, 最大グループの値が最小グループよりも高く, その差が有意である。説明変数がトービンQ(TQ)の時には, 投資水準1で, キャッシュフローが大きくなるほど投資水準1が高くなる線形の関係が見られ, 最大グループの値が最小グループよりも高く, その差が有意である。

表5 内部資本市場の効率性と投資水準

n = 5363 \*\*\* 1%水準で有意 \*\* 5% \* 10%

資金移転 (TR)			配分効率 (AE)			投資集中 (IC)		
	投資水準 1 (I1)	投資水準 2 (I2)		投資水準 1 (I1)	投資水準 2 (I2)		投資水準 1 (I1)	投資水準 2 (I2)
1	0.046	0.058	1	0.052	0.073	1	0.051	0.070
2	0.043	0.058	2	0.046	0.059	2	0.047	0.063
3	0.045	0.057	3	0.044	0.058	3	0.045	0.058
4	0.046	0.057	4	0.046	0.062	4	0.047	0.062
5	0.055	0.077	5	0.047	0.055	5	0.047	0.054
t 検定1/5	0.000	0.001	t 検定1/5	0.008	0.000	t 検定1/5	0.039	0.000
p 値	***	***	p 値	***	***	p 値	**	***

収益性 (ROE)			負債比率 (DR)			多角化度合 (DV)			企業規模 (AS)		
	投資水準 1 (I1)	投資水準 2 (I2)		投資水準 1 (I1)	投資水準 2 (I2)		投資水準 1 (I1)	投資水準 2 (I2)		投資水準 1 (I1)	投資水準 2 (I2)
1	0.043	0.061	1	0.043	0.064	~ 2	0.048	0.061	1	0.051	0.059
2	0.042	0.059	2	0.046	0.056	3	0.046	0.060	2	0.046	0.060
3	0.046	0.062	3	0.047	0.055	4	0.046	0.060	3	0.044	0.054
4	0.050	0.062	4	0.051	0.067	5	0.051	0.071	4	0.046	0.062
5	0.054	0.063	5	0.048	0.065	6 ~	0.047	0.061	5	0.049	0.071
t 検定1/5	0.000	0.560	t 検定1/5	0.021	0.745	t 検定1/5	0.756	0.437	t 検定1/5	0.364	0.004
p 値	***		p 値	**		p 値			p 値		***

キャッシュフロー (CF)			資本集約度 (DP)			投資機会 (TQ)		
	投資水準 1 (I1)	投資水準 2 (I2)		投資水準 1 (I1)	投資水準 2 (I2)		投資水準 1 (I1)	投資水準 2 (I2)
1	0.038	0.056	1	0.026	0.019	1	0.041	0.057
2	0.040	0.059	2	0.040	0.039	2	0.043	0.057
3	0.046	0.064	3	0.046	0.052	3	0.045	0.062
4	0.053	0.064	4	0.051	0.067	4	0.050	0.069
5	0.059	0.063	5	0.074	0.129	5	0.057	0.063
t 検定1/5	0.000	0.139	t 検定1/5	0.000	0.000	t 検定1/5	0.000	0.123
p 値	***		p 値	***	***	p 値	***	

(4) 投資水準に関する回帰分析

回帰分析については、目的変数は投資水準1と投資水準2を使用する。頑健性に配慮して2つのモデルで回帰分析を行う。説明変数は内部資本市場の効率性の指標として、資金移転指標 (TR), 配分効率指標 (AE), 投資集中指標 (IC) を用いる。内部資本市場の効率性の指標は2つのモデルに共通である。コントロール変数は、目的変数が投資水準1 (I<sub>1</sub>) の場合、前期のROE, 前期の負債比率 (DR), 当期の総資産の自然対数 (AS), 多角化度合 (DV), キャッシュフロー (CF), 投資機会 (TQ) を用いる。目的変数が投資水準2 (I<sub>2</sub>) の場合、コントロール変数としては、収益性 (ROE), 負債比率 (DR), 企業規模 (AS), 多角化度合 (DV), 資本集約度 (DP), 投資機会 (TQ) を使用する。回帰式は次の通りである。

$$I_{i,t} = \alpha + \beta_1 \cdot TR_{i,t} (AE_{i,t}, IC_{i,t}, SS_{i,t}) + \beta_2 \cdot ROE_{i,t-1} + \beta_3 \cdot DR_{i,t-1} + \beta_4 \cdot AS_{i,t} + \beta_5 \cdot DV_{i,t} + \beta_6 \cdot CF_{i,t-1} + \beta_7 \cdot TQ_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$I_{2i,t} = \alpha + \beta_1 \cdot TR_{i,t}(AE_{i,t}, IC_{i,t}, SS_{i,t}) + \beta_2 \cdot ROE_{i,t-1} + \beta_3 \cdot DR_{i,t-1} \\ + \beta_4 \cdot AS_{i,t} + \beta_5 \cdot DV_{i,t} + \beta_6 \cdot DP_{i,t-1} + \beta_7 \cdot TQ_t + \varepsilon_{i,t}$$

内部資本市場の効率性の指標と投資水準の指標は、いずれも内生変数であり、同時決定であることから、操作変数法を使用する。内部資本市場の効率性の指標の値については、回帰分析による予測値を使用する。予測値計算の際、説明変数にコーポレートガバナンスの要素の指標として、内部資本市場の効率性への影響力が比較的に大きい、独立社外取締役比率、監査等委員会会社、機関投資家比率、持比率、ストックオプション、株主還元比率を使用した。コーポレートガバナンスの要素による内部資本市場の効率性の予測値を用いることで、内部資本市場の効率性を経由したコーポレートガバナンスと投資水準の関係を明らかにすることができる。なお、予測値算出の回帰分析のコントロール変数は、投資水準1 (I<sub>1</sub>) に使用する予測値計算では、収益性 (ROE)、負債比率 (DR)、企業規模 (AS)、多角化度合 (DV)、キャッシュフロー (CF)、投資機会 (TQ) を使用する。投資水準2 (I<sub>2</sub>) に使用する予測値計算では、収益性 (ROE)、負債比率 (DR)、企業規模 (AS)、多角化度合 (DV)、資本集約度合 (DP)、投資機会 (TQ) を使用する。

さらに投資水準1に関しては、サンプル全体の分析 (n=5363) と、内部資本市場の効率性の高低 (n=2681, 2682) で二つのグループに分けた分析を行う。二つのグループ間での投資水準のキャッシュフローへの感応度、内部資本市場および外部調達資金の働きにどのような違いがあるのかを見る。分析結果は表6の通りである。

表 6 回帰分析 (投資水準)

n = 5363 回帰係数は 100 倍 \*\*\* 1%水準で有意 \*\* 5% \* 10%

サンプル全体の分析, 投資水準 1

投資水準 1 (I<sub>1</sub>) サンプル全体 n = 5363

目的変数		投資水準1 (I <sub>1</sub> )			投資水準1 (I <sub>1</sub> )			投資水準1 (I <sub>1</sub> )		
		回帰係数	t 値	p 値	回帰係数	t 値	p 値	回帰係数	t 値	p 値
説明変数	予測値: 資金移転 (TR)	0.104	2.642	0.008 ***						
	予測値: 配分効率 (AE)				20.115	3.308	0.001 ***			
	予測値: 投資集中 (IC)							14.889	3.572	0.000 ***
	収益性 (ROE <sub>t-1</sub> )	0.003	1.278	0.201	0.002	1.084	0.278	0.003	1.482	0.138
	負債比率 (DR <sub>t-1</sub> )	0.012	3.252	0.001 ***	0.023	6.475	0.000 ***	0.023	6.598	0.000 ***
	多角化度合 (DV)	-0.007	-0.151	0.880	0.032	0.700	0.484	-0.008	-0.176	0.860
	企業規模 (AS)	0.012	0.278	0.781	0.128	1.958	0.050 *	0.130	2.083	0.037 **
	キャッシュフロー (CF <sub>t</sub> )	0.106	8.920	0.000 ***	0.056	4.519	0.000 ***	0.069	7.020	0.000 ***
	投資機会 (TQ <sub>t</sub> )	0.282	4.255	0.000 ***	0.268	4.052	0.000 ***	0.259	3.887	0.000 ***
切片	2.797	5.921	0.000 ***	0.660	0.711	0.477	0.689	0.795	0.427	
R <sup>2</sup>		0.036			0.037			0.037		
F 値		28.667			29.253			29.522		

サンプル全体の分析, 投資水準 2

投資水準 2 (I<sub>2</sub>) サンプル全体 n = 5363

目的変数		投資水準2 (I <sub>2</sub> )			投資水準2 (I <sub>2</sub> )			投資水準2 (I <sub>2</sub> )		
		回帰係数	t 値	p 値	回帰係数	t 値	p 値	回帰係数	t 値	p 値
説明変数	予測値: 資金移転 (TR)	0.442	4.631	0.000 ***						
	予測値: 配分効率 (AE)				38.740	3.294	0.001 ***			
	予測値: 投資集中 (IC)							30.811	3.663	0.000 ***
	収益性 (ROE <sub>t-1</sub> )	0.013	2.797	0.005 ***	0.009	1.979	0.048 **	0.011	2.379	0.017 **
	負債比率 (DR <sub>t-1</sub> )	-0.009	-1.063	0.288	0.032	4.018	0.000 ***	0.031	4.099	0.000 ***
	多角化度合 (DV)	0.004	0.033	0.973	0.209	2.101	0.036 **	0.106	1.049	0.294
	企業規模 (AS)	0.248	2.466	0.014 **	0.250	2.064	0.039 **	0.312	2.459	0.014 **
	資本集約度合 (DP <sub>t</sub> )	114.562	35.098	0.000 ***	125.592	30.935	0.000 ***	117.166	36.511	0.000 ***
	投資機会 (TQ <sub>t</sub> )	0.089	0.653	0.514	0.129	0.939	0.348	0.104	0.754	0.451
切片	-1.526	-1.561	0.119 ***	-5.292	-2.705	0.007 ***	-5.355	-2.949	0.003 ***	
R <sup>2</sup>		0.207			0.205			0.206		
F 値		199.390			197.489			197.949		

投資水準1を内部資本市場の効率性の低い・高いグループに分けた分析

投資水準1(I<sub>1</sub>) 内部資本市場の効率性指標低い n=2861

目的変数		投資水準1(I <sub>1</sub> )			投資水準1(I <sub>1</sub> )			投資水準1(I <sub>1</sub> )		
		回帰係数	t 値	p 値	回帰係数	t 値	p 値	回帰係数	t 値	p 値
説明変数	予測値: 資金移転	0.133	1.773	0.076 *						
	予測値: 配分効率(AE)				9.709	1.155	0.248			
	予測値: 投資集中(IC)							-4.042	-0.728	0.467
	収益性(ROE)	-0.021	-2.177	0.030 **	0.001	0.266	0.790	0.009	1.962	0.050 **
	負債比率(DR <sub>t-1</sub> )	0.012	2.375	0.018 **	0.006	1.422	0.155	-0.001	-0.126	0.900
	多角化度合(DV)	-0.013	-0.208	0.835	0.084	1.825	0.068 *	0.015	0.336	0.737
	企業規模(AS)	0.186	3.358	0.001 ***	0.169	2.290	0.022 **	0.161	2.519	0.012 **
	キャッシュフロー(CF)	0.161	9.341	0.000 ***	0.074	5.280	0.000 ***	0.127	10.987	0.000 ***
	投資機会(TQ)	0.096	1.220	0.223	0.760	4.775	0.000 ***	0.182	1.126	0.260
切片	0.959	1.596	0.111	0.448	0.420	0.674	1.594	1.771	0.077 *	
R <sup>2</sup>		0.055			0.046			0.075		
F 値		22.046			18.449			31.033		

投資水準1(I<sub>1</sub>) 内部資本市場の効率性指標高い n=2862

目的変数	投資水準1(I <sub>1</sub> )	投資水準1(I <sub>1</sub> )			投資水準1(I <sub>1</sub> )			投資水準1(I <sub>1</sub> )		
		回帰係数	t 値	p 値	回帰係数	t 値	p 値	回帰係数	t 値	p 値
説明変数	予測値: 資金移転	0.283	4.314	0.000 ***						
	予測値: 配分効率(AE)				17.580	1.665	0.096 *			
	予測値: 投資集中(IC)							14.652	1.902	0.057 *
	収益性(ROE)	0.005	1.798	0.072 *	0.009	1.363	0.173	0.004	1.437	0.151
	負債比率(DR <sub>t-1</sub> )	0.016	3.075	0.002 ***	0.032	5.781	0.000 ***	0.038	6.704	0.000 ***
	多角化度合(DV)	0.085	1.187	0.235	-0.064	-0.721	0.471	-0.025	-0.283	0.777
	企業規模(AS)	-0.169	-2.568	0.010 **	-0.002	-0.016	0.987	0.000	-0.001	1.000
	キャッシュフロー(CF)	0.105	6.195	0.000 ***	0.041	2.016	0.044 **	0.035	2.335	0.020 **
	投資機会(TQ)	0.350	2.969	0.003 ***	0.220	2.483	0.013 **	0.276	3.086	0.002 ***
切片	3.253	4.372	0.000 ***	2.172	1.403	0.161	1.772	1.167	0.243	
R <sup>2</sup>		0.047			0.036			0.038		
F 値		18.644			14.337			14.989		

投資水準1, 投資水準2ともにサンプル全体の回帰分析では, 説明変数である内部資本市場の効率性の3指標の回帰係数がすべて正で有意である。仮説2「コーポレートガバナンスの要素により内部資本市場の効率性が高まれば投資は増える」を支持している。ストックオプションなどのコーポレートガバナンスの要素によって, 内部資本市場の効率性が向上すれば, 投資水準が向上する。事業部間の資金のやりとりが活発化し, 収益性の高い事業への投資が増え, 収益性の低い事業への投資は抑制され, 企業の収益性の向上に寄与すると考えることができる。

内部資本市場の効率性の高低によって投資水準1を2つのグループに分けた分析では, キャッシュフローの回帰係数は両グループで3指標とも正で有意であるが, 効率性の高いグループでは低いグループよりも, 回帰係数が小さく, 投資水準のキャッシュフローへの感応度が低い。さら

に効率性の高いグループでは内部資本市場の効率性の回帰係数が3指標すべて正で有意であるが、効率性の低いグループでは1指標（資金移転）のみ正で有意である。効率性の高いグループでは投資水準の内部資本市場の効率性への感応度が高い。つまり内部資本市場の効率性が高いと、投資の内部資金（キャッシュフロー）への依存度が低く、内部資本市場への依存度が高い。逆に内部資本市場の効率性が低いと、投資の内部資金への依存度が高く、内部資本市場への依存度が低い。これは山田（2011）に整合する分析結果である。次に、効率性の高いグループでは、投資機会（TQ）の回帰係数が3指標すべて正で有意であるが、効率性の低いグループでは1指標（配分効率）のみ正で有意である。効率性の高いグループでは投資水準の投資機会への感応度が高い。負債比率（DR）に関しては、効率性の高いグループでは、3指標すべての回帰係数が正で有意であるのに対し、効率性の低いグループでは1指標（配分効率）のみ正で有意である。投資水準の高い企業ほど負債を活用して積極的に投資を行っていることを示唆している。以上からコーポレートガバナンスの改革により、内部資本市場の効率性が高まると、キャッシュフローの創出の変動の影響をあまり受けずに、外部資金を積極的に活用しながら、内部資本市場を通して投資機会に資金を提供する投資の意思決定を行うことができる。つまりコーポレートガバナンスの改革は内部資本市場の効率性の向上を通して、企業の成長性に寄与する投資を実現すると考えられる。

## 7. おわりに

本稿では多角化企業の部門間の資金移転に関する理論に基づいて、適切なコーポレートガバナンスの要素が機能すれば、部門間の資金移転に伴うエージェンシーコストが緩和され、内部資本市場の効率性が高まる（株主の利益に沿う投資の意思決定が促進される）と仮説を立てて分析した。分析の結果、内部資本市場の効率性を高める適切なコーポレートガバナンスの要素は以下の通りであることが分かった。

- 取締役の監視機能： 社外取締役比率の向上
- 大株主による監視： 機関投資家持分の向上
- 業績連動報酬： 業績連動報酬，ストックオプション
- 株主還元： 株主還元比率の向上

