

Title	ROEを超えて：サステナビリティ経営とパーパス
Sub Title	Beyond ROE : sustainability management and purpose
Author	谷口, 和弘(Taniguchi, Kazuhiro) 河原, 茂晴(Kawahara, Shigeharu)
Publisher	慶應義塾大学出版会
Publication year	2023
Jtitle	三田商学研究 (Mita business review). Vol.66, No.1 (2023. 4) ,p.85- 99
JaLC DOI	
Abstract	<p>本論文の目的は、21世紀のVUCA（流動的・不確実・複雑・曖昧: volatile, uncertain, complex, and ambiguous）世界において1つの大きな潮流となりつつあるように、ROE（株主資本利益率: Return on Equity）を超えてサステナビリティ経営をどう実現していくべきかを検討することに求められる。そして、サステナビリティ経営とそのカギとなるパーパスの理解に向けて、ソニーグループの事例研究を試みるつもりである。</p> <p>This paper aims to examine how sustainability management beyond ROE, which is required in the VUCA world, should be done. And it attempts to offer a case study of Sony Group to understand the role of purpose in sustainability management.</p>
Notes	論文
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-20230400-0085

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

ROE を超えて — サステナビリティ経営とパーパス

Beyond ROE: Sustainability Management and Purpose

谷口和弘(Kazuhiro Taniguchi)

河原茂晴 (Shigeharu Kawahara)

本論文の目的は、21 世紀の VUCA(流動的・不確実・複雑・曖昧: volatile, uncertain, complex, and ambiguous) 世界において 1 つの大きな潮流となりつつあるように、ROE (自己資本利益率: return on equity) を超えてサステナビリティ経営をどう実現していくべきかを検討することに求められる。そして、サステナビリティ経営とそのカギとなるパーパスの理解に向けて、ソニーグループの事例研究を試みるつもりである。

This paper aims to examine how sustainability management beyond ROE, which is required in the VUCA world, should be done. And it attempts to offer a case study of Sony Group to understand the role of purpose in sustainability management.

ROEを超えて*

—— サステナビリティ経営とパーパス ——

谷口和弘
河原茂晴

<要約>

本論文の目的は、21世紀のVUCA（流動的・不確実・複雑・曖昧：volatile, uncertain, complex, and ambiguous）世界において1つの大きな潮流となりつつあるように、ROE（株主資本利益率：Return on Equity）を超えてサステナビリティ経営をどう実現していくべきかを検討することに求められる。そして、サステナビリティ経営とそのカギとなるパーパスの理解に向けて、ソニーグループの事例研究を試みるつもりである。

<キーワード>

ROE, 失われた30年, 伊藤レポート, パーパス, サステナビリティ経営, ソニーグループ

1. はじめに

本論文の目的は、21世紀のVUCA（流動的・不確実・複雑・曖昧：volatile, uncertain, complex, and ambiguous）世界において1つの大きな潮流となりつつあるように、ROE（株主資本利益率：Return on Equity）を超えてパーパスに根差したサステナビリティ経営をどう実現していくべきかを検討することに求められる。とくにその際、われわれは、日本経済の失われた30年における日本企業の衰退という厳しい現実に向け、2014年のいわゆる『伊藤レポート』が少なくともROE 8%を目標とするというコーポレート・ガバナンスをめぐる制度変化（e.g., Aoki, 2001, 2010）を導くフォーカル・ポイント（Schelling, 1960）として機能したこと、21世紀における国連にかかわる動きが企業にたいしてサステナビリティ経営を求めるようになったこと、そして日本

* 本論文では人名の記述に際して、敬称略としている場合があること、および職位・肩書については基本的に本論文の執筆時点のものであることをあらかじめお断りしておく。そして、本論文に含まれた意図せざる過誤については、著者たちの責任であることをここに記しておきたい。

企業のなかでもダイバーシティの観点から多様な人材、多様な事業の育成に取り組んできたソニーグループが日本経済にたいして重要な含意をもたらしうることを論じるつもりである。

近年、パーパスにたいする関心が高まりつつある。EPI (2020) によれば、パーパスは、組織が「なぜ」存在するのかという組織の存在意義と同じ意味をもつ。われわれは、ミクロ経済学をつうじて企業の目的が利潤最大化であることを、他方で戦略経営論では戦略的企業の目的が競争優位の確立をつうじたレント（超過利潤）の獲得にあることを学ぶ¹⁾。しかし、注意しなければならないのは、利潤は企業のパーパスが生み出す成果であるとしても、利潤それ自体は企業のパーパスにはなりえないという点である (Mayer, 2016)。21世紀企業にとって、利潤はパーパスの派生物だ、と認識しておく必要がある (Mayer, 2017)。そして、即時にえられる短期的な利潤を犠牲にしてまで、社会全体に向けた投資を促すようなパーパスが求められつつある (e.g., Henderson, 2021; Henderson and Serafeim, 2020; Henderson and Van den Steen, 2015)。そうしたパーパスは、道徳に根差したディープ・パーパスや高貴なパーパスとみなされる (e.g., Gulati, 2022; Quinn and Thakor, 2019; Taniguchi et al., 2023)。

本論文は、以下のごとくに構成される。第2節では、日本経済の失われた30年をめぐる不都合な真実を概観するとともに、日本企業のコーポレート・ガバナンスをめぐる制度変化において『伊藤レポート』が大きな役割をはたした点を論じる。第3節では、ROEを超えたサステナビリティ経営とそのカギとなるパーパスについて論じる。第4節では、ソニーグループによるパーパスを軸としたサステナビリティ経営に焦点をあてる。そして最後に、結語を記す。

2. 日本経済の失われた30年と『伊藤レポート』

2.1. 茹でガエル国家・日本の失われた30年をめぐる不都合な真実——概観

ここでは、日本経済の失われた30年をめぐる不都合な真実を概観しよう。第1に、1989年末の各国の株価指数を100として、後の25年のあいだの変化を株価指数の累積リターンで表すと、NASDAQは9.4倍、NYダウは5.9倍になっており、アメリカは総じて好調である。対照的に日本では、日経平均株価は38、TOPIXは42という形で大幅な株価下落が生じてしまった²⁾。

