

フリードマン・ドクトリンの終焉： 企業の存在意義の見直しと資本主義の再構築

太田 行信¹

End of Friedman Doctrine: Redefinition of Purpose of Business and Reconstruction of Capitalism

Yukinobu Ota

はじめに

2020 年はコロナ禍により社会と経済が全世界的な混乱に陥った、歴史に残る年となった。そのような環境のなか、我々の経済活動も大幅な見直しが不可欠というコンセンサスが形成され（実際には、それ以前から起きていた動きが、コロナ禍によって加速され、顕在化したというのが実態であろう²）、なかでもビジネスの活動目的としての「企業の存在意義³」の見直しが確実となり、ひいては「資本主義の再構築」という議論が活発に行われる状況になっている。特に米国においては、保守主義的な共和党トランプ政権のもとで抑えられていた、リベラル主義寄りの主張である企業のステークホルダー主義と環境保護への方向性が、民主党バイデン政権ではより強く政策として実装される機運が盛り上がっている。

同時に 2020 年は奇しくも、これまでの資本主義体制のなかでの企業の存在意義（企業は何にプライオリティをおいて経営されるべきかという問い）のイデオロギーとして、株主至上主義⁴を説得力をもって提起した、ミルトン・フリードマンによる論文”The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits”（Friedman（1970））が世に出てから 50 年目の節目に当たった。当該論文の出版元である New York Times⁵は長文の特集を組んで、その歴史的意味と現時点での評価を報じた（NYT(2020)）他、内外の紙誌でも大きな節目としての分析が相次いだ。

本研究ノートは、筆者の前論考「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（2019））で取り上げたテーマについて、コロナ禍中の社会経済での企業の存在意義とコーポレートガバナンスの方向性としての ESG をめぐる議論の進展を、その後の筆者による研究成果を踏まえて報告し検討するものである。

¹ 昭和女子大学現代ビジネス研究所研究員兼同グローバルビジネス学部非常勤講師

² Schwab et al. (2020) p185

³ 英語では Purpose という単語を使うので、「目的」と訳すのが素直であろうが、議論の中身を汲んで「存在意義」という訳語を使うこととする。

⁴ フリードマンの主張は「企業は収益を最大化することだけを目的とすべきで、その他の社会的責任を遂行すべきではない」というものであったが、収益最大化の最大の受益者は企業オーナー＝株主であることから、株主至上主義 Shareholder Supremacy Theory と同意義となる。

⁵ 正確に言えば、日刊新聞 New York Times の週末版別冊雑誌である New York Times Magazine の 1970 年 9 月 15 日号である。

I フリードマン・ドクトリンの意義と終焉

1. 企業の存在意義の見直し

フリードマンは、Friedman (1970) において、企業経営において社会的責任を経営者が考慮し、従業員や社会福祉のための会社財産を支出する行為を否定し、ひたすら収益の極大化を目指すのが、資産のもっとも効率的な運用となり、社会全体の効用を最大化することになると主張した。このような考え方（「フリードマン・ドクトリン」と呼ばれる）は、20 世紀後半の英米企業においては主流の経営思想となり⁶、英米企業のグローバル化と巨大化と同時に、種々の弊害を直接間接に社会にもたらしたといえる。

株主至上主義に対する米国での有力なアンチテーゼは Edward Freeman に始まるステークホルダー主義⁷であったが、2019 年の米国経営者団体 Business Roundtable の公式見解の改訂⁸が、株主以外に顧客、労働者、サプライヤーおよび地球環境を含む地域社会への考慮への必要性を公式に宣言してステークホルダー主義への転換を認めたこと⁹で、フリードマン・ドクトリンはその歴史的役割を終えたと言って良いであろう。