このようなコーポレートガバナンスの要素の中で、内部資本市場の効率性を向上させる効果が大きいものが、ストックオプションと株主還元比率の向上である。特にストックオプションは内部資本市場の効率性を高める効果が高い。ストックオプションと株主還元は、いずれも経営者に株式市場を強く意識させるコーポレートガバナンスの要素であり、機関投資家持株比率などと異なり、経営者の意思決定によって実行可能な施策でもある。コーポレートガバナンスの改革を図る企業はこのような施策を優先的に実行するべきであろう。

取締役の監視機能の強化については、独立社外取締役比率の向上は内部資本市場の効率性を高めることが分かった。指名委員会設置会社については、優れたコーポレートガバナンスの要素と考えられるが、導入した件数がきわめて少数であることもあり、内部資本市場の効率性が高まる分析結果とはならなかった。監査等委員会設置会社は、内部資本市場の効率性に負の効果を与えることが分かった。多くの企業で採用されているが、望ましいコーポレートガバナンスの要素ではない。

内部資本市場の効率性に負の効果を与える、望ましくないコーポレートガバナンスの要素は、株式持合、買収防衛策、監査等委員会設置会社である。株式持合と買収防衛策は、いずれも経営者が株式市場から受ける影響を減らすものであり、ストックオプションと株主還元比率とは逆の働きをしている。ストックオプションと株主還元比率の向上の優れた効果のことを考慮すると、経営者の姿勢を株式市場に向き合わせることで、良好なコーポレートガバナンスであると言える。

投資水準の実証分析では、コーポレートガバナンスにより内部資本市場の効率性が高まれば、投資水準が高くなることを実証した。内部資本市場の効率性が高い状態で投資水準が高まれば、収益性の高い事業分野への投資が増え、企業の収益性の向上に寄与する可能性がある。さらに、コーポレートガバナンスにより内部資本市場の効率性が高まれば、内部資金だけに依存せずに、外部資金を活用しながら、内部資本市場を通して投資機会に資金を提供し、企業の成長に寄与する可能性があることが分かった。企業価値は収益性と成長性から構成されているので、コーポレートガバナンスが適切に機能すれば、内部資本市場の効率性の向上を通して、収益性と成長性を向上させ、企業価値を増大することが期待できる。

## 謝辞

有益な助言をいただいた一橋大学の蜂谷豊彦教授に感謝します。貴重なコメントをいただいた2名のレフェリーに感謝します。

## 参考文献

- Berger, Philip G. and Eli Ofek, 1995, Diversification's Effect on the Firm Value, *Journal of Financial Economics* 37, 39-65
- Billett, Matthew T. and David C. Mauer, 2003, Cross-Subsidies, External Financing Constraints, and the Contribution of the Internal Capital Market to Firm Value, *Review of Financial Studies* 16, 1167-1201
- Brown, Caylor, 2004, Corporate Governance and Firm Performance, SSRN 586423
- Core, Guay, and Bustics, 2006, Does Weak Corporate Governance Cause Weak Stock Returns?, *The Journal of Finance*
- Dittamar, Amy and Anil Shivdasani, 2003, Divestitures and Divisional Investment Policies, *Journal of Finance* 58, 2809-2816
- Doukas, John A. and Ozgur B. Kan, 2008, Investment Decisions and Internal Capital Markets: Evidence from Acquisitions, *Journal of Banking & Finance* 32, 1484-1498
- Fazzari, Steven, R. Glenn Hubbard, and Bruce C. Petersen, 1988, Financing Constraints and Corporate

- Investment, NBER Working Paper No. 2387
- Gompers, Ishii, Metrick, 2003, Corporate Governance and Equity Price, *The Quarterly Journal of Economics*
- 花崎正晴, 『企業金融とコーポレートガバナンス—情報と制度からのアプローチ』, 2008, 東京大学出版会
- 花崎正晴, 『コーポレートガバナンス』, 2014, 岩波書店
- Healy, Paul M., Krishna G. Palepu, and Richard S. Ruback, 1992, Does Corporate Performance Improve After Mergers?, *Journal of Financial Economics* 31, 135-175
- Hovakimian, Gayane, 2008, Financial Constraints and Investment Efficiency: Internal Capital Allocation across the Business Cycle, SSRN 1268460
- Hovakimian, Gayane and Sheridan Titman, 2006, Corporate Investment with Financial Constraints: Sensitivity of Investment to Funds from Voluntary Asset Sales, *Journal of Money, Credit and Banking* 38, 357-374
- Hubbard, R. Glenn, 1998, Capital-Market Imperfections and Investment, *Journal of Economic Literature* 34, 193-225
- Jensen, Michael C., 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360
- Jensen, Michael C. and Richard S. Ruback, 1983, The Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics* 11, 5-50
- Kaplan, Steven N. and Luigi Zingales, 2000, Investment-Cash Flow Sensitivities are not Valid Measures of Financing Constraints, *Quarterly Journal of Economics* 115, 169-215
- Lacker, Richardson and Tuna, 2005, How Important is Corporate Governance, SSRN 595821
- Lang, Larry H.P. and Rene M. Stulz, 1994, Tobin's q Corporate Diversification and Firm Performance, *Journal of Political Economy* 102, 1248-1280
- Luo, Qi, and Toyohiko Hachiya, 2005, Investment-Cash Flow Sensitivity and Ownership Structure in Japan, 『経営財務研究』(日本経営財務研究学会), 第24巻1号, 49-67.
- Meyer, Margaret, Paul Milgrom, and John Roberts, 1992, Organizational Prospects, Influence Costs, and Ownership Changes, *Journal of Economic Management* 1, 9-35
- Miyajima, Hoda, Ogawa, 2015, RIETI Discussion Paper Series 15-E-078, "Does Ownership Really Matter? The Role of foreign investors in corporate governance in Japan"
- Moyen, Nathalie, 2004, Investment-Cash Flow Sensitivities: Constrained versus Unconstrained Firms, *Journal of Finance* 59, 2061-2092
- Myers, Stewart C. and Nicholas S. Majluf, 1984, Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- 中野誠・久保直也・吉村行充 (2002) 「多角化企業の財務構造とバリュエーション」, 『証券アナリストジャーナル』, No. 12, 80-93
- 中野誠・吉村行充 (2004) 「多角化企業のバリュエーション—ファンダメンタルズと投資戦略による分析—」, 『証券アナリストジャーナル』, No.1, 76-91
- Rajan, Raghuram, Henri Servaes, and Luigi Zingales, 2000, The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment, *Journal of Finance* 55(1), 35-80
- Rauh, Joshua D., 2006, Investment and Financing Constraints, Evidence from the Funding of Corporate Pension Plans, *Journal of Finance* 61, 33-71
- Scharfstein, David S., 1998, The Dark Side of Internal Capital Markets II: Evidence from Diversified Conglomerates, NBER working paper No. 6352

- Scharfstein, David S. and Jeremy C. Stein, 2000, The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent Seeking and Inefficient Investment, *Journal of Finance* 55, 2537-2564
- Stein, Jeremy C., 1997, Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources, *Journal of Finance* 52, 111-133
- Stein, Jeremy C., 2003, Agency, Information, and Corporate Investment, *Handbook of the Economics of Finance*, 109-163
- 山田方敏 (2011) 「資本制約下における多角化企業の投資決定」, 『経営会計研究』, 第 14 号
- 山田方敏・蜂谷豊彦 (2009) 「内部資本市場から見た M&A のパフォーマンス」, 『管理会計学』, 第 18 巻第 1 号
- 山田方敏・蜂谷豊彦 (2012) 「多角化企業の投資決定と内部資本市場の効率性」, 『管理会計学』, 第 20 巻第 2 号
- Wulf, Julie, 2009, Influence and Inefficiency in the Internal Capital Market, *Journal of Economic Behavior & Organization* 72, 305-321

## 【研究ノート】

### 小さい企業の戦略的な企業提携に関する全般考察

— 2つのリスク見積もりを伴う戦略的な意思決定過程の潜在構造モデリングを含めて —

鈴木 信 幸

Inclusive study about strategic corporation alliance-based on small business decision

— Include of latent structured modeling on strategic decision process

with two kinds risk estimations —

SUZUKI, Nobuyuki

#### Abstract

When we think about the small business management on their given condition and inside resources, in that is not easily, strategic alliance is one of the effective and hedged options for them.

Hence, in the alliance condition, due to they will have to pay attention the relation risk and profit risk at least, this paper researched about a personal decision framework in business top to achieve their good practices, about an organizational decision process to accomplish their expectable performances united efforts. In addition, on base two results, formulated and discussed about one of the causal structured modeling concerned with strategic decision process constructed in small one.

Consequently, in relate to design and implement own alliance strategy, guess that this research could indicate a decision support model for small business top in usable and understandable.

#### Key Words

Strategic alliance, Strategic decision process in small business, Relation risk and profit risk

#### キーワード

戦略的な企業提携, 小さい企業の戦略的な意思決定過程, リレーションリスクとプロフィットリスク

#### 目 次

- |            |          |
|------------|----------|
| 1. はじめに    | 4. 結果の考察 |
| 2. 本論の研究計画 | 5. おわりに  |
| 3. 分析と結果   |          |

## 1. はじめに

概して、中小企業や小規模事業の経営者は、大企業の戦略的な経営資源管理と比べると、豊かな経営資源の保有や活用では恵まれていない。したがって、従前の定義や制御を適用しづらい昨今の経営管理上の外的与件と内的条件に基づくならば、自分の立場ある思考と決断としては、むしろ優先して自社と他社の真剣かつ時機な協議を設定し、自社の存立と展望を踏まえた戦略的な企業提携の構築や進展について真正面から検討せざるを得ないだろう。

例えば、鈴木(2018)<sup>1)</sup>の報告では、小さい企業(お菓子の製造・流通・販売を一括して内部化し、資本金1億円未満かつ正社員300名未満の自営業者)の戦略的な意思決定について調査したところ、仮説1の有意な結果から、自社の経営資源のオリジナリティは高いと判断したい経営者は、お互いの独立と供与で見通し良く話し合える企業提携を受け入れたいと考え、他方で、自社のオリジナリティは高くないと判断したい経営者は、お互いの要求や協力に関して都度よく話し合える企業提携を受け入れたいと考えている。しかし、どちらの考え方であっても、小さい企業の意味決定上の選択肢としては、自社方針であれ他社提案であれ、資本的な従属支配や一方的な要求圧力の不安や懸念を少しでも感じざるを得ない企業提携の在り方については、自社として企業提携の是非や展望について捉え始める時点から除外して検討していることが指摘できる。仮説2の有意な結果を見ると、自社の戦略ビジョンから決断した企業提携の一定期間後のパフォーマンス評価は、自社での見込み状態や期待レベルを少しだけ越える実情にある。結果として、何となく期待外れの意気消沈は生じるものの、自社の規定と手順を踏まえたフォーマル型の意思決定スタイルは、多くの従業員の失望や不満の貯め込み具合を小さくし、他社との時機かつ仔細な意見交換を介したコミュニケーション型の意思決定スタイルは、自社としては軽く評価できない連携成果の落ち込み程度、自社の従業員に拡散しかねない共同意欲の弱まり具合を下支えしていることが理解できる。最後に、仮説3の結果から読み取ると、自社での現状理解と将来展望の観点から深く検討せざるを得ない企業提携の開始や進展や廃止に関して、小さい企業の経営者は、一定の時間の流れの中で他社の言動や評判について幾度も見聞したり体感したり経験しつつも、自分で思考していく限界ある意思決定の中に、どのようなデータや情報を組み込んでいくか明快的な意識や手順を形成してはいない。

これに続く鈴木(2021)<sup>1)</sup>の報告では、小さい企業を対象に、自社で検討中もしくは展開中の戦略的な企業提携と、経営者の責任ある個人判断に基づくリスク見積もりの関係から想定でき得る3つの仮説を準備した。前回と同じ対象者に再度依頼した質問紙調査によれば、仮説1の有意な結果として、自社での戦略的な企業提携の現状評価と今後展望については、他社との共同状態の中では決して排除できないリレーションリスクを重く受け止めるネガティブな思考枠組みからアプローチしていると推察できる。小さい企業の経営者は、自社として固く予見でき得た今後の連携状態を念頭に、他社の経営資源の活用や転化を時機よく混乱なく実現させなければならない不断

の焦燥とか、お互いの自律した戦略ビジョンの追求と共有を前提に、他社への警戒や配慮を普段から軽視してはならない緊張の常態とか、できれば予想も対処も準備したくない果てないリレーションリスクの事態や抑制や回避について細かく想定している様子が理解できる。仮説2の有意な結果から、お互いの戦略ビジョンの合理的な達成を目指した企業提携の組み方や進め方について、小さい企業の経営者は、他社との交渉過程や協力実情を眺めつつ、自社の意思決定の中で取り上げたい種々の要素や条件を柔軟に入れ替えて思索していると推断できる。例えば、他社からの提案や勧誘を受け入れた現状の企業提携の進行中にある場合は、自社での事業展開上の不確定や不確実から否応なく離れられないとともに、自社で強く欲したい利益やアドバンテージを必ず獲得できるとは予断できないため、他社の裁量である機会主義な行動選択の可能性について注意深く観察した上で、自社の立場や本音を論理よく代弁してくれる有能な交渉役を活用したいなど、大きく2つの側面から定義されるプロフィットリスク（1：社内全体で合意できた期待見込み（予期したい利益や便益の質・量・タイミング）を達成できないかもしれない・2：自社の事業展開では想定してこなかった未知なる損失や失敗を背負わされるかもしれない）を重く捉えていることが指摘できる。自社の提案から双方の企業提携の具体的な組み方や進め方について協議している状況では、自社の経営資源として活用も補充も怠っていない現状の生産力や営業力の強化へ進み出たいなど、自社でのポジティブな思考枠組みから検討しつつも、これと並行して、他社との長期かつ多岐な事業連携についても相談したいなど、自社でのプロフィットリスクの事態回避や軽減対策について深く思索していることが理解できる。自社の構想や提案から現状の企業提携の将来像について交渉している状況では、自社でのポジティブな思考枠組みから更なる生産力や営業力の補強を目指しつつも、一定期間の連携状態の中で、他社の経営者や従業員が感じ取った自他共同の見込み違いや自社への不信任などから必然的に浮上してくるリレーションリスクについて、これと同時に、お互いが譲歩したくない自律した企業経営や戦略展開の確保、お互いの長期かつ多岐な共同関係の中で見え始めた予想外の利益停滞などから見込まざるを得ないプロフィットリスクについても重く捉えていることが理解できる。また、仮説3の有意な結果を見ると、現代の戦略ビジョンの展望的かつ効果的な1つとして、お互いの企業提携の可能性について打診したいとか、現状の企業提携の進展構想について協議したいとか、自社の立場や発想から他社の態度形成や提携持続に接近し、自社で有する実体明示型の経営資源（営業拠点や販売店舗・運搬車両や物流倉庫・生産設備や工場立地・特許や意匠など）の活用や投入から交渉していく場合、他社の自律ある戦略決定から起き得る自社軽視や合意停止など、決して消えない何らかのリレーションリスクの発生や影響について普段から覚悟し深慮しつつも、自社でのポジティブな思考枠組みを前提に、現状ある商品ラインの拡充や事業領域の拡大など、自社の経営資源の総合的な充実に改善に関して視界よく予期していることが指摘できる。一方で、自社の構想から他社の経営者に対して戦略的かつ意欲的に交渉したい状況であっても、自社が有する無形価値型の経営資源（社員や組織の暗黙知・会社や製品の知名度・営業年数や取引関係の信用度など）の活用や共有から協議していく場合は、自社の知名度の広域普及や自社の営業力の更なる向上など、自社での

ポジティブな思案と行動から無理なく達成でき得る一定の連携成果を見込みつつも、自社で想定していた期待成果の下方修正、あり得る自社従業員の企業忠誠や就労意欲の縮小など、さまざまなプロフィットリスクの1つとして、自社では決して望まない総合的な企業力の悪化可能性に関して大きく懸念せざるを得ないとともに、リレーションリスクの1つとして、他社の裁量で起き得る機会主義な発言や行動についても普段から監視も対処も緩めていないことが理解できる。