第2に、過去30年における日本経済の停滞についてみてみよう。IMDの世界競争力ランキングによると、1989年当時、日本は第1位であったが、今では中国に抜かれ31番目である。さらに、世界の株式時価総額上位100社のリストの国別構成数についていえば、バブル崩壊後の1993年ですら日本企業は26社入っていたが、現在は1社しか入っていないというきわめて厳しい現実がここにある。世界の時価総額上位30社について1989年と2020年を比較すると、1989年には日本企業

1) 概していえば、利潤と利益の違いには、機会費用を勘案するかしないかが関係する。経済学やそれにもとづく戦略経営論では利潤という言葉が用いられることが多いように思われるが、企業会計や実務の世界では利益という言葉のほうがより頻繁に用いられているようである。本論文では以下、両者を厳密に区別することなくゆるやかに用いたい。

2) ブルームバーグ (Bloomberg) のデータをもとに大場昭義東京海上アセットマネジメント元社長が作成したデータに負う。

が数多く確認されたものの、今となっては1社も確認できないありさまである。また、1人あたり実質賃金の推移をみてみると、日本はほぼ横ばいのままである。さらにショッキングなのは、日本は部長への昇進年齢が高く、しかも部長への昇進のスピードが遅いという事実である。そして今や、タイの部長の給料の方が日本のそれよりも高いという現実である。³⁾⁴⁾

そして第3に、個別企業の資本生産性という点で日本企業と欧米企業の簡潔な比較を試みたい。⁵⁾一般的に資本生産性は、当期利益の株主資本にたいする割合であるROEにより示される。8業種の比較から明らかになったのは、欧米企業と比べて日本企業のROEは、総じて著しく見劣りしているという事実である。欧米企業の収益性は、日本企業のそれと比べて圧倒的に高い現実がある。

マクロ経済学的にいえば、日本ではGDPの停滞が長年続いてきたことが最大の課題だと思われる。1.2億人近い人口を擁する世界第3位の経済規模を何とか維持している日本においては、多くの人々にとって国内市場だけで自活できさえすれば、食料自給率や移民の問題などはさておいて、一定の生活水準が保たれて互いに共存できることが重要な関心事なのだと思われる。⁶⁾こうした相互依存性の高さと現状維持バイアスの強さに特徴づけられる日本では、実際に100年企業の数は世界で一番多いという点からも新陳代謝が活発ではないといえる。

古きものが新しきものを駆逐する。そして、古きものが安定的に未来永劫続いていく。このことは、世界が変わっても不変であるかのようである。日本の問題は、「ガラパゴスで、なんとなく皆が幸せだから、茹でガエルどころか井の中の蛙で、外も見ない」(小林, 2019)という哲人経営者・小林喜光三菱ケミカルグループ前会長の独特な表現に適切に要約されよう。ここでの「茹でガエル」やら「井の中の蛙」やら、といったメタファーが意味するのは、緩慢なる衰退にほかならない。失われた30年を経験してきた日本は衰退途上国にある、という厳しい現実に今われわれは直面し、危機感を抱いて行動する必要がある。

2.2. フォーカル・ポイントとしての『伊藤レポート』

日本は、2013年の日本再興戦略によってインベストメント・チェーンの最適化を目指すこととなった。急速な高齢化と人口減少に直面するなかで資本生産性を高め、長期的な国富の維持・形成を図ることが不可欠とみなされた。そして同年、経済産業省に設置されたプロジェクト「持続的成長への競争力とインセンティブ——企業と投資家の望ましい関係構築」において、経営者、投資家、研究者などが集結した。そして、約1年にわたる議論の成果として2014年、最終報告書

3) 以上の記述は、経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システム (CGS) 研究会」資料 (2021年11月16日) に負う。

4) ここでの記述は、経済産業省「未来人材ビジョン」(2022年5月31日) に負う。

5) 2015年経済同友会資本効率最適化委員会の資料、およびアリックスパートナーズ (AlixPartners) による分析などに負う。ここでいう8業種とは、GMS、食品、衣料品、医薬品、化学品、トイレタリー、建設機械、総合電機・重機をさす。

6) もちろん近年、格差の拡大、低賃金・貧困、少子化などの問題が深刻さを増しており、人々の存続が脅かされている事実もあることを無視してはならない。

がまとめられた。これが、すなわち通称『伊藤レポート』にほかならない。この通称は、プロジェクトの座長をつとめた伊藤邦雄一橋大学元教授の名に由来する。

『伊藤レポート』の意義は、ROE 8%を目標として、資本市場における国民、投資家、運用機関などのプレイヤーの役割と規律を明確化し、さらなる企業価値の向上を駆動し牽引した点にある。つまり、多くの日本企業の予想を変化させ、株主志向型の行動を導いたという点で、『伊藤レポート』は、コーポレート・ガバナンスにかかわる制度変化の指針となるフォーカル・ポイント (Schelling, 1960) として機能したとみなされる。

具体的にはこのレポートを機に、2014年にスチュワードシップ・コード、そして2015年にコーポレート・ガバナンス・コードが導入された。これら双方のコードは、いわば車の両輪としてシナジーを生み、機関投資家サイドと上場企業サイドの双方から企業の持続的成長を促すことが期待された。とくに、形式的な立法化ではなく、イギリスで実践されたコードという方式が採用されたことが、迅速なガバナンス改革に大いに寄与したといえよう。その結果、10年のあいだにROEの劇的な改善がもたらされた⁷⁾。

そもそもROEは、株主が拠出した資本にたいして、ある期間にどの程度の税引後利益を創出したのかを測定する指標である。さらにいえば、『伊藤レポート』が重視したROEは、8%という目標を上回ると、株価の代理変数といわれるPBR (株価純資産倍率: Price Book-value Ratio) は正の相関で右肩上がりに上がっていく。また、ROEから株主資本コストを差し引くと、株主にとっての剰余であるエクイティ・スプレッドがえられる。この値が、正であれば企業価値を増加させている一方、負であれば企業価値を毀損していることになる。

問題は、企業サイドと機関投資家サイドとのあいだに、株主資本コストをめぐる認識ギャップが存在する点にある。バランスシートの資本の部について、経営者がそれを株主資本として理解すれば、株主が期待するリターンを満たす必要性を勘案しうる。しかし、自己資本として理解すると、それは株主に帰属するわけではないといった一種の錯覚をもたらしているように見受けられることがある。結果的に、このことが株主資本コストについての認識ギャップに反映されているようである。実際、自社の株主資本コストの計算をしていない会社——株主資本コストの認識ギャップに陥っているとみなされる会社——が60%を占める一方、その計算をしていても結果を開示していない会社が多数を占める。

