

# 新しい資本主義（ステークホルダー論） を巡る識者の議論の整理

令和3年10月26日

# I. 新しい資本主義を巡る内外の識者の議論①

- ジャン・ティロル (Jean Tirole (2014年ノーベル経済学賞受賞)) は、**ステークホルダー全体を考慮した企業統治を考える必要性**を提唱し、そのための経営者に対するインセンティブと制御の構造を研究すべきとの論文を2001年にEconometricaに発表。
  - 企業統治 (コーポレートガバナンス) とは、文字通り企業全体を統治することであり、**株主が経営者をどう監視するかのみ**の問題ではない。**株主、従業員、顧客、取引事業者なども含めたすべてのステークホルダー (利害関係者) の統御**の問題であると主張。
- 
- 企業は株主価値を最大化するものという伝統的な考え方に対して、ステークホルダー全体を考慮すべきとの考え方を提示。このため、
    - ① 経営者は、**多様なステークホルダーの便益の合計**(加重平均)を**最大化することを目指すべき**であり、経営者がそれを目指すようなインセンティブ設計がなされる必要がある。
    - ② ステークホルダー全体に**意思決定権限を分散**する。(一例として、従業員や、顧客、取引事業者、金融関係者そして地域社会 (コミュニティ) の代表が経営決定に加わる制度に言及)
  - ①については、株主以外のステークホルダーのための努力を確保する観点から、**経営者の報酬体系を株価などに過度に依存させるべきでない**とする。ティロルはこの点について、広い範囲のステークホルダーを考慮しているとされる**日本や大陸ヨーロッパ**の経営者の報酬体系は比較的固定的であると言及。ただし、経営者の努力水準を示す「シグナル」として、株価のような明確な指標がないため、経営者の努力に対する評価が不正確になる可能性が生じると言及。
  - ②については、意思決定権限を分散すると、企業の意思決定が遅れる恐れがあることを指摘する。すなわち、各ステークホルダーの理解がなければ事業計画が決定できないため、交渉がまとまらなくなる事態が生じうる。

# I. 新しい資本主義を巡る内外の識者の議論②

- ラジャンとジンガルス (Raghuram Rajan & Luigi Zingales) は、現代の企業において価値を生み出す源泉が何であるかという別の視点から「株主価値最大化」の企業統治の仕組みに疑問を提起。
- 現代の企業がかつての企業に比べて、物的資産やブランドのような非生物的資産よりも、**人的資産が価値の源泉**となってきたことから、**企業のあり方が変化**していると主張。

- 非生物的資産が重要な価値を持つ企業においては、株主から「非生物的資産についての権限の委任を受けた者」としての経営者が強力な力を持っていた。そして、その権限と命令に基づき株主価値を最大化する企業統治の仕組みが企業の生み出す価値を大きくしていたと説明。
- しかし、人的資産が重要になると、必ずしもこの「株主価値最大化」が金科玉条ということではなくなる。なぜなら、株主価値を最大化するために経営者が採る行動が人的資産を有する従業員にとって望ましくないものであるならば、その従業員はその企業から離反し他の可能性を求める。このため、重要な人的資産の欠落からその企業は大きな価値を生み出すことができなくなってしまうからである。
- これらの結果、株主のみに企業によって生み出された余剰（付加価値）を分配するのではなく、**価値の源泉である人的資産を有する従業員にインセンティブを与える**ことが重要になる。会社の**取締役の機能**は、株主のエージェントとしての役割から、**企業の生み出す余剰の分配が偏らないよう**に行動する方向に変わっていくべきはずであると結論付ける。**「金」の軸から「人」の軸への企業統治の重点の移行を主張**。