つまり、本論の着眼としては、2つの報告(2018<sup>1)</sup>、2021<sup>1)</sup>)を踏まえた上で、小さい企業の経営者の慎重かつ果敢な思考と判断と行動の連鎖に注目し、彼らのリーダーシップの中で組み立てられる戦略的な意思決定過程の全体構造を捉えるべく、自社での戦略的な企業提携を破綻なく遅滞なく実現していく目的達成上の観点から、いくつかの他社と根気強く交渉していく中で、どんな相手を魅力ある提携先として選定するか、どんな経営資源を効率よく活用するか吸収するか、どんな共同関係の構築や維持を言及するかについて、もう1つ、自律して動く企業の組織体制上の観点から、円滑なコミュニケーションと健全な士気高揚を大事に捉えつつ、どんな意思決定スタイルを適用するか、どんな要素や条件を取り上げて議論するかについて明示よく整理したいと考えている。さらに、一般的に見た場合、小さい企業の経営者は、余裕の少ない自社のリカバリパワーを前提に、自分や従業員の知見と経験から無理なく定義できるリスク、あるいは自社での知識力と探知力を合わせて定義でき得るリスクに関して時機かつ的確な対応を準備しなければならぬため、彼らの責任あるマネジメントコントロールを支援すべく、一定の現実味ある意思決定上の参照モデルとして、少なくともリレーションリスクとプロフィットリスクに配慮している戦略的な意思決定過程の全体的かつ構造的な流れを例示したいと考えている。

## 2. 本論の研究計画

本論では、連続して入手できた2つの調査データ(2018<sup>1)</sup>、2021<sup>1)</sup>)を再活用した上で、3つの新しい課題を設定したい。

その1として、小さい企業の主体的かつ全社的な決定と行動の連鎖に鑑み、自社で思慮して決断した戦略的な企業提携の一定期間後のプラス方向のパフォーマンス評価を従属変数に、お互いの主張と調整を幾度も重ねざるを得ない一連の協議を踏まえつつ、小さい企業の経営者が自社の論理と展望を大事に汲み上げてきた戦略的な思考枠組みを明らかにする。

その2として、小さい企業の経営者の全般的かつ先見的なマネジメントおよび部門管理者の日常かつ業務的なリーダーシップに着目し、自社での見込み成果の設定や追求だけでなく、お互いの提携合意の実現や進展とも関係していく多様な意思決定要素を説明変数に、自社の立場で思案も決定もでき得る戦略と手段と行動のポートフォリオを示すべく、小さい企業の経営者と従業員が無理なく結束して着手でき得る組織的な意思決定過程の全体像を明らかにする。

その3として、お互いが企業提携の内容や実施で合意できた場合、小さい企業の経営者は、他社の機会主義な決断や行動から起き上がるリレーションリスクの予防や抑制について、同時に、

自社の思案や行動から生じる事態もあり得るが、自律した他社の損失や怠慢から飛び火してくるプロフィットリスクの回避策や善後策について普段から深慮して備えなければならない。加えて、お互いの信頼と協力の重要性について強く言及しつつも、一定の可能性ある利益分配上の相互対立や業務分担上の連携ズレなどを念頭に、あって欲しくない互惠状態の停滞や崩壊に備えた法的効力ある契約書等の作成と手交についても落ち度なく準備しなければならない。よって、それぞれの戦略ビジョンに基づく企業提携の協議中とか実践中とかと関係なく、自社で定義できる外的与件と内部条件のダイナミックな関係性については可能な限り細かく検討せざるを得ないとともに、少なくとも2つのリスク見積もりから離れられない自社としての戦略的な意思決定過程についても時機よく連動よく編成しなければならないため、お互いの共同意欲から具体化してきた企業提携全般についての一定期間後の成果評価を従属変数に、小さい企業の経営者が普段から参照でき得る意思決定上の簡易な因果構造モデルを例示すべく、彼らの無限ではない思考と決断の中で組み立てられる戦略的な意思決定過程の潜在的かつ全体的な要素関連を明らかにする。

### 3. 分析と結果

その1について順序よく理解していくため、他社と合意できた企業提携の一定期間後の満足度評価を従属変数に、小さい企業の経営者の戦略的な意思決定の第1段階では、どんな相手と交渉すべきか、第2段階では、どんな共同関係を構築し、どんな経営資源を投入すべきか、第3段階では、自他の合意内容を踏まえ、どんな提携状態を保持すべきかについて分析した。

表1-1の結果から、小さい企業の戦略的な企業提携に関する一連の思考や交渉に関して、他社から提案を受けて動き始めた企業（回答全体の84%相当）のみを取り出すと、今回のデータ集計から確認できた緩やかな傾向として、むしろ自社では明快な提携ビジョンを準備していない回答群（回答内訳の43%相当）、むしろ自社との事業類似度が低い他社と企業提携を相談していききたい回答群（同内訳の32%相当）、むしろ自社との事業類似度が高い他社と企業提携を交渉していききたい回答群（同内訳の25%相当）があるだろうと理解できる。同時に、もう1つの大まかな傾向として、自社の方針から動き始めた企業（回答全体の16%相当）のみを捉えれば、自社との事業類似度が高い他社と是非とも企業提携を実現させたい回答群（回答内訳の100%）があるだろうと理解できる。

表1-1 経営者の検討基点と自他の提携実態の関係について

	自社方針で	他社提案で	合計
同じ業界や類似した事業内容	9	12	21
異なる業界や重複しない事業内容	0	15	15
どんな相手でも構わない	0	20	20
合計	9	47	

カイ二乗検定（統計的な有意差なし、SPSS使用）

表1-2のように、他社から提案を受けて動き始めた回答群のみ取り上げた場合、小さい企業の戦略設計や状況認識から外したくない自社での重みある要素や条件については、他社から提示されるかもしれない自社の資本的な従属や一方的な服従に陥らないこと（主成分1（固有値2.30））、できれば自社の店舗や倉庫など物理的な経営資源の活用や共有から提携交渉に臨みたいこと（主成分2（同1.58））、自社の価値や利益の根源となり得る特許や意匠など技術的な経営資源の活用や供与から相互交渉を進めたいこと（主成分3（同1.24））、自他での株式持ち合いや共同出資事業など自社の財務的な経営資源の活用や投入には踏み出さないこと（主成分4（同1.13））の4つに主たる関心が集まるだろうと要約できる。

表1-2 他社提案を受け、自社の立場で考慮したい意思決定の諸要素について

	M 値	SD 値	主成分1	主成分2	主成分3	主成分4
資本的かつ支配的な関係	1.31	0.98	0.94			
私利的かつ一方的な関係	1.75	1.05	0.77			
対話的かつ双方向的な関係	4.21	1.43	-0.70			
物理的な経営資源の活用	3.15	1.21		0.85		
技術的な経営資源の活用	4.26	0.92			-0.82	
財務的な経営資源の活用	1.21	0.51			0.89	
固有値			2.30	1.58	1.24	1.13
累積負荷量			29.26	48.49	64.39	77.20

主成分分析（説明変数の相関性を考慮したプロマックス回転あり、SPSS 使用）

変数間の相関（ $-0.31 < r < 0.74$ ）

主成分間の相関（ $-0.15 < r < 0.18$ ）

最後に、表1-3の結果から、他社から提案を受けて動き始めた小さい企業の一定期間後の成果評価については、一定レベルの統計的な関連性と有意性を確認できたとともに、この回答群では肯定的な評価水準（合計10点の中で平均点6.57）にあると言及できる。つまり、自社でのプラス域の満足状態は、自他の臨機かつ多様な相談を積み上げる中で、自社の店舗や工場など物理的な経営資源の活用や共有から今般の提携交渉に入り込めたこと（標準化回帰係数0.56）、他社の戦略ビジョンから自社の資本的な従属体制を取り除けたこと（同-0.42）、自他の交渉課題から自社の資本力の悪化に繋がりにかねない財務的な経営資源の活用や投入を除外できたこと（同0.33）、自社の利益や立場を保証でき得る特許や意匠など技術的な経営資源の活用や供与から双方合意に到達できたこと（同0.25）の4つが主として関連しているのではないかと指摘できる。

表1-3 他社提案を受け、一定期間後の企業提携満足に対する意思決定要素の説明力について

説明変数	M 値	SD 値	標準化回帰係数	t 値	p 水準	VIF
物理的な経営資源の活用	3.15	1.21	0.56	4.78	<0.01	<1.15
資本的かつ支配的な関係	1.31	0.98	-0.42	-2.08	<0.05	<3.43
財務的な経営資源の活用	1.21	0.51	0.33	2.98	<0.01	<1.07
技術的な経営資源の活用	4.26	0.92	0.25	2.25	<0.05	<1.05
対話的かつ双方向的な関係	4.21	1.43	-0.23	-1.63	<0.10	<1.75
私利的かつ一方的な関係	1.75	1.05	0.20	1.17	>0.10	<2.51

従属変数（現状での期待充足度と今後への期待継続度の合計、M 値 6.57、SD 値 1.11）

重回帰分析（強制投入法、自由度調整済み決定係数 0.45、F 値 7.32、p 水準 < 0.01、SPSS 使用）

次に、その2について明示よく整理していくため、他社から提案を受けて動き始めた小さい企業の経営者が自分の責任ある戦略的な意思決定の中で取り上げたい種々の要素や条件を説明変数に、自社の全体マネジメントと関わる第1段階では、どんな意思決定スタイルを適用すべきか、第2段階では、自社で協働している多くの従業員の意欲や結束に注目しつつ、どんな意思決定上の要素や条件に着想すべきか、第3段階では、自社での部門リーダーシップあるいは各種オペレーションの有効性や能率性に鑑み、小さい企業の経営者は、どんな方策や手段から具体的に取り組むべきかについて分析した。

表2-1のように、小さい企業が他社提案から動く場合と自社方針から動く場合を設定した上で、4つの意思決定スタイルの重視度や優先度について分析したところ、本論の仮説に反し、一定水準の意味ある統計的な結果は理解できなかった。要するに、どちらの動き方であれ、今回の分析上の緩やかな傾向としては、小さい企業の戦略的な意思決定の中では、自社での時々の情報交換や方針調整を含め、自社と他社の入念かつ着実な意見交換から自他の合意形成や連携体制に辿り着く主観的な意思決定スタイル（合計5点の中で、他社提案群の平均点4.01、自社方針群の平均点3.51）を選好したいだろうと思われる。ただ、2つの動き方から捉えるならば、極めて緩やかな傾向として、他社提案から動き始めた小さい企業であれば、お互いの異なる立場や観点から今般の企業提携のメリットやリスクについて虚偽なく開示し合って交渉した上で、双方の信頼醸成や合意形成に辿り着く客観的な意思決定スタイル（平均点3.55）を重視したいだろうし、自社方針から動き始めた経営者であれば、それぞれの代表者のビジョンに基づく全権的かつ密談的な交渉から双方の互惠体制や人材交流に辿り着く政治的な意思決定スタイル（平均点3.25）を選好したいだろうと思われる。

表2-1 経営者の検討基点と自社で適用したい意思決定スタイルの関係について

	自社方針で		他社提案で		F 値	p 水準
	M 値	SD 値	M 値	SD 値		
客観的なスタイル	2.75	1.66	3.55	1.43	1.96	> 0.15
主観的なスタイル	3.51	1.41	4.01	1.28	0.98	> 0.30
公式的なスタイル	3.51	1.77	2.95	1.39	0.94	> 0.30
政治的なスタイル	3.25	1.98	2.25	1.54	2.53	> 0.10

変数間の相関（ $-0.03 < r < 0.43$ , SPSS 使用）

表2-2から理解できるように、他社提案から動き始めた小さい企業の事業実態と今後展望を前提に、彼らが無理なく着想でき得る意思決定上の諸要素について整理してみると、むしろ自社での目線や主張を弱めた上で、他社で計画し得る機会的な利益追求への適度な牽制を意識しつつ、自社でも起こり得る利己的な思案や言動を控えること（主成分1（固有値5.21））、他社の協力態度や連携実績などを確認しつつ、自社で生じ得る他社批判や連携拒否を抑えること（主成分2（同2.94））、お互いの信頼ある依存状態を保持しつつ、自社での技術力や開発力の向上に努めること（主成分3（同2.01））、自社での提携実態や成果レベルを捉えつつ、他社の自社貢献度を読み取ること（主成分4（同1.69））の4つに主な関心が集まるだろうと理解できる。

表2-2 他社との企業提携において、自社の立場で着想したい意思決定要素について

	M 値	SD 値	主成分1	主成分2	主成分3	主成分4
自社での競争力や影響力の実現	2.27	1.19	0.95			
自社全体での提携利益の理解	2.38	1.31	0.92			
自社負担でのコストやリスクの軽減	2.36	1.45	0.89			
他社の戦略追求や利益欲求の抑制	2.51	1.27	0.85			
他社の協力意欲の確認	2.31	1.14		0.89		
他社の反抗態度の整理	1.85	0.86		0.87		
自社での不満感や忍耐度の確認	2.54	1.03		0.81		
自社での技術力や開発力の強化	2.39	1.69			0.93	
自社での他社依存度の確認	1.93	0.97			0.81	
他社の自社貢献度の確認	3.69	1.01				0.86
固有値			5.21	2.94	2.01	1.69
累積負荷量			32.58	50.99	63.5	474.12

主成分分析(説明変数の相関性を考慮したプロマックス回転あり, SPSS 使用)

変数間の相関 ( $0.60 < r < 0.85$ )

主成分間の相関 ( $-0.04 < r < 0.28$ )

表2-3 他社との企業提携において、自社の立場で採用したい方策や手段について

	M 値	SD 値	主成分1	主成分2	主成分3
長期かつ多岐な協力関係に関する相互合意	4.36	0.67	0.93		
他社の不誠実や不履行に関する監視体制	3.86	0.92	0.87		
他社の自社依存強化への誘導や要請	3.71	0.71	0.84		
双方の自律と決断に関する尊重や受容	3.79	0.73	0.81		
仲介役の活用と権限に関する相互了承	2.91	1.19		0.82	
自社の損失負担や利益保護に関する事前合意	3.42	0.56			0.84
固有値			3.69	3.03	2.54
累積負荷量			52.32	69.45	82.39

主成分分析(説明変数の相関性を考慮したプロマックス回転あり, SPSS 使用)

変数間の相関 ( $-0.54 < r < 0.77$ )

主成分間の相関 ( $-0.53 < r < 0.48$ )

表2-3の結果より、他社提案から動き始めた小さい企業の一定期間後の見込み達成を念頭に、彼らの戦略的な意思決定の中では是非とも選び出したい全社的かつ具体的な方策や手段について注目してみると、お互いの自律ある主張や展開を尊重しつつも、他社で起き得る共同離反や合意破棄については緩やかな監視や交流を介して抑え込み、お互いの長期かつ多岐な連携体制についての明快な合意文書を取り交わすこと(主成分1(固有値3.69))、他社との意見対立や連携不調を回避しつつ、自社の代弁者となる仲介人の活用と権限に関して折り合うこと(主成分2(同3.03))、お互いの交渉や連携を安定して進めるため、できるだけ時々の交渉の早い段階で、他社の構想や計画の中で固く言及でき得る自社の利益受領について、あるいは万一の共同失敗に備えて覚悟したい自社での損失負担や追加支出について取り決めること(主成分3(同2.54))の3

つが主として列挙されるだろうと理解できる。

さらに、その3について手順よく接近していくため、その2で言及できた3つの結果を参照した上で、小さい企業の戦略的な意思決定過程の全体像について論及でき得る一方向のパス流れに基づく逐次的な因果構造モデル（構造的な流れとして、自社として適用したい4つの意思決定スタイル（STYles）→自社の現状と展望から着想したい戦略的な意思決定上の諸要素（INTerests）→自社の目的達成の観点から運用したい共同体制上の方策や手段（OPTions）→今般の企業提携実態に関する一定期間後の成果評価（ESTimation））を仮定した。そして、その3のモデリング分析の手続きとして、データ分析上の合理的な関連根拠から描き出したい本論の構造方程式モデリングに関し、一方向の逐次な因果関連を予想した総当たり方式の重回帰分析を実施したところ、4つの独立した要素から構成されるSTY変数を説明変数に、その他のINT変数とOPT変数とEST変数の個々の要素を従属変数として置いた場合、一定の意味ある統計上の関連性は理解できなかった。したがって、本論の仮説としては、図3-1で示したモデル体系のように、表2-2の結果から理解できた4つの主成分の特徴を前提に、それぞれの主成分の中で最も因子スコアの高い要素のみ取り出して4つの外生変数（INT1・INT5・INT8・INT10）に、表2-3の結果から理解できた3つの主成分の特徴を読み取り、小さい企業の戦略的な方針決定と手段選択と行為実践の前後的な順序性を踏まえた上で、上と同じく最も因子スコアの高い要素のみ取り上げて3つの内生変数（OPT1・OPT5・OPT6）に、モデル全体の一方向のパス連鎖の終端に、小さい企業の一定期間後の成果評価を従属変数として内生配置した実態的かつ理論的な因果構造モデルを編成した。つまり、企業や個人の意思決定についての典型的な捉え方に基づくならば、他社提案であれ自社方針であれ、小さい企業の戦略的な企業提携の交渉や展開で看過できないリレーションリスクとプロフィットリスクの見積もりに関しては、一定方向の段階的かつ連鎖的な思考手続きを前提に、自社での総合的な情報力を駆使して理解でき得る3つの側面（質・量・時間）から明快に定義されているだろうと考えられるため、その2で言及できた2つのリスク見積もりを伴う3つの結果を本論のモデリング分析の中に取り込んだ上で、小さい企業の戦略的な意思決定過程の構造化や制御化と関わる1つの因果構造モデルの統計的な適合性や現実的な適用性について分析した。なお、表3-1のように、本論で仮定した逐次的な潜在構造モデリングのスタートに置く4つの外生変数は、ほとんど相関性を言及できない独立した観測変数として設定できるだろうと思われる。

