

# 株主至上主義からステークホルダー主義への転換 —会社の目的をめぐる論争と新たな経営規範としての ESG—

太田 行信<sup>1</sup>

## From Shareholder Supremacy to Stakeholder Theory: Politics around the Purpose of Corporation and ESG as New Management Principle

Yukinobu Ota

### I 主権者は誰かについての会社の目的をめぐる論争

#### 1. はじめに

2019 年 8 月に、米国大手有力企業 CEO を会員とする業界団体である Business Roundtable (以下、BRT) は、Statement on the Purpose of a Corporation を発表した。多くのマスコミは「株主至上主義からステークホルダー主義への転換」として、概ねポジティブな論調<sup>2</sup>で報道した。企業が株主の利益極大化を第一の目的に経営されるという考え方を「株主至上主義<sup>3</sup>」と呼ぶが、米国企業経営者の考える企業の経営目的論(コーポレート・ガバナンスのプリンシパル(会社<sup>4</sup>の主権者)は誰なのか、と言い換えられる)の変遷を見ると、これまでの米国企業が建前はともかく、実際には株主至上主義のもとで経営されてきたとはいえない。本論は会社の主権をめぐる議論の歴史の変遷を概観したのち、現在大きな流れとなっている株主投資家の会社主権者としての覚醒のもとでの、持続可能な ESG の経営規範化について分析する。

#### 2. Business Roundtable の「企業の目的」の変遷

まずは企業の目的についての BRT の公式見解の変遷を眺めてみることにしよう。

##### 1) 1997 Statement on Corporate Governance

「BRT の意見では、経営者と取締役会の最優先の義務は株主に対してであり、他のステークホルダーへの配慮は株主への義務の派生でしかない」(BRT(1997), p3)

他のステークホルダー、つまり従業員、顧客、サプライヤー、債権者および地域社会への配慮は必要であるとは認めるものの、あくまで長期的な株主利益に資するからに過ぎない、と株主至上主義に沿った主張をすると同時に、コーポレート・ガバナンス体制として取締役会では社外取締役<sup>5</sup>が多数を占めるべきという現在のベストプラクティスを推奨した。この声明は、1980 から 1990 年代に吹き荒れた企業買収や乗っ取りブームへの対応と年金ファンドやアクティビスト株主からの圧力に経営者が屈して、現実を受け入れたことを意味する<sup>6</sup>。

##### 2) Principles of Corporate Governance 2016

「必ずしもアクティビストではない、最近の株主の多くは、過去の株主に比べて取締役会

および経営者とのエンゲージメントに対してより高い期待を持っている。彼らは、伝統的に取締役会と経営者の専権であった企業の戦略判断、資本配賦および社会的責任に意見することを望んでいる。」(BRT(2016), p1)

この頃には、基本的には株主至上主義を維持しつつも、企業が利益を上げるため以外の、個人的・社会的目的のため、および/または企業戦略と無関係な課題について、株主がその権利を行使することに対して反対姿勢を示し、特にアクティビスト少数株主の経営への容喙と短期的収益獲得行動(同時に政府による過剰かつ有効でない規制も)に対する経営者側が持つ警戒感をにじませている。他のステークホルダーに対しては、あくまで長期的価値を向上させるためには配慮されるとの従来の見解を維持している。

### 3) Statement on the Purpose of a Corporation (BRT(2019))

While each of our individual companies serves its own corporate purpose, we share a fundamental commitment to all of our stakeholders. (下線部は原文ママ)

「それぞれの企業がその企業目的を遂行するにあたって、我々は全てのステークホルダーに対する基本的な義務を共有する」として、具体的には、①「顧客」への価値の提供(米国の伝統のさらなる発展)、②「従業員」への投資(公正な報酬の提供と重要な福利厚生、さらに変化へ対応するための教育・訓練への支援、多様性・一体性・尊厳・尊敬の醸成)、③「サプライヤー」との公正で倫理的な取引(目的達成のための良きパートナーとなるための努力)、④企業活動が行なわれる「地域社会」の支援(人々へのリスペクトと地球環境保護)、最後にやっと⑤「株主」に対して長期的な価値を創造し、株主との透明で効果的なつながりを持つことを約束している。

言葉通りに解釈するのであれば、株主が第一、他のステークホルダーはあくまで副次的配慮対象で、経営目的は収益極大化という BRT のこれまでの公式見解(米国経営者の多数説とみて良からう?)である株主至上主義/収益極大化主義から、ステークホルダー主義への大きな転換と取れる。

しかしながら、このような豹変については、まず「実際にこれまで米国企業は株主至上主義に基づいて経営されてきたのだろうか」、次に今後はステークホルダー主義に基づくとしても「経営戦略の実践は誰がどのような権限と決定を下して行われるのだろうか(現実的な主権者は誰になるのか)」という疑問がおきる<sup>8</sup>。

### 3. 米国企業は株主至上主義に基づいて経営されてきたのか

BRT の新たな考え方を報じる記事においては、株主至上主義の原点をミルトン・フリードマンの企業の社会的責任についての主張に置くものが多い<sup>9</sup>。それは企業が「公正かつ自由でオープンな競争を行うというルールを守り、資源を有効活用して利潤追求のための事業活動に専念する」のを求める主張であり、株主利益の最大化以外の社会的目的の支出は、株主の金の経営者による横領行為とまでいう。そのような行為は株主の投資リターンを減らすのみならず、めぐりめぐって価格の上昇という形で顧客の不利益、賃金の低下という形で労働者の不利益となり、許しがたい<sup>10</sup>資産の非効率な活用であるという主張である。フリードマンの主張は、「企業経営者は株主のために利潤極大化することが義務であって、社会貢献は経営者の義務ではない」<sup>11</sup>とし、労働者の待遇の改善は労働組合が、慈善事業は資産家個人が、社会福祉や地球環境保護については民主的選挙で選ばれた政府が行うべきである<sup>12</sup>、というもので、その背景には個人の自由と財産権を最大の守るべき価値とし、市場原

