

# 「ステークホルダー資本主義」を どう見るか



E F O セレクション

## 新たな企業経営のかたち

ひろた しんいち  
**広田真一**

早稲田大学商学学術院教授

資本主義が今、見直しを迫られている。象徴的なのは、米国の経営者団体「ビジネス・ラウンド・テーブル(BRT)」が2019年に、「株主の利益を図る」という従来の立場から、株主だけでなく顧客や取引先、地域社会など、あらゆるステークホルダーの利益を重視する立場へと方向転換したことだろう。米国以外でも、世界経済フォーラム(WEF)のシュワブ会長などが「ステークホルダー資本主義」を主張し、世界的な潮流となっている。20年以上も前からステークホルダー型企業に着目してきた早稲田大学の広田真一教授に、その理由を伺った。

早稲田大学商学学術院教授、Global Management Program (GMP) プログラムディレクター。1991年同志社大学大学院経済学研究科博士課程修了。博士(経済学)。摂南大学経営情報学部専任講師を経て、1998年早稲田大学商学部専任講師、2000年同助教授、2008年より同教授。2001年～2003年イェール大学経営大学院Visiting Scholar。主な著書に『株主権を超えて—ステークホルダー型企業の理論と実証』(東洋経済新報社、2012年)。

### 第1回

## 株主権から ステーク ホルダー権へ

### 「モノの資本主義」から 「人の資本主義」へ

——なぜ今、「ステークホルダー資本主義」が注目されているのでしょうか。

**広田** 一番の理由は、資本主義そのものが「物的資本主義」から「人的資本主義」へ変化していることだと思います。

チャールズ・チャップリンの映画『モダン・タイムス』(1936年)をご存じだと思いますが、あの映画に描かれたように、20世紀初頭の企業の競争力の源泉は、大規模なオートメーションの工場であり機械でした。労働者は、あたかも機械の一部のように、企業に単純労働を提供して

賃金を受け取る存在でしかなかった。つまり、企業経営にとって重要なのは工場や機械などの物的資本であって、そうした資本を整えるためには膨大な資金が必要だったわけです。だからこそ、企業は資金を提供してくれる株主を重視して、利益を還元してきました。それが古典的な資本主義の姿です。

ところが、時代が下って豊かな社会に近づき、モノへの欲求がそれなりに満たされるようになると、単に設備などの資本を充実させればビジネスがうまくいく時代ではなくなり、高品質なモノや新しい商品・サービスを求めるようになったためです。その実現のためには、人間による創意工夫やアイデア、研究開発、インベションが欠かせません。従業員  
の知識や能力、やる気といった「人的資本」が競争力の源泉になったと言えます。そして従業員の側も、企業に対して給料だけでなく、仕事のやりがいや自己実現、働きやすさ、雇用の保障など、金銭プラスアルファの価値を求めるようになりました。かつては、原材料などを提供して

代金を受け取るだけだった取引先も、企業の商品・サービスの開発や生産において重要な役割を果たすようになり、代金だけでなく、やはりプラスアルファの価値を求めるようになっていきます。つまり、今や企業は、株主に加えて、顧客・従業員・取引先などの株主以外のステークホルダーに対しても、価値を生み出す存在となっているのです。

**ESG投資による  
株主の意識の変化も**

**広田** また近年、ステークホルダー型経営が求められるようになった背景には、株主自体の意向もありません。急拡大しているESG投資がその一例です。

現在、気候変動などの地球環境問題に加えて、特に米国や英国で目立つ所得格差や富の偏在といった社会問題が存在します。環境問題や社会問題は、地球や人類の存続、世界の資本主義・経済活動の持続可能性を脅かすものであり、それらに配慮しなければ、企業活動そのものが行き詰まるようになり、その結果、株主も長期的な株式のリターンを得られなくなり、