図3-1 3つの変数に基づく潜在構造モデルとパス係数

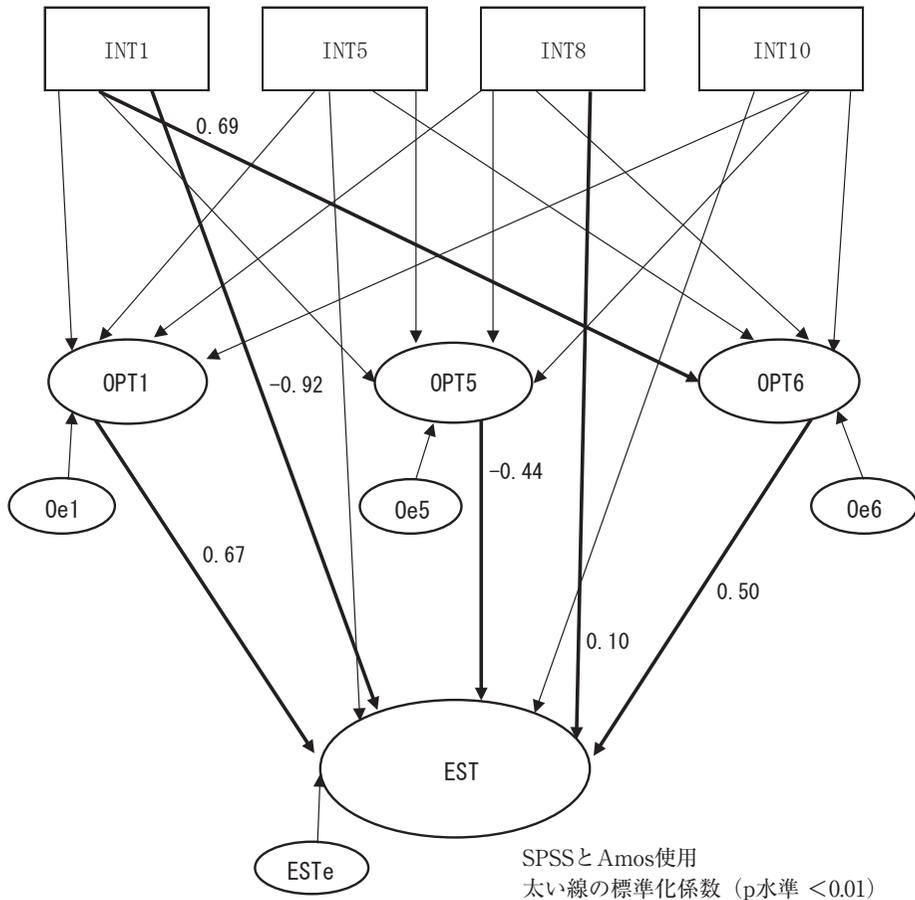


表3-1 4つの外生変数の相関性について

	INT1	INT5	INT8	INT10
INT1		0.06	-0.02	-0.09
INT5			-0.11	0.11
INT8				-0.17
INT10				

変数間の相関 (ほとんど確認できない, SPSS 使用)

図3-1から理解できるように、モデル全体の終端として内生配置したEST変数を従属変数に、おそらく実測可能な外生変数として配置したINT変数による直接効果について取り上げると、意味ある統計上の関係としては、太い黒線で結びつくINT1変数(標準化係数-0.92)とINT8変数(同0.10)の流れを確認できる。つまり、小さい企業の戦略的な意思決定の中で、INT1変数が意味する要素に着目していくと、自社での一定期間後のパフォーマンス評価は現状レベルから下降していくだろうと読み取れる。その一方で、INT8変数が意味する要素に着目し

ていけば、極めて小さなプラス効果ではあるものの、自社でのパフォーマンス評価は現状レベルより上昇していくかもしれない。次に、小さい企業の意味決定上の順序性や連鎖性の観点、モデル全体の変数構成上の配置性や媒介性の観点から内生させた OPT 変数による間接効果について注目してみると、有意な統計上の関係として、OPT1 変数（標準化係数 0.67）と OPT5 変数（同 -0.44）と OPT6 変数（同 0.50）の 3 つの流れを指摘できる。少しだけ概観してみれば、小さい企業の経営者の責任ある決断と行動において、OPT5 変数が意味する方策や手段について深く考え、自分の代理役の活用や権限に関して交渉していくならば、当初の期待見込みから外れて、自社での成果評価は現状レベルから縮小していきだろうと読み取れる。むしろ、小さい企業の経営者の全般的なリーダーシップに鑑み、OPT1 変数が意味する長期かつ多岐な連携合意に関する書面交換について、OPT6 変数が意味する自社で予定すべき協力体制上の負担上限や利益配分に関する事前了承について言及していけば、自社でのパフォーマンス評価は拡大していきだろうと捉えられる。最後に、本論のモデリングの全体的かつ構造的な変数関連性に着目し、独立した外生変数である 4 つの INT 変数と、前後の媒介性ある内生変数である 3 つの OPT 変数と、モデル全体の中で内生配置できた従属変数である EST 変数から理解できる一方向の総合効果について見ていくと、小さい企業の戦略的な企業提携の実情反映とも言い換えられる一定期間後のプラス域での成果評価に関しては、INT1 変数で取り上げたい意思決定要素から OPT6 変数で検討したい方策や手段へ流れる 1 本の因果パス（直接効果 0.69）と、OPT6 変数からモデル終端の EST 変数へ流れる 1 本の因果パス（間接効果 0.50）から合成されるモデル分析上の 1 本の因果パス（ $0.69 + 0.50 =$  総合効果 1.19）が一定のプラス効果として首尾よく機能しているだろうと予想できる。

#### 4. 結果の考察

本論で実施したデータ分析とモデリング分析を基礎に、小さい企業の戦略的な企業提携の全体像について考察したい。

その 1 で取り上げた 3 つの結果によれば、大企業と比べると、小さい企業は一定程度の先見ある提携ビジョンを構築しないまま、他社提案に基づく交渉手続きに乗り出しやすい実情にある。そして、小さい企業の経営者は、自社の専門領域や企業文化を大事に捉えつつも、自分のリーダーシップの中で思案して決断しなければならない自社での戦略的な意思決定においては、大きく 4 つの目的達成上および手段選択上の着眼点を設定し、特に、他社では切望したいかもしれない資本的な支配や一方的な従属から遠く離れた双方の自律ある企業連携づくりに言及し、自社の店舗や倉庫や車両など物理的な経営資源の投入や共用を介した協力体制づくりを要望し、その時々の課題や交渉に応じた自社の着想から深慮して行動した結果として、少なからずプラス域の満足状態に達している。あり得る意思決定上の枠組みとして、小さい企業の経営者は、どんな業域や規模の相手であっても、他社から受けた企業提携の提案は、自社の成長や発展を実現させていくための好機な呼び掛けではないかと捉えた上で、自社としては是非とも見込みたい連携上のメ

リットやアドバンテージを細かく検討し、自社の存続と自律を忘れない責任ある意識と言動から多くの課題や交渉に取り組み、決して譲歩できない自社の根源的な価値とか壊滅的な損失とかを念頭に、自社の総合的な経営力の補強や充実を目指した物理的かつ機動的な固定資本の投入や共用について根気強く交渉していくと思われる。

その2で理解できた3つの結果から検討してみると、小さい企業の経営者は、自社での戦略的な企業提携の在り方や進め方に関しては、他社提案を契機とした受け身な思案と決断と行動になりやすく、あり得る個人的かつ組織的な傾向として、さまざまな案件について他社との時々交渉を重ねるとか、自社の役員や従業員との適宜な相談を深めるとか、自他での合意形成と自社での方針共有を念頭に、できるだけ多岐かつ柔軟な意見交換を往来させられる人間的で主観的な意思決定スタイルを優先して取り入れたいらしい。つまり、小さい企業の経営者の戦略的な意思決定としては、自社として多くの視点や意見を筋道よく積み上げた組織上の手続き合理性を前提に、4つの協力体制上および3つの業務連携上の思案要素に着目し、特に、自社方針の追求や他社戦略の抑制などに走り過ぎない共栄的かつ友好的な態度の中で、大きな懸念である他社で起き得る離反行為や自社軽視を普段から監視しつつ、お互いの豊かな互惠体制の成立と存続に関して粘り強く交渉も行動も続けていくと思われる。

その1とその2のデータ分析を踏まえた上で、その3で仮定できた本論のモデル全体について振り返ると、一方向の因果構造モデルの従属変数であり、小さい企業の実情認識である一定期間後の成果評価は、若干とは言え、一定レベルのプラス域の満足状態に達している。したがって、企業規模の大小から離れて、企業であれば言及でき得る自社での戦略的な意思決定過程の逐次的な流れを前提に、彼らの一定期間後の成果評価に結びつく一方向の因果パスを眺めていくと、今回のモデリング分析を通じて理解したい意味ある統計上の関係としては、モデル全体の中で太い線で結びつく2つの直接効果と3つの間接効果を指摘できる。

他社と多様な交渉を進める中で観測でき得る外生変数とした4つのINT変数に関しては、特に、INT1変数から直結して流れるマイナス効果の因果パスから推論できるように、表2-2の平均値を踏まえると、今般の企業提携の交渉中や展開中において、小さい企業の本音としては切望したい自社の企業競争力の向上や他社への事業影響力の拡大に関して、自社の主要な関心事ではないと他社から受け止められるように弱く言及していくと、自社でのプラス域の成果評価は一定の可能性の中で下がるだろうと思われる。一方で、INT8変数から直結して流れる極めて小さなプラス効果の因果パスを見ていくと、もう1つの直接効果の流れとして、自社としては獲得したい更なる技術力や開発力の向上に関し、自社での主たる目的や成果ではないと言及しつつ、今般の共同体制の円滑な合意と展開に進み出ると、微々たる効果ではあるが、自社でのプラス域の成果評価は現状より上がるのではないと思われる。さらに、モデル全体の内生変数としたOPT変数は、本論のモデリング分析の理論的かつ概念的な位置づけでは、小さい企業の戦略的な意思決定過程の行動計画と行為実践の段階を意味し、いずれかのINT変数から一定レベルの潜在的かつ構造的なパス流れを受け取りつつ、モデル全体のINT変数からEST変数へ流れる一

方向の因果パスの中間的な媒介役を果たしている。それぞれの OPT 変数から流れる一定レベルの因果パスから推察できるように、自社で決断できる戦術構想と業務展開に関わる3つの間接効果を捉えると、OPT1 変数からプラス効果のパス流れがあるように、お互いの長期かつ多岐な連携協力の在り方や進め方について時々の臨機な交渉から合意形成できたとすれば、OPT6 変数からプラス効果のパス流れが見られるように、自社の負担として予定しなければならない共同実施上の損失やリスクについて、あるいは自社の利益として見込みたい相互連携上のメリットやアドバンテージについて幾度の交渉から連携実施のスタート前に合意形成できたとすれば、自社でのプラス域の成果評価は少なからず伸びるだろうと思われる。しかしながら、OPT5 変数からマイナス効果のパス流れがあるように、小さい企業から要望したい自社の代理役としての交渉仲介人の活用や権限について時々の交渉から合意形成できたとすると、自社の戦術上や業務上の期待に反して、一定期間後の成果評価は一貫した可能性の中で下がるだろうと思われる。

その3で取り上げたい最後に、本論の最終的な研究目的に鑑み、今回のモデリング分析から言及できる一定レベルの総合効果について注目してみると、意味ある統計上かつ構造上の関係として、外生変数の INT1 変数と、内生変数の OPT6 変数と、モデル全体の終端として内生配置した EST 変数を結びつける一方向の2本の因果パスを確認できる。つまり、小さい企業の戦略的な意思決定過程の全体像から理解していくと、まず第1に、INT1 変数のプラス効果のパス流れがあるように、経営者の観点や主張としては全く不思議ではないものの、お互いの交渉中や共同中にあるのは、1つの有意義な着想として、自社としての主たる戦略や要求である自社での企業競争力の補強や他社への自社影響力の確保などを他社から感づかれないように意図して論及していったらどうか。続く第2として、OPT6 変数のプラス効果のパス流れがあるように、小さい企業の立場で納得して受け入れられる共同展開上の損失やリスクについて、もしくは小さい企業の立場で視界よく予見できる相互連携上の利益やアドバンテージに関して、お互いの自律と協力と共栄の観点から提携実施前の相互了承を目指して交渉していったらどうか。短く述べれば、小さい企業の戦略的な意思決定上の着想と戦術的な行動決定上の方策や手段を1つの総合効果の具体化として連動して結びつけられるならば、彼らの戦略的な意思決定過程の有効性や機動性とも関係し、自社での一定期間後の成果評価は現状より伸びるだろうと思われる。

## 5. おわりに

本論は、鈴木<sup>1)</sup>の2つの報告(2018<sup>1)</sup>, 2021<sup>1)</sup>)を踏まえ、それぞれのデータセットを結合した上で、3つの新しい課題を設定した。小さい企業の戦略的な企業提携の全体像を捉えるべく、1つ目は、一定期間後のプラス域の成果評価に関する経営者の戦略的な意思決定枠組みについての探究、2つ目は、自社の決断と行動から進展していく戦略的な企業提携の目的達成に関わる組織的な意思決定過程の構成要素についての探究、3つ目は、2つのリスク見積り必然性を前提に、一定期間後の成果評価と関わる1つのマネジメントモデルとしての戦略的な意思決定過程の

潜在構造モデリングについての考察である。また、3つの連続した報告のデータセットに関しては、本論でも注目した「小さい企業」の研究上の分類や定義を分かりやすく準備した上で、サンプリングの代表性や網羅性の観点から、全国の都道府県から少なくとも1社の小さい企業を選定して調査したものである。ただし、予想した以上に回収できた調査票は少ないため、いくつかのデータ分析に関する統計的な信頼性の限界、いくつかの分析結果に関する一般的な妥当性や適用性の是非など、3つの報告から読み取れる複数の結果や考察については、言い過ぎない緩やかな論及が適当ではないかと思われる。

しかしながら、世の中の経営事情を見れば、小さい企業の経営者は、自分の意思決定上の制限ある合理性に関して冷静に気づけたとしても、大企業と同様に、豊かな経営資源の蓄積と活用から戦略的な意思決定の枠組みを手際よく構想できるわけではないし、何らかのリスクを時機かつ的確に見積もらなければ、さまざまな行為実践の効果的な組み立てについて言及せざるを得ない戦略的な意思決定過程の全体枠組みを迷い少なく統制できるはずもない。よって、小さい企業の戦略的な意思決定過程の全般的な編成と制御を支援すべく、本論の3つ目の課題から無理なく理解できるだろう1つのマネジメントモデルとしての例示として、小さい企業の戦略的な企業提携の実践枠組みに関しては、企業としては当然のこと、自社の利益追求と協力限度については強く意識しつつも、お互いの提携交渉や事業連携を進める中では、一貫して自社の関心や要望を抑えた慎重な思慮と態度から行動し、他社との時々々の交渉の中では、お互いの長期かつ多岐な協力体制づくりを目指した上で、自社として見積もらざるを得ない共同上のデメリット、もしくは自社として先見よく見込みたい連携上のメリットについて速やかに取り上げていってはどうかと提案したい。

最後に、本論の着眼と考察を通じて思い浮かぶ新しい研究課題を挙げてみたい。むしろ、現代の産業界では、大企業とか中小企業とか関係なく、売る側と買う側の必然的な商取引の結びつきよりも、企業の研究開発の促進や事業の再設計の実現などを主たる目的に、お互いの国籍や業界を意図して飛び越えるように、さまざまな企業の戦略的かつ共榮的な結びつきが強く意識されていると思われる。したがって、経営者の全体マネジメントに注目すれば、少なくともリレーショナルリスクとプロフィットリスクの見積もりについては、自社の経験知と暗黙知と探知力を合わせて細かく検討せざるを得ないため、本論の「小さい企業」の業種や規模などを見直しつつ、自律ある企業の戦略と戦術を連動よく編成していく多様なコミュニケーションのフィードバックループを適切に取り込み、より現実味ある双方向の因果パスを仮定した戦略的な意思決定過程についての潜在構造モデリングは研究上でも実務上でも極めて興味深いと言及したい。

#### 参考文献

- 1) 鈴木信幸、『中小企業・小規模事業の意思決定過程と戦略的な企業提携の関係について』、実践経営学研究 No.10, pp109-pp118, 実践経営学会第61回全国大会, 2018年

**参考資料**

- 1) 鈴木信幸, 『中小企業・小規模事業の戦略的な企業提携と RBV/rBV の関係性について』, 実践経営学会第 63 回全国大会, オンライン報告, 2021 年



【研究ノート】

## ポジティブ心理学とキャリア研究

柏 木 仁

A theoretical study on positive psychology and career research

KASHIWAGI, Hitoshi

### Abstract

The research question for the author engaged in career research, is: How can we work lively? Another question interests the author is how to lead a fulfilling life as a whole. Meanwhile, positive psychology tackles issues with what makes life worth living. The findings of such research have important implications for the author's career research. This paper provides an overview of positive psychology with discussions on career research, focusing on well-being theory. Limitations and future challenges of positive psychology are also discussed.