理によるのが最も効率的な経済運営であるとする彼のリバタリアンとしての思想が色濃く反映されている。

このようなフリードマン流の株主至上主義の主張は、近代以降の企業の巨大化と株主の機関投資家化の下で、会社の「所有者」は株主であるにもかかわらず、1932年にバリーとミーンズが発見したように、所有と支配の分離が進展して企業の経営者支配が進んだことを時代背景とし、プリンシパル-エージェント・モデルに見られるように、経営者（エージェント）が株主（プリンシパル）の期待に沿わない、非効率的な経営になっているという懸念があるであろう。同時に 1960～70 年代の、ラルフ・ネーダーのような消費者活動家<sup>13</sup>（ベトナム戦争を背景とする反戦活動家や米国内での人種差別や南アフリカのアパルトヘイトを糾弾する社会活動家も含まれるであろう）が、少数株主権を「濫用」して企業に過剰な社会的責任を負わせ、他の株主の利益を侵害しようとする風潮<sup>14</sup>への反発があった。

フリードマン独特の切れの良い株主至上主義の主張ではあるが、プロの経営者や社会的エリート層である取締役にとっては、エージェントとしての裁量権すら与えず、使用人 **Employee** と同じであるとの主張は到底受け入れることができるものではない。上記の BRT の見解の変遷は、それらが経営者団体から発されているだけに、「べきだ」論というよりは、経営者の「このように企業を経営・運営してゆきます」という意思が反映されていると見るべきであろう。いかに株主の介入から距離を置くことに腐心し、建前として株主至上主義を取りつつも、株主や社会からの強い圧力に抗しながら、経営者が実質的主権を保持してきたのが実態といえる<sup>15</sup>。

無論、株主至上主義が 1980 年代の企業乗っ取りや LBO<sup>16</sup>ブームでの企業買収とリストラクチャリングの正当化事由という形で、一定の社会的支持を米国市場で得ていた<sup>17</sup>のは間違いないが、プリンシパル-エージェント理論の提起から窺えるように、経営者が株主利益極大化に忠実だったとも、他のステークホルダーへの配慮を全くしてこなかったともいえず、実際には両主義の折衷的な行動をとっていたと考えられる。従って、米国企業がこれまで一般的にフリードマン的な株主至上主義に忠実に経営されてきたとはいえず<sup>18</sup>、2019 年の BRT 声明の変更で株主至上主義から一挙にステークホルダー主義に大きく舵を切ったとみるのは表面的に過ぎる<sup>19</sup>。

無論、1930 年代の「経営者支配」の時代と現代を比較すれば、経営者の立場は株主を含むステークホルダーに対して弱まっており、企業の内部権力構造も変化してきている。1980 年代までは CEO が自ら取締役会議長（会長）を務めることで、取締役会が得る情報を統制し、人選を差配して与党取締役（部下である内部取締役、CEO の友人や相互不可侵の前提での他の CEO 達）で取締役会を満たし、彼らに潤沢な役得を与えて懐柔することで実質的に会社を支配していた（CEO 主権の時代）。しかし大企業の専横と会計不正を含むスキャンダルに対する社会的批判の高まりと株主からの圧力によって、1990 年代以降は巨大企業においても取締役会が社外取締役主導で CEO を解任するケースが増加して、むしろ取締役会が会社の主権者という傾向が強まった<sup>20</sup>。外部環境的には、エンロン・スキャンダルを契機とした、2002 年のサーベンス・オックスレー（SOX）法<sup>21</sup>とニューヨーク証券取引所上場規程の改訂が、コーポレート・ガバナンス強化の手段として社外取締役による監視・監督機能を制度化した点も大きい。

現在においては、実態は国や個々の企業で異なるものの、経営者から独立した社外取締役が過半数を占める取締役会が、会社の戦略と CEO の選解任を決定し、CEO による業務執行の監視と監督にあたり、会計監査人の選解任と監督にも責任を持つという米国型モニタ

リング・モデルがコーポレート・ガバナンスにおける世界標準ベストプラクティスであるといっている 22。

#### 4. ステークホルダー主義の出現

株主至上主義の下での株主、経営者および企業の専横に対する反論として現れたのが、ビジネス倫理学者側からの「ステークホルダー主義」の主張である。櫻井（2009）は「ステークホルダーを明確な形で包括的に最初に使用したのは、1984 年のエドワード・フリーマンの著書 *Strategic Management: A Stakeholder Approach* においてであった」とし、「21 世紀のアメリカのビジネス界では、会社を起業して経営する目的は株主価値を高めるだけではなく、広くステークホルダーのために価値を創造すること・・・であると考えられる経営者や研究者が次第に多くなってきた。」と述べている。