# I. 新しい資本主義を巡る内外の識者の議論③

- レベッカ・ヘンダーソン (Rebecca Henderson、ハーバード・ビジネススクール教授) は、**気候変動**や**格差**といった問題に対しては、「株主価値の最大化」という考え方を離れ、**資本主義の再構築**を行うことが必要と主張している。
- **企業経営者**は、資本主義の再建に**重要な役割**を果たすと主張。こうした取組は、利益の確保と両立することが可能とする。
- このため、企業経営者は5つのステップに取り組むべきとし、次の5点を挙げている。
  - ① 共有価値の創造
    - ➔ 企業は収益を上げるだけでなく、居住可能な地球と健全な社会という枠組みの中で繁栄を築くことを目指すべき。
    - ➔ 多くの場合、**共有価値を創造する** (社会問題の解決と経済的利益を同時に目指す) **ことは経済合理性を伴う** (例：環境負荷を軽減し、**人材を尊重**することで風評リスクが下がる、他社製品よりも消費者に訴求できる、など)。
  - ② 目的・存在意義 (パーパス) 主導型の組織を構築する
    - ➔ 単なる利益確保にとどまらず、**共通の価値観に深く根差した企業**の存在意義を全員が認識し、**戦略や組織に埋め込んでいく**ことが必要。
  - ③ 金融の回路の見直し
    - ➔ 財務データに加え、**ESGデータを企業が定期的に公表するよう会計制度**を変える、目的を共有する投資家 (社会的課題の解決を目指す**投資家、従業員、顧客**など) から資金調達を行うなどにより、**長期志向の投資家を確保**する。
  - ④ 協力体制をつくる
    - ➔ 世界の産業界を動員し、集団的な共有価値の創造を後押しするうえで、**業界内の自主規制**は強力な手段になりうる。
  - ⑤ 社会の仕組みを作り変え、政府を立て直す
    - ➔ 多くの問題を解決する上で、機能的で透明性がある**政府**の行動 (経済的インセンティブの付与、規制の履行など) が必要。政府がマイノリティの権利を擁護し、環境問題に取り組み、民主制と市民社会を存続させるよう、産業界が働きかけていくことが重要。

# I. 新しい資本主義を巡る内外の識者の議論④

○ **ブランコ・ミラノヴィッチ** (Branko Milanovic、ニューヨーク市立大学客員教授) は、今後の世界の行方は異なる資本主義の間での競争であり、その勝敗は、現在生じている課題をどれだけ修正できるかに依存しているとする。

● 資本主義を以下に分類。

- ① 「リベラル能力資本主義」：米国に代表される民主主義。資本や労働報酬が一部の富裕層に集中し、経済・教育の格差拡大が顕著に。支配層が固定化される。グローバル化に伴う資本の移動性の高まりにより、格差の改善も困難。
- ② 「政治的資本主義」：中国に代表される一党体制による長期支配。テクノクラートへの権力の集中と法の支配の欠如が腐敗を生み、社会の不平等を拡大。

● これらの不平等の拡大は、第一に20世紀以降のグローバル化、第二に21世紀に急速に発展したICTがもたらした2つのアンバンドリング（製造工程の細分化と分散）によるグローバル・バリュー・チェーンの進化と密接不可分。

● 「リベラル能力資本主義」は、政治的に民主主義に結びついており、大多数に影響を及ぼしかねない制度に対して是正措置を講ずる余地を持っている。資本主義がいかに進化していくかは、中間層への支援や公教育の立て直しによる機会の平等化等を通じてより平等志向的な資本主義の段階に移行できるか否かにかかっている。

# I. 新しい資本主義を巡る内外の識者の議論⑤

○ 田中亘教授（東京大学、会社法）は、株主第一主義には基本的な合理性があるとし、安易な「脱・株主第一主義」に対して警鐘を鳴らしつつ、社会厚生 of 最大化の観点から、株主利益に一定の制約がかかることはありうるとする。

- 株主還元の増加などの短期的な株主利益の追求が長期的な企業成長や経済発展を損なっているとする主張については、必ずしも論拠が明確でないとする。
  - ➔ 米国の主要上場企業（S&P500企業）では、2000年代以降株主還元が顕著に増大している。他方、同時期にそれらの企業の投資は減っていない。非S&P企業ではむしろ資金流入が起きている。これは、**株主還元された資金が成長性の高い新興企業への投資に回った**ことを示唆していると主張。
- 元来、株主第一主義とは取締役が株主以外の者の利益を図ることを禁じる原則ではなく、**長期的な株主利益に資する限り、取締役が株主以外のステークホルダーの利益（投資、賃上げ等）を図ることには広範な裁量が認められている**と考えられる（その裏返しとして、長期的利益に資さない非効率な経営は規律される）。
- この点において、株主第一主義は、取締役の恣意によって会社関係者が不公平な取扱いを受けることを防止し、社会厚生（個人の効用の総和）を増進する手段として合理性を持つ。安易な「脱・株主第一主義」はかえって経営の規律を損ない、日本経済の低収益性・低成長性を更に長引かせることにつながりかねない。
- 一方、会社の事業活動によって生じる**負の外部性（環境問題等）を考慮すると、株主利益と社会厚生乖離を軽視することはできない**。社会厚生を増進の観点から、例え株主利益が最大にならなくとも、社会的責任を果たすための会社経営は許容されうると考える。