### Key Words

Positive psychology, happiness, well-being, career success, calling

### キーワード

ポジティブ心理学, 幸福, ウェルビーイング, キャリア成功, コーリング (天職感)

### 目 次

- |             |                  |
|-------------|------------------|
| I はじめに      | IV ウェルビーイング      |
| II ポジティブ心理学 | V ポジティブ心理学の限界や課題 |
| III 幸福      | VI おわりに          |

## I はじめに

筆者は、主にキャリア、リーダーシップ、モチベーションといった従業員の組織行動や、企業の人的資源管理に関する調査研究に取り組んでいる。筆者にとっての大きな研究問題は、どうすれば職務で高い成果をあげられるのか、どうすれば生き生きと働くことができるのか、というものである。また、働くことだけでなく人生全体について、どうすれば充実した人生を送れるのか、という問いに関心がある。成果、生き生き、充実がキーワードである。なお、渡辺編(2018, 226頁)も、これまでは、キャリアといえば、原則として賃金を得る職業人生に関する話であることが前提であったが、今では、それ以外の生活を含めた人生全体の満足度を考える方向へと向かっている、と述べている。

一方、近年、幸せや健康などを意味するウェルビーイングの概念が注目され、特にポジティブ心理学の分野を中心に研究が盛んに行われている。その社会的な理由として、前野・前野(2022, 26頁)は、時代の変化とともに地位財から非地位財へ、すなわち、カネ、モノ、地位の豊かさから、幸せや健康といった心の豊かさへと価値観が移ってきていることを挙げている。ポジティブ心理学では、何が人生を生きがいのあるものにするのかについて研究されているが、そうした研究成果は筆者のキャリア研究にも重要な示唆をもたらしてくれる。本稿は、ウェルビーイング理論を中心に、ポジティブ心理学についてキャリア研究に関する議論を交えながら概説するとともに、最後にポジティブ心理学の限界や今後の課題について論じることとする。

## II ポジティブ心理学

ポジティブ心理学とはどのような学問なのか。ピーターソン(2010, 4頁)によれば、ポジティブ心理学とは、私たちが生まれてから死ぬまで、またその間のあらゆる出来事について、人生でよい方向に向かうことについて科学的に研究する学問であり、人生を最も生きがいのあるものにする事柄を研究の主題として真剣に取り組む学問である<sup>1</sup>。ここで、人生でよい方向に向かうとは、人間がよい生き方をすることに関わると考えられるが、ポジティブ心理学は生きる意味と目的を探求する心理学が中心となる、ともピーターソン(2010, 7頁)は述べている。筆者の研究問題である人が生き生きと働く上で、自らの働く意味と目的について考えることは重要であり、キャリア形成における自己認識を深める際にもポジティブ心理学における議論は役立つものである。

従来の心理学は心の病の治療や障害の克服に寄与することが重要な意義といえるが、ピーターソン(2010, 7頁)によると、ポジティブ心理学における最も基本的な前提は、人間の善良さや

1 ポジティブ心理学の直接的な基礎となったのは人間性の心理学とされ、ロジャースの十分に機能する人間(Rogers, 1961)や、マズローの自己実現(Maslow, 1970)の概念などに代表される。

優秀さは、病気や障害や苦悩と同じくらい本物だ、というものである。これは、多くの人間が心の病や障害を乗り越えていくことを当たり前のことと捉えるのではなく（およびその前提として、病や障害は一部の人間だけが経験するという考え方ではなく、誰が経験してもおかしくないと考えべきであるし）、そうした困難を乗り越えていく際には、人間が持つポジティブな力や特性が現実に関わっていることに注目しようということを意味しているのであろう。人間の善良さや優秀さの重要性を無視することは、まるで、健康な人が自分自身の健康を当然のことと捉えて感謝の気持ちも持たず、日々の忙しさを理由に健康の大切さに気づかないことに似ているように思う。そして、重要なことは、ポジティブな特性や経験に気づいてその大切さを単なる綺麗ごとのように捉えて終わりではなく、ポジティブ心理学では科学的なアプローチで客観的に公平に調査研究を行い、その成果を記述し説明するという点である。そうした調査研究のアプローチは、キャリアや人的資源管理の領域における社会調査の方法論と基本的に同じである。

ピーターソン（2010, 24 頁）は、ポジティブ心理学の柱として、a) ポジティブな主観的経験（幸福感、快感、満足感、充実感）、b) ポジティブな個人的特性（強みとしての徳、才能、興味、価値観）、c) ポジティブな制度（家族、学校、職場、共同体、社会）、という3つのテーマを挙げている。人間が幸せになることは、ポジティブ心理学にとって大変重要な関心事であることに間違いはないものの、決してそれだけではなく、個人が持つ徳や才能、興味といったポジティブな特性や、家族や学校、職場などのよい人生を実現するための社会的制度も、ポジティブ心理学の重要な研究テーマに含まれる。なお、これら3つのテーマには、ポジティブな制度はポジティブな特性の発達および発現を促進し、それがまた同様にポジティブな主観的経験を促進するという関係性が含まれている。実際、よい人生とは、経験、特性、制度の3つの全ての領域がよい方向に作用することを表したものかもしれないとピーターソン（2010, 24-25 頁）は述べる。

なお、現実には2種類の側面があるとされ、それが非再帰的現実と再帰的現実である。非再帰的現実とは、人間が考えたり、欲したり、望んだり、期待したりするものに影響されない現実を意味し、自分の考えや願望が現実の世界に影響を与えることはない。それに対し、再帰的現実とは、人間の期待や認識に影響され、ときに期待や認識によって決定されさえもする。セリグマン（2014, 416 頁）は再帰的現実の一例として、人々の認識や期待に強く影響される株式市場を取り上げて説明している。再帰的現実に関連し、ある何らかの期待が何の根拠もない単なる思い込みであったとしても、その期待が実現するように人が行動することによって、事実ではなかったことが現実になることがある。社会学者のロバート・K・マートンは、これを予言の自己成就（self-fulfilling prophecy）と呼んでいる。再帰的現実では、人が考え、感じるものが未来に影響を与え続ける。ポジティブ心理学の科学は、専らそのような再帰的現実に関する事柄なのである（セリグマン, 2014, 419 頁）。キャリア形成においても、現実に個人の期待や夢が叶わないことはある（むしろ叶わないことの方が多いかもしれない）ものの、基本的に自らの意思と行動で切り開いていけるという立場をとることから、再帰的現実や予言の自己成就の概念はキャリアに対しても当てはまるものである。

### Ⅲ 幸福

幸福(幸せ)はポジティブ心理学における一つの重要なテーマであることに間違いはない。幸福感は人間のポジティブな主観的経験の一つである。人が働く理由の一つは幸せにつながるからであり、幸せと働くこと、幸せとキャリア形成は密接に関わる。グラットン(2012)は人が働くことは幸せにつながることに変わりはないものの、「私が働くのは、給料を受け取るため。その給料を使って、私はものを消費する。そうすることで、私は幸せを感じる(342頁)」という仕事に関する古い考え方から、「私が働くのは、充実した経験をjするため。それが私の幸せの土台だ(356頁)」という新しい仕事観に変わってきたことを指摘している。あらためて幸せとはどういう意味なのか。幸せの意味を説明する理論やアプローチはいくつかあるが、ここでは二つを紹介する。

幸せとは何かを説明する一つ目の理論が、伝統的な快楽主義(ヘドニズム)である。快楽主義の原則は快感を最大限にして苦痛を最小限にすることである。したがって、快楽主義による幸せな人生とは、よい気持ち(快感)が最大限に引き出され、嫌な気持ち(苦痛)が最小限に抑えられた人生といえる。例えば、美味しい料理に舌鼓を打つ、スポーツ観戦で大いに盛り上がる等、様々な活動を通じて人は容易に快感や満足感を得ることができる。なお、そうしたことで得られる幸福感は一時的なもので長続きしない場合が多いことや、快楽の追求が行き過ぎると、心身に良くない影響を及ぼす可能性があることが特徴といえよう。

幸せを説明する二つ目のアプローチが客観的リスト説である。この説によれば、真に価値のあるものがこの世界には本当にあり、病気からの解放や、物質的な快適さ、職業、友情、子供、教育、知識など、幸せとはこのようなもののうちのいくつかを成し遂げること(ピーターソン、2020、111頁)とされる。確かに、幸せになる上で健康でいること、物質的に豊かになること、良い職業に就くこと、高いレベルの教育を受けることは一切必要ないと考える人はいないのかもしれない。なぜなら、客観的リスト説では、それらは客観的によいとされるもの(客観的な財)と捉えるからである。客観的な財を得ることによって人は満足感を得ることができる。こうした客観的リスト説は人間の快感や自らの欲望を満たすことで幸せになることに少し類似するが、それらとは明確に異なる点がある。それは、求める快感や欲望は個人によって異なる場合がある点であり、また、麻薬を使って快感を得ることや、犯罪によって欲しいものを手に入れることは客観的な財とはいえないという点である。なお、客観的な財が満たされるほど人はどこまでも幸せになれるかという点とそうではない。先行研究によると、自己報告による幸福度は、客観的な財が増加し続けるペースに伴って増加することはないことが明らかになっている<sup>2)</sup>。

なお、幸福感に関する調査は人生全体に対する満足度を尋ねる形が一般的だが、それに加えて、領域限定(特化)型の指標と呼ばれ、人生のある領域、すなわち生活の場(仕事、健康、家族、余暇の活動など)におけるそれぞれの幸福感について記述する調査もある。これにより、

様々な生活の場における満足度が、全体的な人生の満足度にそれぞれどのように寄与しているかについて尋ねることが可能となる（ピーターソン, 2020, 117 頁）。人生において一人の人間は様々な領域で活動を行うが、活動の場が異なれば、そこで経験する幸福感も異なることがあり、ある領域での幸福感が他の領域での幸福感に影響を与えることもある。仕事で満足している人でプライベートも上手くいっている人はたくさんいる。労働とプライベートはゼロサムな関係ではない。ある領域で上手くいっていると他の領域では上手くいかないということはない。ある領域での幸せではないという感情が、別の領域での感情にマイナスの影響を与えないように、感情や気持ちの切り替えを行うことも必要であろう。キャリア研究においては、Super (1984) は、人が一生に果たす役割は少なくとも 6 種類（子供、学習する者、余暇人、市民、労働者、家庭人）あり、それらの役割は少なくとも 5 種類の生活空間（家庭、学校、地域社会、職場、施設）において演じられるという生涯発達のアプローチを説き、それをライフ・キャリア・レインボーとして概念化している。また、コールマン (2021) によれば、例えば、幼年期、青年期、子育て期、そして子供が巣立った後の時期など、人生の様々なステージで、私たちの人生に意味をもたらすものは変わる。また、人生にはパーパス（目的、生きる意味）が複数あり、人は家庭、学校、地域社会、職場といった中で生きる意味や喜びを見出している。こうした幸福感に関する調査や生涯発達およびパーパスに関する研究から、人は生涯を通じて複数の領域で異なる役割を担うとともに、異なる活動を通じて幸せになることが可能である。働く個人にとって重要なことは一貫性を保つこと、すなわち職場、家庭、地域社会等の様々な生活空間において自分らしさを失わないことであろう。

図表 1 は幸福理論とウェルビーイング理論の比較である。セリグマンはかつて、ポジティブ心理学のテーマは幸せだと考えていたが、その後、幸福というテーマには不備があると<sup>3</sup>、人生の

図表 1 幸福理論とウェルビーイング理論

	幸福理論	ウェルビーイング理論
テーマ	幸福	ウェルビーイング
尺度	人生の満足度	ポジティブ感情 エンゲージメント 関係性 意味・意義 達成
目標	人生の満足度の増大	(上記要素の増大による) 持続的幸福感の増大

出所：セリグマン, 2014, 29 頁

- 2 例えば、収入と幸福感（人生の満足度）の相関関係を見ると、低い収入ほど幸福感とより強く関連しているものの、全体としては弱い正の相関関係である（ピーターソン, 2020, 123 頁）。これは、お金と人生の満足度は強く関係していることを示しているが、お金をたくさん儲けることで、人生の満足度はすぐに収穫減点に達することを意味している。経済学における限界効用逓減の法則である。ダニエル・カーネマンによる年収と幸福度に関する研究（Kahneman and Deaton, 2010）によると、年収が 75,000 ドルに達するまでは年収が増えるほど幸福度は高まるが、年収がそれを超えると幸福度の高まり方は小さくなる。
- 3 セリグマン (2014, 28-30 頁) は幸福理論の不備として、ポジティブ感情自体、幸せに対して最低限の意味しか付与しないことや、人生の満足度は本質的に陽気な気分を測定するもので、幸福学以上のものをめざす理論においては、中心的な位置づけを得るにふさわしくないこと等をあげている。

満足度の増大を目標とした幸福理論から、持続的幸福感の増大を目標とするウェルビーイング理論へと修正を図っている。

#### Ⅳ ウェルビーイング

前野・前野(2022)は、ウェルビーイング(well-being)という単語について、直訳すると「良好な状態」であるが、最近では「満たされた状態」と訳されることが多いとし、健康、幸せ(幸福)、福祉の全てを包む概念としてウェルビーイングの意味を捉えている。狭い意味での心身の健康だけでなく、心の豊かな状態である幸福と、社会の良好な状態をつくる福祉を合わせた、心と体と社会のよい状態がウェルビーイングである(前野・前野, 2022, 17頁)。すなわち、ウェルビーイングとはより広い意味を持つ包括的な概念であり、そこが前述した幸福感との大きな相違点である。

なお、ウェルビーイングとキャリアに関連し、村山(2021, 30-31頁)は、従来の「成功のキャリア観」、その反動としての「自己防衛のキャリア観」を超え、100年生きる時代に求められる第三のキャリア観として「健やかさのキャリア」を提唱している。健やかさのキャリア観はウェルビーイングの状態を目指し、仕事生活において働くことを通じて自分の在り方を豊かにさせていく、意味/目的に向かう負荷やリスクを悠然と受け入れられる、他人と比較して自分をどうこう感じる状態から解放されている、これらの結果、心身が生き生きとし、強い安定の状態にあるという。そして、これこそが次代の大切なキャリア観として育まれるべきものであると、キャリアと健やかさ(ウェルビーイング)を関連づけて議論している。