Freeman et al. (2018)<sup>23</sup>は、ステークホルダーを「企業の活動と結果に利害関係を持ち、企業が目的遂行のために依拠するグループまたは個人である」と定義し、さらにステークホルダー主義は、単に企業の目的をめぐる株主至上主義への反対説ではなく、株主と株主利益の重要性を理解しつつも、株主だけがビジネスの成功のために重要なグループでないこと、また株主以外のステークホルダーを重視した経営が、現代の複雑かつ社会が倫理問題に非常に敏感になっているビジネス環境において価値（金銭的価値は一部でしかない）を創造しうることを主張する理論であると述べている。

ただし、株主に対する経営者の忠実義務・信任義務、つまりプリンシパル・エージェント関係に基づく株主至上主義は、株主が資本の最初の拠出者であり、CEO を含む取締役が株主総会で選任されるという各国会社法の基本的枠組みからは比較的導きやすいのに対して、従業員や地域社会、さらには地球環境等の幅広いステークホルダーに対する責任をどのように理論付けるのかはなかなかの難問<sup>24</sup>であった。

もっとも企業の目的に関する社会的・文化的コンセンサスは、国によって異なっている<sup>25</sup>。銀行による間接金融が中心で、銀行資本が同時に主要株主という金融構造だった西欧大陸諸国や日本では、米国や英国ほど資本市場側から株主至上主義の主張が強くなされなかったこと、欧州では伝統的に環境と労働問題（社会主義への親近感）への関心が非常に強かったこと、またドイツ系および北欧諸国の制度は労働者の経営への参加を法が要求していることから、よりステークホルダー主義的であった<sup>26</sup>といえよう。

実際には、2019 年の BRT の方針変更に見られる米国での株主至上主義からステークホルダー主義へのドグマの公式な転換は、以下のような現実ビジネス実利的な考慮からなされたと考えるのが現実的であろう。

- 顧客の重視は営利企業にとってはある意味当然の命題である
- 人的・場所的に代替可能な工場労働者が中心の製造業と異なり、現在の成長産業である知的サービスや IT 産業では、有能な従業員の継続的雇用が企業の成長に不可欠である
- 地球環境については、特に欧州を震源地として、世界的に政治、投資家および顧客レベルでの危機感が強まっている
- 顧客の倫理的な要求に応えなくては企業は社会的評判を維持できず、それが業績に大きな影響を与えるようになった
- 後述するように、大株主グループである機関投資家が、その投資受託責任について覚醒し、企業への働きかけを強化している

つまり企業にとっては従来のように株主の利益だけを考慮して経営していれば良い時代は去り、経営者（特に CEO）にとっても株主以外のステークホルダーを無視しては業績が向上しない、さらには世論や株主の収益と株価以外に関する圧力により自分の地位が容易に脅かされる状況になってきたといえる<sup>27</sup>。

さらに、世界金融危機の影響と経験で、世界的に、特に米国国内での富の偏在と階層の断絶が、大企業と現在の資本主義体制に対する強い世論の批判として現れてきた<sup>28</sup>ことも、BRT の方針転換には大きな影響を与えたことが窺える<sup>29</sup>。

より最近の動きとしては、機関投資家の持続可能性を考慮した ESG 投資（特に地球環境と気候変動の分野）の方針が、従来はほぼ欧州系に限られていたのが、運用資産の規模と米国企業に対する影響力でははるかに優る米系にまで広まり<sup>30</sup>、もはや逆転し難いグローバルな流れとなってきたことも、米国企業 CEO を突き動かしたといえよう。次章では、このような株主投資家の覚醒と行動原理について考察を加える。

## II 株主の覚醒と新しい投資・経営規範

### 1. 誰が会社の主権者なのか：インベストメント・チェーン

ここまでは「株主」としてひとくくりに呼んできたが、そもそも企業に影響を及ぼすことができるほどの強力な株主の属性は、第二次世界大戦までは、個人またはファミリーとしての資本家（ロスチャイルド、モルガン、ロックフェラーや三井、三菱といった財閥）であったのに対し、現代においては年金基金や投資信託やソブリンウェルス・ファンドが主要な投資家株主となっている。さらにこれらの資金の実際の運用のほとんどは、専門の投資信託会社や投資顧問会社が事業として行っているという階層構造となっている。

このような構造と関係者を、日本版スチュワードシップ・コード（金融庁（2017））においては、インベストメント・チェーンと呼んで、下記のように整理している。

主体	属性	スチュワードシップ・コード上の呼称
会社	株式の発行者	
株主	投資信託 投資顧問会社 信託会社	機関投資家；運用機関
委託者	年金基金 生命保険会社 ソブリンウェルス・ファンド	機関投資家；アセットオーナー
最終受益者	個人、国民	

いずれにおいても最終受益者は自然人である一般個人または国民であり、そこでもプリンシパル－エージェント関係が成り立つため、最終受益者と株主（となっている機関投資家）の間に利益相反やエージェンシー問題が存在している可能性がある。ステークホルダー主義のもとで、株主は十分に最終的プリンシパルである個人と国民の負託に答えてきたのが問われるのである。

### 2. 株主は強欲なのか

ここまでの議論における企業と経営者批判では、株主は強欲で他のステークホルダーへの配慮をしない、という暗黙の前提が置かれてきた。株主の興味は会社への投資利益を最大

化することにあるという前提を置くプリンシパル-エージェント理論の帰結が株主至上主義のドグマである<sup>31</sup>。比較的スポットライトを浴びない株主（大手機関投資家または多数の個人株主）がむしろ経営者に対して、業績の向上と株価の上昇のみを求めて、自ら以外のステークホルダーを顧みない経営を要求してきたのが実態であるが、いまや機関投資家はその前提の矛盾に覚醒しつつあるように見える。伝統的には、投資先企業の業績または行動に不満があれば、株主は持ち株を売って退出するというウォールストリート原則で行動する、と説明されてきたが、最近になって、そのような株主側の投資行動と投資先企業に対する姿勢が変化してきているのである。