周知のように株主資本コストの計算は、CAPM (資本資産価格モデル: Capital Asset Pricing Model) にもとづいてなされる。その計算によって、個別企業の株式が株式市場全体と比較してどの程度の値動きをしているのかを基準に、リスクがあるために要求されるリターンが、リスクのない投資先 (たとえば、国債) を上回る形で求められることになる。つまり当然のことながら、リスクが高い投資にはそれなりに高いリターンが要求されることになる。

そこで、野村証券金融工学研究センターによるJPX (日本取引所グループ) 400社のROE、株主資本コスト、エクイティ・スプレッド、PBRの比較分析に依拠して、化学業界35社に注目して

7) ここでの記述は、野村証券による2009年5月末と2019年5月末のROEの比較分析に負う。

8) PERが一定であると仮定すれば、ROEが上昇すればPBRも上昇する。

みよう。⁹⁾ 三大総合化学会社といわれていた住友化学、三井化学、三菱ケミカルの ROE はいずれも 12% 以上と高位なのだが、PBR は 1 倍割れとなっている。このことは、各社の株式時価総額が簿価純資産の額より低くなっていることを意味する。すなわち、会社がもし清算されたとしたら、清算価値は簿価を下回り株主に損失が生じてしまう。¹⁰⁾ 他方、ROE と PBR については順に、日産化学 19.5%、4.8 倍、信越化学は 16.4%、2.6 倍、花王は 14.9%、3.0 倍、そしてユニ・チャームは 15.8%、5.7 倍となっている。かくしてわれわれは、同一業界の企業のあいだにみられる PBR に反映された株式市場による評価の差異性に注目しなければならない。

2014 年の『伊藤レポート』以前の日本企業は、資本生産性、ROE の双方についてほとんど意識してこなかったように思われる。しかし当レポート以降、これがある意味でフォーカル・ポイントの役割をはたし、最低でも ROE 8% を達成することが、概して日本においては共有予想となったように見受けられる。もちろん、8% というのは数値目標にすぎないのであって、各社が関与する産業、市場、成長段階などによって株主資本コストが異なる点を鑑みれば、どの企業にとっても株主資本コストを上回る ROE を実現することがある種のルールとなった——当然視され制度化された¹¹⁾——ことは 1 つの事実だといえよう。この点で、『伊藤レポート』が日本企業のコーポレート・ガバナンスにかかわる制度変化においてはたした役割は大きいとみなされよう。

3. サステナビリティ経営とパーパス

3.1. ROE を超えて

次にわれわれは、ROE を超えていわゆる非財務価値も含む企業価値の向上について検討してみたい。その際、認識しておくべき重要な点は、ESG 投資が 21 世紀のルールになりつつあること、そして企業価値の源泉が無形資産にあることである。これら 2 つの世界的潮流は、従来の企業会計のフレームワークの限界を浮き彫りにしつつあるといつてよい。¹²⁾

とくに ESG 投資の起源は、2006 年にコフィ・アナン (Kofi Annan) 国連事務総長が金融業界にたいして、機関投資家に向けて PRI (責任投資原則: Principles for Responsible Investment) を提唱したことに求められる。ESG 投資では、投資先企業の中長期的な価値評価において ESG にたいする考慮が不可欠だとみなされる。近年、企業が CSR の一環として環境や社会への配慮を事業活動に組み込む傾向が高まっている。それにともない、投資家は投資リターンの向上のために ESG を考慮することが合理的だ¹³⁾ という考え方が主流となりつつある。とくに日本では 2015 年、

9) ここでの記述は、太田洋子野村證券金融工学研究センター所長をはじめとする 2021 年 11 月末時点での JPX 日経 400 採用銘柄を対象とした詳細な分析結果に負うものである。

10) ちなみに、日本の上場企業のうちほぼ半数の PBR が 1 倍割れの状況にある。東京証券取引所は 2023 年 4 月 9 日、プライムとスタンダードといった双方の市場の上場企業約 3,300 社にたいして、資本効率や株価を意識した経営を求める異例の要請を行った。とくに PBR が 1 倍割れの企業にたいして、資本収益性や成長性といった観点で課題があると指摘し、改善に向けた方針や具体的な目標の公表を求めることとなった。

11) ここでの見方は、比較制度分析による制度観 (e.g., Aoki, 2001, 2010) にしたがうものである。

12) 実務的にいえば、ESG 情報の代表的な評価の 1 つとして MSCI モデルが存在する。MSCI とは、Morgan Stanley Capital International のアクロニム (頭字語) である。

GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人：Government Pension Investment Fund）がPRIに署名し、国内におけるESG投資の拡大に向けた推進力が生まれている。

とくにアメリカでは、株式時価総額に占める無形資産からの価値創出の割合が87%以上になったという現実もあり、投資家も投資判断において無形資産にかかわる非財務情報を重視せざるをえなくなった。このことは、企業価値評価において伝統的な企業会計のフレームワークでは十分に対応できないという限界が生じたことを含意する。かといって、そうした情報を「非財務」的とみなして会計の世界とは無関係のものとして外部化するのではなく、中長期的に企業価値を形づくる重要な要素とみなして内部化し、測定に向けて尽力することが重要だと思われる。

企業価値向上のためには、ROEの向上とともに株主資本コストの認識・引下げも重要な意味をもつ。とくに高業績企業は、ESG活動に向けて十分なスラック資源をもつため、そうした活動をつうじてさらなる業績向上につなげることで資源ベースがより拡充されるといった具合に持続的な好循環が期待できる。ただしESG活動については、短期的にみて収益性が下がることであっても、中長期的には企業価値向上に資するという予想が、企業と投資家の双方のあいだで共有されることが重要だ¹⁴⁾という意味で、双方のサイドにある程度の忍耐が必要となる。

