

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第三小委員会委員長 光 定 洋 介 CMA

米企業の経営者ビジネス・ラウンドテーブル(以下、BRT)では1978年以降、コーポレートガバナンス(企業統治)原則を定期的に公表し、97年以降、企業は株主に第一に仕えるために存在するという「株主第一主義」の原則を表明してきた。しかし、2019年8月のBRTで、従来の株主第一主義から幅広いステークホルダーに配慮した経営を推奨する声明が出された。これをもって米国は脱株主第一主義となり、ステークホルダー主義に転換するのではないかという議論も盛んである。本特集では、この問題について、法的視座、文化的視座、米国実務的視座から各論文をいただき、更に、わが国の現状の視座に関する実証的論文を加え、四つの視座から今後わが国はどうあるべきかという点について議論を深めていきたい。

まず、法的視座として、各国の会社法や判例では、このような株主第一主義や、それと対照に位置するといわれるステークホルダー主義は、どのように解釈されるのであろうか? 田中論文「株主第一主義の意義と合理性」では、日米の法的な観点から株主第一主義の意義(意味)について説明していただき、株主第一主義を擁護する立場からその理由について論じていただく。米国の著名な判例には、会社は株主の利益を第一の目標とし

て組織、運営されるという原則がある。この原則は次の二つの会社法のルールで構成される。第一が、株主が会社経営に対する究極的コントロール権(特に、取締役を選任・解任する権利)を持つというルール、第二が、取締役は株主の利益のために会社を管理・運営する義務を負うというルールである。もっとも、株主の利益をどのようにして図るかについては、取締役に広範な裁量が認められている。取締役は、その行動が長期的に会社の利益を増進すると誠実(Good faith)に判断する限り、従業員の賃上げなどそれ自体としては株主以外の者の利益となる様々な経営上の意思決定を行うことができる。このように、株主第一主義の下でも、取締役は、株主の利益を図るためならば従業員・顧客・取引先などのステークホルダーの利益を考慮することが完全に認められていることから、会社法の専門家からはBRTでの株主第一主義の見直しは不要であったのではないかと指摘されている。では、日本の会社法はどうであろうか。日本では会社の第一の目的が株主の利益を図ることである旨を明示した法令の規定は存在しないものの、米国の株主第一主義を構成する二つのルールは、日本法の下でも原則として認められている(株主の究極的コントロール権、取締役の善管注意義務・忠実義務)。しかし、日本の上場

企業では法制上はともかく、実態として株主の利益を第一の目的として経営されてこなかったとみる向きが多い。これは、株式持ち合いや安定株主政策を通じて株主のコントロール権の実効性が制約を受けてきたところにあるという見方が有力である。このように、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ずる原則ではなく、どこかの時点で株主価値に結び付けばよいものであることから、筆者は株主第一主義を擁護する立場にある。しかも、取締役が経営上の決定を行う時点で誠実にそのように判断していればよく、その決定が、結果的に株主価値に結び付かなかった場合も、取締役は経営判断原則による保護を受けるので、株主第一主義は穏当で合理的な要求と考えている。また、株主第一主義に対する批判として短期的な株主利益（投資を削減して利益還元を優先するなど）の追求が挙げられることがあるが、これは、市場株価が株式の本源的な価値である将来キャッシュフローをどこまで適切に反映できるかにかかっている。

一般的には、米国は株主重視の傾向が、日本は従業員重視の傾向が高いとみられている。このように、国の文化によって資本主義の形態が異なるのではないかという問いを深掘りしたのが、**広田論文「株主第一主義か、ステークホルダー主義か」**である。同論文では、過去100年にわたって議論され続けてきたといわれるこの問いに対して、主として以下の3点から論じている。第一に、企業経営が「株主第一主義か、ステークホルダー主義か」は、効率優先の国か、平等を優先するかなどといった各国の資本主義の形によって変わってくる。米国・英国などは、アングロサクソン型資本主義で、個人の成功と短期的金銭利益を追求するものである。ベースとなる社会経済制度は「自由