### 3. 株主の覚醒と新たな経営規範としての ESG

このような変化の背景には、たとえ投資先企業に不満があっても、年金基金やソブリンウェルス・ファンドはそもそも投資先への長期のコミットメントを余儀なくされること、また最近比率が増加しているインデックス投資家（パッシブ投資家）はそもそもウォールストリート原則に基づく退出行動が取れないことに加えて、委託者（最終受益者）に対する説明責任の高まりがある。

投資家株主の経営者に対する要求と行動の原理は、目的として持続可能な社会を目指し（SDGs: Sustainable Development Goals）、規律として受託者としての責任を求めるスチュワードシップ・コードおよび PRI（Principles for Responsible Investments 責任投資原則）宣言に署名し、具体的投資先選択行動では ESG（Environment, Society and Governance）要素の考慮などの行動となって現れている。Ruggie（2019）によれば、全世界の運用資産額の約 25%以上の 31 兆ドル（約 3,400 兆円）が何らかの ESG 要素を取り入れているというから、上場企業にとってはもはや無視は不可能な勢力となっている。

さらに、コーポレート・ガバナンス・コードの発祥地である英国では、会社法（2006 年）が取締役にステークホルダー全体の利益を考えて経営することを求めた「啓蒙的株主価値」（Enlightened Shareholder Value）アプローチを導入したのに加え、スチュワードシップ・コードの 2020 年改定版（FRC(2020)）が、気候変動をシステミック・リスクと認識し（原則 4）、受託者責任と投資行動について ESG と気候変動要素を含めて統合する（原則 7）ことを求めていることから、実質的 ESG コードとなったと評価されている<sup>32</sup>。

日本のスチュワードシップ・コード改訂案（2020 年施行予定）<sup>33</sup>でも、「機関投資家は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上やその持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンを拡大を図るべきである。」（指針 1.1）と ESG 配慮が原則化している。

ただし、インベストメント・チェーンの中では、ESG が機関投資家（運用機関またはアセットオーナー）レベルでの意思表示にとどまっていて、最終受益者である個人や国民の合意が得られているとは思えないし、ステークホルダー主義の議論においてインベストメント・チェーンの階層をそこまで遡っての分析は少ないように思える。

投資および経営における ESG の実践にあたっては、以下の問題に答える必要がある。

#### 1) 経営者にとって ESG 重視は倫理なのか、功利なのか

ラリー・フィンク<sup>34</sup>（Fink (2020)）は大手投資運用機関トップとして、気候変動に対応

していない企業への投資はリスクであり、そのような企業への投資は控えると述べて、企業経営者に圧力をかけている。国際決済銀行（BIS(2020)）は、金融市場での極めてまれにしか起きないが、実際に起きた場合に破壊的損失を発生させる Black Swan リスク<sup>35</sup>になぞらえて、気候変動を「Green Swan」と呼んで、将来極めて甚大な損害を世界経済に与える可能性があるシステム・リスクとして各国中央銀行（物価と金融システムの安定）、金融規制当局および金融機関（年金基金には ESG リスクの検証）に対してリスク評価を求めている。

これらが主張するのは、気候変動が今ではなくとも、少なくとも（遠い）将来に現実化するリスクである、という認識である。となれば、気候変動への対応は企業の経営上のリスク管理戦略に組み入れられるべきビジネス上の重要問題となっている<sup>36</sup>のであり、地球環境問題はもはや倫理の問題ではなく、企業、投資家さらには規制当局にとって対応が不可欠な経営規範といえる。

## 2) 経営者にとって株主以外のステークホルダーへの配慮はどういう法理のもとで正当化されるのか

現時点では 2 つの正当化理由が挙げられている。一つは、自由主義経済のもと資本主義が持続可能とするために、企業はステークホルダーに配慮した ESG 経営が必要であるというマクロ的観点である。もう一つは、実はフリードマンが示唆している。Friedman (1970) は、限定的なケースではあるが、それが企業の長期的利益に合致し、全ての株主が同意するのであれば、収益をあげることを以外の社会的責任を果たすための行為（地域への寄付や労働者の教育）も正当化されるとしている。これを現代のインベストメント・チェーン構造に当てはめれば、最終受益者である個人や国民の間に、自由主義資本主義経済や地球環境を守るために、ESG 経営が必要であるとのコンセンサスが形成されれば<sup>37</sup>、機関投資家および経営者はその方向に沿って投資判断し、経営する義務を負うことになる。

ただし、民主的な選挙プロセスで選択された各国政府の政策が国民のコンセンサスとみるならば、現時点で欧州はある程度コンセンサスが形成されつつあるようであるが、日本を含む他の国家ではまだ充分ではなく、米国に至ってはパリ協定からの脱退に見られるように、少なくともトランプ政権のもとでは十分なコンセンサスが形成されているようには見えない。