たしかに、米国では、株主至上主義のもとで以下のような企業の横暴や経営者の暴走があったと批判される¹⁰。

- 1990 年代の企業買収ブームでの従業員と地域社会への配慮の欠如
- 低労働コスト重視のオフショアリングによる先進国国内雇用の喪失
- 発展途上国外委託先での劣悪な労働環境
- 環境汚染の横行と地球温暖化
- 経営者の強欲を煽る過剰インセンティブ付けによる、エンロン・スキャンダルなどの企業不正および過剰リスクテイクの結果としての世界金融危機
- 企業内での上級経営者報酬と一般労働者賃金の格差拡大
- 社会的な所得と資産格差の拡大

ただし、それらをフリードマンとその主張の責任とするのは酷あるいは過剰評価であると考ええる。

まずは、フリードマンはその議論において、無制限の株主至上主義を主張していたわけではなく、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ることを前提として¹¹、そのために政府が法律を定めて企業活動を規制することを認めている。さらに、社会福祉、労働者保護および環境保護を含む地域社会の保全については、企業ではなく、政府の責任であると述べている。しかしながら、米国において政府が社会的公平性、環境保護および自由競争を保証する独占禁止等の適切な法令の整備と運用を完全に行っていたとはいえない¹²し、

⁶ BRT(1997)および BRT(2016)

⁷ 英米に対して、大陸西欧諸国（代表的なのはドイツの共同決定法）企業およびメンバーシップ雇用と経営者の内部昇格主義が最近まで主流の日本の大企業は、ステークホルダー主義的であったといえる。

⁸ BRT(2019)

⁹ BRT の公式見解の変遷については太田(2019)を参照。

¹⁰ Strine et al. (2020)

¹¹ この点で社会的には個人の自由を何よりも尊重するリバタリアニズムに立ちながら、経済的には新自由主義に立つ市場至上主義者と見られてきたフリードマンは、（小さな）政府による独占防止および公正競争維持を自らの主張の前提としており、経済政策的には共和党保守派に近い、いわゆる古典的自由主義者（ソフトリバタリアン）である。その点で、そもそも政府の存在と規制すら一切否定する、より過激な無政府資本主義の主張者（ハードリバタリアン）とは一線を画しているといえる。両者の差異については渡辺(2019)p81 を参照。

¹² Strine et al. (2020)

NYT (2020) においても Marianne Bertrand (シカゴ大学ビジネススクール教授) は、フリードマンが完全に効率的な市場 (perfectly functioning market) を前提しているのは非現実的であると批判している¹³。さらに加えて現在は、巨大 IT プラットフォーム企業にどれだけプライバシーの保護と言論の自由を任せるべきなのか、政府の介入は必要ではないのか、という議論がまさに進行中¹⁴である。

次に、Friedman (1970) が発表された時期に米国および資本主義陣営が置かれた歴史的背景を考慮する政治歴史学的なアプローチも必要であろう。Anderson (2020) はフリードマンの経済政策の主張を、フリードマンが 1964 年米国大統領選挙で共和党右派のバリー・ゴールドウォーター候補の経済担当主任顧問であった時の政策提言をあげて、「過激；常軌を逸している」(outré) と評し¹⁵つつ、選挙で圧勝した民主党リンドン・ジョンソン政権における社会民主主義的経済政策とリベラルな社会風潮のもと¹⁶で、敗者側のフリードマンの一見過激なりバタリアンの市場主義経済思想が、保守派の間で見直された¹⁷と分析している。さらに、フリードマン・ドクトリンがウォールストリートの金融資本によって都合がよい理論として利用され¹⁸、無慈悲な収益至上主義が資本家と経営者側の信条とされた過去 40 年間の強欲資本主義の結果は、制度自己破壊的な所得格差の進展、安定および社会的移動性の欠如につながっていると述べている。

また、フリードマンの主張は有効性の時間軸について触れていないために、NYT (2020) において、Erika Karp (Cornerstone Capital Group (米国のインパクト投資アドバイザー) Chief Executive) は、フリードマンの主張 (および ESG 経営) は「長期間では」と修正すれば有効であると評価し、Glen Hubbard (コロンビア大学ビジネススクール教授) は短期的には間違っているが、長期的には正しいと評価しているのも、フリードマンの主張 (への誤解) を理解するうえで示唆的である¹⁹。