さらには、投資家も人間ですから、自らの資金の運用において単に金銭的利益だけを追い求めているわけではありません。豊かな社会の中で、自分自身の生存や健康、雇用、子孫の繁栄に関心を持つなかで、多少リターンは少なかつたとしても、社会に貢献する企業の株式を保有することに満足感を得る人が



増えつつある。その傾向は特にミレニアル世代（1980～1996年生まれ）で顕著に見られます。そうしたことも、ステークホルダー重視の経営が目指されている理由の一つと言えるでしょう。

## ステークホルダー重視は どう受け止められたか

——ステークホルダー資本主義というのは、そもそも日本企業にはなじみやすい考え方のように思うのですが。

**広田** 日本は戦後、資本が過少だったため、製造業をはじめとする多くの企業が資本の制約の下でさまざまな工夫を凝らし、独自の生産システムを築いてきました。一橋大学名誉教授（現・国際大学学長）の伊丹敬之先生がかつて「人本主義」と呼んだように、日本の企業は以前から人間の知恵を生かしつつ競争力を高めてきたと言えます。

ところが1990年代後半から、日本企業の株主に外国人投資家が増えてきて、利益率をもっと高め、の利益や株価の上昇のみに偏重する経営に疑問が持たれるようになりました。以後、アニアルレポート（年次報告書）などでCSR（企業の社会的責任）に関する記載や、株主以外のステークホルダーへの言及が目立つようになりました。企業における人財活用や社会貢献が重視されるようになったのもこの頃からです。

\*エンロン事件：世界最大のエネルギー販売会社エンロンの不正発覚事件のこと。簿外債務の隠蔽などが明るみに出て、株価が暴落、160億ドルの巨額負債で倒産した。その後、さまざまな企業の不正会計が次々に明らかになり、米国全体のコーポレートガバナンスが問われるようになった。

また、2008年の世界金融危機をきっかけにして、アメリカ国内の所得格差や富の偏在が問題とされるようになり（We are the 99%運動など）、豊かな人をさらに富ませる株主第一主義への反省が強まってきました。その一方で、現実の社会においては、GAF Aに代表される人的資本こそが競争力の源泉となる企業のシェアが高まってきました。

ですから、2019年のビジネス・ラウンド・テーブル（BRT）の

得られた利益を株主に還元するよう、要望が強まりました。政府や経済界、マスコミにおいても、日本経済の低迷は株主主権の不徹底にあるという声が強くなっていきました。2000年代に入ってから、後でお話するように、米国においては株主主権からの揺り戻しの動きがあったものの、日本においては、2008年のリーマン・ショック後の不況期にも「企業価値向上をめざせ」といった声が続きました。2010年代に入ると、第二次安倍政権のアベノミクスの「3本の矢」の一つである成長戦略において、株主主権の視点が色濃いコーポレートガバナンス改革が打ち出されました。企業もこれに呼応して、株主への還元を強く意識するようになり、配当を増やしてきたのです。

一方、米国など海外では2000年代初頭から、先述のように古典的な物的資本主義から人的資本主義へのシフトが鮮明となり、株主主義からステークホルダー主義へ、日本とは逆方向の動きが見られました。一つのきっかけは、2001年のエンロン事件\*です。この事件で、株主

宣言に対して、米国のマスメディアや知識人、投資家から「株主重視をやめるのか」と批判の声が上がったことに、米国の企業経営者は驚いたのだと言います。ここ20年くらい、すでに自分たちはステークホルダー重視でやってきているのに、世間はどのように見えてはいなかったのか、と。

このBRTの宣言に対し、日本の受け止め方は複雑でした。ステークホルダー主義が当たり前の感覚として浸透している実業界はともかく、1990年代後半以降、政府や金融業界は株主主義の方向へと動いてきていたため、大きな衝撃を受けたようなのです。

実は学者の世界も同様で、私が2012年に『株主主権を超えて——ステークホルダー型企業の理論と実証』（東洋経済新報社）を上梓した折には、他の研究者から、「広田さんはえらく思い切った異説を唱えるね」と言われたほどです（笑）。