## 3) 投資家株主の立場から、ESG 投資はどういう観点で正当化されるのか：つまり、

### 1) と同じく倫理なのか功利（より高いリターンをもたらせる）なのか

現時点では ESG 投資が超過リターンをもたらすという決定的なエビデンスは見いだされてはいない（あるとする意見も、少なくとも見いだせないという意見の両方があり、またリスク調整後では超過リターンがあるという意見もある<sup>38</sup>）ため、ESG 投資は運用受託者の信任義務違反という意見もある<sup>39</sup>。しかしながら、投資とはケインズが喝破したように美人投票の結果を予測するようなものである以上、世界の多数の投資家が ESG 目線での投資選択をすれば、ESG 経営をより良く行う会社の株式は、ESG 経営を行わない会社の株式よりも良いリターンをもたらす可能性はあるであろう<sup>40</sup>。

ラリー・フィンクは、投資先企業の CEO に宛てたレター（Fink (2018)）で「公開・非公開を問わず、企業は社会的目的に奉仕することを社会は求めている」「企業は全てのステークホルダー（株主、従業員、顧客および事業を営む地域社会）に利益をもたらさなくてはな

らない」とステークホルダー主義での経営を求め、Fink (2020)では気候変動を考慮した投資戦略への転換を、顧客から一任運用機関として受託した信任責任のフレームワークで語っている。

1) で見たように、機関投資家は気候変動リスクへの備えができていないか否かを、投資判断項目および株主総会での議決権行使基準に加えるのが妥当であるということになる。

### Ⅲ 今後の問題点

これまで、ESG 経営が現実的功利につながるか、会社の最終受益者である個人が納得するのであれば、インベストメント・チェーンを通して経営者が会社を ESG に沿って経営するのは可能であるし、有意義であることを検証してきた。個人と国民のコンセンサスのもとで、むしろそれは個人の寄付や慈善行為を良しとした、フリードマン流の考え方も矛盾しないであろう。

最後に現在の流動的な状態がもたらすであろう課題を、二点指摘しておきたい。

#### 1) ESG 投資の結果としての投資リターンの低下を容認できるのか

ESG 基準に基づく投資超過リターンについては、まだ確固たるエビデンスはない。たとえ有効であったとしても、効率的な市場を前提にすれば、ESG 投資の有利性が知られるにつれて、そのような銘柄の株価は上昇して、長期的にはリターンは平準化されてしまうであろう。もし有効でないならば、ESG 投資戦略を選んだ投資家と、それを是認した最終受益者は、非 ESG 投資よりも低いリターンに我慢する他はない。

これは、プラスチックゴミ削減努力や、割高な再生可能エネルギーの選択と同類の、目先の不利益と将来の利益のトレードオフの選択問題であるが、たとえば利回りの低下による年金給付減少を国民が受け入れることに合意ができるのであろうか？

#### 2) 資本市場のルールと弱肉強食

仮に株主が同意する ESG 経営を実践する会社 E としない会社 F が同じ市場で競争する場合、現状 ESG に関する法令上の縛りが少ないなか、E 社の業績は F 社より劣後してしまう可能性がある。現在の自由な資本市場では、上場会社の業績は ESG 要素を考慮にいない財務会計基準<sup>41</sup>上の利益とそれに相関する株価で評価され、株価が低い会社は株価がより高い会社を買収される可能性がある。F 社が E 社を買収して、E 社のそれまでの ESG 経営を放棄してより高い利潤を産む戦略に打ってでた場合、この悪貨が良貨を駆逐する結果を、ESG の観点で社会は容認するのであろうか？

以上

参考文献 (★はなかでも特に参考になった文献)

- ★稲別正晴 (2003)、「コーポレート・ガバナンスとステークホルダー」、『桃山学院大学経済経営論集』、第 45 巻第 3 号、2003/12/30
- 岩井克人 (2009)、『会社はこれからどうなるのか』、平凡社
- ★大杉謙一 (2013)、「コーポレート・ガバナンスと日本経済：モニタリング・モデル、金融危機、日本的経営」、Discussion Paper No.2013-J-6、日本銀行金融研究所、2013/5
- 菊澤研宗 (2004)、『比較コーポレート・ガバナンス論 組織の経済学アプローチ』、有斐閣

- 菊澤研宗 (2006)、『組織の経済学入門』、有斐閣
- 金融庁 (2017)、「責任ある機関投資家」の諸原則<日本版スチュワードシップ・コード>~投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために~」、2017/5/29
- 金融庁 (2019)、「責任ある機関投資家」の諸原則<日本版スチュワードシップ・コード>~投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために~ (案) の公表について」2019/12/20 [https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20191220\\_2.html](https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20191220_2.html)
- QuickESG 研究所 (2019)「【RI 特約記事】分析：改訂版英国スチュワードシップ・コードは事実上の「ESG」コードへ」、2019/11/19  
<https://www.esg.quick.co.jp/research/1082>
- 小平龍四郎 (2019)、「Global Economic Trends 「ESGマナーの奔流、資本主義の再定義促す」」、日本経済新聞、2019/12/22
- 櫻井通晴 (2009)、「ステークホルダー理論からみたステークホルダーの特定ーコーポレート・レピュテーションにおけるステークホルダー」、『専修経営研究年報』(34)93-113、専修大学経営研究所
- セラフェイム、ジョージ (2019)、「脱・株主市場主義の行方 (上) 企業も環境・格差に配慮必須」、日本経済新聞、2019/12/16
- 田中亘 (2019)、「脱・株主市場主義の行方 (下) 日本企業、安易な追随避けよ」、日本経済新聞、2019/12/18
- 東京証券取引所 (2018)、「コーポレート・ガバナンス・コード~会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために~」、2018/6/1
- ★広田真一 (2012)、『株主主権を超えて』、東洋経済新報社
- 広田真一 (2019)、「脱・株主市場主義の行方 (中) 資本主義・企業の多様性重視」、日本経済新聞、2019/12/17
- 水尾順一 (2001)、「企業社会責任とステークホルダーマネジメントシステム」『日本経営診断学会論集』2001年1巻 p. 62-76
- ★渡辺靖 (2019)、『リバタリアニズム アメリカを揺るがす自由至上主義』、中公新書
  