最後に、フリードマン以外にも株主至上主義につながる理論を提供していた Michael Jensen などの学者の役割が等閑視されているという印象を筆者は持っている。ジェンセンといえば、株主と経営者の関係をプリンシパル - エージェント関係と見て、両者の間の情報

¹³ NYT(2020)で、ジョセフ・スティグリッツも、アダム・スミスの「見えざる手」仮説を含めてフリードマンの主張を経済学と現実の民主主義政治過程の誤解に基づくものと批判している。

¹⁴ 「GAFALルールでいいか、民主的なデジタル社会を」村山恵一、日本経済新聞電子版、2021/2/13；「トランプ氏ツイッター凍結、欧州で批判「制限、法律で」」日本経済新聞電子版、2021/1/12

¹⁵ Friedman(1964)での、国営郵便制度、家賃・物価・賃金統制、銀行規制など14項目の「政府が行うべきでない」制度のうち、実際に廃止されたのは平時の徴兵制ぐらいなもの(邦訳(2008)p171の高橋洋一による解説)であることから彼の主張の非現実的な過激さが伺える。

¹⁶ 具体的には、ケネディ前政権から引き継がれた、ガルブレイスやサミュエルソンらニューディーラー＝新ケインジアン経済学者主導の「偉大なる社会」をめざす「大きな政府」の経済政策であり、公民権法およびベトナム反戦思想に代表されるリベラルなヒッピー文化である。

¹⁷ その後ニクソン政権のもとで最高裁判所判事に就任する企業法務弁護士 Lewis Powell が、米国商工会議所宛に書いたメモ Powell (1971)は、フリードマンの言葉も引用しつつ、社会の左傾化を指摘し、自由主義経済を守るための具体的行動を米国ビジネスに求める文書として当時議論的になった。

¹⁸ NYT(2020)で、Russ Roberts(スタンフォード大学フーバー研究所フェロー)は、フリードマンは pro-market なのであり、pro-business と理解してきたビジネス・リーダーの競争回避傾向を anticapitalist と批判しているように、フリードマン・ドクトリンは短期的な収益極大化をめざす買収ファンド、グリーンメーラー投資家や株式オプション報酬に誘導された経営者に意図的に利用(誤用)されてきた可能性がある。

¹⁹ コーポレートガバナンスおよび ESG をめぐる議論においても、「長期的には」という留保が非常に目につく(東京証券取引所(2018)、Fink(2020)、PRI(2020)) のは、株主至上主義のもとでの短期収益志向 short-termism への批判と揺り戻しがあるのではないか。

非対称性を悪用する経営者の自己利益追求を管理して、エージェンシー費用を極小化させるために、コーポレートガバナンス制度の強化を主張してきたことで有名である。彼は、その理論の前提としてステークホルダー主義を実効性の観点から棄却して、株主至上主義に立つことが社会利益の最大化に最適であると述べている²⁰。この点については、ステークホルダー主義の観点から、複数のオーナー/プリンシパルのもとのエージェンシー費用の抑制と管理に関する理論構築が必要に思う。

2. コーポレートガバナンスの方向性の見直し

コーポレートガバナンス制度がいったい何を解決するかについては、その定義を含めてさまざまな主張があり、ビジネスマン向けの解説書になると「守りのガバナンス」としての企業の内部統制との混同も見られる。以下、いくつかの定義の主張を見てみよう。

まず、日本のコーポレートガバナンス・コード（東京証券取引所(2018)）は、下記のように定義していて、ステークホルダー主義の立場を取っていることが伺える²¹。

「コーポレートガバナンス」とは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味する。

Coats et al. (2018) は、コーポレートガバナンスが解決すべき Conflict として、「オーナーと経営者の利益相反」および「支配的株主と少数株主の利益相反」をあげていて²²、実務者（取締役会および経営者）の行動規範として非常に明解である。前提としてオーナー＝株主至上主義に基づいているものの、コーポレートガバナンスの担い手として他のステークホルダーもあげている。ただし、株主は取締役選解任権を通じたハード・ローでの影響力の行使を保証されているのに対して、それ以外のステークホルダーは直接的に企業に行動を要求する権利を与えられていない²³²⁴ために企業に対する影響力において大きな差が生じるであろう。

