



# 質的变化を迫られる資本主義

## —ステークホルダー資本主義への転換は進むか—

2020/4

三井物産戦略研究所  
国際情報部 総合企画室  
島田武典

### Summary

- 企業は株主への貢献を優先した利益追求のみではなく、関連するステークホルダー全般に貢献すべきというステークホルダー資本主義を主張する声が強まっている。背景には、過度な短期的利益の追求や格差の拡大、環境面への懸念の強まりといった複数の要因があり、資本主義の一定の見直しは不可欠。
- ステークホルダー資本主義の定着には、機関投資家の動きが欠かせない。足元では機関投資家から企業に社会貢献を要求する声が強まっているほか、スチュワードシップ活動強化の流れも見られる。
- 統一されたESG評価基準の策定が実現すれば、企業と各ステークホルダーとの対話はより円滑なものとなり、ステークホルダー資本主義への転換のハードルを引き下げることが期待される。

### 1. 株主至上主義からステークホルダー資本主義へ見直しの機運高まる

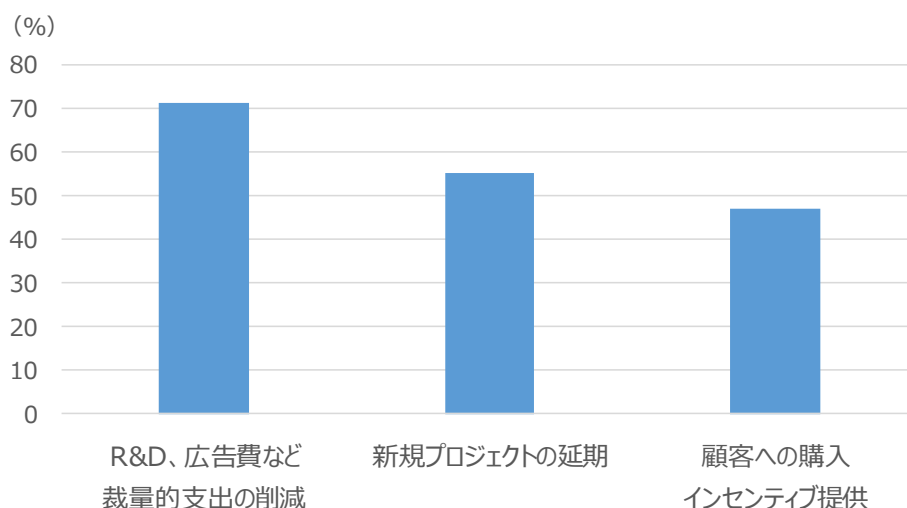
株主至上主義や短期志向といった近年の資本主義の特徴が、格差の拡大や環境問題など深刻な問題につながっていることを踏まえ、資本主義の質的な見直しを求める動きが加速している。具体的な変革の方向性は、多様なステークホルダー（利害関係者）との関係性を重視し、企業活動の成果をこれらステークホルダーと分かち合うことで長期的な企業価値向上を目指すという「ステークホルダー資本主義」である。ここでステークホルダーとは、企業活動に対して、利害関係を有するもので、具体的には顧客、従業員、取引先、地域社会（環境を含む）、政府行政、株主などを指す。

米国の経営者団体、ビジネス・ラウンドテーブルは2019年8月、声明文を発表し、企業の役割として、全てのステークホルダーにコミットする方針を発表した。これまで最重要視してきた株主に対し、長期的な観点から利益の提供を行うとした点は注目に値する。また、世界経済フォーラム（WEF）はダボス・マニフェスト2020で、企業は株主だけでなく、全てのステークホルダーに報いるべきであるとした。さらに、企業は、富を生み出す以上の存在であり、株主だけでなく、環境、社会、優れたガバナンス目標を達成する方法によって業績を測る必要があると指摘した。

## 2. 見直しの背景は複合的

株式会社は株主が所有する以上、運営者である経営陣は、基本的には株主のために働くことが求められる。経営陣が株主のために働くインセンティブを確保するため、ストックオプションの付与等、経営陣の報酬を株価に連動させる仕組みが導入された。この結果、株主至上主義は目先の利益を追求する短期志向に結びついた。短期志向は経済成長をもたらした面もあるが、過度なリスクテイクがリーマンショックのような経済危機につながるなど副作用も大きかった。また、中長期的な成長投資の不足につながった。米マッキンゼーの調査によれば、四半期目標未達が懸念される場合、長期的志向が経営陣の文化として定着していない企業の71%は裁量的支出を削減し、55%は将来の企業価値を犠牲にしても新規プロジェクトを遅れさせる可能性があると回答している（図表1）。