3.2. サステナビリティ経営とは何か

周知のように、サステナビリティ経営とは何かを検討するうえで、フリードマン・ドクトリンを1つのベンチマークとして無視することはできない（谷口，2023a, b）。すなわちそれは、CSRとは競争環境の下、株主利益を増大するための活動に取り組むことであり、それ以外の活動は、中長期的には自由社会の土台をゆるがしかねない、というミルトン・フリードマン（Milton Friedman）の見解（1970）である。しかしコリン・メイヤー（Colin Mayer）が論じたように、フリードマン・ドクトリンは、株主価値最大化を企業目的とすることを社会において当然視させ、自然環境、人類にたいして大きなダメージを及ぼしてしまった（Mayer, 2019）。とはいえ、フリードマンにしてみれば、企業によるESG活動を軸としたサステナビリティ経営は、自由社会においては一切不要とみなされるのである。

しかし、前述したPRIによる投資家や企業によるESGへの取り組みの推進をはじめとした環境変化は、企業にたいしてサステナビリティ経営を要請している。1987年に国連のWCED（環境と開発にかんする世界委員会：World Commission on Environment and Development）が発表した報告書では、将来世代のニーズを満たす能力を損なうことなく、現在世代のニーズを満たす開発に注意が向けられた。さらに、2015年に開かれた国連サミットでは、2000年のMDGs（ミレニアム

13) TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース：Task Force on Climate-related Financial Disclosures）の動きをみても、法の制定や各国での批准を待つのではなく、むしろ当初から金融機関を包摂した先制的な活動に取り組むほうが功を奏するものと思われる。2022年10月現在、ESG投資を支持するPRI署名機関数は世界で5,220社、日本で119社、そして署名機関の運用資産総額は約121兆ドルといわれる。

14) 証券アナリストの一般的な見方によれば、ESGの改善は投資家サイドのリスク認識を低下させるとともに、業績の変動や株価のボラティリティを低下させる結果、CAPMの β 値の安定化につながり、株主資本コストは下がることになるだろう。

開発目標 : Millennium Development Goals) の後継として SDGs (持続可能な開発目標 : Sustainable Development Goals) が採択された。同年には、2020年以降の温室効果ガスの排出量削減などにかかわる国際的枠組であるパリ協定が採択された。かくして、国連に関係した持続可能性にかかわる一連の動きによって環境への配慮が促進され、フリードマン・ドクトリンの妥当性が疑問視されるようになった (谷口, 2023a)。

フリードマン・ドクトリンにたいして批判的な流れは、フリードマン自身にとってごく身近だった経済学界でも生じている。Hart (2020) は、フリードマン・ドクトリンにたいして懐疑的なスタンスを示した。すなわち、株主はもっぱら経済的利益だけに関心をもつとは限らず、会社が株主価値最大化に取り組むべきだという見解が正当化されるわけではない。つまり、株主が企業に求める要件やニーズが株主価値最大化とかならずしも一致するわけではないということである。

株主はもとより社会の人々は、ガソリン車の廃止をすすめつつ電気自動車を普及させる、あるいは温暖化ガスを排出する石炭火力発電や放射性廃棄物を出し続ける原子力発電を減らして再生可能エネルギーによる発電へと移行するなどといったサステナビリティ・トランジション (e.g., Bergek et al., 2013; Geels, 2011; Lindberg et al., 2019; Taniguchi, 2022; Taniguchi et al., 2023) にかかわる一連の問題解決を政府に期待しがちである。しかし政府は、そうしたサステナビリティ・トランジションに必要なケイパビリティをもたず、既存の公共事業や縁故主義にもとづいた利権を優先することで失敗するケースがしばしばみられる。こうした政府の失敗が想定される場合、適切なパーパスと企業家精神をもつ企業にたいしてサステナビリティ経営を期待することは一理あるといえるだろう。

21世紀において実務的にも理論的にも、経済と社会の分離を前提として株主価値最大化を正当化するフリードマン・ドクトリンは陳腐化したようにみうけられる。もはや企業の利益は、その存在意義としてのパーパスから完全に分離することができなくなったといえよう (谷口, 2022b, 2023a)。つまり、企業による価値創造・価値獲得に向けた経済活動は、社会とますます連結し、企業は社会のなかに埋め込まれるようになった (e.g. Aoki, 2001, 2010; Foss and Linder, 2019; Granovetter, 1985; Porter and Kramer, 2006, 2011)。それによって、サステナビリティ経営は市民権を広く獲得しつつある。

ランジェイ・グラチ (Ranjay Gulati) によれば、企業は、自社の存在意義をふまえた道徳的リーダーとなることで、組織に深く根差した意図としてのディープ・パーパスをもちうる (Gulati, 2022)。そして、ディープ・パーパスをもつ企業は、尊厳、持続可能性、ダイバーシティなどを大切にする価値観を体現し、自己利益の追求にとどまることなく道徳にもとづき共通善に向けて行動しうる (e.g., George et al., 2016; Pitelis, 2013; Rupp, 2011; Taniguchi and Fruin, 2022)。

この点にかんして、次節ではソニーグループの事例に注目するが、その前に2つのモデルにふれておこう。第1に、ソニーグループと同様、サステナビリティ経営の企業モデルとして丸井グループの共創モデル¹⁵⁾をあげる。すなわち、このモデルでは、倫理的な責任にもとづき、会社の持続的な利益追求や持続的競争優位を超えて社会・地球環境の持続可能性にも配慮し、「すべての

ビジネスがサステナビリティを実践するようになってほしいという願い」の下、実業界のフロントランナーとなるという気概をもとに将来世代とともに社会課題解決と企業価値向上の同時実現に向けて真摯に取り組む（谷口, 2022a, b）。

そして第2に、サステナビリティ経営の地域モデルとして報徳思想にもとづく小田原モデルをあげる（谷口, 2023a, b）。このモデルは、(1) 当該地域のさまざまな主体が推譲を是とする報徳思想を共有価値とする、(2) 彼らの協力によりD&I（ダイバーシティ・アンド・インクルージョン）を実現する、(3) 人間と自然の調和を是とする日本文化の象徴たる地位へと駆け上るための聖地として世界的な名声を確立する、(4) 歴史をつうじて継承されてきたファンダメンタルなパーパスにこだわる老舗企業が多く存在する、といった特徴をもつ。

とくに21世紀の企業は、グローバル化、デジタル化、気候変動などのメガトレンドのなかで、多様なステークホルダーと協働して中長期的な企業価値向上をめざすだけでなく、さまざまな社会問題を解決していくことも求められている。われわれは2022年、Covid-19の慢性化、ロシアによるウクライナ侵攻、東アジアでの軍事的緊張関係への対応など、過去に類例のない深刻な問題に直面した。企業は、そうした劇的な環境変化に特徴づけられるVUCA世界において新しい経営の仕方に挑戦しなければならない。