筆者としては、Jensen (2000) の、ステークホルダー主義を採用すると経営者は多様なステークホルダーに対して八方美人にならざるを得ないため、結果的に監督と規律が緩んで経営者支配が強まる（エージェンシー費用が増加する）との批判には惹かれつつも、それ

²⁰ Jensen (2000) p2

²¹ ただし、留意すべきは、コロナ以前でも、コーポレートガバナンス問題は米国では経営者による暴走（過度なリスクテイク）をいかに防ぐかという「守り」の問題で、日本では経営者の過度なリスク回避姿勢をいかに是正するかという「攻め」の問題であったように、ポストコロナ時代米国での株主至上主義からステークホルダー主義への転回と同じ議論が、「攻め」のコーポレートガバナンスへの転換がまだ進行中かつ従来からステークホルダー主義的であった日本企業にも当てはまるかどうかは、まだ定まっていないように見える（田中(2019)）。

²² 当該筆者が法律家（ハーバード・ロースクール教授）であることに加えて、日本と比べて利害摩擦と利益相反に関して非常に敏感な米国企業社会のエートスを濃く反映しているためと思われる。

²³ 英国の 2006 年会社法は、取締役の責任について、第 172 条(1)で企業の構成員全体の利益のために企業の成功に向けて誠実に行動すべきとしていて（いわゆる Enlightened Shareholder Value; 啓蒙的株主利益）、ステークホルダー主義がハード・ローにまで格上げされている点(後述のアセットマネージャーの受託者としての信託義務をめぐる議論とも通じる)で、コーポレートガバナンス・コードや証券取引所規則などのソフトローや社会的主張にとどまる日本や米国と異なっている。

²⁴ Schwab et al. (2020)p187-188 は、それでも株主以外のステークホルダー（従業員や顧客）が ESG を実践しない企業に影響力を行使しうる経路として、そのような企業への資本市場および消費市場でネガティブな評判や売上低下圧力をあげ、企業にとって ESG 実践によって得られる利益より、実践しないことで失うもののほうが大きいという罰則効果があると主張している。

でも筆者は Coats et al. (2018) の定義に「株主とそれ以外のステークホルダーの利益相反」をコーポレートガバナンスが解決すべき目的として加えることが重要であると考え。このようにコーポレートガバナンス (G) の目的を定義することで、次章において述べるように、初めて ESG 経営に関して E と S に対する G の関係が整合的に理解できると考える²⁵。

この点に関して、菊澤(2004)が、米国でのコーポレートガバナンスをめぐる論争が、「社会倫理問題」に始まり、次に「企業効率問題」へ移行し、そして「企業倫理と企業効率の複合問題」へと変化してきた」と概観²⁶したうえで、下記のような定義を結論として述べているのは、現在の企業の存在意義と ESG 経営をめぐる状況を先取りしたものとして首肯できる²⁷。

- 主権：企業をめぐる相互に対立する複数の利害関係者が
- 方法：多様な批判的方法を駆使して、
- 目的：企業をより効率的なシステムへと進化させることである。

3. ESG との関係

各国政府による介入（公正で自由な競争環境の維持）が十分に望めない以上、民間および国際社会のイニシアティブとして、国連が提唱する「持続可能な成長目標（Sustainable Development Goals; SDGs）」を達成するための手段としての投資セクターの戦略と実務の行動規範である責任投資原則（Principle of Responsible Investment; PRI）が推進してきたのが、ESG（Environment, Social and Governance）要素に基づく投資プロセス（分析と判断）および経営者へのエンゲージメントの考え方である。

しかしながら、筆者は、ESG に G が含まれることに長らく違和感を持っていた²⁸。というのも、株主至上主義のもとでの株主（プリンシパル）—経営者（エージェント）間のエンゲージメント問題の解決には、コーポレートガバナンスの強化は非常に有効な手段であるものの、それは株主が E と S に無関心な限り、経営者への指導規範にも手段にもなりえない。つまり、株主が SDGs に無関心な短期投資家である場合は、株主至上主義と G の強化は SDGs 実現の目的としてはいかにも相性が悪い。