# I. 新しい資本主義を巡る内外の識者の議論⑥

- 投資家サイドの代表的論客は**ラリー・フィンク** (Larry Fink、世界最大の資産運用会社**ブラックロック**のCEO)。ラリー・フィンクは、2018年1月、投資対象企業全ての**CEOに宛てた書簡**において、長期的な利益を達成するために広い範囲のステークホルダーの利益を追求すべき旨を明記した。

## 2018年にフィンク氏が各CEOへ宛てた書簡（抜粋）

- 公的企業か民間企業かを問わず、企業は**社会的な目的に奉仕**することを社会から求められている。
- 企業が長年にわたって繁栄するためには、財務目標を達成するだけでなく、**社会にどう貢献していくかを示す必要**がある。
- 企業は、**株主、従業員、顧客**、そして事業を行う**地域社会**という、**全てのステークホルダーに恩恵をもたらさなければならぬ**。
- **取締役会**は、企業がその目的を明確にして追求するとともに、投資家や消費者、事業を行う地域社会にとってますます重要になっている問題に対応する上で極めて重要。
- 現在の環境において、これらのステークホルダーは、企業がより広範な問題に対してリーダーシップを発揮することを求めている。
- 企業が**環境・社会・ガバナンス問題を管理**する能力は、持続可能な成長に不可欠なリーダーシップと優れたガバナンスを示すものであり、そうであるからこそ、我々はこれらの論点を一層投資プロセスに組み込むようになっている。

## Ⅱ. フォーラムや経済団体における議論①

- **アメリカの経営者団体**ビジネスラウンドテーブルでは、企業の存在意義として、すべてのステークホルダーの利益を追求すると宣言。

### 「企業の目的に関する声明」(2019年8月19日) (抄)

- 我々は全てのステークホルダーに対して基本的なコミットメントを共有している。我々は以下のことを約束する：
  - **お客様に価値を提供**する。我々は、米国企業がお客様の期待に応え、それを上回るサービスを提供してきた伝統をさらに発展させる。
  - **従業員へ投資**する。これは、公正な報酬と重要な福利厚生を提供することから始まる。また、急速に変化する世界に対応する新しいスキルを身につけるためのトレーニングや教育を通じて、従業員をサポートする。私たちは、ダイバーシティとインクルージョン、尊厳と敬意を育む。
  - **サプライヤーとの公正で倫理的な関係**を築く。我々は、我々がミッションを達成する上で協力してくれる大小様々な企業の良きパートナーとしての役割を果たす。
  - 我々が働く**地域社会**をサポートする。我々は、事業全体で持続可能な事業慣行を取り入れることにより、地域社会の人々を尊重し、環境を保護する。
  - 企業の投資、成長、革新を可能にする資本を提供してくれる**株主**のために、長期的な価値を生み出す。我々は、透明性を確保し、株主との効果的な関わりを約束する。
- 我々のステークホルダーは、それぞれが**必要不可欠**である。我々は、企業、コミュニティ、国の将来の成功のために、**すべてのステークホルダー**に価値を提供することを約束する。