ウェルビーイングについて多くの調査研究が行われているが、本稿ではポジティブ心理学の創始者であるセリグマンによるウェルビーイング理論を概説する。セリグマンは、ポジティブ心理学のテーマはウェルビーイングであるとし(2014, 27頁)、目標は人間の持続的幸福感を測定し、構築することにあると述べる(2014, 57頁)。セリグマン(2014)は著書のタイトルにFlourishという単語を用いているが、Flourishには、花開く、繁栄する、活躍する、などの意味があることから、セリグマンが一時の幸福ではなく持続的な幸福を重視していることがタイトルにも示されている。人間が長期的に達成することを目指すものである。この目標を達成するには、「自分たちを本当に幸せにしてくれるものは何だろうか?」と問うことから始まるが、ウェルビーイングは単なる幸せという意味ではない。ウェルビーイングは構成概念であり、ポジティブ感情(Positive emotion)、エンゲージメント(Engagement)、関係性(Relationship)、意味・意義(Meaning)、達成(Achievement)の五つの要素がある<sup>4</sup>。これら五つの要素は頭文字を取って簡略的に「PERMA(パーマ)」と表される(セリグマン, 2014, 34頁)。そしてこの五つの構成要素の程度(強さ)は人によって異なる。

## (1) ポジティブ感情

ポジティブ感情とは、楽しみ、歓喜、快感、温もり、心地よさなど、人がポジティブに「感じる」ことである。買い物をしたり、スポーツ観戦で盛り上がり、美味しい料理に舌鼓を打ったりすれば、誰でも容易にポジティブ感情を得ることができる。幸福感も幸福というポジティブな感情を表している。この要素を中心に、一生順調に過ごすことができるような人生を、セリグマン（2014, 25 頁）は「快の人生」と呼んでいる。キャリアに関連して、余暇が充実している人は仕事も充実している（またはその逆もいえる）などと表現されることがあるように、余暇は人生およびキャリアにおいて重要な意義を持っており、必要なものである。キャリア研究の領域では、概して個人の感情に関する議論はあまりされていないものの、余暇はポジティブ感情や人生の満足度と強い結びつきがあることが明らかになっている。余暇での活動は自らが持つ技能を生かせることによる満足感や、直接的な喜びをもたらす。また、散歩、水泳、ゴルフといった運動は、ポジティブな感情である活力感を増大させるとともに、精神的健康を保つのに寄与する（ピーターソン、2010, 255 頁）。なお、セリグマン（2014, 145-146 頁）によると、ポジティブな気分<sup>5</sup>は、幅広い注意力や、創造的な思考、包括的な思考を生み出すとされるが、これは、否定的な思考や分析的な思考を生み出すネガティブな気分と対照的である。また、ポジティブ感情を経験することは、ただ楽しいと感じる以上の効能があり、人が物事に対して自信や希望を持ち、前向きに困難を乗り越えようとする際に必要となる心の力、すなわち心理的資本（サイコロジカル・キャピタル）が蓄積する（セリグマン、2014, 121-122 頁）というメリットをもたらす。

## (2) エンゲージメント

ここでのエンゲージメント<sup>6</sup>とは、人がフローに従事することを意味している。フロー（flow）とは、人間が高度に集中しているときの精神状態を表す用語である（Csikszentmihalyi, 2002）。スポーツの分野ではゾーンと表現されることもある。フロー状態にあるとき、人は自らの活動に没頭し自分という感覚がなくなる。また、その場との一体感や、時間が止まったような感覚、反対に、時間が速く過ぎ去ったような感覚を得ることもある。人は遊び、スポーツ、労働

---

4 前野・前野（2022, 73 頁）は幸せの要素として、「やってみよう」因子、「ありがとう」因子、「なんとかなる」因子、「ありのまま」因子という四つをあげている。「やってみよう」因子は自己実現と成長であり、セリグマンの述べる達成に近い。「ありがとう」因子はつながりや感謝、利他性や思いやりを持つことに関わり、セリグマンによるポジティブな関係性に通じるものである。「なんとかなる」因子は前向きかつ楽観的で、何事もなんとかなると思えることに関わり、この要素はセリグマンの分類にはないものである。「ありのまま」因子は独立性と自分らしさを保つこと（authenticity）であり、この要素もセリグマンの分類には含まれないものである。

5 本稿における気分は軽い感情を意味する言葉として用いている。

6 ここでのエンゲージメントは、人がのめり込んで没頭するフローの状態を意味する。これに対し、近年重視される従業員エンゲージメントとは、従業員が職場に対して愛着心、思い入れ、貢献意識を持ち、個人と組織が一体となり、両者の成長に貢献し合う絆のような関係を意味する。従業員が仕事で満足する（従業員満足）だけでなく、従業員が仕事に主体的に取り組み、職場と良い関係性を築くことが求められている。

など様々な種類の活動を行う中でフローを経験することができる。実際、よく知られているフローの具体例には、例えば、芸術的な創造やロッククライミングなどの孤独な活動もあれば、人との良質な会話、合奏団で音楽を奏でること、チームスポーツ、職場で他人と協調するよう努めることなど、他者との社会的な活動もある(ピーターソン, 2020, 91頁)。セリグマン(2014, 25頁)は、フロー状態を得ることを目的とする生き方を「充実した人生」と呼んでいる。フロー体験について楽しかったと言う人もいるが、これはあくまでも事後の感想であり、活動そのものに従事している間は楽しいといったポジティブな感情は伴わないことから、エンゲージメントは前述したポジティブ感情とは区別される。フローを経験する頻度は人によって異なるが、フローは活動そのものが面白いから夢中になれるといった内発的モチベーションが関わり、活動に自発的に取り組むことが重要である。また、自らが持つスキルの高さと挑戦する課題のレベルの高さが均衡状態にあるときに起こりやすいとされる。フローとは人が最大限の能力で機能するときの経験(ピーターソン, 2010, 88頁)といえることから、労働においてもフローおよびフローのような経験をすることは職務パフォーマンスの向上につながるものと期待される<sup>7</sup>。また、フローを頻繁に経験することは、人間の長期的な成長にもプラスの影響をもたらすとされる。ピーターソン(2010, 88頁)は、青年期においてより多くのフローを経験する若者たちは、例えば創造的な分野で大成するなど、長期に及ぶ望ましい結果を示すと述べる。

### (3) 関係性

関係性とは、他者との良好でポジティブな関係性を意味する。孤独と幸福度は低い関係にある。セリグマン(2014, 41頁)は、ポジティブなもので孤独なものは少なく、人生における素晴らしい出来事は全て他の人がいるところで起きており、また、他人は自分が人生のどん底にあるときには最高の防御手段となってくれるもので、唯一頼れる存在であると述べる。グラットンとスコット(2016, 127頁)は、人生の長期にわたって恩恵をもたらす無形資産の一つとして活力資産をあげているが、その活力資産の説明の中で肉体的、精神的な健康と幸福に加え、友人やパートナー、家族との良好な人間関係の重要性について述べている。また、心理学者のロイ・バウマイスターによれば、他者を助けることは生きる意味に通じ、他者から助けられることは幸福につながることから、他者とのつながりは幸福と意義の両方にとって重要である。さらに、ビューイトナー(2022, 324頁)は、ブルーゾーンと呼ばれる世界の5つの長寿地域(イタリア・サルデーニャ島のバルバギア地方、日本の沖縄、アメリカ・カリフォルニア州のロマリンド、中米コスタリカのニコジャ半島、ギリシャのイカリヤ島)を現地調査し、そこに住む健康な100歳人(センテナリアン)のライフスタイル等の分析から、健康と長寿に大切な要素の一つとして、人とつながることを挙げている<sup>8</sup>。

---

7 組織の従業員が労働でフローを経験するには、遊びやスポーツでフローを経験しやすい条件に加え、従業員が仕事を行う上での自律性が十分にあることや、仕事の内容が全体の一部よりも完結する纏まったものであることも重要と考える。

一方、人間関係にはストレスが伴うのも事実である。特に働くことには様々なストレスが伴い、人はストレスに上手く対処していかなければならない。ストレスに関する研究によると、ソーシャル・サポート（他者からの支援）はストレスの影響を和らげることが明らかになっている。ストレスに対処する人に対し、他者は以下のような4種類のサポートを提供することができる。1) 評価的サポート：建設的なフィードバック、肯定、社会的比較、2) 情緒的サポート：共感、信頼、思いやり、いたわり、3) 情動的サポート：助言、提案、解決策、4) 道具的サポート：具体的な援助やサービス。こうした様々なサポートは、親しい人間関係にはない人からも提供される場合があるものの、ピーターソン（2010, 322頁）は、本物のソーシャル・サポートは互いに思いやりを持つ関係において実現すると述べている。なお、他者とのポジティブな関係性を重視する人生についてセリグマンは命名していないため、筆者は「一人ではない人生」と命名したい。

#### (4) 意味・意義

意味・意義とは、宗教、政党、地球に優しいエコライフ、ボーイスカウト、家族などのように、自分よりも大きいと信じるものに属して、そこに仕えるという生き方である。そうした生き方をセリグマン（2014, 26頁）は「有意義な人生」と呼んでいる。ピーターソン（2010, 104-105頁）によると、意味・意義を追求することにより人生の満足度が高くなるという考えは、アリストテレスのエウダイモニアの概念－内なる自己（ダイモン）に忠実であること－にまで遡る。この見解によれば、真の幸せとは、自分の美德を見つけ、それを育み、その美德に従って生きることで生み出される。すなわち、人は自分の中の最高のものを開拓すべきであり、その上で、特に他人もしくは人類の福祉を含むより大きな善に奉仕するために自分のスキルや才能を使うべきであるということになる。ハンディ（1998）も、私たちは自分を超越する大きな目的を見つけたいと思っており、そうした目的が高みへと私たちを引き上げてくれる（15頁）、と述べる。また、人生の目的についても、世界を現状より少しでも良くすることが目的でなくてはならない（70頁）、と述べている。なお、ハンディ（1998, 14-15頁）は、自己を超えた大きな目的を見出すことによって、自分自身を最大限に活用するという責任を受け入れること、そうした自分自身の探求を「適正な自己中心性（proper selfishness）」と呼んでいる。

こうした議論は、働くことを通じて自らの可能性をより開花させようという仕事を通じた自己実現<sup>9</sup>という考え方にも類似している。また、自分にとっての天職に取り組むことでより意味・

---

8 例えば、日本の沖縄の人たちには「模合（もあい）」という社会的つながりが根づいている。模合とは共通の目標を達成するための会合を意味する言葉である。模合は本来出費が必要になったときに備えるという財政的な必要性から生まれたが、現在でもお互いに寄り添う相互扶助のネットワークとして続いている（ビュートナー、2022, 111-113頁）。

9 自己実現とはマズローによる自己実現欲求（Maslow, 1970）に基づく概念である。自己実現欲求とは、自分をもっと成長させたい、自分の能力をより発揮したい、理想とする自分に近づきたいといった人間の成長欲求といえる。

意義のある人生になる生き方にも通じるといえるだろう。天職とほぼ同じ意味を持つ概念にコーリングがある。コーリング (calling)<sup>10</sup>とは、個人が自らの職業や役割をどのように捉えているのかを意味する主観的な概念であり、個人があたかも自分の進むべき道であるかのように、ある職業や役割に強くひかれる感覚<sup>11</sup>である(柏木, 2020, 53頁)。いわば、天職のような感覚(天職感)である。キャリア研究の領域では、近年このコーリングの概念が注目され、2011年以降に海外で発表された論文数が急増している(Thompson and Bunderson, 2019)。自分の職業をコーリングとして捉える人は、仕事を単なる義務として捉える人よりも、自信がある、よく働く、他者や集団を自主的に助けようとする、情動がプラス傾向である、仕事を楽しむことや(Duffy, Allan and Dik, 2011)、キャリアの目標が明確で、目標に対するコミットメントが高い、仕事やキャリアに対する自信がある(Hirschi, 2011)等のメリットや特徴があることが明らかになっている<sup>12</sup>。人は働くことに人生の最も多くの時間とエネルギーを使うことを考えると、働くことを通じて意味・意義を追求することができれば、人生はより有意義なものになるであろう。

## (5) 達成

達成とは、職業、学業、子育て、ゲーム、スポーツ、愛など、自分にとって価値がある何かを成し遂げることであり、自分にとって大切なものを勝ち取ることを意味する。これには成し遂げる、および勝ち取るために努力する姿勢も含まれており、達成は勝利の追求(ピーターソン, 2010, 107頁)と表現されることもある。セリグマンは達成を追求する具体例として、カードゲームでポジティブな感情やエンゲージメント、喜びを得るためにゲームをするプレーヤーや、勝つためだけにゲームに挑んでくるベテランのプレーヤーを紹介しているが、「達成の人生」とは、達成のための達成に捧げる人生のことである(セリグマン, 2014, 39頁)。達成の人生を送っている多くの人は、多くの場合に自分がやっていることに没頭し、夢中になって快を求め、勝つと(たとえ束の間でも)ポジティブな感情を得る<sup>13</sup>。労働について考えると、働く人にとっ

10 ドイツ語ではベルーフ (beruf) が該当する。なお、ヴェーバー (2020, 11-12頁, 89頁, 122頁)は、著書『職業としての政治』の中で、ある個人に備わった非日常的な天与の資質をカリスマと呼び、政治家にとっては、情熱、責任感、判断力の三つの資質が特に重要であると述べる。政治とは、情熱と判断力の二つを駆使しながら、堅い板に力をこめて穴をくり貫いていく作業であるとし、現実の世の中がどんなに愚かであり卑俗であっても、断じて挫けない人間。どんな事態に直面しても「それにもかかわらず」と言い切る自信のある人間。そういう人間だけが政治への天職(ベルーフ)を持つと述べる。

11 コーリングは現実に職業に就いている労働者だけでなく、大学生でも感じられることが明らかになっている。例えば、日本の大学生を対象とした調査では、大学生のコーリングの平均値は49点満点の35.35で、約3割の学生が40点以上の高スコアを示した(柏木, 2015)。また、米国におけるある調査では、約4割の大学生がコーリングを持つと回答している(Duffy, Allan, and Dik, 2011)。

12 コーリングはメリットだけでなく、本人や所属する組織に弊害をもたらす場合もある。例えば、動物園の飼育担当者の事例では、強い道徳的義務(動物への愛情)から職務での自己犠牲を厭わず、組織の行為に対してより批判的になることや(Bunderson and Thompson, 2009)、音楽学校の学生の事例では、自らの才能を正確に認識せず、キャリアに関する否定的なアドバイスを聞き入れようとしないこと(Dobrow and Tosti-Kharas, 2012)などが明らかになっている。

ては、日々の仕事に取り組む中で目標を達成することが常に求められているといえるだろう。McClelland (1987) によると、人間の欲求の中で働いている際に動機づけられる三つの欲求の中の一つが達成欲求である。達成要求が強い人は自らの力で仕事の目標を達成することを好むことから、高い目標設定がパフォーマンスの向上につながるとされ、目標を達成することで人は達成感や満足感を得られる。仕事の目標には他者との競争を伴うものばかりではないが、他者との勝ち負けに関係がない場合でも、仕事での達成は内発的な報酬によりウェルビーイングにつながるものと考えられる。

以上、ウェルビーイングを構成する五つの要素について述べてきたが、あらためて、ウェルビーイングとは幸福感といったポジティブ感情だけではなく、エンゲージメント、意味・意義、良好な関係性、達成が組み合わさった概念である。それら全ての構成要素を支えているのが、次に述べる個人が持つ強みとしての徳という概念である。

## (6) 強みとしての徳

ポジティブ心理学では、強みとしての徳はポジティブな個人的特性の一つとして整理される。セリグマン (2004, 202-203 頁) によると、強みとしての徳は世界の様々な文化、宗教、道徳的哲学を超えて普遍的に存在するものであり、一方で、個人の性格的特徴でもある。性格的特徴とは、長期にわたり様々な状況で確認される心理的な特徴であることを意味し、一度きりのものは個人の強みとはいえない。強みはそれが実践されれば良い結果につながることが多いものの、仮に良い結果に結びつかなくても、それ自体が正当なものとして道徳的に評価される。強みとは言わば人間の理想の状態であり、セリグマン (2004, 203 頁) は、強みは生まれたばかりのわが子に向けられる両親の願いにも似ていると表現する。

セリグマン (2004) によると、強みとは、好奇心、学習意欲、偏見のなさ、独創性、社会的知性、将来の見通し、勇敢、粘り強さ、誠実さ、思いやり、愛情、協調性、公正さ、リーダーシップ、自制心、慎重さ、謙虚さ、審美眼、感謝、希望、精神性、寛容さ、ユーモア、熱意であり、この24の強みは6つの徳（知恵と知識、勇気、愛情と人間性、正義、節度、精神性と超越性）に整理される（図表2）。知恵と知識に関する徳は、知識の獲得と活用に伴う個人の認知能力に関わる強みである。勇気に関する徳は、逆境においても目標を達成しようとするような意志の行使を含む感情的能力に関わる。愛情と人間性に関する徳は、他者との特に一對一の思いやりある関係において発揮される対人能力に関わる強みである。正義に関する徳は、グループや組織、コミュニティとの健全で最適な相互作用に関わる社会的な能力に関わる。節度に関する徳は、行き