菊澤(2004)の分類および他の要素に基づいて模式的に以下の表に示すように、SDGs および ESG に基づくコーポレートガバナンスの強化は社会倫理問題としてステークホルダー主義との相性が良く、フリードマン・ドクトリンの株主至上主義は企業効率問題としての経済学

²⁵ ジェンセンのプリンシパル-エージェント関係に関する理論は、プリンシパルが株主（オーナー）のみから、複数ステークホルダーに変わった場合にも有効であると考えられるが、Jensen(2000)が指摘したように、経営者にとっての利益相反関係の調整とコーポレートガバナンスの難易度は当然に高くなるであろうし、実際に BRT の公式見解の改定版(BRT(2019))についても具体性に欠けるという批判が強い（太田(2019)）。

²⁶ (菊澤,2004) p10-20 なお、それまでの社会倫理問題としてのコーポレートガバナンスへの要求を企業効率問題の観点から批判したのが、フリードマンを含むシカゴ学派であると述べている。

²⁷ 日本のコーポレート・ガバナンスコード（東京証券取引所(2018)）が、基本原則において下記のように述べているのも同じ趣旨であろう。

【株主以外のステークホルダーとの適切な協働】

2. 上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。

²⁸ PRI(2020)は ESG のガバナンス要素の例として、賄賂と不正、経営者報酬、取締役会の多様性と構造、政治的ロビーイングと政治献金および税務戦略をあげるが、これらは倫理を示すものは含まれるが、コーポレートガバナンスの方向性を示すものではない。

的あるいは経営学の問題との相性が良いといえる。

表 1：株主至上主義とステークホルダー主義の比較

問題の性格	親和性ある存在意義	目標	主唱者	学問分野	時間軸
社会倫理問題	ステークホルダー主義	SDGs	Edward Freeman	政治・社会学	長期的
企業効率問題	株主至上主義	利益極大化	フリードマン	経済・経営学	短期的

作成：筆者

したがって、SDGs の推進が社会的に広く認識され、PRI が前提としているステークホルダー主義も同時にコンセンサスとして確立された現在は、同時に企業経営者の守るべき規範として G の方向性が定まったといえるのではなからうか。しかしながら、企業効率問題としてのコーポレートガバナンスが実務的に確立するには、以後に述べるようにまだ道半ばといえよう²⁹。

II 資本主義の再構築、特に金融回路の見直し

1. 資本主義の再構築の議論

上述のように、企業効率問題としてのコーポレートガバナンス問題に見えた株主至上主義 vs ステークホルダー主義の対立は、社会倫理問題の性格も併せ持つため、SDGs 課題の解決を、多数の問題を抱えて行きづまった自由主義経済をいかに改革するかという「資本主義の再構築」として述べる論者³⁰も多い。例えば、レベッカ・ヘンダーソン（ハーバード・ビジネススクール教授）の著書”Reimagining Capitalism in a World on Fire”（邦訳書名：「資本主義の再構築³¹」（ヘンダーソン(2020)）は、資本主義の再構築の経済合理性として、「リスク低減、需要拡大、コスト削減」³²というメリットがあると述べ、そのための実践へのパズルのピースとして以下の 5 つを挙げている³³。

- ① 共有価値の創造
- ② 目的・存在意義（パーパス）主導型の組織を構築する
- ③ 金融回路の見直し
- ④ 協力体制をつくる
- ⑤ 社会の仕組みを創り変え、政府を立て直す

以下では、ビジネス問題としてもっとも直接的かつ即効性がある③の金融回路（インベストメント・チェーンと同意義）の見直し、すなわち株主であるアセットオーナーまたはアセットマネージャーから、取締役と経営陣への金融回路を通しての ESG 経営実践の方法論