**図表 1：四半期利益目標未達が懸念される場合のアクション**



注：マッキンゼーの調査による。対象企業384社のうち「長期的志向が経営陣の文化として定着している」と回答しなかった252社の回答

出所：'Rising to the challenge of short-termism' FCLT Global

さらに、株主至上主義が格差問題を招いたとの反省もある。企業にとって最も重要なステークホルダーの一つである従業員への富の分配は、目先の利益のため後回しにされた。経営陣など一部のみが繁栄を享受できる世界となったことは、米英を中心とする若者に資本主義への懐疑（社会主義への肯定的な見方）をもたらした。加えて、自然災害数の増加など、環境問題が差し迫った危機として認識されるなか、経済成長は自然環境への大きな負荷を前提に成り立っていること、これまでの資本主義ではこうした問題が解消されないことがあらためて認識されることとなった。このように、株主至上主義・短期志向がもたらした問題は多岐にわたり、深刻度が高まっているため、資本主義のあり方には、一定の修正が求められているといえよう。なお、前述した各種問題点は株主至上主義の特徴が鮮明であった米英を中心とするものが

ほとんどである。日本企業は、これまでも株主だけではなく、ステークホルダー全般に配慮した経営が行われてきたとされており、過度の経営者報酬や株主還元といった問題も一般的ではない。しかし、格差や環境など社会問題との関連で企業を評価する傾向が強まっていること、その目線が厳しいものになりつつある点は、日本企業も理解しておく必要がある。

### 3. ステークホルダー資本主義は本当に定着するのか

#### 3-1. カギを握る機関投資家の動き

短期的なリターンを求める株式市場からの圧力が株主至上主義・短期志向からステークホルダー資本主義への転換を妨げるとの懸念は強い。しかし、過度の短期志向が金融危機を招いたとの反省に加え、近年のESG意識の高まりを背景に、機関投資家は企業の長期的な収益を重視する傾向を強めている。株式の長期保有や支援的な議決権行使などを通じて、機関投資家が企業のステークホルダー資本主義への転換を後押しすることが期待される状況といえる。

また、機関投資家が企業に社会問題への取り組みを一層強めるよう迫る動きが見られている。中でも積極的なのが、世界最大の資産運用会社である米ブラックロックだ。同社のラリー・フィンクCEOは、2018年に投資先企業に送った年次レターで、「企業が継続的に発展していくためには、全ての企業は、優れた業績をあげるのみならず、社会にいかに関与していくかを示さなければならない」と指摘した。さらに足元では、サステナブル投資の分野で世界的なリーダーになるとの目標を定め、売上高の25%以上を一般炭の生産から得ている企業への投資を2020年半ばまでにアクティブ運用ポートフォリオから除外する、また、持続可能性に関連した情報開示や裏付けとなる行動・計画に改善が見られない企業には反対票を投じる可能性がある、など環境面を中心に企業への圧力を強めている。今後、他の機関投資家が追随することも予想されるなか、企業がステークホルダー資本主義にかじを切る上での極めて強い誘因となっていく可能性が高い。

さらに、スチュワードシップコード改定の流れも企業のステークホルダー資本主義への転換を促す要素の一つとなり得よう。スチュワードシップコードとは、「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則」であるが、近年ここにESGの概念が加えられている。2019年10月に同コードが改訂された英国では、スチュワードシップを「経済、環境、社会への持続可能な利益をもたらすような顧客と最終受益者に対する長期的な価値を生むための、資本の責任ある分配、管理、監督」と定義した。日本でも同様にスチュワードシップにESGの要素を含める改定が検討されている。スチュワードシップコードはソフトローであり、強制力を伴うものではないが、例えば日本では2014年2月の策定以降、受け入れ機関数が増加基調をたどっているなど、その影響力は高まっている。

### 3-2. 企業にとっての転換の合理性

企業にとっても、ステークホルダー資本主義への積極的な取り組みを図るメリットはある。米国市民を対象としたJUST Capitalによる世論調査<sup>1</sup>では、「給与水準が10%低下しても、ステークホルダーをより公正に取り扱う企業を職場として選択する」との回答が74%に達する（さらに、全体の66%は「20%の給与水準低下を受け入れる」と回答）。ステークホルダー重視は、高齢化等の影響で世界的に労働需給がひっ迫するなか、優秀な人材を獲得する上で有効な戦略となる可能性を示唆する。また、企業のステークホルダーとの諸課題（解決）に関するスコア<sup>2</sup>を用いて米国上場企業をランキングした場合、最上位の企業群は最下位の企業群よりもROEが6.4%高いこと、投資家からのバリュエーション（株価純資産倍率）は最下位の企業群が2.7倍なのに対し、最上位の企業群は3.8倍と高くなっていることが確認されている（JUST Capital<sup>3</sup>）。前述のとおり、ステークホルダー重視は短期的な株価の動向に不利となる可能性があるが、本質的な企業価値の評価上は有利となる可能性が高いといえそうだ。