VUCA世界では、国や企業にとって「毎年GDP成長を実現する」「競争に勝つ」「持続的競争優位を確立する」などといった従来通りの目標を実現することはますます困難になりつつある。つまりサステナビリティ経営の要諦は、個人、企業、産業、地域、国、地球などそれぞれの存在を文字通りどう持続するかということで、時代はその方向にシフトしつつある。成長・繁栄から持続へのシフト。代表的な戦略経営論の1つであるDC（ダイナミック・ケイパビリティ：dynamic capabilities）論によれば、今の生活を維持するという現状維持に必要なのは一般的ケイパビリティであり、イノベーションに必要なDCとは本質的に異なる（e.g., Helfat et al., 2007; Teece, 2009, 2016）。しかし、劇的な環境変化によって、存続にさえ高位のメタ・ケイパビリティであるDCが必要になったようにみうけられる。存在が消えてしまえば、元も子もないのであって、活動の土台がないのだからイノベーションが生まれることはありえない。

パーパスに根差したさまざまな存在の持続を志向するサステナビリティ経営の実践にあたって、以下の6点に注意しておく必要がある。すなわち第1に、企業はその活動を持続可能なものにし、自ら存続していくうえで適切な水準の収益性が不可欠である。企業が利益を獲得できなければ、R&D投資や人的資本投資などをつうじて未来を確保するための好循環は望めないだろう。利益なくして、優秀な人材にたいして魅力的な雇用機会を提供することはできまい。VUCA世界において価値創造に貢献しうる稀少な人材を確保できなければ、価値獲得をも期待することはできない。企業は、適切な利益を適切な仕方でもって獲得してこそ存続しうるという基本要件を理解しておく

15) 両社とも2020年、IR優良企業大賞を受賞した。とくにソニーグループは、統合報告書『Corporate Report 2021』が「日経統合報告書アワード2021」にて優秀賞を受賞している。他方、丸井グループは共創経営レポートを毎年進化させており、将来世代を加えた6つのステークホルダーの「しあわせ」に力点を置く。丸井グループのサステナビリティ経営については、青井（2022）、谷口（2022a, b）も参照。

べきである (e.g., Nohria, 2015; Taniguchi et al., 2023)。

第2に、とくに株式会社という企業形態を選択する場合、法の観点から会社の所有者である株主を最低限満足させることが必要である。このことは、アメリカで確認されるような過剰な株主偏重を擁護しているわけではない点に注意しよう。むしろ、自社のROEが株主資本コストを上回るかどうか、というリトマス試験の必要性を示唆するにすぎない。この点において、認知ケイパビリティとしてのフィナンシャル・リテラシーを実業界に広く適切な形で根づかせる必要がある。

第3に、中長期的な視点でどのように多様なステイクホルダーと対峙していくかを考慮することが必須である。E, S, Gといった三要素だけで、彼らを十分な形で満足させることができるであろうか。とくに、中長期的な視点で企業価値を向上させるには、多様なステイクホルダーの利害をコーディネートすることで適切な経営を実現するというコーポレート・ガバナンスのあり方が重要な意味をもつ (e.g., Aoki, 1984, 2001, 2010)。

第4に、あくまでROEの確保を基盤としたうえでESGの取り組みを推進していくことが肝要なのであって、利益なきサステナビリティ経営は、企業の存続を危険にさらすばかりか、「ESGウォッシュ」と批判されることにつながりかねない。換言すれば、ROEかESGか、といった二者択一的な視点を採用するのではなく、むしろ両者の止揚によるリープフロッグを志向すべきなのである。企業は多様なのであって、同業他社を比較してもそれぞれがおかれた環境も大いに異なっていよう (Nelson, 1991)。さらに、同一の企業の内部においてすら、事業ごとにおかれた成長段階は異なるものである。

第5に、サステナビリティ経営を実践する主体は企業に限定されるものではないということを認識しておくべきである。前述のような小田原モデルは、さまざまなリーダーを中心とした企業、NPO、神社など多様な組織や主体がかかわった地域モデルである。また、経営の神様・松下幸之助がいうように、政治は国民全体を対象とした目標にもとづく経営活動——国家経営——にほかならない (松下, 1994)。したがって、政治に望ましいサステナビリティ経営の国家モデルを求めることには一理ある。

そして第6に、サステナビリティ経営の土台となるパーパスとは何かを理解しておくことは不可欠である。EPI(2020)は、組織は「なぜ」存在するのかというパーパス、組織は「どのように」行動するのかという価値観 (バリュー)、組織は「何」をするのかというミッション、そして組織は「どこ」でインパクトをもたらしたいのかというビジョンを区別する。かくしてパーパスとは、組織の存在意義である「なぜ」にかかわるといって本質的である。

ここで、前述したグラチのディーブ・パーパスを想起しよう。ディーブ・パーパスをもつ企業は、単なる利益追求にとどまることなく道徳にもとづき共通善に向けて行動することもできる。ディーブ・パーパスに根差した企業は、道徳的リーダーとして環境変化にかかわらず自社のパーパスを大切にしながら自社の存続を図り、経済と道徳の適切なバランスを見出すため努力を継続する。グラチは、述べる。すなわち、

リーダーは時折、道徳の話をもちだされると居心地が悪くなることがあるが、われわれは、道徳

と市場は、印象とは異なり真っ向から対立するものではなかったという点を想起すべきであろう。アダム・スミス (Adam Smith) は『諸国民の富 (*The Wealth of Nations*)』を著す以前、『道徳感情論 (*The Theory of Moral Sentiments*)』を著し、人間は、利己的であるだけでなく、本質的に他者に向けて共感することもできるのであって、個人的な便益を望むことなく他者を助けるよう突き動かされている、と論じたのである (Gulati, 2022, 19)。

つまり、人間は利己心と共感とのあいだの適切なバランスを見出せる存在なのである。

われわれの見解では、そうした個人というミクロが集計されて実現する企業というマクロでの経営は、利己心と共感との適切なバランスを反映した形で適切な利益追求を適切な仕方を実現し、自らの存続と他の存在——他の生物、地域、国、地球など——の存続を整合化しうるようなサステナブル経営を実現できるように思われる。とはいえ、それを実現するのは簡単な仕事というわけにはいかないだろう。