- Bank for International Settlements (BIS)(2020), “The Green Swan - Central banking and financial stability in the age of climate change” 2020/1
- ★Business Roundtable (BRT) (1997), “Statement on Corporate Governance” 1997/9
- ★Business Roundtable (2016), “Principles of Corporate Governance” 2016
- ★Business Roundtable (2019), “Statement on the Purpose of a Corporation” 2019/8/19
- Council of Institutional Investors (CII) (2019), “Council of Institutional Investors Responds to Business Roundtable Statement on Corporate Purpose” 2019/8/19
- Epstein, Richard (2019), “What is The Purpose of A Corporation” *Hoover Institution*, 2019/8/26 <https://www.hoover.org/research/what-purpose-corporation>
- Fink, Larry (2018) “A Sense of Purpose” *BlackRock, Inc.*  
<https://www.blackrock.com/hk/en/insights/larry-fink-ceo-letter>
- Fink, Larry (2020) “A Fundamental Reshaping of Finance” *BlackRock, Inc.*  
<https://www.blackrock.com/us/individual/larry-fink-ceo-letter>

- Financial Reporting Council (FRC) (2019), “The UK Stewardship Code 2020”
- Freeman, R. Edward (1994), “The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions” *Business Ethics Quarterly* 4:4 (1994), 409-421
- Freeman, R. Edward, J. S. Harrison, and S. Zyglidopoulos (2018), *STAKEHOLDER THEORY Concepts and Strategies*, Cambridge University Press, 2018
- ★Friedman, Milton (1962), *Capitalism and Freedom*, The University of Chicago Press (1982 原著 1962) 日本語訳：ミルトン・フリードマン (2008)、村井章子 (訳)、『資本主義と自由』、日経 BP 社
- ★Friedman, Milton (1970), “The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits” *The New York Times Magazine*, 1970/9/13
- Gelles, David and S. Yaffe-Bellany (2019), “Shareholder Value Is No Longer Everything, Top C.E.O.s Say” *New York Times*, 2019/8/19  
<https://www.nytimes.com/2019/08/19/business/business-roundtable-ceos-corporations.html>
- ★Murray, Alan (2008), *Revolt in the Boardroom: The New Rules of Power in Corporate America* 日本語訳：アラン・マレー (2008)、山崎康司 (訳) 『CEO vs. 取締役会—株主主権時代の権力闘争の行方』、ダイヤモンド社
- Murray, Alan (2019), “America’s CEOs Seek a New Purpose for the Corporation” *Fortune*, 2019/8/19 <https://fortune.com/longform/business-roundtable-ceos-corporations-purpose/>
- Orszaq, Peter R. (2020), “Milton Friedman’s World Is Dead and Gone” *Bloomberg*, 2020/1/29 <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2020-01-29/tell-davos-that-milton-friedman-s-world-is-dead-and-gone>
- Phillips, Robert (2003), *Stakeholder Theory and Organizational Ethics*, Berrett-Koehler Publishers, Inc., 2003
- Reich, Robert (2019), “The biggest business con of 2019: fleecing workers while bosses get rich” *The Guardian*, 2019/12/29  
<https://www.theguardian.com/commentisfree/2019/dec/29/boeing-amazon-business-ethics-robert-reich>
- Rogers, Jean, and G. Serafeim (2019), “Pathways to Materiality: How Sustainability Issues Become Financially Material to Corporations and Their Investors” *Harvard Business School*, Working Paper 20-056, 2019
- ★Ruggie, John R. (2019) “Corporate Identity in Play: The Role of ESG Investing” *Harvard Kennedy School*, 2019 (本論文執筆のきっかけにもなった本論文の存在については、本学グローバルビジネス学部ビジネスデザイン学科今井章子教授のご教示による。今井教授には深く感謝するものである。)
- ★Salter, Malcolm S. (2019), “Rehabilitating Corporate Purpose” *Harvard Business School*, Working Paper 19-104, 2019
- Schanzenbach, Max M., R. H. Sitkoff (2019), “Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Laws and Economics of ESG Investing by a Trustee” *Harvard Law School*, 2019/4
- Schwab, Klaus (2020), “Capitalism Must Reform to Survive” *Foreign Affairs*,

2020/1/16 <https://www.foreignaffairs.com/articles/2020-01-16/capitalism-must-reform-survive>

- Sorkin, Andrew R. (2020), “BlackRock Will Put Climate Change at Center of Investment Strategy.” *New York Times*, 2020/1/14  
<https://www.npr.org/2020/01/14/796252481/worlds-largest-asset-manager-puts-climate-at-the-center-of-its-investment-strate>

---

<sup>1</sup> 昭和女子大学 現代ビジネス研究所 研究員

<sup>2</sup> 当然の反応として、これまで企業経営者から至上の存在とされてきた株主＝年金ファンド・機関投資家の団体である Council of Institutional Investors (CII) からは、今回の経営者の宣言は、会社所有者としての株主に対する説明責任を縮減するものであり、政府ならぬ経営者がそのようなことを決めるとはけしからん、という批判が直ちに発表された。(CII (2019))