## II. フォーラムや経済団体における議論②

日本経済団体連合会「新成長戦略」（2020年11月17日）（抜粋）

### I. サステイナブルな資本主義

- 資本主義がサステイナブルであるためのカギは、**マルチステークホルダー**の重視する**多様な価値の包摂と協創**であると言える。
- すなわち、経済合理性の観点からは切り捨てられがちな**多様な価値** – 例えば大量生産・大量消費の陰でなおざりにされた個々人の嗜好、型にはまらない働き方やライフスタイル、女性や高齢者、若者、外国人、障がい者などの活躍の機会、大都市集中の陰で衰退する地方、顧みられない地球環境など – を**切り捨てずに包摂し、ステークホルダーとともに協創する、インクルーシブな**（誰ひとり取り残さない）資本主義でなくてはならない。
- 今やステークホルダーの求めるニーズは多様性と複雑性を増しており、その充足を通じて実現される「価値」は、定量的な評価には必ずしもなじまないものも含まれる。こうした中、多様な価値の包摂と協創を通じた、**ステークホルダーの「Well-being」**（身体的、精神的、社会的に良好な状態）の**達成**は、豊かで持続可能な経済社会の確立につながる。
- 企業は、株主にとどまらず、マルチステークホルダーとの対話を通じて、彼らの要請を包摂し、「価値」を協創していくことでもってのみ、持続的な成長を遂げることが可能となる。したがって、**経営の目的をステークホルダーとの価値協創に置き、事業戦略に浸透させる**ことが不可欠である。

### II. 2030年の未来像

- ① **生活者**との価値協創：DXを通じた新たな成長 ～DXにより生活者が暮らしやすさを実感する社会
- ② **働き手**との価値協創：働き方の変革 ～柔軟な働き方や多様で複線的なキャリアが実現する社会
  - ➔ 柔軟な働き方により、個々人の状況に応じたワーク・ライフ・バランスが実現し、育児・介護中などこれまで就業を諦めざるを得なかった人々も就業機会を得て所得も増加することから、産みやすく育てやすい社会に。
- ③ **地域社会**との価値協創：地方創生 ～地方の強みを活かし価値を生み出し続ける社会
  - ➔ 都市に居住しながら地方の仕事もする、あるいは地方に居住しながら都市の仕事をする傍ら地元でも副業・兼業を行うといった形で、優秀な人材が地方で価値を創造するように。
- ④ **国際社会**との価値協創：国際経済秩序の再構築 ～わが国の主体的な関与によりグローバルに連携する社会
  - ➔ わが国企業は、国内外の事業で培った優れたソリューションをアジア太平洋地域はじめ世界に展開し、グローバルな課題の解決に貢献。
- ⑤ 地球の未来との価値協創：グリーン成長の実現 ～**地球環境の持続可能性**と豊かな生活が両立する社会

## Ⅱ. フォーラムや経済団体における議論③

### 関西経済連合会「関西ビジョン2030」(2020年12月) (抜粋)

#### 関経連の取り組みの方向性

- 三方よしにもとづく「民の力」を効果的に発揮する仕組みづくり
  - 関西には、「三方よし」といった社会を強く意識する考え方が脈々と受け継がれており、民の力がまちづくりなどにおいて大きな役割を果たしてきた。こうした歴史や風土の上に、関経連も民主導のプロジェクトを実現してきた。
  - これらを基盤として、多様なステークホルダーを意識した新たな時代における「企業が果たすべき役割のあり方」を検討し、これを浸透させるための仕組みを提唱する。その際、地域や消費者、投資家など各方面から共感・評価・支持されるものをめざすとともに、公器としての企業の望ましい姿を実現するための諸制度のあり方を提案していく。また、地方の活性化をはじめ自然災害・感染者への対策など、各社会課題への取り組みにおいて、行政などと企業の連携の強化も重要な手立てとなりうるとの認識のもと、関経連がどのような役割を果たしていくべきかについて検討し発信していく。
  - 2050年カーボンニュートラル、脱炭素社会の実現という、産学官が総力をあげて取り組まなくてはならない大目標が掲げられたという状況もふまえ、エネルギー・地球環境問題に企業や地域はいかに取り組んでいくべきかについて検討し、実践していく。
- 多様な人材が能力を最大限発揮できる環境整備
  - 世代や性別、国籍などの属性にとらわれず、多様な人材を受け入れ、その能力を最大限引き出すとともに、価値観の多様性を重視し、おのおのの豊かさの追求や自己実現を支えることが重要。
  - 採用・育成や評価・処遇の複線化などに関する企業の雇用制度のあり方に加え、働くヒトの自律を支える大学教育のあり方、多様化するライフスタイル・ワークスタイルに対応する労働法制や税・社会保障制度の枠組みなどについて先駆的な課題提起を行う。
  - 企業を舞台に活躍したいヒト（まずは女性・留学生）、さまざまな分野で世界に先駆けるヒト（起業家、トップアスリート、アカデミアなど）、一つの組織にとらわれない・雇用によらない働き方を選択するヒト、それぞれを対象とした取り組みにおいて（中略）、その実践を各方面に促す。