4. ソニーグループによるサステナビリティ経営とパーパス——事例研究

ソニーグループの収益の柱は、ゲーム、音楽、映画などのエンターテインメント事業、CMOSセンサー、そして金融事業である。営業利益のほぼ50%はエンターテインメント事業によって創出され、祖業であるエレクトロニクス事業は20%未満にすぎない。2010年代初期の業績低迷をへて、ここ数年でようやく安定的な収益を実現できるようになった。

とくにソニーグループは、統合報告書『Corporate Report 2020』に明示されているように、パーパスと価値観を重視する。すなわち、「クリエイティビティとテクノロジーの力で、世界を感動で満たす」というパーパスの下、グループ社員が長期的視点での価値創造に向けて同一のベクトルで進んでいくのに必要な共有価値として、「夢と好奇心」「多様性」「高潔さと誠実さ」「持続可能性」といった4つの価値観を定める。

また2022年8月発表の統合報告書『Corporate Report 2022』(ソニーグループ, 2022)におけるCEOメッセージのなかで、吉田憲一郎社長は、「クリエイティビティとテクノロジーの力で、世界を感動で満たす」というパーパスにもとづく企業文化について述べる。¹⁶⁾すなわち、

多様な事業、多様な人材を擁するソニーが価値を創出し続けるためには、約11万人のソニーグループ社員と Purpose を共有していくことが極めて重要になります。私は、Purpose とは一義的に社員との約束事、すなわち、感動を創出するという社会的存在意義に向かって、ともに歩むかどうかの問いかけであるにとらえています。さまざまな企業や人材への投資を行う中でも、グループの企業文化が非常に大切になってきます。現在のソニーは、Purpose を企業文化として定着させつつあり、こうした企業文化は価値創出の実行力を担保し、長期的な企業価値の向上に直結するものだと思います。また、Purpose が浸透し始めているのは、それが経営の方向性と一致し、戦略を考える起点になってきているからだと感じています。ソニーは、これからも Purpose のもと、「世界を

16) 2023年4月、吉田社長は会長の座につき、十時裕樹が新社長となった。

感動で満たす」ための価値創出を続けます (*ibid.*, 9)。

つまり吉田社長は、感動の創出というパーパスを企業文化として定着させ、組織の多様なメンバーによって共有することが価値創造にとって不可欠だと論じた。とくに当社は、エンターテインメント事業が生む感動をユーザーに届ける感動バリューチェーンの構築を重視するという。

さらに、統合報告書『Corporate Report 2022』の価値創造モデルでは、自社を「テクノロジーに裏打ちされたクリエイティブエンタテインメントカンパニー」(*ibid.*, 14) と定義する。そして、「ソニーがどこに向かうのかを示す経営の方向性は、クリエイターとユーザー、社員という『人に近づく』ことです。このように『感動』、『人』を軸にした経営を長期視点で進める」(*ibid.*) と記す。多様な事業のすべての基盤にテクノロジーがあるが、人の心を動かすのは創造力であり、これらはもちろん人なしでは実現しえない。ソニーグループのサステナビリティ経営にとって人が最重要だというのは、あながちいいすぎではないように思われる。

また、スマートフォンの普及により誰もがコンテンツの作成・発信を簡単に実現できる時代となった今、クリエイターへのアクセスが重要な意味をもつ。ソニーグループも、この点に経営の軸足をおきはじめているようである。従来のWEB 2.0時代では、GAF Aなどのビッグテック企業がユーザー・サイドに軸足をおきデータを独占し、巨額のレントを獲得してきた。しかし彼らは、単にコンテンツ取引のためのプラットフォームを提供してきただけであって、クリエイターのように何かを創造してきたのではない。他方、「ネット民主化」に特徴づけられる新しいWEB 3.0時代となると、クリエイターがビッグテック企業のプラットフォームを飛び越え、コンテンツの発信・取引が可能になる時代がくるかもしれない。吉田社長は、過酷なIT産業での自社の存続を可能にするサステナビリティ経営の方向性として、創造力の源泉たるクリエイターに寄り添うことが重要だと考えている。とくに、クリエイターという個の育成と自社の成長とを両立するよう¹⁷⁾な共進化を志向した貢献型経営を意図しているという。

ソニーグループは創業以来、人材を個ととらえてきた。個の自律性と挑戦を尊重し、会社と社員が対等な関係を前提にして、「都度、お互いに選び合い、応え合う」企業文化を大切にしてきた。それをさらに進化させ、ソニーグループの人材理念を、“Special You, Diverse Sony” に、そして人事戦略のフレームワークを「個を求む」「個を伸ばす」「個を活かす」に再定義した。多様な個というミクロの成長なくして、企業というマクロの成長はないということである。

ソニーグループが業績回復を実現し、株価を史上最高値を更新できた背景には、創業以来長年にわたって築きあげてきた企業文化の下で、合併による新規事業参入——1968年のCBSレコード(CBS Records) との合併による音楽事業にはじまり2013年のオリンパスとの合併による医療事業にいたる——をくり返してきたことにより、多様な事業がダイバーシティをもつ人材の土台を育んだこと、そして多様な人材が新結合することで価値創造につながる組織へと進化したことがある。さらに、エレクトロニクス、映画、音楽、ゲーム、金融などの多様な事業ポートフォリ

17) 以上の記述については、中山(2023)に負う。

オと、外国人が50%をも占める多様な人材を Purpose & Value の下でまとめた現在の経営陣の DMC (経営者のダイナミック・ケイパビリティ: dynamic managerial capabilities) もある。

とくに、吉田体制の DMC は、長期的視野に根差した構想、意思決定、実行といった認知・行動面でのすぐれたケイパビリティによって特徴づけられよう。吉田社長は、社長に就任する以前、副社長兼 CFO をつとめていたが、2018年4月に平井一夫前社長の後を継いだ。社長就任後、最初に着手した仕事の成果である Purpose & Value は、半年以上にわたる社内での慎重な議論を重ねた後、2019年1月に外部公表された。

その後6月、アクティビストとして知られるアメリカのサードポイント (Third Point) が半導体事業のスピンオフを求める提案書を出してきた。しかし9月、吉田社長の名前で株主に向けてレターを発信した。すなわちそれは、「半導体事業はソニーの成長をけん引する重要な事業の1つ。長期的な企業価値向上に資する」とし、取締役会が全会一致でスピンオフ提案を拒否したとの内容のものであった¹⁸⁾。