資本主義の姿は、そのときどきの経済や社会、政治の状況によって変化しますが、今はまさに世界全体がステークホルダー型へ向かっていると言えるでしょう。



## 第2回 資本主義の 二つの顔

### 資本主義の姿は一様ではない

——株主主権論が主流だった頃から、広田先生はなぜ、ステークホルダー型企業に着目されるようになったのでしょうか。

**広田** 1990年代の終わり頃からコーポレートガバナンスの研究を手掛けていたのですが、そのベースにある「エージェンシー理論」に違和感を覚えたためです。エージェンシー理論では、企業の所有者は株主であり、その代理人（エージェント）である経営者は株主の利益を最大化するように行動すべき、ということが前提となっています。そのうえで、株主による経営者の規律づけ（経営者の報酬や取締役会の構造）

について議論します。

ところが、日本の経済や企業経営を観察してみると、どうもうまく当てはまらない。そもそも日本の場合、個人の金融資産のうち約半分が預貯金で、株式の割合は10%ほどしかありません。一方、米国では確定拠出年金の運用などが進んだため、個人の金融資産に占める株式の比率は（年金・投信を通じた株式保有を含めると）50%を超えており、株主利益の最大化という考えは、世間一般にまだ受け入れられやすい。日本の場合は、会社の経営理念を見ても、「社会のため」「顧客第一」「従業員の幸せ」などと謳う企業がほとんどです。

また、企業を動かしているのは本当に経営者だけなのか、という疑問もありました。トップダウン的な要素が強いアメリカならいざ知らず、ボトムアップ経営が主流の日本企業ではどうか。従業員を無視した経営はできないのではないか。そこで、日本企業の経営者層にインタビューをしたところ、やはり株主だけでなく、従業員や取引先といったさまざまなステークホルダー間で

バランスをとって経営していることがわかりました。

そしてさらに研究を進めるなかで、大陸ヨーロッパやスカンジナビア諸国などの企業もステークホルダー型だということがわかってきたのです。実はそうしたことは以前から言われていました(一例をあげれば、フランスの実業家アルベール氏による、個人の成功と短期的利益を重視する「アングロサクソン型」と、集団での成功と長期的利益を重視する「ライン型」の分類など)。



度と関連させて考察したのが、社会経済学者のホール氏とソスキス氏らの「資本主義の多様性」(Varieties of Capitalism)の研究です。彼らは、世界各国の資本主義を、英国・米国・カナダに代表される「自由な市場経済(Liberal Market Economies: LME)」と、ドイツ、フランスなど大陸ヨーロッパ諸国、スウェーデン、ノルウェーなどの北欧諸国、そして日本、韓国などのアジア諸国に代表される「調整された市場経済(Coordinated Market Economies: CME)」の二種類に分類しました。

### 経済を市場で動かすか、組織で動かすか

—それぞれ、どのような違いがあるのでしょうか。

**広田** LMEとCMEの違いは、その国の経済を市場で動かすか(LME)、企業・政府などの組織で動かすか(CME)にあります。LMEでは、企業には株主利益の最大化が期待され、株主の権利を保障する法制度が整備されています。企業のパ

CMEの企業はその逆で、利益率は低いけれど、雇用の安定性が高く、存続年数も長い傾向があります\*。

さらに、法律体系の違いも大きい。英国や米国は「モン・ロー(英米法、判例法主義)」を、大陸ヨーロッパや日本などはシビル・ロー(大陸法、成文法主義)を採用しています。コ

一方、CMEに多いカトリックの国々では、企業は社会に責任を持ち、利益を上げるだけでなく、人々の幸福を考える義務があるという考えに基づいています。

ただ、ここ10年はCMEの企業の利益率が上がってきているのに対して、LMEの企業の雇用の安定性が上がってきている。つまり、両者が近づいてきており、多くの国の多様な産業において、株主を含めたステークホルダー全体の利益を考慮する人的資本主義へと収斂してきていると言えます。