では、企業は具体的に何をすべきか。端的に表現すると、自社に対するさまざまな期待や課題意識を持つ各ステークホルダーとどのような関係を構築したいのか、自社リソースをいかに分配するのかについて決定することである。実際のリソース分配に当たっては、従業員教育や研究開発投資、地域社会への投資など金銭的な支出を伴うものも含まれ得るため、株主を中心とするステークホルダーからの理解を得るためには定量・定性両面の情報開示拡充が求められると考えられる。しかし、ステークホルダーとの関係性は各企業で異なり、統一的な判断基準が存在しないため、情報開示の難易度は高い。

ここで注目されるのが、WEFがDeloitte、EY、KPMG、PwCの4大ファームと協力し、2020年1月に公表したESG指標の開示に関する草案<sup>4</sup>である。企業の持続的な価値創造を示すための共通的な手段として国際的に利用されることを目的に、Principles of Governance、Planet、People、Prosperityの4つの柱の下、コア項目として22が示された。企業の負担増加を回避するため、新たな基準を作成するのではなく、GRI (Global Reporting Initiative) やSASB (Sustainability Accounting Standards Board)、TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures) など既存の情報開示基準から引用可能であることが重視されている。規制当局や投資家等、関係者との協議を経て、今後数カ月での最終化が予定されている。将来的にこの提案が幅広く受け入れられていくのかは不明であるが、WEFによると、既に多くの世界最大級の企業が、提案された指標と開示を年次報告書等に取り込んでいくことについて前向きな姿勢を表明しているよう。

<sup>1</sup> ‘A ROADMAP FOR STAKEHOLDER CAPITALISM JUST Capital’s 2019 Survey Results’ JUST Capital

<sup>2</sup> Workers、Customers、Communities、Environment、Shareholdersの5つのステークホルダーに対し、「公正な企業」がどのように振る舞うべきか、米国市民へのアンケート等を基に選定された29の指標で各企業をスコア付けしたもの。適正賃金の支払い、顧客のプライバシー保護、環境汚染を最小限に抑えること、等の項目が含まれており、ステークホルダーごとの評価指標数はそれぞれ異なる。

<sup>3</sup> ‘JUST BUSINESS, BETTER MARGINS’ JUST Capital

<sup>4</sup> ‘Toward Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation’ WEF  
[http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_IBC\\_ESG\\_Metrics\\_Discussion\\_Paper.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_IBC_ESG_Metrics_Discussion_Paper.pdf)

---

さらに、4大ファームが開発に関与しているという権威性も踏まえれば、提案内容への支持が大きくなるとなっていく可能性も相応にあるといえよう。統一的なESG開示が幅広く受け入れられれば、企業とステークホルダーとのコミュニケーションは円滑となり、企業のステークホルダー資本主義への転換に向けた難易度を低下させると期待される。また、大多数の企業が統一的なESG開示を採用するならば、それは制度に近い位置付けとなり、対応の遅れた企業も追従せざるを得なくなるという意味で、企業のステークホルダー資本主義への転換を強く後押しする。これらより、共通化されたESG開示の確立は、ステークホルダー資本主義が実現する上で非常に重要な要因といえる。

なお、前述のダボス・マニフェスト2020では「経営者報酬はステークホルダーに対する責任を反映する必要がある」とされている。これまでのところ経営者報酬は企業業績や株価と連動させる方式が一般的となっている。しかし、ドイツの複合企業シーメンスは2020年以降の役員報酬について、株式報酬部分の20%は内部で算定するサステナブルインデックスの実績に連動させると発表した。このインデックスはCO<sub>2</sub>排出削減量、従業員1人当たりの教育時間、顧客満足度で構成される。ステークホルダー資本主義への転換を図る企業にとって、経営陣の方向性を一致させ、社内外にその意欲を示す上で、有効な施策と考えられるため、今後広がりを見せる可能性があるだろう。

---

当レポートに掲載されているあらゆる内容は無断転載・複製を禁じます。当レポートは信頼できると思われる情報ソースから入手した情報・データに基づき作成していますが、当社はその正確性、完全性、信頼性等を保証するものではありません。当レポートは執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社及び三井物産グループの統一的な見解を示すものではありません。また、当レポートのご利用により、直接的あるいは間接的な不利益・損害が発生したとしても、当社及び三井物産グループは一切責任を負いません。レポートに掲載された内容は予告なしに変更することがあります。