²⁹ Fink(2020)のように持続可能性がビジネス上の長期必須課題であるのは正しいとしても、現実の企業経営でその課題をどう解決し（経営現場での苦闘と収益性確保の問題）、利害が一致しない複数のステークホルダーに理解してもらうか（例：持続性を反映する会計基準や ESG 指標をめぐる百花繚乱状態）、は現在進行中の大問題である。

³⁰ Schwab (2020)が主宰する World Economic Forum（通称ダボス会議）もその一つ。

³¹ 邦訳書名の「再構築」と、原題の Re-imagining(再想像)の間のニュアンスの違いに注目されたい。

³² ヘンダーソン(2020)p62

³³ ヘンダーソン(2020)p42 以下の第二章

について述べてみる。

2. 金融回路の見直しの重要性

金融回路の見直しの点は、これまでの企業の存在意義、ESG 経営や資本主義の再構築の喧しい議論のなかで最近まで比較的深く議論されてきていない点であった。そもそも経営者が自主的に株主至上主義と収益最大化の企業経営（つまりフリードマン・ドクトリンの実践）を行ってきたともいえない。むしろ、プリンシパル・エージェント関係モデルでは、実態はともかく経営者は株主の目を盗んで自己利益の実現に努める存在とされてきたため、コーポレートガバナンスの強化をもって、株主が自らの利益を再重視する経営者を選任してきたことが株主至上主義のもっとも根底にある。

現在の資本市場においては、個人株主はあまりに細分化されており、年金や投資信託などの最終的な受益者である国民、年金受給者や個人投資家は、彼らの資金を年金基金、投資信託や生命保険会社等のアセットオーナーを通して、専門家である信託銀行や投資顧問業者（アセットマネージャー）に資金運用を委託していて、実際に経営者の選解任の法的決定権を持ってきた（この構造がまさに「金融回路」である）のは、これらアセットマネージャーである。彼らは運用成績が悪ければアセットオーナーから運用契約を切られる立場であり、経営者に対して何にも増して、株価上昇をもたらす、株主重視の収益至上主義の要求を求める強い動機をもっている。つまり、アセットオーナーが明示的に収益至上主義「以外の」経営方針でのエンゲージメントを求めない限り、アセットマネージャー株主を通して企業経営者が株主至上主義を取るのは当然の帰結となる。

したがって、最終受益者である年金受給者としての国民や個人が ESG 経営を望む（無論、環境問題や資産格差の現状を真摯に見つめれば、そう望むのは必然ではあるともいえるが）のであれば、株主と経営者の間のエージェンシー問題を分解して、最終受益者とアセットオーナーの間の、およびアセットオーナーとアセットマネージャーとの間のエージェンシー問題をまず解決することが必要になってくる³⁴。

その点を突き詰めると、エージェンシー問題と信託義務（Fiduciary Duty）の関係が問題になってくるが、信託義務の対象をどの程度広くとるべきかという解釈問題でもあり、スチュワードシップ・コードの見直しも、アセットマネージャーの行動を変える大きな動機になってくるであろう。つまり、「戦争は将軍に任せておくには重大すぎる」とのクレマンソーの言葉をもじれば、「コーポレートガバナンスはアセットマネージャーに任せておくには重大すぎる」ということになり、アセットオーナーの考え方の変革が最も重要になる。

3. アセットオーナーの覚醒

筆者は、ESG 経営についてインベストメント・チェーン（金融回路）を遡る結果、最終受益者が「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」という問題があると太田（2019）で述べたが、最終受益者およびそのエージェントであるアセットオーナー（年金基金・投資信託委託者）の意思も確実に変わってきている³⁵。

³⁴ ヘンダーソン(2020)p166 「適切に設計され、重要で監査対象になり複製可能な ESG の指標は、（中略）多くの金融資産が比較的短期志向のプロによって運用されているという現実につきまとうエージェンシー問題の解決につながる。」

³⁵ ヘンダーソン(2020) p235 「投資家間の協力もカギになる。世界の投資資本の 3 分の 1 以上一約 19 兆ドルを握っているのが、世界の上位 100 の機関投資家だ。この 3 分の 2 は年金基金で、残り 3 分の 1