<sup>3</sup> 似た用語に「株主主権主義」があるが、企業の経営判断の主体がどこにあるかの観点からの言葉であり、経営者が誰の利益を最優先が考えて経営執行にあたるかという観点では「株主至上主義」が使われるべきである。

<sup>4</sup> 本論において、「会社」は株主等の出資者を持つ法人組織を法律論で述べるときに使い、「企業」は営利組織を指す、という使い分けをしている。ただし、現実のビジネスにおいては両者に大きな差はない。

<sup>5</sup> 「社外取締役」という言葉は日本の会社法（会社法第 2 条第 15 号）の用語である（東京証券取引所上場規則では監査役を含む「独立役員」制度がある）。米国では経営者（executive officer）から独立している点を捉えて independent director、英国では経営執行役員（executive）にあたらない点を捉えて（independent）non-executive director という用語を使うケースが多く、独立性基準も異なるが、コーポレート・ガバナンス上の機能面では大きな差はなく、本論では「社外取締役」という用語で統一する。

<sup>6</sup> マレー（2008）、p134

<sup>7</sup> Salter (2019) p4 「幅広い学術文献および多くの経営上の意見表明ではより広い企業目的を提唱するけれども、(中略)株主価値最大化は、企業目的の実質基準的表現および、ほとんどの米国（および英国）公開企業の判断基準であり続けている。」

<sup>8</sup> 本論においては、企業経営の受益者について株主至上主義とステークホルダー主義を対置させ、会社の主権者が誰かという会社主権論（文献によっては、注 3 で述べたように株主主権主義と株主至上主義が同意義で使用されている）とは切り離して論じている。

<sup>9</sup> Murray (2019)、Gelles et al. (2019)および Ruggie (2019)

<sup>10</sup> Friedman (1970)

<sup>11</sup> Friedman (1970)は、社会的責任は個人のみが負うのであり、企業が社会貢献行為をするのは最終的に社会主義へつながるとまで主張する。菊澤 (2004) p14 はこのようなシカゴ学派による主張は「社会倫理的に企業行動が正しいかどうかという価値問題ではなく、投資家の観点から実際に企業は効率的に行動しているかどうかという「企業効率問題」だ」とする。

<sup>12</sup> 渡辺 (2019)は、政治思想的にはリバタリアンに属すフリードマンの経済政策上の立場について、負の所得税（一定の収入以下の国民には課税せず、むしろ政府が給付金を支給する）制度を主張するなど、大きな政府を否定しつつも政府の役割を一定認めることから「古典的自由主義」(ソフトリバタリアン)と呼び、政治的に共和党に近いとし、政府の存在すら否定する「無政府資本主義」「最小国家主義」(ハードリバタリアン)と区別している。(渡辺 (2019) p85)

<sup>13</sup> Friedman (1970)

<sup>14</sup> マレー (2008) p108-113

<sup>15</sup> 無論、個別企業レベルでは顧客第一主義、地域への貢献、慈善活動への出捐や従業員雇用重視といった経営戦略が実施されている例は過去から現在に至るまで多数見いだされる。株主至上主義が多数説となる前は、むしろそれが倫理的であると大企業経営者は考えていた (大杉 (2013) p9)。

<sup>16</sup> LBO (Leverage Buy Out)とは被買収会社(株価が本源的価値に比較して低迷している企業)の資産とキャッシュフローを担保として、多額の借入れ(ハイリスクゆえ金利が高い銀行ローンおよび/またはジャンクボンド)を活用した投資ファンド(投資主体が当該被買収企業の経営者・安値での買収は利益相反の可能性があるのであればMBO(Management Buy Out)と呼ばれる)による企業買収(M&A)スキームで、多くの場合、被買収企業の部門売却、工場閉鎖・移転および人員のリストラクチャリングを伴う。なお個人的な思い出になるが、1990年前後米国で銀行に勤務していた筆者は、KKRによる1998年当時史上最大のLBO買収案件であるRJRレイノルズ(Bryan Burrough and John Helya:”*Barbarians At The Gate*”邦題「野蛮な来訪者—RJR ナビスコの陥落」に詳しい)などのM&A案件について、国内でも株主権の濫用として批判が高まる一方で、KKRのようなLBOファンドの金主(ファンドへの出資者)が年金基金(M&Aの結果、リストラで解雇されることになる労働者の老後を保証する基金)であることに非常に違和感を覚えていた。結果的には、最近のESG投資意識の高まりを見ると、当時は年金基金も最終受益者である労働者の利益を考慮せず、短期的にエージェントとしての自らの責任を狭く(年金基金の利回りの極大化)しかみていなかった可能性がある。

<sup>17</sup> Murray (2019)

<sup>18</sup> 2002年SOX法制定に至った米国企業会計不正や世界金融危機を引き起こした金融機関幹部の強欲と過剰リスクテイクにみられるように、経営者が株主利益ですらなく自己利益の極大化を目的として行動してきた事例も多いが、「日本のみならずアメリカの上場会社であっても、株主の利益だけでなく顧客・従業員・地域社会等の様々なステークホルダーの利益と満足を目指して経営されている」(広田(2012) p30およびp54)ことも多いであろう。