---

13 達成の苦勞と喜びに関連し、アランは次のように述べている。人間は自分で勝ち取った楽しみはすごく好きだ。だから、行動のない楽しみを選ぶよりも、自分で行動できる苦勞をむしろ選ぶ。（中略）登山家は自分自身の力を発揮し、その力を自分自身に証明する。このような最高の喜びがあるため、雪景色がいつそう輝いて見える。しかし、有名な山の頂上まで電車で行った人は、登山家と同じ太陽をおがむことはできない（アラン、1998、150-151 頁）。

図表2 徳と強み

徳	強み	説明
知恵と知識	好奇心	今まで経験したり考えたりしたことのない仕事や出来事に、積極的に柔軟性を持って対処する姿勢。興味、関心
	学習意欲	新しいことを学ぶことが好きであり、学ぶ意欲がある
	偏見のなさ	物事をじっくりと考え、情報を客観的・理性的に判断する力。批判的思考、偏見のない考え方
	独創性	目標を達成するために斬新で適切な対応をすることや、従来のやり方で行うことに満足しない。創意工夫、創造性
	社会的知性	人の感情や動機、意思を知り、それぞれの違いに応じて行動する能力
	将来の見通し	将来を見通す力。洞察力
勇気	勇敢	脅威や挑戦、苦痛や困難を恐れぬ。武勇
	粘り強さ	困難なプロジェクトでもそれをやり遂げ、不平不満を言わずに仕事を終わらせる。継続的努力、勤勉
	誠実さ	地に足がついていて、偽りが無い。純粹、正直
愛情と人間性	思いやり	人に対して親切で、人のために尽くす。寛大さ
	愛情	人との親密な関係を大切に。愛することと愛されること
正義	協調性	忠誠心や義務感を持ち、グループの一員として任務を遂行し、成功のために貢献する。チームワーク
	公正さ	個人的な感情で、人について偏った判断をしない。公平さ
	リーダーシップ	グループのメンバーと良好な関係を保ちながら、円滑な事業運営ができるように注意を払う
節度	自制心	自分の欲求や感情をコントロールできる。つらい状況の中でも自分を奮い立たせ陽気にふるまうことができる
	慎重さ	後悔するようなことを言わない、行わない。思慮深さ、注意深さ
	謙虚さ	自分自身がスポットライトを浴びるのを好まない。見栄を張らず、個人的な野心をそれほど重視しない。慎み深さ
精神性と超越性	審美眼	自然や芸術、科学から日常にいたるまで、美しいものや優れているものなどあらゆるものを見る眼を持ち、感銘を受ける
	感謝	他の誰かの人柄や道徳的な行いの素晴らしさを正しく認識し、感謝の気持ちをあらわす
	希望	良い出来事が起こると期待し、一生懸命やれば結果的にその望みは達成できると考える。楽観主義、未来に対する前向きな姿勢
	精神性	物事をより大きな枠組みの中で捉え、世界レベルでのより高い目標や意義に対して、一貫した強い信念を持つ。目的意識、信仰心
	寛容さ	自分に害をおよぼした人々を許す気持ち。慈悲深さ
	ユーモア	人生の明るい面を見つめることができる。笑うのが好きで周囲に笑いをもたらす。陽気さ
	熱意	自分の仕事や活動に、がむしゃらにのめりこむ。情熱、意気込み

出所：セリグマン、2004、201-241頁を基に作成

過ぎた行為から自分自身を防御する自己調整に関わる強みである。そして、精神性と超越性に関する徳は、宇宙のようにより大きなものとなつて作り、意味をもたらす能力に関わるものである（ピーターソン、2010、183-190頁を基に作成）。なお、徳は抽象的に示されるが、強みはそれをより具体的に表現してあり、計測可能なものである。人によってある強みはそれほど高くないが、別の強みは高い値となり、それがその人の「とっておきの強み」と呼べるものとなる。

強みとしての徳は個人の充足感や満足感にも影響する。米国での調査の結果、人は自分自身の

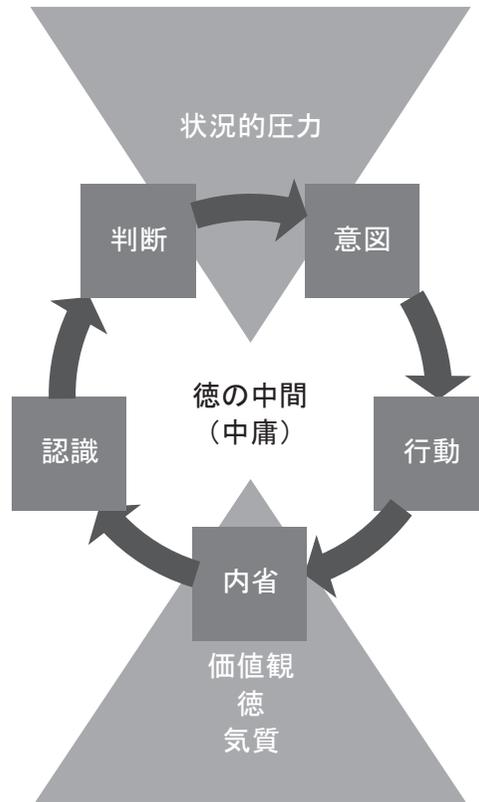
強みと合致した仕事や人間関係、趣味を高く評価していることが確認された。最も充実している仕事に関する調査では、例えば、親切心（思いやり）に関する強みを備えている人は、他の人たちの助言者となれる仕事を特に楽しんでた（ピーターソン、2010、199頁）。セリグマン（2004、203頁）が述べるとおり、人がこうした強みを発揮してそれが良い結果につながると、誇り、満足感、喜び、達成感といった本物のポジティブな感情が生まれることから、自分が備えている徳や強みを特定し、それをできるだけ多く活用することがウェルビーイングにつながっていくのであろう。なお、ピーターソン（2010、196頁）によれば、熱意、感謝の念、希望、愛情といった心の強みの方が、向学心（学習意欲）のような頭脳に関する強みよりも、人生の満足度とより強く関係している。

### (7) 強みとしての徳の意思決定への活用

ウェルビーイングの最後に、個人の強みとしての徳の意思決定への活用、および強みの深化について補足説明したい。既に述べたとおり、抽象的な概念である徳は、個人の強みという形で具体的な姿勢や行動等を通じて表現される。逆に、強みによって個人の行動を説明したり、特定の状況での行動を予測したりすることもできる。すなわち、強みは個人の判断や行動に影響を与える要因にもなるのである。自らの経験や学習を通じ個人が強みや徳を修得できれば、今度はその強みを倫理的な意思決定に活用することができるようになる。Crossan, Mazutis, Seijts, and Gandz (2013) は、強みとしての徳に基づくビジネスにおける倫理的な意思決定のモデルを提案している（図表3）。このモデルは、個人が将来の倫理的な意思決定を学習するという意思決定のアウトカムだけに注目せず、個人の強みの深化、徳の開発にも焦点を当てている点が興味深い。

ビジネスをする中で、あるいはキャリアを形成する中で、人は様々な状況におけるプレッシャーを受けながら、倫理的な意思決定が求められることがある。倫理的な意思決定は、状況的圧力と個人の性格的構成要素（強みとしての徳、価値観、気質）の両者から大きな影響を受ける。状況的圧力には、ライバル企業の存在、経営者や上司の方針、他部門からの要求、顧客からの苦情、家族からの要望等、様々なものが含まれる。そうした状況的圧力は、個人の強みとしての徳や価値観にネガティブな影響を与える可能性もあるため、その結果、倫理的に意思決定を行うことが困難になる場合もある。

図表3のモデルは、個人が倫理的な意思決定をする上で、強みとしての徳が状況からの圧力に対する緩衝材の役目を果たすだけでなく、個人が強みとしての徳を作っていく際は継続的な学びが重要であることを示している。継続的な学びとは、内省、認識、判断、意図、行動の5つのプロセス（循環モデル）からなる。この内省を中心としたプロセスを繰り返すことを通じ、人は徳の不足や過剰という悪徳にならず、徳の中間（中庸）へと近づくように強みを深化させる能力があることを表している。例えば、人は勇気という徳に関わる勇敢という強みを持つことができるが、臆病（勇敢が不足している悪徳）にも無謀（勇敢が過剰な悪徳）にもならないように、経験と内省を繰り返すことを通じ、強みを徳の中間（中庸）に深化させることができる能力と可能性

図表3 強みとしての徳に基づく倫理的意思決定のモデル<sup>14</sup>

出所：Crossan, Mazutis, Seijts, and Gandz, 2013

を持っている（図表4）。

なお、強みとしての徳の概念は、キャリアに関わる大切な意思決定、例えば、学生が就職活動を行うための自己分析や自己認識を高める際にも大いに役立つものとなる。就職活動では、自分の強みは何か、自分は何をしているときに喜びを感じるか、自分は何をしているときに意義を感じるか等、学生が自分自身についてより深く理解し、自分自身を企業の採用担当者に上手く伝えることが求められる。強みの概念に基づいて、学生は自分に特にどの強みが備わっているのか特定し、過去にその強みが発揮された具体的経験についても振り返ってみてほしい、と筆者は考える。そうした経験も含めて学生は自分らしさをリアルにアピールすることができる。一般に、個人の強みという、自分には何ができるのかと考え、自分の持っているスキルや能力、資格等に

14 Crossan, Mazutis, Seijts, and Gandz (2013) はモデル図の中央に The Virtuous Mean と記しているが、本稿ではそれを「徳の中間 (中庸)」と訳している。徳の中間はアリストテレスによる「中庸 (golden mean)」の概念と同じである (堀田, 1968, 157-159 頁)。なお、モデル図には個人の性格的特徴に価値観と気質も含めている。性格的特徴は強みとしての徳、動機づけ要素、習慣的な資質等から構成されるが、価値観は個人の動機づけにつながる要素であり、気質は思考、感情、行動のパターンのもととなる個人の内因性の基本的傾向といえる (Crossan, Mazutis, Seijts, and Gandz, 2013)。

図表 4 強みの深化—徳の中間（中庸） vs. 不足 / 過剰の悪徳<sup>15</sup>

不足	徳の中間（中庸）	過剰
ありきたり	創造性	非現実性
経験に対して閉鎖的	好奇心	焦点の定まらない関心
閉鎖的	オープンマインド	判断力の欠如
無関心	学習意欲	異常な執着
臆病	勇敢	無謀
怠惰	粘り強さ	狂信者
不真面目	誠実さ	完璧主義
厳しさ / 残酷	優しさ	卑屈
無情	思いやり	甘さ
けち	ふとっばら	浪費
社交的でない	社会的知性	巧みに操作する
裏切り	市民性	盲従
不正	公正	分別のなさ
自信のなさ	リーダーシップ	独裁
無慈悲	寛容さ	いいなり
高慢さ	謙虚さ	自己卑下
軽率	慎重さ	慎重すぎる
怠惰	自制心	融通が利かない
恩知らず	感謝	泣きすぎる
絶望	希望	愚か
無気力	精神性	原理主義

出所：Crossan, Mazutis, Seijts, and Gandz, 2013 を基に筆者作成

注目しがちだが、ポジティブ心理学は個人の強みはそれだけではないことを私たちに教えてくれる。そして、こうした強みは自らのスキルや能力とともに、自分らしいキャリアや生き方のために重要なものといえるだろう。

## V ポジティブ心理学の限界や課題

ここまでウェルビーイング理論を中心に述べてきたが、それらの要素一つ一つを取り上げてみても、キャリア研究と共鳴する部分が多いと考えられる。しかし、キャリア研究の領域ではウェルビーイング理論は概してあまり注目されておらず、議論も弱いのではないかと筆者は考えており、今後もウェルビーイング理論とキャリアに関する調査研究を進めていきたい。最後に、キャリア領域での活用を念頭に、ポジティブ心理学の限界や今後の課題を3点あげてみたい。

### (1) 悲観の必要性

私たちの思考は感情に影響を与え、また感情は思考に影響を与える<sup>16</sup>。ポジティブ心理学で

15 アリストテレスの「中庸」の説によれば、行為は欲求にもとづいて発現する。したがって、正しい行為は正しい欲求の状態から発言する。欲求には過剰もあれば不足もあるが、おのおのの欲求に応じて、それぞれの徳が成立する。習性的徳とは中庸である（堀田, 1968, 157-159 頁）。

16 アラン（1998, 314 頁）は、悲観主義は気分によるものであり、楽観主義は意志によるものであると述べ、幸福における意志と自己克服の重要性を論じている。

は、楽観的思考は幸福感、健康、様々な成果を伴う成功など多くの利益につながる事が先行研究で示されているが、悲観的思考についてはほとんど触れられていない。また、幸せになることを個人の最終目標として設定すると、悲観的な思考や感情はできるだけ避けるべきという議論にもなりがちである。果たして、楽観的思考は万全なもので、それだけで十分なのか。

そもそも、楽観と悲観とは何か。様々な先行研究がある中で、ピーターソン(2010, 155頁)は個人に特徴的な説明スタイルの点から、両者をわかりやすく次のように解説している。悪い出来事について、外因的で、一時的で、特定の原因によるとする限局的な方法で説明する人は楽観的であり、反対に、内因的で、安定した、普遍的な原因によるとする説明を好む人は悲観的である<sup>17</sup>。その上で、ピーターソン(2010, 19頁)は楽観的思考がリスクを過小評価することに結びつくというマイナス面を指摘している。過度な楽観的思考は現実を直視せず、幻想を抱いたまま行動することにつながる危険性がある。

ポジティブ心理学は、人は常に楽観的でなくてはならないと主張しているのではなく、悲観的思考の必要性も認識している。悲観的な思考や感情にもメリットはある。悲観的思考は人に注意や冷静さを促すことから、例えば、生命が脅かされるような危機的状况の中でリスクを見極めてそれを乗り越えなければならないような場面では、悲観的思考が求められるのは当然である。また、悲観的思考は問題点を発見する際にも必要とされるが、問題点を見つけて改善することで成長にもつながっていく。それは企業の成長にも個人のキャリア形成にも当てはまるものである。さらに、仕事での重要な会議やミスの許されない日常業務においても注意や冷静さといった、ちょっとした悲観的思考が必要となるかもしれない。ウェルビーイングな人生とは悲観的な感情や思考がないことではない。人間の健全な思考と人格形成には、楽観だけでなく悲観的な感情と思考も欠かせないものであることをあらためて述べておきたい<sup>18</sup>。

## (2) ポジティブ心理学の乱用

ビアード(2018, 132頁)は、幸福について書かれた記事や本を読むことほど、うんざりすることはない。なぜなら、幸せになる方法について、あまりにも多くのアドバイスが氾濫しているからだ、と述べる。キャリア形成にも関わる自己啓発や自分磨きに関するビジネスの中には、人がポジティブな状態でないのはまるで良くないことであり、とにかくポジティブ感情を経験しなければならないなどと説き、ポジティブ心理学が幸せに関わるビジネスに上手く活用されることもある。実際に「幸せ」をキーワードにしたビジネスは一般に受けが良いように思われる。セリ

17 自己調整モデルのアプローチでは、楽観と悲観を個人の気質の一つとして捉え、人が困難に直面しても目標を達成できると信じる事ができれば楽観的であり、信じられないようであれば悲観的である。楽観は目標に到達するための継続的な努力につながるが、悲観は諦めにつながる(ピーターソン, 2010, 154頁)。

18 個人の気質や国民性といった要因は、楽観的思考や悲観的思考にどれだけ影響を与えるのだろうか。楽観的思考になりにくい気質や国民性を持つ人にとって、ウェルビーイングを感じたり、高めたりすることは、そうではない人と比較して、難しいのだろうか。個人の気質や国民性がウェルビーイングに与える影響が大きい場合は、個別の処方箋が必要になるかもしれない。