窪田（2021）によれば、現在年金基金等が運用委託契約を結ぶ際には、「『ESG スコアの高い企業だけに投資する』ことを条件とする投資一任契約を締結する投資顧問会社が増えている」という。PRI の初期の署名団体でもある日本の年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は世界最大級（運用資産 177 兆円）のアセットオーナーである。GPIF は、その巨大さと年金資金の長期的性格から、資本市場全体に長期にわたって、幅広く分散して、主にパッシブ投資（インデックス投資）を行う投資手法を取るユニバーサル投資家であるが、内外株式市場への運用を開始して以後、ESG 投資と投資先へのエンゲージメント活動を運用委託先のアセットマネージャーに効果的に実践させるようにインセンティブ制度を改定した³⁶。

従来も現在も、アセットマネージャーの委託者に対する法的な信託義務について、投資リターンの極大化以外の要素を考慮することへの疑問が存在する³⁷が、UNEP and PRI は”Fiduciary Duty in the 21st Century - Final Report” で、むしろ長期的 ESG 要素を投資分析と判断において考慮しないことこそ、アセットマネージャーとしての法的な信託義務に違反する行為である、と断じている。またヘンダーソン(2020) (p49) は、米国企業の多くの設立根拠法であるデラウェア会社法について、取締役は企業と株主双方に対して善管注意義務、忠実義務および信託義務を負っていて、「長期的な成功を追及するうえで、短期的に株主価値を最大化しない決定をすることができ、またそうすべきである」と述べている。さらに GPIF の元最高投資責任者（CIO）は、「私は何世代にも渡ってフィデューシャリー・デューティを負っている」と述べている³⁸。このように、現時点では、アセットオーナーまたは最終受益者の多数よりは、専門家であるアセットマネージャーの意識のほうが先に高くなっている感がある³⁹。

ただし、ここにも大きな矛盾が存在する。すなわち実質的株主たるアセットオーナーまたは最終受益者が、自主運用であれアセットマネージャーへの運用上の指示であれ、みずからの利益を犠牲にしても、他のステークホルダーの利益を守るという覚悟をそもそもできるのであろうか、という点である。この点は、フリードマン・ドクトリンの富の創出のみを担う民間企業と、富の再分配を担う政府の間での役割分担の問題であった株主至上主義の、モデルとしてのシンプルな実行可能性は優れているし、ステークホルダー主義は経営者による恣意を許してエージェンシー費用を増加させるとのジェンセンの批判が、株主-経営者レベルの問題からアセットマネージャーまたはアセットオーナーレベルの問題にレベルを変えて再現しているようにも見える。この点は、今後の議論の深化を待ちたい。

は政府系ファンド…である。」「本来、こうした機関投資家には巨大な力があり、経済全体をよりサステナブルな方向に動かすことができる。協力する方法を見つければいい。」

³⁶ ヘンダーソン(2020)p167および Henderson et al.(2020)

³⁷ Friedman(1970)が社会貢献等の利益極大化以外への会社資金の支出を、取締役の信託義務違反として否定したことを想起させる。

³⁸ ヘンダーソン（2020） p235 「投資家間の協力もカギになる。世界の投資資本の 3 分の 1 以上—約 19 兆ドルを握っているのが p172 および Henderson et al. (2020)p10

³⁹ 日系の大手アセットマネジメント会社の社長は、「欧米と違い、日本では顧客にあたる年金基金や保険会社などアセットオーナーのほとんどがネットゼロの目標を打ち出していない。それでも水先案内人として一歩先を行くべきだと判断した。」と述べている（「脱炭素、運用会社は水先案内人 アセマネ One 社長」日本経済新聞電子版、2021/2/11）。また、PRI（2020）のデータでも、2020 年時点での PRI 署名者（約 3,000）に占めるアセットオーナーの数は全体の 6 分の 1 程度（約 500）に留まり増加率も低い。