な市場経済 (LME: Liberal Market Economics)」である。ドイツ・日本などは、ライン型資本主義で、集団での成功と長期的な配慮に価値を見いだすものである。ベースとなる社会経済制度は「調整された市場経済 (CME: Coordinated Market Economics)」である。この整理のもと、LMEの国とCMEの国の比較を行い、利益率面はLMEの国の方が高い、雇用面ではCMEの国の方が大規模な雇用削減を行う確率が低い、企業の存続面ではLMEの国の方が他企業に買収される確率が高い、と指摘する。この結果は、LMEの国とCMEの国で企業の経営目的が異なっている可能性を示唆する。第二に、LMEの国でもCMEの国でも、歴史的にみるとその時々々の経済・社会・政治の状況によって株主重視か、ステークホルダー重視かのバランスが変わってくると論じる。例えば、LMEの代表的な国である米国においても、1960～70年代には大企業の経営は従業員の雇用と福祉に配慮して行われていたという。80年代に入り、レーガン大統領の市場重視の政策、機関投資家の台頭などによって、雇用に削減しても企業を効率化し株主の利益を高めることが重要だと考えられるようになった。しかし、この株主重視も21世紀に入ってその方向性は弱まりつつあるようにみえる。2008年の世界金融危機以降、所得格差・富の偏在が顕現化し、大企業の株主重視の経営が従業員などのステークホルダーにマイナスの影響を与え不平等を拡大させているとの認識が持たれるようになった。そして、これが政治的な動きとなったことがBRTでのステークホルダー重視の声明につながっているという見方も有力である。このように、同じ国でも時代によって株主重視とステークホルダー重視のバランスが変わるとというのが第二の論点である。第三の論点は、今後の予想である。筆者は、今後

は、少なくとも、先進国においてはステークホルダー主義がより主流になると予想する。その背景は、現在の物質的に豊かな社会においては、工場・機械設備などの物的資本だけではプラスアルファを創出できない。必要なのは人間による創意工夫・情報分析・アイデア創出・研究開発といった人的なものである。より具体的には、知識・知恵・ノウハウ・能力を持った従業員が競争力の源泉となる。こうした物的資本主義から人的資本主義へのシフトによって、ステークホルダー主義へのシフトの傾向が強まる可能性がある、とする。

このようにみえてくると、BRTの声明は、LMEの米国での株主第一主義の微修正と捉えることも可能であろう。仮に、微修正だとしても、その背景にあるものはより具体的にどういうことか、更にいうと一体誰が主導してこうした声明に至ったのか、まだ不透明な部分もある。この点について、コロナ後の情勢も含め米国実務的な視座から論述しているのが、**雨宮論文「株主が主導するステークホルダー主義への転換」**である。まず、米国における株主第一主義を修正する動きが生じた時代背景を概観し、そこでは、大企業による寡占化と労働分配率の低下、所得格差の拡大、短期的な利益を優先した企業行動による弊害といった要因が重なったことで、株主第一主義を基本とする現在の資本主義は機能していないのではないかという見方が広がったことが示されている。この見方は政治の世界にも影響を及ぼし始め、トランプ大統領は、独占的なIT企業が中小零細企業を廃業に追い込んでいる、大企業が生産拠点の海外移転などを通じて雇用等を海外に流出させているという大企業批判を展開している。こうした時代背景がある中での2019年のBRT声明は、株主第一主義からの脱却とステークホルダー主義への転換だとし