また、長期的視野という点でいえば、1つの新製品を仕込んで日の目をみるまでに10年の忍耐が必要となることは他社と同じで、ソニーグループが例外というわけではない。だからこそ、CMOS センサーの場合は、1970年からはじまった厚木工場での CCD 開発が基礎になっている。2006年にコニカミノルタからカメラ事業のαシリーズを買収した後、ソニーグループはミラーレスへと展開することができた。とはいえ、カメラ市場では2022年までの直近2年はかなりの高業績を実現できたものの、累積損失を解消するまでに11年もの年月を要した。さらに、1989年に買収したコロムビア・ピクチャーズ・インダストリーズ (Columbia Pictures Industries) の映画事業にしても収益に貢献するまでには、結構な年数を要した。ソニーグループは、いわば大忍¹⁹⁾という独特な DNA をあわせもつ点も特徴の1つとしてあげられよう。

2021年に改定されたコーポレート・ガバナンス・コードは、「企業の中核人材における多様性の確保」として、管理職を中心に女性、外国人、中途採用者の登用についての考え方と測定可能な自主目標の設定、さらに多様性の確保に向けた人材育成方針とその実施状況をあわせて公表するよううたっている。しかし、多様性を確保しさえすれば、普遍的にどの企業でも価値向上を実現できるという見方はいくぶんナイーブかもしれない。

創造的なチームにおける相互交流による約17,000件の発明を分析した実証研究 (Flemming, 2004) では、発明という価値の創造は多様性と反比例すること、しかしながら、一方で画期的な発明は多様性の高い集団から生まれることも示唆されている。ソニーグループにそくしていえば、前述の1989年に買収したハリウッドの映画事業が、当時のエレクトロニクス事業の企業文化やビジネスモデルとは不整合をきたし、PMI (ポスト・マージャー・インテグレーション: Post Merger Integration) に相当な月日を要し、収益を生み出すまでに多額の支出を要したことは事実だろう。

18) 本論文の共著者の一方 (河原) は、実際に両者の主張文書を詳細に検討したが、吉田社長による切り返しは見事なものであった。Purpose & Value について社内での検討がかなり慎重になされ、事前に将来の成長戦略のイメージやシナリオが用意されていたために、社内のコンセンサスも容易にえられ、確信をもって対峙できたのではないかとみている。

19) 大忍という言葉は、パナソニック ホールディングス創業者の松下幸之助が好んで用いた言葉である。

他事業も含めた事業ポートフォリオの多様性ゆえに、コングロマリット・ディスカウントと揶揄された時期もあった。だが一方、多様な事業を有するからこそ、そこからイノベーションが生まれる可能性は高くなる。もちろん組織は多様性があれば、リスクにたいして頑健たりうる。卵は1つのカゴに盛るな、ということである。この点にかんして、ソニー生命を中心とした金融事業の安定的な収益基盤によって、エレクトロニクス事業の不調を補填してきた時期もあることを忘れてはならない。

5. 結語

本論文では、企業の存続にとっては株主資本コストを上回る ROE が必要であり、さらに21世紀の VUCA 世界では、ROE を超えたパーパスに根差したサステナビリティ経営が求められていることを論じた。そしてわれわれは、日本経済の失われた30年における日本企業の衰退という厳しい現実に向け、2014年のいわゆる『伊藤レポート』が少なくとも ROE 8% を目標とするというコーポレート・ガバナンスをめぐる制度変化を導くフォーカル・ポイントとして機能したこと、21世紀における国連にかかわる動きが企業にたいしてサステナビリティ経営を求めるようになったこと、そして日本企業のなかでもダイバーシティの観点から多様な人材、多様な事業の育成に取り組んできたソニーグループが日本経済にたいして重要な含意をもたらしうることを論じた。これまで企業価値については、ROE に代表されるような財務価値ないし株主価値により表象されていた。しかし今日では、人的資本、社会関係資本、ESG 活動やサステナビリティ経営への取り組みなどのさまざまな非財務情報がまさに「ROE を超えて」、企業価値の測定・評価のための変数となってきたことを強く意識する必要がある。

結論を述べる前に、本論文の共著者の一方（河原）の経験論にふれておきたい。ソニーに入社した頃の採用のキャッチコピーは、「出る杭を求む」「学歴無用論」であった。だからこそ、一風変わった「変人」が多く集まった。当時の盛田昭夫社長は、新入社員に向かって「ソニーに入社したことをもし後悔することがあったら、すぐに辞めなさい。人生は一度しかないのです。そして、本当にソニーで働くこと以上は、お互いに責任があります」と入社式で挨拶した。その後も、折にふれて「一人ひとり違った意見をもっているから価値がある。会議や議論の場では、それぞれの意見を、はっきりと発言してほしい。そこにあなたがいる意味があるのであり、そうしないのなら、いる意味はない」とも述べた。

かくして、「自由闊達にして愉快なる理想工場」に集約された東京通信工業時代の共有価値から進化した、普通の人とは異なった「出る杭」になることをいとわない「変人」を大切にする企業文化こそ、ソニーグループの多様性の、ひいてはイノベーションの源泉だ、といえるだろう。茹でガエル国家・日本がこれ以上、茹で続けられることなく失われた30年を止めて持続可能な国へと転換していくうえで、異質性と多様性はカギとなりうる。この点で、われわれがソニーグループのサステナビリティ経営から学ぶべき教訓は重要な意味をもつように思われる。