グマンの場合も10年前に『Authentic Happiness』（『世界でひとつだけの幸せ』）を執筆したとき、タイトルを『ポジティブ心理学』としたかったが、タイトルに「幸せ」と入れる方が、本がよく売れるというのが出版社側の意向だった（セリグマン, 2014, 24頁）とのことである。実際に、アマゾンで「幸福」というキーワードで本を検索すると、2万点以上がヒットする。幸せ関連ビジネスで問題なのは、幸せな人生とはこういうものだと決めつけ、きちんとしたデータや根拠もなく憶測で幸せになるための様々な処方箋を提供している場合である。あらためて、ポジティブ心理学は過度な個人主義やナルシズムとは異なる。重要なことは、科学的な調査や信頼性の高いデータに基づいて主張し、議論することである。セリグマン（2014, 序文3頁）は、ポップ心理学や自己啓発書とは違い、私の書いたものが信用されるのは、その根底に科学があるからだと言っている。

また、キャリア・カウンセリングの現場では、相談者にとってのコーリング（天職）は何なのか、コーリングを見つけようなどと助言されることもある。企業の経営者や管理者も、コーリングやポジティブ心理学を従業員の仕事に対する動機づけに上手く活用することもある。問題なのは、従業員のコーリング（今の職業や業務が自分の天職であるような感覚。天職感）が悪用される場合である。例えば、企業の管理者が従業員のコーリングにつけ込んで、担当業務以外の仕事まで担当させ責任を押しつけるといったことは、従業員のキャリア形成の点からは好ましいことではない。従業員が自らのパーパスに基づいてキャリアと職務を納得して選択し、自らの成長を実感できることが重要であり、企業の管理者もその点を尊重すべきである。

### (3) ウェルビーイングとキャリア成功の関係

ウェルビーイングとキャリア成功の関係については曖昧な部分がある。直感的には、個人の収入や社会的地位が向上した結果、幸せになれるという因果関係を考えがちであるが、現実にはその反対の場合もあり、幸せであることがキャリア成功の要因になっていることもある。例えば、Lyubomirsky, King and Diener（2005）は、幸せとキャリア成功に関する225のレビュー調査から、幸せはキャリア成功の結果というよりも、キャリア成功のアウトカム（成果）につながるものであることを発見した。また、Boehm and Lyubomirsky（2008）の長期的な横断的研究では、幸せはキャリア成功と関連するだけでなく、幸せがあってキャリア成功と仕事のアウトカムがあると結論づけている。こうした研究結果は幸せの関与があってキャリアに関するメリットが生まれることを示しており、興味深いものである。人は幸せになることを最終ゴールと重視しがちだが、そこに至るプロセスも重要であることを忘れてはならない。スパイサーとシーダーストロム（2018, 128頁）は、意識的に幸福を追求することで、真に素晴らしい体験（プロセス）から得られる喜びの感覚が、むしろ失われるかもしれないと述べ、職場で幸福を求める際のデメリットを指摘している。

そもそも、成功とは相対的なものであり、幸せとは個人的なものである。また、キャリア成功とはキャリアに伴って生まれる物質的、精神的両面における様々な成果を意味するが、それは客

観と主観の2つの側面がある。客観的成功とは、収入、昇進、職位など、キャリア成功の個人の外から見える側面であるのに対し、主観的成功とは、職務満足、自覚、適応力、学習など、キャリア成功を個人の視点で捉える側面である(柏木, 2020, 282頁)。この分類に基づけば、幸せは個人の主観的なものであるため、主観的成功の一つとして捉えることができる。ここで、客観的成功と主観的成功の関係について考えると、確かに多くの先行研究がキャリアの客観的成功が主観的成功に影響を与えるという因果関係に言及している。すなわち、簡潔に言えば、収入や昇進といったキャリア成功が幸せに結びつくという因果関係である。しかし、個人の価値観が多様化してくると、キャリア成功(客観的成功)に対する評価は一般的認識だけでは語れなくなってくる。特にキャリアの移行期で不確実性の高い時期などには、客観的に成功していると思われる場合でさえも、主観的には満足できないことも起こるかもしれない(柏木, 2020, 283頁)。すなわち、現代のキャリアにおいて客観的成功と主観的成功の関係はより複雑で、一方的な因果関係ではなく、両者はお互いに影響を与え合う(e.g. Hall and Chandler, 2005)と考えるべきであろう。

コーリングに関連して、仕事には幸福感ではなく意義を求めべきであり、それが持続的な満足感を得るために必要なことであるという主張(ベッパコーン, 2021)がある。厳しい状況であっても、意義は感じられる場合があるからである。コーリングの概念には、Wrzesniewski(2003)による労働者が仕事をどのように意味づけるかというシンプルな3つのタイプ分け、すなわち、職務(報酬を得る手段)、キャリア(職業的地位の向上)、コーリング(天職)、が影響を与えているが、現実には労働者の仕事に対する意味づけはより複雑であるだろうし、時間や状況とともに変化することもある。コーリングを持っていなくても仕事で高い成果を収め、働くことの意味・意義を見出す人はいるであろう。また、コーリングと思える職業があるにもかかわらず、現実としてそれに就くことができない人もいて、そうした人は何らかのストレスを感じる可能性もある(柏木, 2019)。さらに、様々な制約等によってコーリングを感じにくい職業に就いている人もいて、そうした人にとってコーリングは非現実的な処方箋かもしれない。現実的にコーリングの考え方が当てはまるのは、労働者全体の約三分の一に当たる主に中間層のみであるという研究もある(Duffy and Dik, 2013)<sup>19</sup>。天職にこだわり過ぎることが、生き生きと働くことへの可能性や職業選択の自由度を狭めてしまうことにつながってはいけない(柏木, 2021)。コーリングはウェルビーイングにとってどれだけ重要なのであろうか。ウェルビーイングとキャリア成功の関係について、今後更なる調査研究が必要である。

## VI おわりに

個人が生き生きと働く上で、そして、充実した人生を送る上で、ポジティブ心理学およびウェ

---

19 これに関連し、株式会社アイデムによる日本企業の従業員を対象とした天職に関する調査(2008)によると、現在の仕事を天職だと言えると回答した人は22.9%という結果であった。調査対象は正社員として働いている20代~50代男女。有効回答数は1,092名。

ルビーイング理論は重要なヒントを提示してくれている。働く人は仕事での達成に日々追われているが、仕事で高い成果を取めるためには、読み、書き、計算、基本的な IT スキルといった基礎学力はもちろん、仕事に必要な知識や資格といった専門知識も当然必要であるし、コミュニケーション能力といったいわゆる社会人基礎力も求められる。しかし、より長期的な視点で考え、個人の持続的な幸福を望むのであればそれだけでは十分でなく、ポジティブ感情、エンゲージメント、ポジティブな関係性、意味・意義を深め、また、個人の強みとしての徳を開発していくことも必要である。しかし、ギルバートとモース（2018, 41 頁）が指摘するように、人はどのような種類の幸福を望むべきかについてはまだ明らかではない。どのようなキャリアを望むのか、また、どのような人生を望むのかについて決めるのは、私たち自身である。

### 参考文献

- アラン著, 神谷幹夫訳 (1998) 『幸福論』 岩波文庫。
- アリソン・ピアード (2018) 幸福追求のパラドックス 『ハーバード・ビジネス・レビュー (EI シリーズ) 幸福学』 131-138 頁, ダイアモンド社。
- Boehm, J. K., and Lyubomirsky, S. (2008) Does happiness promote career success? *Journal of Career Assessment*, 16, pp.101-116.
- ダン・ビュイトナー著, 荒川雅志訳・監修, 仙名紀訳 (2022) 『The Blue Zones 2<sup>nd</sup> Edition 世界の100歳人に学ぶ健康と長寿9つのルール』 祥伝社。
- Bunderson, J.S., and Thompson, J. A. (2009) The call of the wild: Zookeepers, callings, and the double-edged sword of deeply meaningful work. *Administrative Science Quarterly*, 54(1), pp.32-57.
- ジョン・コールマン (2021) パーパスとは見つけるものでなく、自らつくるものである 『ハーバード・ビジネス・レビュー (EI シリーズ) 働くことのパーパス』 35-42 頁, ダイアモンド社。
- Crossan, M., Mazutis, D., Seijts, G. and Gandz, J. (2013) Developing leadership character in business programs. *Academy of Management Learning & Education*, 12(3), pp.285-305.
- Csikszentmihalyi, M. (2002) Flow. London: Rider.
- Dobrow, S. R. and Tosti-Kharas, J. (2012) Listen to your heart?: Calling and receptivity to career advice. *Journal of Career Assessment*, 20(3), pp.264-280.
- Duffy, R., Allan, B. and Dik, B. (2011) The presence of a calling and academic satisfaction: Exploring potential mediators. *Journal of Vocational Behavior*, 79, pp.74-80.
- Duffy, R. and Dik, B. (2013) Research on calling: What we have learned and where are we going? *Journal of Vocational Behavior*, 83, pp.428-436.
- ダニエル・ギルバート, ガーディナー・モース (2018) 幸福の心理学 『ハーバード・ビジネス・レビュー (EI シリーズ) 幸福学』 21-41 頁, ダイアモンド社。
- リンダ・グラットン著, 池村千秋訳 (2012) 『ワークシフト』 プレジデント社。
- リンダ・グラットン, アンドリュー・スコット著, 池村千秋訳 (2016) 『ライフシフト 100年時代の人生戦略』 東洋経済新報社。
- Hall, D. and Chandler, D. (2005) Psychological success: When the career is a calling. *Journal of Organizational Behavior*, 26, pp.155-176.
- Hirschi, A. (2011) Callings in career: A typological approach to essential and optional components. *Journal of Vocational Behavior*, 79, pp.60-73.
- チャールズ・ハンディ著, 埴岡健一訳 (1998) 『もっといい会社, もっといい人生 新しい資本主義社会のかたち』 河出書房新社。
- 堀田彰 (1968) 『アリストテレス』 清水書院。

- Kahneman, D. and Deaton, A. (2010) High income improves evaluation of life but not emotional wellbeing. *Proceedings of the National Academy of Sciences, USA*, 107, 16489-16493.
- 柏木仁 (2015) キャリア研究におけるコーリングの概念的特徴の明確化に向けて－コーリングとキャリア関連変数との関係性およびタイプ分け, *経営行動科学*, 第27巻第3号, 209-224頁。
- 柏木仁 (2019) 叶えられないコーリング－現実的課題と対応, *亜細亜大学経営論集*, 第54巻第2号, 19-33頁。
- 柏木仁 (2020) 『キャリア論研究(補訂版)』文眞堂。
- 柏木仁 (2021) 生き生きと、自律的に働く上でのコーリング(天職)と個人のパーパス『CELM BELIEF』vol.30, 16-17頁, セルム。
- 株式会社アイデム 人と仕事研究所 (2008) 天職に関するアンケート調査。
- Lyubomirsky, S., King, L. and Diener, E. (2005) The benefits of frequent positive affect: Does happiness lead to success? *Psychological Bulletin*, 131, pp.803-855.
- 前野隆司, 前野マドカ (2022) 『ウェルビーイング』日経文庫。
- Maslow, A. (1970). *Motivation and personality*. (2nd edition). New York: Harper and Row.
- McClelland, D. C. (1987). *Human Motivation*. New York, Cambridge university press.
- 村山昇 (2021) 『キャリア・ウェルネス』日本能率協会マネジメントセンター。
- スーザン・ベッパコーン (2021) 仕事には幸福感ではなく、意義を求めるときである『ハーバード・ビジネス・レビュー (EI シリーズ) 働くことのパーパス』111-119頁, ダイヤモンド社。
- クリストファー・ピーターソン著, 宇野カオリ訳 (2010) 『実践入門 ポジティブ・サイコロジ－「よい生き方」を科学的に考える方法』春秋社。
- Rogers, C. R. (1961) *On Becoming a Person*. Boston: Houghton-Mifflin.
- マーティン・セリグマン著, 小林裕子訳 (2004) 『世界でひとつだけの幸せ ポジティブ心理学が教えてくれる満ち足りた人生』アスペクト。
- マーティン・セリグマン著, 宇野カオリ監訳 (2014) 『ポジティブ心理学の挑戦 “幸福” から “持続的 幸福” へ』ディスカヴァー・トゥエンティワン。
- アンドレ・スパイサー, カール・シーダーストロム (2018) 職場での幸福について, 見落とされていること『ハーバード・ビジネス・レビュー (EI シリーズ) 幸福学』119-129頁, ダイヤモンド社。
- Super, D. E. (1984) Career choice and life development. In D. Brown and L. Brooks (Eds.), *Career choice and development*. San Francisco, CA: Jossey-Bass.
- Thompson, J. A. and Bunderson, J. S. (2019) Research on work as a calling...and how to make it matter. *Annual Review of Organizational Psychology and Organizational Behavior*, 6, pp.421-443.
- 渡辺三枝子編 (2018) 『新版 キャリアの心理学 (第2版) キャリア支援への発達のアプローチ』ナカニシヤ出版。
- マックス・ヴェーバー著, 脇圭平訳 (2020) 『職業としての政治』岩波文庫。
- Wrzesniewski, A. (2003) Finding positive meaning at work. In K.S. Cameron, J.E. Dutton and R.E. Quinn (Eds) *Positive organizational scholarship* (pp.296-308) San Francisco: Barrett-Koehler.

## 亜細亜大学経営学会会則

- 第一条 本学会は、亜細亜大学経営学会と称する。
- 第二条 本学会の事務所は、亜細亜大学経営学部内におく。
- 第三条 本学会は、経営学・会計学・商学および関連諸科学に関する研究を行ない、もって会員相互の研究に資するとともに、学術の向上・普及に貢献することを目的とする。
- 第四条 本学会は、前条の目的を達成するために、次の事業を行う。
- 一 年2回以上定期的に機関紙『経営論集』を発行する。
  - 二 本学における学会・研究所・その他の機関と緊密に連絡して研究の交流を図る。
  - 三 本学の内外において、臨時講演会ならびに研究会等を開催する。
  - 四 その他、本学会の目的を達成するために必要な事業を行う。
- 第五条 本学会は、次の会員をもって組織する。
- 一 経営学部の教授・准教授・講師および助教。(正会員)
  - 二 大学院経営学研究科に在籍する院生。(特別会員)
  - 三 経営学部在籍する学生。(学生会員)
  - 四 上記以外の者で、本学会の趣旨に賛同し入会を希望するものは、会員2名の紹介と、委員会の承認によって会員となることができる。(賛助会員)
- 第六条
- 一 会員は、機関誌その他本学会の刊行物の頒布を受けることができる。
  - 二 第五条第一項、第二項および第四項に定める会員(正会員、特別会員および賛助会員)は、本学会が主催する研究会・講演会およびその他の会合に出席することができる。
  - 三 第五条第三項に定める会員(学生会員)は、講演会その他の会合に出席することができる。
- 第七条 本学会の事業を運営するため経営学部の教授・准教授・講師および助教をもって委員会を構成する。
- 第八条 委員会に次の役員をおく。
- 一 委員の中から若干名を互選し、常任委員とする。
  - 二 委員の中から委員長を互選する。
  - 三 常任委員を、総務委員・編集委員・会計委員に分け、委員長が委嘱する。
  - 四 本学会の会計を監査するため、委員の中から2名の監事を互選する。
- 第九条 役員任期は1年とし、再任を妨げない。
- 第十条 本学会は、年1回定期委員総会を開催する。但し委員長は、臨時に委員総会を招集することができる。
- 第十一条 会員は、別に定める会費を納入しなければならない。
- 第十二条 本学会の会計年度は、4月1日から翌年3月31日までとする。
- 第十三条 本学会の会則の改正は、委員総会の決議による。
- 第十四条 本会則の施行に関する細則は、本学会の内規として別にこれを定める。
- 附 則 本会則は、昭和50年9月23日から施行する。  
(令和元年11月13日 一部改正)



本号執筆者

(執筆順)

山田方敏 本学教授

鈴木信幸 本学教授

柏木 仁 本学教授

---

編集委員

編集委員会 会長 鈴木 信幸

同 運営主任 呉 淑儀サリ一

同 委員 山田 方敏

同 委員 福田 怜生

経営論集 第58巻・第59巻（合併号）

2024年2月26日発行

発行者 亜細亜大学経営学会

編集者 同編集委員会

---

発行所 亜細亜大学経営学会編集委員会

東京都武蔵野市境5-8 (〒180-  
8629)

電話 (0422) 54-3111 (代表)

FAX (0432) 36-4873

---

製作 株式会社 白桃書房

東京都千代田区外神田5-1-15 (〒101-  
0021)

電話 (03) 3836-4781 (代表)

FAX (03) 3836-9370

---

(印刷・製本/三和印刷)