<sup>19</sup> Ruggie (2019) p7は、株主至上主義が米国企業の経営方針であると広く信じられた理由を、説明容易性、経営者の責任転嫁やCEOのストックオプションによる短期結果での高額報酬の正当化目的等にある、としている。現実の企業経営では、ともすれば経営に介入したがる株主への牽制として建前として株主至上主義を掲げつつも、本音では経営裁量権をできるだけ維持したいという経営者側の意向があったのではない。さらに、今回のBRによるステークホルダー主義への転換についても建前に過ぎず、本当に実践されるのか具体性に欠けるという疑念(Gelles et al. (2019))や、BRメンバーの会社は社会的責任に欠ける行為を行っているという批判(Reich (2019))がある。

<sup>20</sup> マレー (2008) 前述のようにこのような傾向を公式に認めたのがBR(1997)である。

<sup>21</sup> SOX法は1934年証券取引所法の改正条項を含み、公開企業のコーポレート・ガバナンス体制を強化した。

<sup>22</sup> 大杉 (2013)、p17; BR (2016); 東京証券取引所 (2018); FRC (2019) 日本では2003年4月施行の商法特例法改正による「委員会等設置会社」(2006年の会社法改正で指名委員会等設置会社に名称変更)の機関設計がモニタリング・モデルの導入の嚆矢となった。各国におけるモニタリング・モデルの発展については、大杉 (2013) p17-44が詳しい。

<sup>23</sup> 以下、Freeman et. (2018)からの引用は同書1.1 Origin of the Stakeholder Perspectiveの章より。

<sup>24</sup> フリーマンの主張に対して、ステークホルダー重視は倫理問題であるという立場から、二者に対する信任義務fiduciary dutyは利害衝突なしには成り立たないから、business without ethicsとethics without businessの択一問題になって、どちらも不条理であるという批判がなされたが、フリーマンは株主を会社のオーナーと見るのではなく、資本の提供者financierに過ぎないから、両立は可能であると主張した(Freeman (2007))。巨大公開企業に対して、株式市場を通して短期間しか株式を持たないヘッジファンドのような投資家が増加している現状では、この整理はより有効であると考えられる。

<sup>25</sup> 広田 (2019)

<sup>26</sup> World Economic Forum (いわゆるダボス会議)の主宰者であるクラウス・シュワブは、Schwab(2020)で、米国企業の圧倒的な収益率と成長を称賛しつつも、資本主義諸国(特に欧州)は常に株主至上主義であったわけではなく、格差と気候変動問題から資本主義を守るために、米国でもステークホルダー主義に転換する必要があったのが、今回のBRの革命的な方針変更の理由である、とする。

<sup>27</sup> その反面として、株主と社会の、時に相反する高い期待を実現させることができる有能なCEOに対する企業側の需要の高まりは、従来のような内部昇格ではなく他社CEOのヘッドハンティングが増加していることもあって、報酬の高騰という形で従業員との所得格差拡大という別問題も惹起している(Reich (2019))。

<sup>28</sup> Salter (2019) p4。また米国における「我々99%」「ウォール街を占拠せよ」運動や、欧米でのポピュリズムの勃興に見られるアンチ大企業の大衆感情を考慮する必要があるのは、BR(2019)発表時のニュースリリースにおいて、BR会長のJamie Dimon (JPMorgan Chase CEO)が「アメリカン・ドリームは生きているが、論争的になっている」「今回の宣言は全ての米国人all Americansに奉仕する経済を常に進めるというコミットメントである」、と述べ、BR (2019)の発表時の短いリリースとStatementの中で、4回もAmericanという単語が使われていることにも現れていると考えられる。

<sup>29</sup> Murray (2019)

---

<sup>30</sup> Fink (2020)

<sup>31</sup> Salter (2019)が引用する Jensen, Michael C.(1998) *Foundation of Organizational Strategy*, Harvard University Press のプリンシパル-エージェント理論の基本となる概念。

<sup>32</sup> QuickESG 研究所 (2019)

<sup>33</sup> 金融庁 (2019)

<sup>34</sup> Laurence D. Fink は世界最大の資産運用会社 BlackRock, Inc. (運用資産額 7.4 兆ドル (約 807 兆円)) の CEO である。なお同社もニューヨーク証券取引所に上場する公開企業である。

<sup>35</sup> Nassim Nicholas Taleb (2007), *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable* ナシーム・ニコラス・タレブ, 望月衛 (訳) 『ブラック・スワン-不確実性とリスクの本質』 2009/6/19

<sup>36</sup> Rogers et al. (2020) p3 は重要性 materiality の評価が重要と述べる。

<sup>37</sup> 米国版 Yahoo! Finance はすでに株式銘柄のページに Environment, Social and Governance (ESG) Risk Ratings を個人投資家向けデータとして無料で提供している。(アップルの例 : <https://finance.yahoo.com/quote/AAPL/sustainability?p=AAPL&tsrc=fin-srch>)

<sup>38</sup> Schanzenbach et al. (2019)

<sup>39</sup> Ruggie (2019) p10 また Schanzenbach et al. (2019)は、ESG 投資がリスク調整後のリターンが高くなることが確認され、委託者により高い利益をもたらすために実行されるのであれば (つまり実利を得られるのであれば)、受託者の信任義務・忠実義務違反にはならない、と主張する。

<sup>40</sup> Slater (2020) p42 このため機関投資家の行動変化は重要なものとなる。

<sup>41</sup> NPO の Sustainability Accounting Standard Board (SASB)は地球環境項目を考慮した会計基準の策定を目的とする組織であるが、標準となっているとはいえない。