参考文献

- 青井浩. 2022. 『サステナビリティ経営の真髄——丸井グループ社長 青井浩が賢人と解く』日経BP.
- Aoki, M. 1984. *The Co-operative Game Theory of the Firm*. Oxford University Press, Oxford.
- Aoki, M. 2001. *Toward a Comparative Institutional Analysis*. MIT Press, Cambridge, MA.
- Aoki, M. 2010. *Corporations in Evolving Diversity: Cognition, Governance, and Institutions*. Oxford University Press, Oxford.
- Bergeck, A., Berggren, C., Magnusson, T., Hobday, M. 2013. Technological discontinuities and the challenge for incumbent firms: destruction, disruption or creative accumulation? *Res. Pol.* 42(6-7), 1210-1224.
- EPI. 2020. *Enacting Purpose within the Modern Corporation: A Framework for Board of Directors. Enacting Purpose Initiative*. <https://enactingpurpose.org/assets/enacting-purpose-initiative---eu-report-august-2020.pdf>
- Flemming, L. 2004. Perfecting cross-pollination. *Harvard Bus. Rev.* 82(9), 22-24.
- Foss, N.J., Linder, S. 2019. The changing nature of the corporation and the economic theory of the firm. In: Clarke, T., O'Brien, J., O'Kelly, C.R.T. (Eds.), *The Oxford Handbook of the Corporation*, pp. 539-562.
- Friedman, M. 1970. The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Mag.* September 13.
- Geels, F.W. 2011. The multi-level perspective on sustainability transitions: responses to seven criticisms. *Environ. Innov. Soc. Transitions*. 1(1), 24-40.
- George, G., Howard-Grenville, J., Joshi, A., Tihanyi, L. 2016. Understanding and tackling societal grand challenges through management research. *Acad. Manage. J.* 59(6), 1880-1895.
- Granovetter, M. 1985. Economic action and social structure: the problem of embeddedness. *AM. J. Sociol.* 91(3), 481-510.
- Gulati, R. 2022. *Deep Purpose: The Heart and Soul of High-Performance Companies*. Penguin, London.
- Hart, O. 2020. Shareholders don't always want to maximize shareholder value. In: Zingales, L., Kasperkevic, J., Schechter, A. (Eds.), *Milton Friedman 50 Years Later*. Stigler Center, Chicago, pp. 51-54.
- Helfat, C.E., Finkelstein, S., Mitchell, W., Peteraf, M.A., Singh, H., Teece, D.J., Winter, S.G. 2007. *Dynamic Capabilities: Understanding Strategic Change in Organizations*. Blackwell, Malden, MA.
- Henderson, R. 2021. Innovation in the 21st century: architectural change, purpose, and the challenges of our time. *Manag. Sci.* 67(9), 5479-5488.
- Henderson, R., Serafeim, G. 2020. Tackling climate change requires organizational purpose. *AEA Pap. Proc.* 110(May), 177-180.
- Henderson, R., Van den Steen, E. 2015. Why do firms have "purpose"? the firm's role as a carrier of identity and reputation. *AM. Econ. Rev.* 105(5), 326-330.
- 小林喜光. 2019. 「日本は世界の3つの潮流に、全部遅れている——茹でガエル日本への処方箋(1)『本気』を失っていないか」10MTV オビニオン動画.
- Lindberg, M.B., Markard, J., Andersen, A.D. 2019. Policies, actors and sustainability transition pathways: a study of the EU's energy policy mix. *Res. Pol.* 48(10), 103668.
- 松下幸之助. 1994. 『私の夢・日本の夢——21世紀の日本』PHP 研究所.
- Mayer, C. 2016. Reinventing the corporation. *J. Brit. Acad.* 4(March), 53-72.
- Mayer, C. 2017. Who's responsible for irresponsible business? an assessment. *Oxford Rev. Econ. Pol.* 33(2), 157-175.
- Mayer, C. 2019. *Prosperity: Better Business Makes the Greater Good*. Oxford University Press, Oxford.
- 中山淳史. 2023. 「覇権ではなく貢献の経営——ネット「民主化」の本質」『日本経済新聞』朝刊, 1月3日.
- Nelson, R.R. 1991. Why do firms differ, and how does it matter? *Strateg. Manag. J.* 12(S2), 61-74.
- Nohria, N. 2015. Nitin Nohria's exhilarating journey. In: Pazzanese, C. (Ed.), *Harvard Gaz.* April 29, <https://news.harvard.edu/gazette/story/2015/04/i-had-this-extraordinary-sense-of-liberation/>
- Pitelis, C.N. 2013. Towards a more "ethically correct" governance for economic sustainability. *J. Bus. Ethics.* 118(3), 655-665.
- Porter, M.E., Kramer, M.R. 2006. Strategy and society: the link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Bus. Rev.* 84(12), 78-92.
- Porter, M.E., Kramer, M.R. 2011. Creating shared value. *Harvard Bus. Rev.* 89(1/2), 62-77.

- Quinn, R.E., Thakor, A.V. 2019. *The Economics of Higher Purpose: Eight Counterintuitive Steps for Creating a Purpose-Driven Organization*. Berrett-Koehler Publishers, Oakland, CA.
- Rupp, D.E. 2011. An employee-centered model of organizational justice and social responsibility. *Org. Psychol. Rev.* 1 (1), 72-94.
- Schelling, T.C. 1960. *The Strategy of Conflict*. Harvard University Press, Cambridge, MA.
- ソニーグループ. 2022. 『Sony Corporate Report 2022 統合報告書』
- 谷口和弘. 2022a. 「丸井グループのサステナビリティ経営（Ⅰ）事例研究」『三田商学研究』65(2), 11-25.
- 谷口和弘. 2022b. 「丸井グループのサステナビリティ経営（Ⅱ）分析」『三田商学研究』65(2), 27-44.
- 谷口和弘. 2023a. 「サステナビリティ経営の小田原モデル（Ⅰ）」『三田商学研究』65(4), 13-26.
- 谷口和弘. 2023b. 「サステナビリティ経営の小田原モデル（Ⅱ）」『三田商学研究』65(6), 13-27.
- Taniguchi, K.S. 2022. Why Fukushima? a diachronic and multilevel comparative institutional analysis of a nuclear disaster. *Energy Pol.* 167(C), 113049.
- Taniguchi, K.S., Fruin, W.M. 2022. A research agenda for institutional economics as a moral science: the Cambridge School in the twenty-first century. *Keio Bus. Rev.* 56(1), 1-23.
- Taniguchi, K.S., Huang, R., Fruin, W.M. 2023. Towards a capability evolution view of sustainability transitions. Unpublished manuscript.
- Teece, D.J. 2009. *Dynamic Capabilities and Strategic Management: Organizing for Innovation and Growth*. Oxford University Press, Oxford.
- Teece, D.J. 2016. Dynamic capabilities and entrepreneurial management in large organizations: toward a theory of the (entrepreneurial) firm. *Euro. Econ. Rev.* 86(C), 202-216.

河原茂晴 [河原アソシエイツ／公認会計士（アメリカ・日本）]