実際に私が、1970年代から現在までのフォーチュン・グローバル500企業のデータで分析した結果、いつの時代をとっても、両者には株主資本利益率(ROE)に差があり、LMEの国の企業のほうが利益率が高いことがわかっています。ただし、LMEの企業では「大規模な雇用削減をする確率」が高く雇用の安定性が低い。また、「10年以内に他企業に買収される確率」も高い、つまり企業の存続年数が短い。一方、

フォーマンスも短期的な利益や株価で測られる傾向が強い。そして従業員に対しては、企業側が比較的自由に解雇できるしくみがあります。いわゆる株主第一主義の企業が多いわけです。

一方、CMEの国では「ステークホルダー主義」の企業が多く、企業は共同体であり、企業のパフォーマンスも長期的な存続・成長や、ステークホルダーに利益や満足を生み出しているかどうかで評価されます。また、政府の介入の程度が大きく、労働者を保護する法律が整い、企業には従業員の権利を守ることが期待されています。その証拠に、もし日本で、Eメール1本で従業員の20%を解雇するなど通知したら、大騒ぎになりますよね。

私はこの二つのタイプをさらに詳しく比較研究をしているのですが、一長一短があります。例えば、LMEのほうがベンチャーを中心にラディカルな(急進的な)イノベーションが起こりやすい。やはり新しい発明においては、ベンチャーキャピタルによる資金提供も含め、資本

実はこうした「株主重視に向かう動き」と「ステークホルダー重視に向かう動き」は、長い歴史で見ると常に起きていて、振り子のように振れているのです。LMEの代表的な国である米国ですら、1960

1970年頃には、従業員の雇用と福祉に配慮して大企業の経営が行われていた時期があります。それが株主重視になったのは、1980年代のレーガン大統領の市場重視の政策や機関投資家の台頭などの影響によるものです。

このように、その時代の政治・政策・経済の状況に応じて、「株主重視」と「ステークホルダー重視」のバランスは変わります。そして21世紀の今、これまで株主権を置いてきた国々も、ステークホルダー型へ傾きつつあると言えます。

では大企業の中長期の研究開発をベースに、インクレメンタルな(漸増の)イノベーション、すなわち既存の製品の改良・改善に長けています。産業構造による違いもあって、前者はバイオやIT、金融が強いし、後者は自動車や機械、化学などの産業に強みを持っています。

### 文化や宗教、国民性の違いを反映した資本主義

—LMEとCMEに分かれる要因はどこにあるのでしょうか。

**広田** 複数の理由があります。一つは国民性や文化の違いによるものです。LMEの国々では、個人主義的な文化を持ち、リスクを恐れない人が多い傾向にあります。一方、CMEの国々は共同体主義的で堅実・安定を好む文化を持ちます。宗教の影響もあるでしょう。LMEの米国や英国はプロテスタントの国であり、職業は神が与えた天職であって、その務めを果たして利潤を得ることに何も恥じることはない、という考えがベースにあります。

### 【第3回】従業員が重要である理由

さまざまなステークホルダーのなかでも、もっとも重視すべきなのは「従業員」だと広田教授は語る。しかし、そのバランスは産業や企業ごとに異なるという。



### 【第4回】経営理念と取締役会の役割

自らがステークホルダーに与える価値を、定量的に評価するのは難しい。ステークホルダー全体を代表し、公平な目で評価を下す存在として重要な役割を担うのが「独立社外取締役」だ。



### 【第5回】日本企業のめざすべき道

世界がステークホルダー型へ向かうなか、日系企業はいかに競争優位をめぐすべきか。広田教授は、企業が社会課題を見いだし、その解決により新たな価値を生み出すことが重要だと語る。



記事の続きをWebマガジン「Executive Foresight Online」に掲載しています。