おわりに

前半に述べたようにフリードマン・ドクトリンの歴史的な役割は、既に実質的にも名目的にも尽きたが、コロナ禍によりステークホルダー主義に基づく ESG 経営の必要性は、経営者側にも、株主側にももはや引き返しようなないトレンドとして定着してゆくと考えられる。歴史的に振り返ってみれば、フリードマンの主張は、その前提（政府による自由で公正な競争条件の確保）を骨抜きにされたうえで、フリーハンドを求める金融資本によって短期的利益をむさぼるための格好の理論的支柱として利用されてきた。

その理由は、フリードマン・ドクトリンの持つ単純明快さが、ステークホルダー主義に立つ批判を跳ね返すだけのパワーを持ち、結果として米国企業の世界市場での圧倒的なパフォーマンスをもたらしたことにあるように思う。そこで現在の「資本主義の再構築」論議においては、フリードマン・ドクトリンの弱点をあげつらうだけでなく、その前提を十分に理解して単純な経営者支配（所有と支配の分離拡大とエージェンシー費用の上昇）に戻らないようにコーポレートガバナンス改革を進める必要があると考える。

それと同時に、社会倫理論にたつ複数ステークホルダー主義のもとで、企業効率問題である現実的企業経営に ESG の E と S の目線をどう生かし、それを G の仕組みとして効率的・効果的に監視・監督してゆくかについては、これからの大きな課題であるといえよう。

参考文献⁴⁰

- 太田行信 (2019)、「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—」昭和女子大学現代ビジネス研究所 2019 年度紀要。
- 大橋久美子 (2021)、「御社はなぜ存在するのか？いまパーパスが問われる理由」日経 BizGate 2021/1/25。
<https://bizgate.nikkei.co.jp/article/DGXMZO6818840015012021000000>
- 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。
- 窪田真之 (2021)、「投資家が監査役等に求める対話とは」『監査役』No.717 2021/1/25。
- 田中亘 (2019)、「脱・株主至上主義の行方 (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。
- ヘンダーソン、レベッカ (2020)、高遠裕子 (翻訳)、『資本主義の再構築 公正で持続可能な世界をどう実現するか』(原著: Rebecca Henderson, “*Reimagining Capitalism in a World on Fire*”) 日本経済新聞出版。
- 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。
- Anderson, Kurt(2020), “How Liberals Opened the Door to Libertarian Economics” New York Times, 2020/9/23.
- 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.
- 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>).
- Coates, John C. and Suraj Srinivasan (2018), “Corporate Governance” Harvard Business /Publishing Education, 2018/10/12.
- Friedman, Milton (1970), “The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits” The New York Times Magazine, 1970/9/13.
- 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。
- Henderson, Rebecca, George Serafeim, Josh Lerner and Naoko Jinjo, “Should a Pension Fund Try to Change the World? Inside GPIF’s Embrace of ESG” ,

40 []内は本文での参考文献参照時の略称

- Harvard Business School 9-319-067, 2020/2/1.
- Jensen, Michael C. (2003), “*A Theory of The Firm*” Harvard University Press
 - New York Times [NYT] (2021), “A Free Market Manifesto That Changed the World” 2020/9/11.
 - Orszag, 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>).
 - Principles for Responsible Investment [PRI] (2020), “PRI Brochure 2020 (English)” .
 - Powell, Lewis (1971), “Attack on American Free Enterprise System” , U.S. Chamber of Commerce, 1971/8/23.
 - Ruggie, John R. (2019) “Corporate Identity in Play: The Role of ESG Investing” Harvard Kennedy School, 2019.
 - Schanzenbach, Max M., and 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>).
 - Schwab, Klaus and Thierry Malleret (2020), “*COVID-19:THE GREAT RESET*” English Edition (Kindle edition), Forum Publishing.
 - Strine, Leo E. and Joey Zwillinger (2020), “What Milton Friedman Missed About Social Inequality” , New York Times, 2020/9/10.
 - United Nations Environment Programme - Finance Initiative [UNEP FI] and Principle of Responsible Investment [PRI], “Fiduciary Duty in the 21st Century - Final Report” .