て称賛する声は多い。しかし、BRTの企業の目的に関する立場の変遷を振り返ると、違う姿も浮き上がる。1997年にBRTは、経営者及び取締役会にとっての最も重要な責務は、株主に対するものであり、他のステークホルダーの利益は株主に対する責務に派生する限りにおいて重要だ、という文章を盛り込み、株主第一主義を明記したとされる。しかし、アクティビストによる経営への介入が活発になってくるとともに、BRTの株主第一主義に対するコミットメントは少しずつ和らげられ、2016年には、株主の経営への介入は長期的な利益を追求するという前提で行われなければならないと指摘し、短期的な株価引き上げを目的とした株主による経営介入を牽制する文言が挿入されている。このように、企業経営者による株主第一主義の否定は、アクティビスト投資家による経営への介入や政治による規制強化といった圧力を緩和するための方便であり、必ずしも経営者は積極的にステークホルダー主義を受け入れているわけではないとの批判もある。では、ステークホルダー主義は誰が主導して導入されることになったのか。筆者は、長期的に株主価値を最大化する上でステークホルダーの利害に配慮することが重要であるという認識が投資家の間に定着し始めており、株主こそがステークホルダー主義を促進する中心的役割を担っているのではないかと論じる。ESG投資の普及は、ステークホルダーの利益か、株主の利益かという二項対立を止揚し、その二つを両立する形でステークホルダー主義を促進している可能性がある。更に、新型コロナウイルスの蔓延や人種差別問題への抗議活動がESG投資、その中でもSocial的要素の重要性を高めたことが、従業員・顧客・サプライヤーといったステークホルダーの利益とESG投資の関係性を高めることにつながっていることを示す。最後に、ステークホ

ルダー主義への移行に伴う課題として、評価方法の標準化、移ろいやすい常識に株主や企業が過度に反応してしまうリスクについて論じている。

では、もともとCME、ステークホルダー主義であった日本はどうであろうか。2012年に発足した第2次安倍政権は、成長戦略の一貫として、コーポレートガバナンスの強化やROE重視のマネジメントなどを求めた。具体的には、取締役会等の責務として経営幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うことを求めたコーポレートガバナンス・コードを導入するなどした。これはステークホルダー主義から株主第一主義の方向への修正である。このガバナンス改革によって、日本企業の収益性やリスクテイクが国際比較でどのような変化があったのかを意図的に実証分析して視座を提供してくれるのが、齋藤論文「国際比較から考える日本企業のコーポレートガバナンスの現在地」である。筆者は、12年から19年の30の国と地域（以下、30カ国）1,938社の収益性やリスクテイク指標を分析し、一連のわが国でのコーポレートガバナンス改革以降も依然として日本企業の収益性やリスクテイクが国際的にみて低水準であることを示している。全期間の日本企業のROA、ROEの中央値は9.0%、7.9%と30カ国中それぞれ22位、26位であり、国際的にみて低パフォーマンスである。ROAのボラティリティーで計測したリスクテイクの中央値についても、30カ国中24位と低水準となっている。国によって産業分布、マクロ環境などが異なるため、企業特性、所属産業、国の発展度合いをコントロール

した回帰分析でも、日本企業はROA、ROE、トービンのq、リスクテイク、全ての指標に対して有意にマイナスの影響を与えていた。もともと、年ダミーを用いて年ごとに日本企業の各指標の経年変化をみたところ、12年との比較で、19年にかけて着実に収益性が改善傾向にあることも示している。更に、筆者は、日本企業の低パフォーマンス要因として指摘される取締役会の改革と、雇用調整の困難さを国際的にコントロールした回帰分析も行っている。その分析結果からは、一連の改革後も、わが国の企業には、更なるコーポレートガバナンス改革の進化、ならびに雇用の柔軟性を高めることによって、収益性やリスクテイクを高める余地があることが示唆されている。こうした結果から、筆者は、日本企業のコーポレートガバナンス改革が過度に株主第一主義になったとは考えにくいと論じている。

これらの四つの視座からの論文を読んで、解題者は、以下の3点を感じた。まず、文化的に株主第一主義であった米国は、よりステークホルダー主義の方向に進みつつあり、この傾向は続く可能性が高いだろう。第二に、文化的にステークホルダー主義であったわが国は、12年以降、徐々に株主第一主義にシフトしておりその成果は出てきているものの、国際比較でみると収益性やリスクテイクは十分ではなく、過度な株主第一主義とはなっていない。第三に、わが国の会社法が定めるコントロール権が、安定株主等によって阻害されているとするならば、ガバナンス改善を図るために、その障害は除去していかなければならない。